

# **Stanovení objektivizované hodnoty společnosti EKODO Šumperk, s.r.o.**

**Diplomová práce**

**Vedoucí práce:**

**Ing. Marcela Basovníková, Ph.D.**

**Autorka práce:**

**Bc. Tereza Bartošková**

**Brno 2016**

Poděkování Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Marcele Basovníkové, Ph.D., a Ing. Michaele Beranové, Ph.D., za odborné rady, strávený čas nad korekcí, trpělivost a ochotu při vedení této diplomové práce. Mé velké poděkování patří i vedení společnosti EKODO Šumperk, s.r.o., Věře a Vlastimilovi Kocourkovým, kteří mi po celou dobu zpracovávání diplomové práce ochotně poskytovali data, rozhovory a byli přístupni i k operativní komunikaci ohledně nahodilých problémů. V neposlední řadě bych chtěla velmi poděkovat své rodině a příteli za podporu a motivaci.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Stanovení objektivizované hodnoty společnosti EKODO Šumperk, s.r.o.** vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 19. května 2016

---

**Abstract** Bartošková, T.: Determination of an objectified business value of the company EKODO Šumperk, s.r.o. Diploma thesis. Brno: Mendel University, 2016.

The thesis deals with the determination of an objectified business value of the business entity EKODO Šumperk, s.r.o., doing business in the production of machines for general purposes. The thesis is divided into two parts. First part is the description and understanding of relationships, principles and valuation methods on a theoretical level. The second part contains a particular application of selected methods of valuation and acquisition an objectified business value. The business value is determined on the level of income methods. A prerequisites for acquisition the value are strategic and financial analysis, sales prognosis for the company and the entire industry, prognosis of generators of values and a financial plan. Based on these analyses, and using DCF entity, EVA entity and capitalized earnings method is determined the value of the company to 1. 1. 2015.

**Keywords** Valuation, objectified value, income methods, DCF entity, EVA entity, capitalized earnings, strategic analysis, financial analysis, bankruptcy models, creditworthy models , generators of values, discount rate.

**Abstrakt** Bartošková T.: Stanovení objektivizované hodnoty společnosti EKODO Šumperk, s.r.o. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016.

Diplomová práce se zabývá stanovením objektivizované hodnoty podnikatelské entity EKODO Šumperk, s.r.o., podnikající v oblasti výroby strojů pro všeobecné účely. Práce je rozdělena na dvě části. Obsahem první části je popis a poznání vazeb, principů a metod oceňování podniku na teoretické úrovni. Druhá část sestává z vlastní aplikace zvolených metod oceňování a získání objektivizované hodnoty podniku. Hodnota podniku je stanovena na úrovni výnosových metod. Nutnými předpoklady k získání této hodnoty je zpracování strategické a finanční analýzy, prognózy vývoje tržeb společnosti a celého oboru, prognózy generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu. Na základě těchto analýz a s využitím DCF entity, EVA entity a metody kapitalizovaných čistých výnosů je stanovena hodnota podniku k 1. 1. 2015.

**Klíčová slova** Ocenění, objektivizovaná hodnota, výnosové metody, DCF entity, EVA entity, kapitalizované čisté výnosy, strategická analýza, finanční analýza, bankrotní modely, bonitní modely, generátory hodnoty, diskontní míra.

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>Cíl práce a metodika</b>	<b>9</b>
<b>3</b>	<b>Literární rešerše</b>	<b>10</b>
3.1	Hodnota podniku a systémová charakteristika jeho oceňování .....	10
3.1.1	Hladiny hodnoty podniku .....	11
3.1.2	Kategorie hodnoty podniku .....	12
3.2	Metody oceňování podniku .....	13
3.2.1	Výnosové metody oceňování a diskontní míra.....	14
3.2.2	Náklady vlastního a cizího kapitálu .....	15
3.3	Postup při oceňování podniku .....	17
3.4	Analýza dat .....	18
3.4.1	Strategická analýza.....	18
3.4.1.1	Analýza vnějšího prostředí.....	19
3.4.1.1.1	Analýza mikroprostředí.....	19
3.4.1.1.2	Analýza makroprostředí.....	21
3.4.1.2	Analýza vnitřního prostředí.....	22
3.4.1.3	Vyhodnocení strategické analýzy .....	24
3.4.2	Finanční analýza .....	25
3.5	Finální ocenění podniku .....	33
3.5.1	Metoda diskontovaného cash flow (DCF).....	34
3.5.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	38
3.5.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	41
<b>4</b>	<b>Vlastní práce</b>	<b>42</b>
4.1	Charakteristika společnosti EKODO Šumperk, s.r.o.....	42
4.2	Strategická analýza .....	43
4.2.1	Analýza vnějšího prostředí.....	43
4.2.1.1	Charakteristika odvětví CZ-NACE 28.....	44

4.2.1.2	Analýza makroprostředí.....	49
4.2.1.2.1	PESTE analýza .....	49
4.2.1.3	Analýza mikroprostředí.....	56
4.2.1.3.1	Vymezení relevantního trhu .....	56
4.2.1.3.2	Analýza vývoje trhu .....	57
4.2.1.3.3	Porterův model pěti hybných sil .....	58
4.2.1.3.4	Analýza atraktivity trhu.....	63
4.2.2	Analýza vnitřního prostředí .....	64
4.2.2.1	Metoda 7S od McKinsey.....	64
4.2.2.2	Souhrnná konkurenční síla podniku.....	67
4.2.3	Hodnocení a výstupy ze strategické analýzy .....	68
4.2.3.1	SWOT analýza .....	69
4.2.3.2	Matice GE.....	70
4.2.3.3	Predikce vývoje tržeb společnosti .....	71
4.3	Finanční analýza .....	73
4.3.1	Analýza poměrových ukazatelů.....	73
4.3.2	Predikce finanční tísně.....	78
4.4	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.....	80
4.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	83
4.6	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	89
4.7	Stanovení objektivizované hodnoty podniku pomocí výnosových metod.....	93
4.7.1	Ocenění pomocí metody DCF entity.....	93
4.7.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA.....	96
4.8	Stanovení hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných výnosů .....	97
<b>5</b>	<b>Diskuze a návrhy</b>	<b>99</b>
<b>6</b>	<b>Závěr</b>	<b>105</b>
<b>7</b>	<b>Literatura</b>	<b>107</b>
<b>8</b>	<b>Seznam obrázků a grafů</b>	<b>112</b>
<b>9</b>	<b>Seznam tabulek</b>	<b>113</b>
A.	Metody oceňování .....	115

---

B.	Prognóza ziskové marže zdola.....	116
C.	Vzorce a výsledky pro Altmanovo Z-skóre a Indexy IN05 .....	117
D.	Rozvahy za roky 2008 - 2014.....	119
E.	Výkazy zisků a ztrát za roky 2008 - 20014 .....	121
F.	Finanční plán.....	123

# 1 Úvod

Disciplína oceňování podniku se v současné době dostává stále více do středu zájmu podnikatelských entit, resp. jejich představitelů. Z dříve podceňované oblasti na území Československé a České republiky se v průběhu devadesátých let dvacátého století a začátku let nového tisíciletí stala dynamicky se rozvíjející a žádaná disciplína. Důvody, proč experti provádějí ocenění vybraných podnikatelských struktur, rostou exponenciální funkcí a disciplína se tak v současné době neustále aktualizuje a rozšiřuje. Kořeny tohoto rostoucího zájmu jsou dány především specifikami tržně řízeného prostředí České republiky, které má své počátky ve společensko-ekonomické transformaci v roce 1989 a s ní souvisejícím přechodem na svobodnou demokratickou společnost s tržní ekonomikou. Ta je specifická vysokou proměnlivostí trhu, potřebou rychlých a přesných informací a obecně vyšší rizikovostí podnikání. Takové tržní prostředí se poté pojí s potřebou kvalitních analýz, dat, dedukcí a indukci vedoucích k optimálnímu rozhodovacímu procesu managementu společnosti. V této souvislosti se tedy určování hodnoty samotného podniku v současnosti stalo záležitostí velmi náročnou na všeobecný přehled, citlivou na vysokou proměnlivost tržního prostředí a vyžadující vysoké znalosti v četných oblastech ekonomicky zaměřených věd. Na tomto základě je třeba konstatovat, že disciplína oceňování podniku je značně složitou a komplexní problematikou, tudíž vyžaduje dostatek času a znalostí analytika. Výsledkem je však, kromě samotné hodnoty podniku, také velmi detailní analýza podniku a jeho okolí, doplněná často dlouhodobým finančním plánem a prognózami pro budoucí potenciál oceňovaného podniku, které spolu s hodnotou podniku ve značné míře přispívají k opodstatněnému rozhodování managementu společnosti. Z těchto důvodů je navzdory své složitosti disciplína v českém tržním prostředí shledávána za přitažlivou, dominantní a velmi prospěšnou pro rozhodovací proces managementu společnosti. K vypracování této diplomové práce mě tedy přiměl nejen samotný zájem o stanovení hodnoty jedné menší strojírenské společnosti na Šumpersku, ale zejména i vysoká atraktivita, aktuálnosti a zajímavost samotné disciplíny oceňování podniku.

Výše zmiňovanou společností je podnik EKODO Šumperk, s.r.o. Vedení podniku představují dva jednatele, kteří jsou zároveň vlastníky podniku a jednají jménem společnosti samostatně a v plném rozsahu. Stanovení hodnoty podniku, společně s výstupy ze strategické a finanční analýzy, prognózami tržeb, finančním plánem a generátory hodnoty, bude sloužit jednatelům jako podklad pro rozhodování o budoucí strategii společnosti. Stěžejním záměrem této diplomové práce tedy není jen pouhý výčet a deskripce náležitostí rozsáhlého spektra analýz, nýbrž za prioritní jsou považovány návrhy a doporučení vyplývající právě z těchto analýz. Stejně tak bude kladen důraz na důležitost hlavních deviz, resp. mezer oceňované společnosti. Ty jsou určujícím kritériem pro využití tržních příležitostí, nebo naopak upozorňují vedení podniku na případné hrozby, kdy včasným opatřením může dojít ke snížení až eliminaci potenciálního nebezpečí ohrožujícího specifickou oblast společnosti.



## 2 Cíl práce a metodika

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku EKODO Šumperk s.r.o., a to konkrétně objektivizované hodnoty. Tento typ hodnoty byl vybrán po konzultaci s vedením společnosti a to na základě požadavku na získání co nejvíce nezávislého a nesporného odhadu, který je jiným analytikem snadno přezkoumatelný, přičemž k jeho získání postačí ve větší míře veřejně dostupné údaje a data.

Diplomová práce je strukturována na dvě hlavní části, a sice literární rešerši a vlastní práci. Stěžejní náplní literární rešerše bude prostudování české a zahraniční odborné literatury vztahující se k danému tématu. Ve vlastní práci bude provedeno několik analýz, predikcí, logických operací, výpočtů a dedukcí, které povedou ke stanovení objektivizované hodnoty společnosti. Z hlediska posloupnosti průběhu oceňování podniku bude důležité dodržet logickou návaznost. První provedenou analýzou bude detailní strategická analýza, jejíž účelem je prozkoumání a vyhodnocení vnitřního a vnějšího okolí podniku, čímž dojde k vymezení celkového výnosového potenciálu podniku. Pro prvotní náhled do prostředí, ve kterém společnost EKODO Šumperk, s.r.o. podniká, bude provedena analýza odvětví CZ-NACE 28, jež bude zaměřena na oblasti, které jsou nejvíce charakteristické pro dané odvětví a korespondují s firemní politikou. Na tento rámcový úvod do prostředí společnosti naváže analýza makroprostředí, a to s využitím detailní PESTE analýzy, která do prostředí podniku pronikne hlouběji. Poté bude následovat analýza mikroprostředí, jejíž podstatou je popsat a vyhodnotit faktory působící v bezprostřední blízkosti podniku. Tato analýza bude obsahovat vymezení relevantního trhu, prognózu vývoje trhu do budoucna, Porterův model pěti hybných sil a analýzu atraktivity trhu. V rámci poznání vztahů z toho nejdetailnějšího hlediska, bude provedena analýza 7S od McKinsey, zaměřující se na vztahy uvnitř společnosti. V návaznosti na tyto analýzy bude v části diskuze této diplomové práce doporučeno několik operativních či strategických kroků k potlačení hrozeb a slabých stránek nebo naopak způsobů využití příležitostí či silných stránek. Výstupem strategické analýzy bude hodnocení budoucí perspektivnosti podniku. K tomu bude využita analýza SWOT, matice GE a prognóza tržeb, na jejichž základě dojde k závěrům a doporučením opět uvedeným v diskuzi této diplomové práce. Tímto způsobem tedy dojde k definici stávající a budoucí strategické a výkonnostní pozice podniku, což bude nejen podkladem pro rozhodování vedení, ale i vstupem do dalších operací ocenění. Po strategické analýze bude provedena finanční analýza podniku za sedm po sobě jdoucích uzavřených účetních období. K tomu budou využity poměrové ukazatele neboli ukazatele výkonnosti podniku a predikce finanční tísně. Další oddělenou kapitolou diplomové práce bude vymezení faktorů, které působí na hodnotu podniku, přičemž jejich vliv bude definován v diskuzi pomocí citlivostní analýzy. Na tomto základě se stanoví předběžná hodnota podniku a sestaví se finanční plán. Ve finální části práce bude provedeno vyčíslení hodnoty podniku pomocí zvolených výnosových metod, kterými budou DCF a EVA entity a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Všechny operace budou náležitě komentovány a bude zvoleno vhodné doporučení pro vedení podniku.

## 3 Literární rešerše

### 3.1 Hodnota podniku a systémová charakteristika jeho oceňování

Podle Kislingerové (2001) se k oceňování podniku přistupuje z mnoha různých podnětů. Může to být například koupě a prodej podniku, zvýšení základního kapitálu, splynutí, změna právní formy podniku, sloučení, rozdělení společnosti nebo také jiné důvody. Co se týká zařazení oceňování majetku mezi disciplíny, Ryska a Valder (2006) uvádějí, že je součástí řady ekonomických, právních a technických disciplín a lze jej tak považovat za jednu z nejmladších, prakticky orientovaných ekonomických činností. Za každých okolností by však mělo být vždy určeno, z jakého podnětu ocenění vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí, dodává Mařík (2011).

Co se týče účelu oceňování podniku, tím je dle Kislingerové (2001) stanovení jeho hodnoty, přičemž se zabýváme podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. To, ovšem v praxi oceňování není jednoduchou záležitostí, protože většinou nejsme schopni určit jednu objektivní, věcně zdůvodnitelnou a nezávislou hodnotu podniku. Pojem objektivní hodnota podniku tedy neexistuje. Mařík (2011) připouští, že existuje celá řada objektivních vlastností podniku, mezi které patří například určení hodnoty majetku, na jehož pořízení bylo třeba vynaložit určité náklady. Avšak náklady ani dosavadní výnosy nejsou určující pro hodnotu podniku. Tím je podle něj odhadovaná projekce budoucího vývoje podniku, která je spojena s očekávanými budoucími příjmy.

Sabolovič (2011) pak definuje oceňování podniku jako proces, jehož výsledkem je odhad pravděpodobné hodnoty vyjádřené peněžním ekvivalentem, přičemž oceňování je posloupnost kroků (proces) a ocenění je pak výsledný stav, k němuž dospějeme procesem oceňování. Dále také dodává, že pokud oceňujeme podnik, je nutné brát na zřetel ekonomický axiom, že se vždy a za každých okolností jedná pouze o odhad. Podle Peemöllera (2009) je mimo jiné za těchto podmínek hodnota chápána v ekonomickém slova smyslu jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování.

Kislingerová (2001) se na základě výše uvedených souvislostí snaží hned zpočátku upozornit, že neexistuje jediný správný model oceňování a samotný výsledek procesu oceňování je pak závislý na mnoha jiných skutečnostech<sup>1</sup>.

#### Užitná a směnná hodnota

Pokud blíže rozeberu poznatek Kislingerové (2001), tedy že se v procesu oceňování díváme na podnik jako na zboží, které je na trhu vnímáno jako prostředek směny,

---

<sup>1</sup> Záleží především na zkušenostech odhadce, účelu oceňování, množství času a informací a jiných okolnostech.

pak by se měl podnik vyznačovat dvěma základními vlastnostmi. Těmi jsou užitná a směnná hodnota, které má ve své podstatě každé zboží. Užitná hodnota v pojetí podniku znamená, že je podnik schopen přinášet určitý užitek v budoucnosti, jinými slovy je schopen generovat výnos. Mařík (2011) dodává, že užitná hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu. Upozorňuje přitom, že příjmy v budoucím časovém horizontu lze však pouze odhadovat, nikoliv objektivně určit. Směnnou hodnotu Kislingerová (2001) v této souvislosti vysvětluje jako uplatňování nejrůznějších modelů, které v každém případě vedou k určení tržní ceny. V případě podniku totiž nedochází při střetu nabídky a poptávky k utvoření objektivní hodnoty, a je zde tedy prostor pro uplatňování různých modelů, které fungují jako náhrada trhu při směnných transakcích. V této souvislosti se tak nabízí určité východisko pro cenové jednání, které je odvozováno od současných a budoucích výsledků podnikatelského úsilí podniku, to znamená od parametrů výnosu pro vlastníky.

### **Hodnota a cena**

Velmi důležitým poznatkem Kislingerové (2001) je také to, že hodnota podniku se často nerovná ceně podniku. Je tomu tak pouze ve výjimečných případech, protože cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem celé řady dalších faktorů<sup>2</sup>, které na ni mají podstatný vliv. Mařík (2011) vysvětluje hodnotu jako cenu, na které by se pravděpodobně dohodli kupující s prodávajícím, avšak nevyjadřuje skutečnost nýbrž odhad pravděpodobné ceny, která by měla být zaplacená za zboží nebo službu v souladu s konkrétní definicí hodnoty. Cena je pak podle něj termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Sabolovič (2011) dodává, že v důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů kupujícího a prodávajícího může nebo nemusí mít cena zaplacená za zboží či službu nějaký vztah k hodnotě, kterou by jim mohli přisoudit ostatní. Takto definovaný rozdíl mezi hodnotou a cenou koresponduje s mezinárodními oceňovacími standardy IVS (International Valuation Standards).

Z uvedeného plyne, že při oceňování podniku dochází ke stanovení jeho hodnoty, ale nejedná se o hodnotu směnnou. Jde o základ pro cenové jednání o individuální koupi. Cena je pak potvrzena kupujícím a prodávajícím při aktu prodeje. Hodnota je tedy relativním pojmem, který se v čase mění a to v závislosti na vývoji budoucích užitků a můžeme ji vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku na základě znalosti účelu, pro který je oceňování prováděno.

#### **3.1.1 Hladiny hodnoty podniku**

Sabolovič (2011) poznamenává, že to, co tvoří entitu ekonomického prostoru, jenž se nazývá podnik, vysvětluje teorie oceňování založená na určitých hladinách. Ty

---

<sup>2</sup> Jedná se například o časovou tíseň, cenové vyjednávání a obratnost při něm, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím, psychologické faktory a jiné.

jsou chápány jako počet a míra započitatelnosti jednotlivých prvků systému podniku a jsou rozdělovány dle hlediska objemu a vlastnictví vloženého oceňovaného kapitálu. Tedy na hodnotu brutto a hodnotu netto.

- Hodnota brutto – hodnota podnikatelské entity jako celku jak pro vlastníky, tak pro věřitele.<sup>3</sup> Podle právních pojmů, které vysvětluje obchodní zákoník v zákonu č. 513/1991 Sb., je v § 6 odst. 1.), v platném znění, označena jako obchodní majetek, přičemž souhrnný pohled na majetek se označuje jako obchodní jmění. To je dáno obchodním majetkem a závazky;
- Hodnota netto – ocenění na úrovni vlastníků podniku. Jedná se tedy o ocenění vlastního kapitálu.<sup>4</sup> Podle právních pojmů obsažených v obchodním zákoníku dle § 6 odst. 3.), v platném znění, je označena jako čistý obchodní majetek. Tím je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním.

### 3.1.2 Kategorie hodnoty podniku

Mařík (2011) rozlišuje základní kategorie hodnoty podniku, které vycházejí z přístupu k oceňování podniku. Těmi jsou tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a kolínská škola.

- Tržní hodnota – předmětem odhadu je tržní cena, označovaná jako tržní hodnota. Podle mezinárodních oceňovacích standardů<sup>5</sup> je tržní hodnota odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi kupujícími a prodávajícími při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu. Tržní hodnota však obsahuje jeden důležitý předpoklad a to je nejlepší možné využití. Dle mezinárodních oceňovacích standardů to znamená nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku. Mařík dále dodává, že tržní hodnota nemusí být striktně hodnota odvozená z cen daného aktiva na trhu, ale může být zjištěna různými metodami;<sup>6</sup>
- Subjektivní hodnota – chápe hodnotu podniku jako jedinečný jev, který je dán samotnou jedinečností podniku jako celku, který se vyznačuje jako méně likvidní aktivum. Nehraje zde roli pravděpodobná cena na trhu, ale individuální názor účastníků transakce. Hodnota je tedy dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka a podobně. Mezinárodní oceňovací standardy<sup>7</sup> vysvětlují tuto hodnotu jako

<sup>3</sup> Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii používán pojem hodnota Entity.

<sup>4</sup> Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii používán pojem hodnota Equity.

<sup>5</sup> International Valuation Standards 2005, str. 28 a 85

<sup>6</sup> Například výnosovými, které v ČR patří mezi nejpoužívanější.

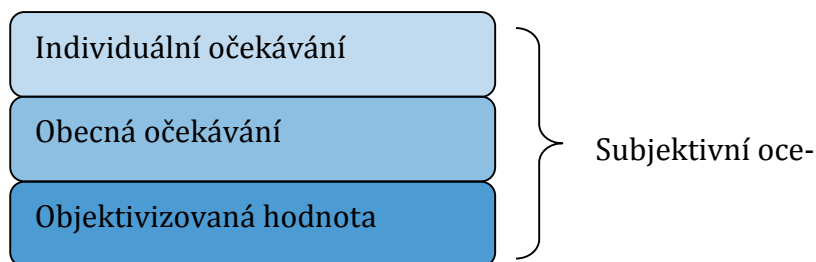
<sup>7</sup> International Valuation Standards 2005, str. 94

hodnotu 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. Tato hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota a neměla by být zaměňována s tržní hodnotou;

- Objektivizovaná hodnota – snaží se vycházet z objektivní představy o hodnotě podniku. Jelikož se však většina odborníků shodla, že pojem objektivní hodnota podniku neexistuje, je nahrazena pojmem objektivizovaná hodnota. Podle německých oceňovacích standardů<sup>8</sup> je definována jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku. Tato hodnota dále bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění, přihlíží k faktům, které mají vliv na ocenění a lze do ní promítnout i subjektivní hlediska. Vztah mezi objektivizovanou hodnotou a subjektivním oceněním je vyjádřen na obrázku č. 1 níže.

**Obrázek 1** Vztah mezi objektivizovanou a subjektivní hodnotou

Zdroj: Mařík (2011, str. 14)



- Kolínská škola – syntéza předchozích postupů, přičemž za reálné východisko pro ocenění je považováno subjektivní ocenění. Ocenění podle kolínské školy nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Funkce pak rozlišuje na poradenské, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňové. Každé z nich pak odpovídá jiná kategorie hodnoty.

### 3.2 Metody oceňování podniku

Kislíngerová (2001) ve svém výkladu zdůrazňuje, že při volbě metody oceňování podniku je stěžejní účel, pro který je podnik oceňován. V zásadě lze roztrždit metody oceňování do dvou základních skupin a to metody fundamentálně analytické

<sup>8</sup> IDW S 1

a metody založené na očekáváních kapitálového trhu. První skupina metod (fundamentálně analytické) jsou založeny na analýze podnikových informací, které se zde provádí velice detailně. Jedná se především o analýzu aktiv, pasiv, výnosů, nákladů, příjmů a výdajů. Patří sem metoda substanční hodnoty, výnosové metody, metoda ekonomické přidané hodnoty a metody diskontu cash flow. Druhá skupina metod se zabývá prací s informacemi z kapitálových trhů, kdy je hodnota odvozována přímo z aktuálních tržních cen nebo tržní kapitalizace srovnatelných transakcí podniků kotovaných na kapitálových trzích, případně srovnáním podle finanční struktury. Přehledné rozdělení metod je uvedeno v příloze A této diplomové práce.

### 3.2.1 Výnosové metody oceňování a diskontní míra

Jelikož se tato práce zabývá výnosovým principem ocenění podniku, bude v rámci plynulosti výkladu uveden alespoň rámcový úvod do problematiky. Podrobněji se výnosovými metodami zabývá kapitola 3.5.

Buus (2007) uvádí, že pokud tvoří hodnotu oceňovaného majetku především výnosy a užitky z něj plynoucí, pak je na místě použít metody založené na analýze výnosů. Podle Petříka (2009) výnosové metody patří mezi nejpoužívanější metody pro odvození tržní hodnoty firem a svojí logikou jsou současně nejlepší z pohledu moderního management accounting. Konkrétně se jedná o tu část, která je označována zkratkou DCF (discounted cash flows). Buus (2007) doplňuje, že je tyto metody vhodné použít v jakékoli fázi životního cyklu podniku, tedy jak ve fázi zralosti, růstu nebo i poklesu.

Podstata této metody spočívá v odúročení očekávaných peněžních toků na současnou hodnotu zvolenou diskontní mírou<sup>9</sup>. Tato míra tvoří významný prvek, který do značné míry ovlivňuje výslednou hodnotu. Kislingerová (2001) zmiňuje, že úlohou diskontní míry je nejen převedení budoucích výnosů na současnost, ale také vyjádření očekávané výnosnosti investice nebo také zohlednění míry rizika spojeného s investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se tedy odráží faktor času i riziko, které je spojeno s konkrétní investicí.

Na faktor času lze, dle Maříka (2011), nahlížet tak, že příjem získaný dříve má větší význam než příjem získaný v budoucnosti. Jeho příjemce totiž může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout z nich dalšího výnosu. Neumaierová a Neumaier (2002) poté vysvětlují faktor rizika jako pravděpodobnost získání určité částky. Riziko vzniká zejména v souvislosti s fixními výdaji společnosti, spojené s financováním úroků, leasingu, úvěrů a podobně. Není to však jediné místo vzniku rizika. Mezi další patří také oblast managementu a jeho organizačních struktur a intenzita konkurence.

Mařík (2011) dále dodává, že ekonomicky významnější je definice diskontní míry jako míry výnosnosti, očekávanou investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. Je dle jeho pohledu významnější v té souvislosti, že vyjadřuje požadavky investorů na výnosnost tak, aby byla úměrná k riziku. To je základním hlediskem při odvozování úrokového

---

<sup>9</sup> V německé literatuře bývá označována jako kalkulovaná úroková míra

procenta, které potřebujeme pro výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků. Dále také dodává, že v podstatě vždy je východiskem kalkulované úrokové míry úroveň výnosů, které přináší aktivum nezatížené riziky. Takové aktivum však v praxi neexistuje. Alternativou je využití takových aktiv, která jsou rizikem zatížena pouze minimálně. Jelikož jsou však investice ve formě koupě podniku téměř vždy zatížena rizikem, můžeme pracovat s rizikovou přírážkou k tak zvané bezrizikové úrokové míře, nebo můžeme použít jistotní ekvivalent. V praxi převládá první možnost, kdy vycházíme z bezrizikové úrokové míry ( $i_T$ ), kterou upravíme o míru rizika ( $\Delta i$ ). Ve výsledku tedy budeme pracovat s očekávanými příjmy zatíženými určitým rizikem a tomu odpovídá výše kalkulované úrokové míry ( $i_T + \Delta i$ ). Diskontované očekávané peněžní toky jsou poté zjišťovány jako tzv. volné peněžní toky (pro akcionáře a věřitele nebo jen pro akcionáře), které lze odebrat z podniku při zachování jeho potenciálu, s nímž se počítá ve finančním plánu.

V principu odlišná metoda od výše zmiňované je metoda založená na kapitalizovaných čistých výnosech, jak zmiňuje Krabec (2009). Její použití je dle něj vhodné zejména u společností, u kterých je obtížné odhadnout jejich budoucí vývoj. Paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů je založena na předpokladu, že firma bude dosahovat v budoucnu alespoň takových výnosů, jako dosahovala v minulosti. Tyto výnosy pak bude možno udržet investicemi na úrovni odpisů. Budoucí výnosy mají charakter věčné renty, výsledkem ocenění je hodnota vlastního kapitálu očištěná o inflaci (hodnota netto).

### 3.2.2 Náklady vlastního a cizího kapitálu

Výše bylo vysvětleno, co představuje diskontní míra z pohledu investora. V této podkapitole bude rozebrána tato veličina z pohledu podniku.

Dle Maříkové a Maříka (2007) představuje diskontní míra v této souvislosti náklady na kapitál, který poskytl investoři. Proto je stěžejním odhad nákladů kapitálu pro získání odhadu výše diskontní míry. Na náklady kapitálu musíme primárně nahlížet jako na náklady ušlé příležitosti. Pro tyto účely se rozlišují dvě hlavní skupiny investorů do podnikového kapitálu. Jsou jimi vlastníci a věřitelé.

- vlastníci (akcionáři) – investují do vlastního kapitálu, v této souvislosti jde o snahu odhadnout náklady vlastního kapitálu,
- věřitelé – investují do cizího kapitálu, zde jde tedy o odhad nákladů cizího kapitálu.

Náklady na celkový kapitál jsou poté stanovovány jako průměr nákladů jednotlivých složek kapitálu, a jsou označovány jako průměrné vážené náklady kapitálu, neboli WACC (weighted averaged cost of capital). Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je uveden níže.

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

Kde:  $n_{CK}$ ..... náklady na cizí kapitál  
 $d$ ..... sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt  
 $CK$ ..... tržní hodnota úročeného cizího kapitálu<sup>10</sup>  
 $n_{VK}$ ..... náklady na vlastní kapitál  
 $VK$ ..... tržní hodnota vlastního kapitálu  
 $K$ ..... celková tržní hodnota kapitálu  
 (Maříková, Mařík, 2007, s. 27)

V této práci se bude jednat především o diskontování FCFF (free cash flow to firm), diskontní míru tedy bude třeba stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC. Postup při výpočtu nabízí Mařík (2011) a sestává z níže uvedených kroků.

1. Určení váhy jednotlivých složek kapitálu – řešíme zde otázku vývoje kapitálové struktury v čase a jejím vlivu na váhu pro výpočet. Kapitálovou strukturu zde zjišťujeme na základě tržních hodnot, což může v praxi znamenat řadu nesrovnatelností, z nichž nejzávažnější je určení tržní hodnoty podniku, který má pouze úvěry a jeho akcie nejsou obchodovány. Tento problém je možno řešit dvěma základními způsoby:
  - a. Orientačními odhady (cílová struktura)
  - b. Iteračními postupy
2. Určení nákladů na cizí kapitál – propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrozličnějších forem cizího kapitálu. Třemi hlavními komponenty jsou úroky, disážio a další výdaje<sup>11</sup>. Úrok a disážio jsou obsaženy v propočtu efektivní úrokové míry, pro kterou platí vzorec:

$$D = \frac{U_t(1 - d) + S_t}{(1 + i)^t}$$

kde  $D$ ..... čistá částka peněz získaná výpůjčkou  
 $U_t$ ..... úrokové platby  
 $d$ ..... sazba daně z příjmů  
 $S_t$ ..... splátka dluhu za dohodnutý časový interval  
 $n$ ..... počet období, kdy jsou provádněny platby z dluhu  
 $i$ ..... úroková míra, který vyjadřuje výši efektivního úroku

<sup>10</sup> Do CK se v tomto případě nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že jsou tyto závazky obsaženy v provozních peněžních tocích.

<sup>11</sup> Náklady, které vynaložíme při převzetí úvěru + běžné náklady úvěru. Jedná se například o administrativu, bankovní provize, administrativa spojená s dluhovou službou atd.



3. Určení nákladů na vlastní kapitál – náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Toto očekávání je možné odvodit z alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Princip je tedy stejný jako při stanovení nákladů na cizí kapitál. Modelů pro určování těchto nákladů je několik<sup>12</sup>, avšak nejvíce uplatňovaným je CAPM (capital asset pricing model).
4. Výsledný propočet – závěrečný krok. Zde se pouze dosadí do vzorce WACC. Mařík (2011) v závěru ještě připomíná, že mezi diskontní mírou a výnosy, které jsou touto mírou diskontovány, musí vždy platit symetrie.

Kislingrová (2001) se domnívá, že správnost výsledků aplikace výnosových modelů je z velké části závislá nejen na stanovení diskontní míry, ale především také na správnosti jejího přiřazení výnosu. Parametr, který bude v této souvislosti klíčovým, je budoucí výnos, který je svázán s příslušnou mírou rizika, které musí odrážet právě diskontní míra. Forma budoucího výnosu může být uvedena ve tvaru FCFE, FCFE, dividendy nebo EVA. Záleží tedy na tom, co chceme diskontovat. Definice uvedených zkratk je uvedena níže, zpracována dle Kislingrové (2001).

- FCFE (free cash flow to firm) – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,
- FCFE (free cash flow to the equity) – volný peněžní tok pro vlastníky,
- dividendy – zvláštní případ peněžního toku pro akcionáře,
- EVA (economic value added) – peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.

### 3.3 Postup při oceňování podniku

Mařík (2011) doporučuje níže uvedený postup pro oceňování podniku, který je do druhého bodu univerzálním postupem pro všechny metody ocenění. Od třetího bodu dále je postup specifický vždy pro každou metodiku oceňování.

1. Sběr vstupních dat;
2. Analýza dat
  - východiskem je
    - strategická analýza,
    - finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku,
    - rozdělení aktiv na provozně nutná a nenuťná,
    - analýza a prognóza generátorů hodnoty,
    - orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.
  - Tyto analýzy se zpracovávají zejména kvůli posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu, kvůli konkurenční síle a schopnosti podniku dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu;

---

<sup>12</sup> Stavebnicová metoda, dividendový model, průměrná rentabilita, odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu, CAPM

- Provádějí se bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity;
- 3. Sestavení finančního plánu (sestavuje se v pouze v případě, že bude použita výnosová metoda);
- 4. Ocenění
  - na jehož základě se volí metoda.
    - Je-li cílem subjektivní ocenění, bude vhodné použít například metodu diskontovaných peněžních toků, která bude založena na peněžních tocích očekávaných konkrétním subjektem;
    - Chce-li odhadce získat tržní hodnotu, je vhodné použít metodu diskontovaných peněžních toků, přičemž se použijí peněžní toky očekávané trhem, tzn. průměrným potenciálním kupujícím;
    - je-li cílem objektivizované ocenění, je vhodné použít konzervativnější a z hlediska dat průkaznější metody jako je metoda kapitalizovaných čistých výnosů, majetkové metody nebo i metodu DCF, pokud budou peněžní toky a diskontní míra stanoveny odpovídajícím způsobem.
  - ocenění dle zvolených metod;
  - souhrnné ocenění.

### 3.4 Analýza dat

Samotné oceňování podniku sestává z několika fází, které byly popsány výše. Počáteční fáze oceňování jsou společné pro všechny oceňovací metody. Jedná se o sběr dat, analýzu dat.

Dle Maříka (2011) je účelem sběru dat získání veškerých přiměřených vstupních dat, které dále vstupují do analýzy dat. Ta je podle Sedláčkové a Buchty (2006) nejdůležitější součástí vědeckých metod. Představuje rozložení určitého komplexu na jednotlivé součásti, přičemž cílem je odhalit jednotu a zákony diferencovaného celku. Tato analýza sestává ze strategické a finanční analýzy, jež jsou opěrným bodem oceňování, proto budou popsány v následujících kapitolách.

#### 3.4.1 Strategická analýza

Sedláčková a Buchta (2006) se domnívají, že základem pro formulování strategie podniku vedoucí k dosažení konkurenční výhody je nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím a zjištění vnitřního potenciálu samotného podniku. Úkolem strategie je připravit podnik na všechny situace, které s velkou pravděpodobností mohou nastat. Základní východiska pro formulaci strategie poté vyplývají z výsledků strategické analýzy. Mařík (2011) v této souvislosti upozorňuje, že strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu, které v naší praxi zatím není věnována odpovídající pozornost.

Základními fázemi strategické analýzy jsou, dle Sedláčkové a Buchty (2006), analýza okolí (vnější výnosový potenciál podniku) a analýza vnitřních zdrojů

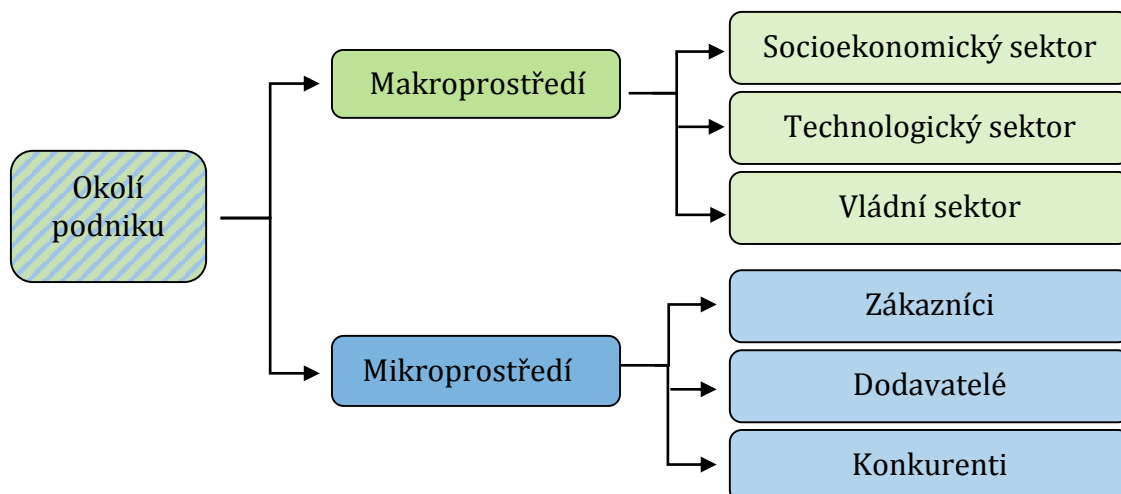
a schopností podniku (vnitřní výnosový potenciál podniku). Nejedná se však o dvě nezávislé roviny. Je důležité zde zdůraznit, že jsou oba okruhy vzájemně propojeny.

### 3.4.1.1 Analýza vnějšího prostředí

Analýza vnějšího okolí se orientuje na faktory působící vně podniku, které mohou mít povahu mikro-okolí nebo makro-okolí, jak uvádí Sedláčková s Buchtou (2006). Vzhledem k tomu, že je dnešní doba typická rychlým rozvojem informačních systémů, technologií, infrastrukturou a stále postupující globalizací, dochází tak k stále významnějšímu postavení analýzy okolního prostředí podniku v oceňování. Shoduje se v tom i Stacey (2007), který udává, že turbulence a nestabilita okolí podtrhují význam této analýzy a včasnou identifikací vnějšího okolí můžeme značně snížit jeho negativní vlivy. Sedláčková a Buchtá (2006) uvádí, že analýza vnějšího prostředí se tedy opírá o faktory působící v okolí podniku, které ovlivňují a v budoucnu budou pravděpodobně ovlivňovat jeho strategické postavení. To znamená, že analýza by se neměla opírat pouze o výsledky z minulosti a současnosti, ale věnovat svou náležitou pozornost i prognóze budoucího vývoje a zároveň sledovat nově vzniklé, dosud neznámé faktory. Dle jejich názoru je nezbytný globální systémový přístup zahrnující celosvětový politický, ekonomický, vědecko-technický, demografický, ekologický, právní a sociální vývoj. Stacey (2007) doplňuje, že ale není důležité co nejobsáhlejší seznam vlivů, nýbrž komplexní přístup a zachycení podstatných vzájemných vztahů a souvislostí. Nejčastěji používané členění okolí podniku je zobrazeno na obrázku č. 2 níže.

**Obrázek 49 Členění okolí podniku**

*Zdroj: Forman (2011, str. 21)*



#### 3.4.1.1.1 Analýza mikroprostředí

Mařík (2011) uvádí, že na začátku každé strategické analýzy by měl být jednoznačně vymezen relevantní trh. Neruda (2004) definuje relevantní trh jako prostorový a časový souběh nabídky a poptávky po takovém zboží a službách, které jsou z hlediska uspokojování potřeb spotřebitele shodné nebo zaměnitelné se zbožím

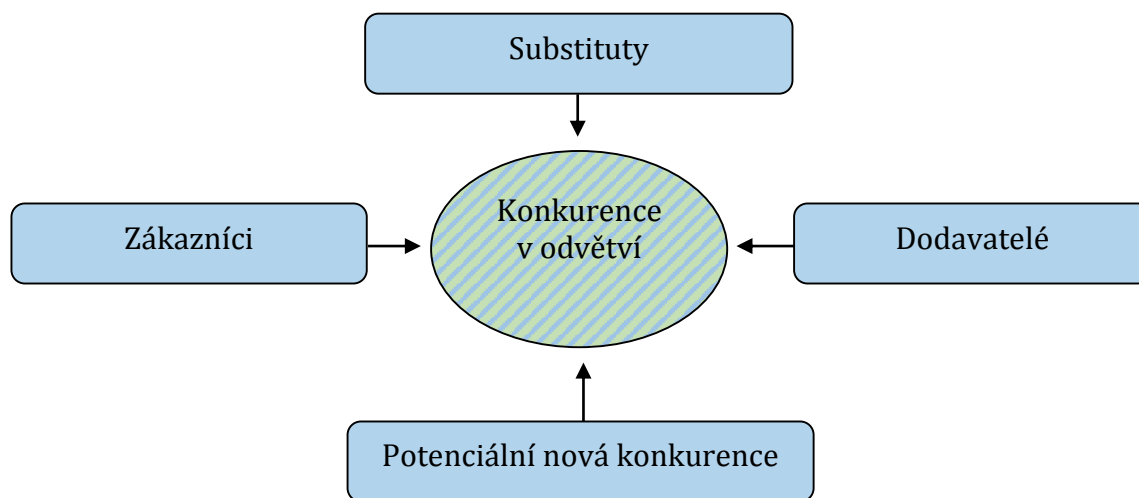
a službami konkrétního podniku. To znamená, že se zkoumá čím, kde a kdy jsou potřeby spotřebitelů uspokojovány. Relevantní trh by měl být vymezen z hlediska věcného (z hlediska produktu), území (ČR, dílčí region, další země mimo ČR apod.), zákazníků a konkurentů, jak udává Mařík (2011). Výstupem by tedy měl odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu.

Po vymezení relevantního trhu by měl postup strategické analýzy směřovat ke kvalitativnímu hodnocení daného trhu, kde nám napomůže analýza atraktivity trhu, jak se domnívá Mařík (2011). Hlavními faktory této analýzy jsou dle něj růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu, citlivost trhu na konjunkturu, struktura a charakter zákazníků. Zpracováním této analýzy se tak přispěje k lepšímu poznání šancí a rizik na trhu, díky čemuž můžeme zpracovat prognózu vývoje trhu jako celku a poskytneme nám podklad pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

Dalším modelem pro účely této analýzy je Porterův model pěti sil. Dle Grasseové a kol. (2010) je základem této analýzy zjištění strukturální přitažlivosti odvětví z hlediska ziskovosti. Porterův model pěti sil je znázorněný na obrázku č. 3 níže.

#### Obrázek 97 Porterův model pěti hybných sil

Zdroj: Porter (1985, str. 235)



Porter (1985) stanovil předpoklad, že ziskovost odvětví závisí právě na těchto pěti dynamických faktorech, které ovlivňují ceny, náklady a potřebné investice firem v daném odvětví. Úkolem je tedy analýza konkurenční síly v mikro-okolí a odhalení příležitostí a hrozeb, kterých je možno využít, nebo naopak, jejichž negativní vliv je třeba omezit. Grasseová a kol. (2010) doplňují, že díky této analýze je umožněno podniku, aby pronikl do struktury daného odvětví a přesně určil faktory, které jsou pro konkurenci v tomto odvětví rozhodující. Jednotlivé složky modelu blíže definuje Dedouchová (2001).

- Potenciální nová konkurence – jsou to podniky, které v současné době nekonkurují v daném mikro-okolí, ale mají schopnost se konkurenty stát. Vysoké riziko vstupu těchto konkurentů představuje hrozbu pro ziskovost podniků a závisí na výši bariér vstupu na trh;
- Konkurence v odvětví – pokud je slabá, podniky mohou zvyšovat ceny a dosahovat vyšších zisků, v druhém případě znamená cenovou válku a limituje ziskovost;
- Zákazníci – pokud mají vysokou vyjednávací sílu, pak mohou tlačit ceny dolů, požadovat vysokou kvalitu či servis, což zvyšuje náklady a snižuje zisk. Zákazníci se slabou vyjednávací pozicí tvoří příležitost pro zvyšování cen a v této souvislosti vyšších zisků;
- Dodavatelé – vysoká smluvní síla dodavatelů může znamenat hrozbu v podobě zvyšování cen nebo přistupování na nižší kvalitu dodávek, což v obojím případě to vede k poklesu zisku. V opačném případě si můžeme dovolit požadovat nižší ceny nebo vyšší kvalitu, což povede k růstu zisku;
- Substituty – existence blízkých substitutů vytváří konkurenční hrozbu, což limituje ziskovost podniku. Pokud neexistují blízké substituty, má podnik na trhu výhodu, zvyšuje ceny a dosahuje vyšších zisků.

Na závěr analýzy mikroprostředí je vhodné vytvořit prognózu vývoje trhu jako celku (případně jeho hlavních segmentů) v souladu s Maříkem (2011). Vzhledem k tomu, že se tato práce věnuje objektivizovanému ocenění, prognóza by měla vycházet ze současného stavu, případně z tendencí dalšího vývoje, které se jeví jako nesporné a téměř prokazatelné. Východiskem této prognózy by měla být analýza hlavních faktorů, které mají vliv na vývoj trhu. Jsou jimi faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů. Pro tyto účely je vhodné použít analýzu časových řad a jejich extrapolaci, jednoduchou a vícenásobnou regresní analýzu nebo odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím.

#### 3.4.1.1.2 Analýza makroprostředí

Analýza vlivu makroprostředí bude provedena pomocí PESTE analýzy, kde se za klíčové součásti považují politické, legislativní, ekonomické, sociální, kulturní, technologické a ekologické faktory. Scholes a Johnson (2008) tento přístup označují jako strategický audit makroprostředí.

Co se týče politického prostředí a legislativních faktorů, zmiňují Sedláčková a Buchta (2006), že zde bude stěžejním získat a analyzovat informace o stabilitě zahraniční a národní politické situace, daňových zákonech, regulaci importu a exportu, cenové politice, politický vliv skupin nebo hodnocení externích vztahů (zahraniční konflikty apod.). Je nutné také brát v potaz řadu legislativních faktorů, mezi které patří například existence a funkčnost podstatných zákonných norem (obchodní právo, daňové zákony, deregulační opatření, legislativní omezení apod.), chybějící legislativu či další faktory (funkčnost soudů, vymahatelnost práva, autorské práva apod.), jak uvádí Zich (2009). Mezi ekonomické faktory můžeme, dle Grasseové a

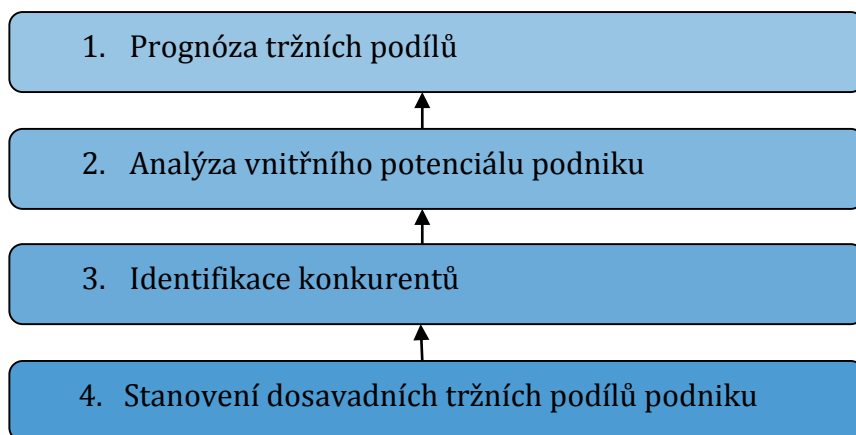
kol. (2010), řadit například míru inflace, úrokovou míru, obchodní deficit nebo přebytek, rozpočtový deficit nebo přebytek, výši HDP, měnovou stabilitu, přístup k finančním zdrojům a podobně. Sociálními faktory chápe Grasseová a kol. (2010) demografické charakteristiky, makroekonomické charakteristiky trhu práce (rozdělení příjmů, míra nezaměstnanosti apod.), sociálně-kulturní aspekty (životní úroveň, rovnoprávnost pohlaví, populační politika apod.) či dostupnost pracovní síly. Pod skupinou technologických faktorů uvádí například podporu vlády v oblasti vědy a výzkumu, výši výdajů na výzkum, nové vynálezy a objevy, rychlost realizace nových technologií či obecnou technologickou úroveň. Poslední skupinou jsou ekologické faktory, mezi které Grasseová a kol. (2010) řadí globální environmentální hrozby, legislativní omezení spojená s ochranou životního prostředí, klimatické vlivy a podobně.

### 3.4.1.2 Analýza vnitřního prostředí

V této části bude objasněna analýza vnitřního prostředí podniku, kterou blíže ozřejmí analýza faktorů determinující strategickou způsobilost podniku. Grant, (1998) uvádí, že se za tyto faktory považují zdroje, kterými podnik disponuje a schopnosti i dovednosti k provádění různých činností. Jejich vzájemné vyváženosti pak vedou k odhadu výnosnosti potenciálních zdrojů a schopností podniku. Mařík (2006) přistupuje k vnitřní analýze poněkud odlišně, a to z hlediska konkurenční síly oceňovaného podniku. Postup analýzy doporučuje dle kroků uvedených na obrázku č. 4 níže.

**Obrázek 145** Postup analýzy vnitřního prostředí

*Zdroj: Mařík (2006, str. 74)*

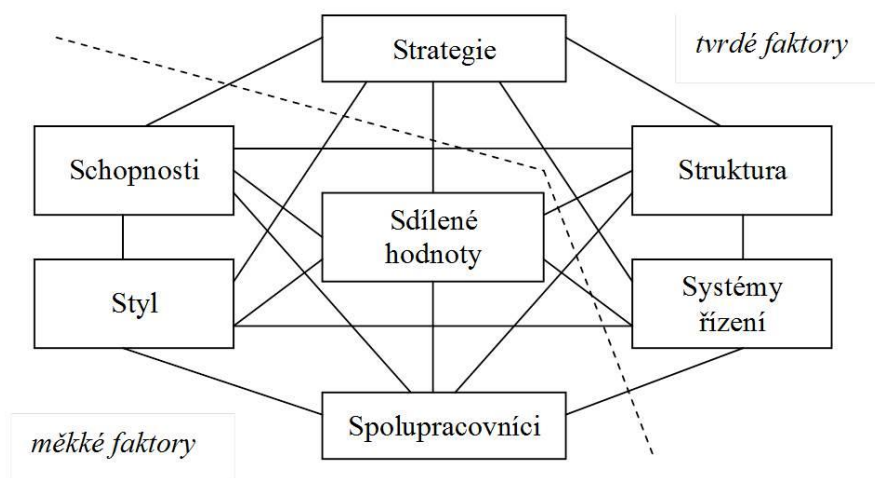


Jelikož bude stěžejním odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucna, bude v této práci využit postup dle Maříka (2006). Prvním krokem je tedy stanovení tržního podílu oceňovaného podniku. Dle České asociace pro finanční řízení (2014) lze tržní podíl chápat absolutně nebo relativně. Absolutní pojetí znamená, že se měří jako podíl tržeb podniku na obratu relevantního trhu za období.

Relativní tržní podíl pak poměřuje tržby podniku s tržbami nejvýznamnějších konkurentů za dané období. Mařík (2006) dále doporučuje stanovit podíl jak na úrovni fyzických jednotek, tak na úrovni korunového vyjádření a sestavit vývojovou řadu tržních podílů. Dalším krokem je identifikace hlavních konkurentů a shromažďování všech relevantních údajů o jejich hospodaření, jak poukazuje Mařík (2006). Pokud je to možné, je vhodné určit relativní tržní podíly. Třetí fází je analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku. Mařík (2011) konstatuje, že by se výsledky této analýzy měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu a do diskontní míry. Zároveň dodává, že se jedná o klíčovou záležitost ocenění. Zpočátku je vhodné odhadnout, v jaké fázi životního cyklu se podnik nachází a podle toho upravit metodiku oceňování. Hlavní faktory, které ovlivňují tržní podíly, se dělí na přímé a nepřímé. Přímé faktory jsou přímo vnímané zákazníkem a patří mezi ně například kvalita a technická úroveň, cena, dostupnost apod. Nepřímé faktory zákazník přímo nevidí a označují se jako podpůrné faktory. Patří sem například kvalita managementu, inovační síla podniku nebo dlouhodobý majetek a investiční politika. K získání klíčových faktorů vnitřního potenciálu bude využit koncept 7S od společnosti McKinsey.

**Obrázek 176 7S od společnosti McKinsey**

Zdroj: <http://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/index.pl?cast=48845>



Pošvář a Chládková (2009) zmiňují, že se tento koncept považuje v současném období rychlých a nepředvídaných změn vnějšího prostředí za koncepci statickou. Vychází z nezbytnosti rychlého reagování podniku na požadavky zákazníků. Kritickými faktory jsou v této souvislosti procesy, které probíhají ve spirále, opakují se vždy na jiné, vyšší úrovni a musí směřovat k dosažení nejvyššího cíle, jímž je spokojenost vlastníků, akcionářů. Koncept 7S a jeho sedm klíčových faktorů je zobrazen na obrázku č. 5 na předchozí straně.

Posledním krokem vnitřní analýzy podniku je vývoj tržeb podniku do budoucna. Mařík (2011) uvádí, že ten lze odvodit na základě předchozích analýz, tzn., vychází se z prognózy relevantního trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly

podniku a z minulého vývoje tržeb podniku. Na počátku je vhodné zjistit dosavadní tempo růstu tržeb a namodelovat jeho časovou extrapolaci. Výsledný odhad tempa růstu tržeb se poté získá vynásobením růstu trhu z analýzy a prognózy trhu s růstem tržního podílu z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly. U výsledných hodnot je však následně nutno reálně posoudit, zda je takový růst vůbec možný.

### 3.4.1.3 Vyhodnocení strategické analýzy

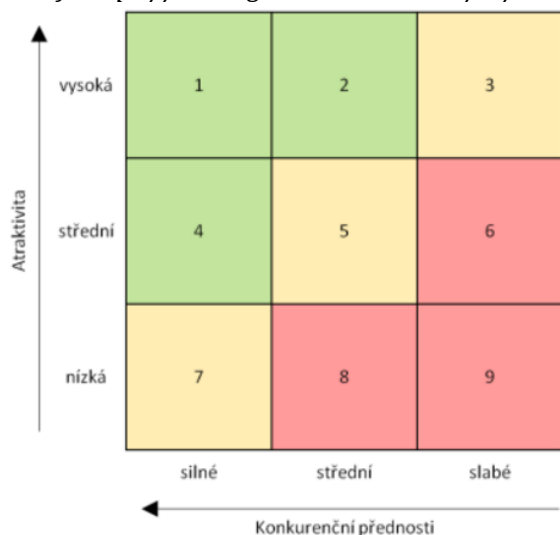
K vyhodnocení strategické analýzy bude v této diplomové práci využita SWOT analýza a matice GE.

Valentin (2005) považuje SWOT analýzu za univerzální analytickou techniku zaměřenou na zhodnocení vnitřních a vnějších faktorů ovlivňujících úspěšnost organizace nebo nějakého konkrétního záměru (například nového produktu či služby). Autorem SWOT analýzy je Albert Humphrey, který ji navrhl v šedesátých letech 20. století. SWOT je akronym z počátečních písmen anglických názvů jednotlivých faktorů, které jsou uvedeny níže.

- Strengths - silné stránky
- Weaknesses - slabé stránky
- Opportunities - příležitosti
- Threats - hrozby

Obrázek 177 Matice GE

Zdroj: <https://managementmann.com/cs/mckinsey-matrice>



Druhou technikou ke zhodnocení strategické analýzy bude matice GE. Kotler a Keller (2013) považují matici GE (General Electric/McKinsey), podobně jako SWOT analýzu, analytickou technikou používanou k hodnocení postavení organizace. Matice je konstruována způsobem, kdy na vodorovné ose jsou hodnoceny konkurenční přednosti organizace, a na svislé ose je hodnocena atraktivita oboru. Konkurenční přednosti zahrnují tři stupně, a to slabé, střední a silné. Atraktivita oboru



zahrnuje také tři stupně, tedy nízkou, střední a vysokou. Vzniká tak matice 3×3 o devíti polích jak znázorňuje obrázek č. 6 na předchozí straně.

### 3.4.2 Finanční analýza

Druhou částí analýzy dat je finanční analýza, která nabízí celou řadu metod, jak hodnotit finanční zdraví firmy, jak uvádí Růčková (2011). Základem je systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena v účetních výkazech. Analýza v sobě zahrnuje jak hodnocení minulosti a současnosti, tak i předpovídání budoucích finančních podmínek. Základním nástrojem jsou finanční ukazatele. Cílem je dosáhnout finanční stability, kterou je možno hodnotit pomocí dvou základních kritérií.

- Schopnosti vytvářet zisk, zajišťovat přírůstek majetku a zhodnocovat vložený kapitál;
- Zajištění platební schopnosti podniku.

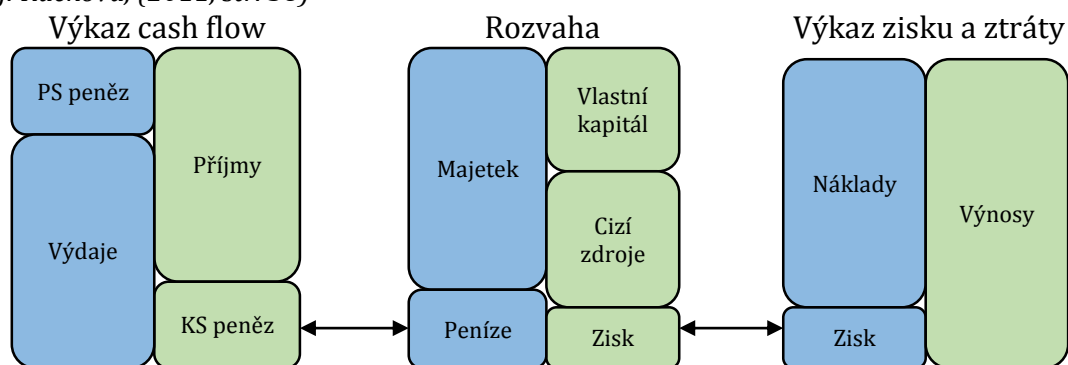
Výsledky finanční analýzy poté slouží jako vstupní údaje pro finanční plán, který je nutným předpokladem pro výnosové ocenění podniku.

### Zdroje informací pro finanční analýzu

Růčková (2011) uvádí, že základem pro zpracování finanční analýzy jsou tři účetní výkazy - rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow.

#### Obrázek 178 Souvztažnosti mezi účetními vý-

*Zdroj: Růčková, (2011, str. 38)*



Rozvaha zachycuje bilanční formu majetku (aktiv) a zdrojů jeho financování (pasiv) a má statickou povahu. Výkaz zisku a ztráty je pak písemný přehled o výnosech, nákladech (nikoliv příjmech a výdajích) a výsledku hospodaření za určité období. V rámci analýzy se odhadce snaží odpovědět na otázku jak jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty ovlivňují výsledek hospodaření. Jelikož umožňuje zjišťovat vývoj ziskovosti podniku, nepovažuje se tento výkaz za statický. Výkaz cash flow srovnává bilanční formu zdroje tvorby peněžních prostředků (příjmů) s jejich užití (výdaji) za určité období. Odpovídá na otázku, kolik peněžních prostředků podnik vytvořil a jak

je použil. Růčková (2011) v této souvislosti zmiňuje, že výkaz CF dokládá fakt, že zisk a peníze nejsou totéž. Všechny tři výše uvedené účetní výkazy spolu souvisejí a mají mezi sebou souvztažnosti. Ty znázorňuje obrázek č. 7 na přechozí straně.

### Metodika finanční analýzy

Pešková (2011) zmiňuje, že analýzu účetních výkazů lze provádět různými způsoby, v různé míře podrobnosti či s použitím různých technik či forem. V praxi převládá členění finanční analýzy na technickou a fundamentální. Kovanicová a Kovanic (1995) však upozorňují, že v užívání těchto pojmů nepanuje mezi finančními analytiky jednotnost. Dle Peškové (2011) je fundamentální analýza zaměřena na posouzení činnosti primárně pomocí kvalitativních údajů, přičemž však i kvantitativní údaje mohou být použity. Technická analýza se pak zabývá kvantitativním zpracováním dat a hodnocení probíhá jak na úrovni kvantitativní, tak na kvalitativní. Dále se lze setkat s kauzální analýzou, komparativní finanční analýzou, statickou a dynamickou, ex post, ex ante atd.

Dle Peškové (2011) se při testování finanční situace nejčastěji využívají kvantitativní metody zpracování dat z účetních výkazů, kdy se pomocí finanční analýzy zjišťují ukazatele finančního stavu podniku a perspektiva jeho vývoje. Tyto ukazatele pak Růčková (2011) standardně dělí na absolutní, rozdílové, poměrové a na analýzu soustav ukazatelů. Analýzu absolutních ukazatelů lze provádět horizontálně (časové změny ukazatelů – analýza trendů) nebo vertikálně (vnitřní struktura ukazatelů – procentní rozbor) a patří do elementárních metod finanční analýzy. Rozdílové ukazatele definuje Pešková (2011) jako ukazatele, které získáme výpočtem rozdílu dvou veličin absolutních ukazatelů. Nejužívanějšími rozdílovými ukazateli jsou čistý pracovní kapitál, čisté pohotové peněžní prostředky a čistý peněžní majetek. Poměrová analýza poté patří dle Růčkové (2011) k nepoužívanějším metodám finanční analýzy a její ukazatele se dělí do následujících kategorií: rentabilita, aktivita, zadluženost, likvidita, kapitálový trh a cash flow. Další metodou finanční analýzy je sestavení soustavy poměrových ukazatelů, která si klade za cíl zobrazit vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Techniky vytváření soustav ukazatelů se dělí do dvou základních skupin. Jedná se o pyramidové rozklady a bankrotní resp. bonitní modely.

- Pyramidové rozklady - soustavy hierarchicky uspořádaných ukazatelů, u nichž existuje matematická provázanost. Mezi nejznámější pyramidové soustavy patří Du Pontův diagram, který je zaměřen na rozklad rentability vlastního kapitálu a na vymezení jednotlivých položek vstupujících do tohoto ukazatele;
- Bankrotní a bonitní modely – účelově vybrané skupiny ukazatelů, jež si kládou za cíl předpovědět další vývoj podniku na základě jednočíselné charakteristiky. Bankrotní modely odpovídají na otázku, zda podnik zbankrotuje a kdy se tomu tak s největší pravděpodobností stane. Nejznámějšími bankrotními modely jsou Altmanovo Z-skóre, Tafflerův model a modely IN. Bonitní

modely stanovují bonitu hodnocení podniku a provádí mezipodnikové srovnání. Do této skupiny patří Kralickův Quicktest, Tamariho model, modifikovaný Quicktest a soustava bilančních analýz dle Rudolfa Douchy.

Dle kategorie mezipodnikového srovnání lze dále využít jednorozměrné či vícerozměrné metody, nebo využít vyšší metody, které v sobě zahrnují matematickostatistické metody a nestatistické metody.

### **Vyhodnocení výsledků finanční analýzy**

Knápková (2013) konstatuje, že není mnohdy jednoduché ze získaných prostředků finanční analýzy vyvodit jednoznačné závěry o finančním zdraví. V procesu vyhodnocení totiž vyvstává řada otázek a je nutné se zaměřit především na racionální posouzení hodnoty ukazatelů, jejich vzájemné vztahy, celkovou finanční situaci a na návrhy na zlepšení. Pešková (2011) doporučuje níže uvedené vyhodnocování zjištěných hodnot ukazatelů.

- 1.) Srovnání v čase – posouzení trendů a vývoje hospodaření podniku. Nevýhodou je, že chybí jakékoli všeobecné měřítko;
- 2.) Srovnání v prostoru – porovnání hodnot ukazatelů podniku s hodnotami ukazatelů, které vykazují podniky ve stejném oboru, odvětví apod. Porovnání však předpokládá srovnatelnost účetních postupů a srovnatelnost podniků;
- 3.) Srovnání s plánem – skutečné hodnoty se porovnávají s hodnotami vypočtenými na základě plánovaných výsledků hospodaření daného podniku. Tento typ srovnání představuje velmi dobrý způsob analýzy, protože naplňuje původní cíl analýzy, tedy zjištění a rozbor případných disproporcí;
- 4.) Srovnání na základě expertních zkušeností – finanční situaci hodnotí expert. Jedná se velmi často o kvalitní informace pro manažerská rozhodnutí.

Knápková (2013) také v této souvislosti objasňuje, proč je nutné vyvarovat se rutinnímu využívání doporučených hodnot ukazatelů. Jde o to, že každý podnik je specifický a vyžaduje individuální přístup hodnocení finančního zdraví. Dále se shoduje s Peškovou a doporučuje dosažené výsledky hodnot porovnávat s podobnými podniky, například pomocí benchmarkingu. Camp v roce 1995 definoval benchmarking jako metodu, která porovnává údaje podniku s údaji, které mají podniky obdobného zaměření. Pomáhá tedy ve stanovení cílů a dílčích úkolů pro zlepšení.

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

Všechna aktiva, která podnik potřebuje pro své základní podnikání, se nazývají provozně nutná aktiva<sup>13</sup>. Všechna ostatní jsou provozně nenutná, jak zmiňuje Mařík (2011). Níže je uveden výčet, proč je důležité takto aktiva rozlišovat.

- Část aktiv nemusí být využívána, a tudíž z nich neplynou žádné, nebo jen malé příjmy. Pokud se tedy aplikují výnosové metody, majetek bude podceňen nebo nebude oceněn vůbec, ačkoli má svoji hodnotu;
- Vyčlenit by se měla i taková aktiva, která sice nesouvisí s provozem, ale určité příjmy přináší. Rozlišují se z toho důvodu, že rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizik hlavního provozu podniku;
- K ocenění těchto dvou skupin se přistupuje z jiného hlediska a používají se jiné metody;
- Pokud aktiva neslouží k hlavnímu provozu podniku, měly by být oceňována samostatně, protože racionální vlastník takováto aktiva může prodat, zlikvidovat nebo pronajmout.

Ocenění neprovozního majetku dále Mařík (2011) doporučuje provést pro různá aktiva diferencovaně. Pro aktiva přinášející výnos se použijí obvyklé výnosové metody, pro aktiva, která je možné pronajmout je základem výnosové ocenění na principu obvyklého nájemného a v ostatních případech je vhodné ocenění na úrovni výnosu z prodeje aktiva, tedy tržní hodnota k datu ocenění. Takto zjištěná hodnota provozně nenutných aktiv se přičte k hodnotě provozní části podniku. Mezi nejčastěji zařazovaná provozně nepotřebná aktiva patří krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, nemovitosti, které neslouží k základnímu účelu podnikání, nedobytné pohledávky, nepotřebné zásoby apod.

### **Provozně nutný investovaný kapitál**

Po rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná doporučuje Mařík (2011) vyčíslit pro minulé roky kapitál investovaný právě do aktiv provozně nutných. Takto získaná veličina se označuje jako provozně nutný investovaný kapitál a slouží ke kvantifikaci předchozí úvahy o potřebných a nepotřebných aktivech. Stává se tak jedním z nejdůležitějších východisek dalších propočtů při oceňování podniku. Východím bodem pro výpočet je rozvaha, kterou je nutno upravit podle potřeby nákladů na tento investovaný kapitál a také rozčlenit aktiva na provozně nutná a nenutná, jak bylo popsáno výše. Úprava plynoucí z potřeby určení nákladů na kapitál spočívá v tom, že je třeba, aby náklady na kapitál představovaly právě náklady na investovaný kapitál, který se oceňuje. Nákladem cizího kapitálu jsou požadované úroky. Nákladem vlastního kapitálu jsou výnosová očekávání investorů. Základním modelem pro určení těchto nákladů je CAPM. Mezi nejdůležitější prvky modelu CAPM patří přímka cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost

---

<sup>13</sup> V průmyslu je to cca 20% z celkové kapacity.

cenného papíru od bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Níže uveden vztah platí pro očekávanou průměrnou výnosnost určitého cenného papíru.

$$E(R_A) = r_f + \underbrace{[E(R_m) - r_f]}_{\text{prémie za tržní riziko}} \cdot \beta_A$$

*prémie za tržní riziko*

Kde:  $E(R_A)$ ..... střední očekávané výnosnost určitého cenného papíru

$r_f$ ..... bezriziková výnosnost

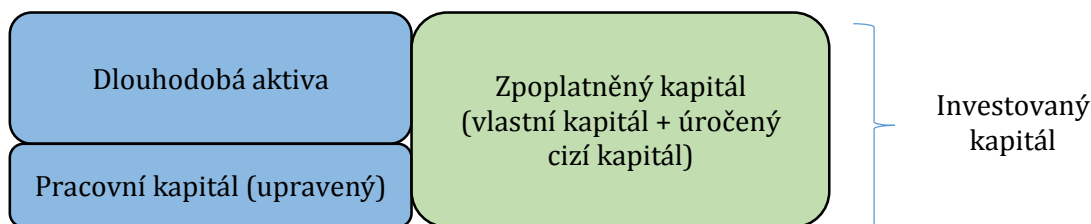
$E(R_m)$ ..... střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$\beta_A$ ..... koeficient beta určitého cenného papíru

Rezervy mají charakter buď vlastního kapitálu, nebo neúročených závazků a podle jejich charakteru s nimi dále pracujeme. Co se týče závazků, tak ty Mařík (2011) označuje jako jeden ze základních problémů při určování nákladů, konkrétně to platí pro závazky z obchodních vztahů ve formě obchodního úvěru. Jelikož jsou náklady obvykle uvedeny v cenách dodávek, je téměř nemožné tuto položku určit. Proto se využívá způsob, kdy se pracuje s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky. Tato část aktiv se nazývá pracovní kapitál a pro účely ocenění a pro propočít investovaného kapitálu se využívá jeho modifikovaná forma výpočtu, tzn., oběžná aktiva se snižují o dluhy, u kterých bychom jen obtížně zjišťovali náklady. Výsledné pojetí investovaného kapitálu tedy zachycuje níže uvedený obrázek č. 8. (Mařík, 2011, str. 168)

**Obrázek 179 Investovaný kapitál**

Zdroj: Mařík, (2011, str. 168)



### Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Mařík (2011) uvádí, že pokud v podniku existují aktiva, která výlučně nesouvisí s hlavním předmětem činnosti podniku a vykazují v rámci výkazu zisku a ztrát nějaké náklady nebo výnosy, je třeba je vyloučit z výsledku hospodaření. Mezi nejtypičtější příklady vyloučení aktiv patří tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu nebo odpisy budov a zařízení, která neslouží k hlavnímu podnikání. Naopak se přičítají finanční výnosy a náklady spojené s provozními aktivy. Jedná se především o výnosy z cenných papírů v případě,

že se je vedení rozhodne v provozně potřebném majetku ponechat nebo finanční náklady, které souvisí s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.

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

Vzhledem k tomu, že je hodnota podniku závislá na jeho schopnosti vytvářet volné peněžní toky v budoucnosti, je třeba se soustředit právě na ty veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují, jak uvádí Mařík (2011). Těmito veličinami jsou tzv. generátory hodnoty a ve značné míře určují hodnotu podniku. Coopeland (2005) zmiňuje, že identifikace klíčových generátorů hodnoty je tvůrčím procesem, který je tvořen metodou pokusů a omylů. To naznačuje, že se generátory hodnoty mohou lišit v závislosti na strategiích a struktuře podniku a jeho okolí. Výhodnost určení generátorů hodnoty se spatřuje i v získání hlubšího pohledu na minulost podniku a určení, zda podnik vytváří hodnotu, či nikoliv. Dle Režňákové (2010) existují tři základní přístupy k identifikaci generátorů hodnoty a sice, dynamická dekompozice ukazatele EVA, strategická analýza podniku a benchmarking. Rappaport (1998), s nímž se shoduje i Mařík (2011), pak vyvozují generátory hodnoty v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění a uvádějí sedm generátorů hodnoty.

1. Tržby – jejich prognóza je výsledkem strategické analýzy, která může být korigována vzhledem ke kapacitním možnostem podniku. Mařík (2011) však konstatuje, že kapacitu nepovažuje za rozhodující prvek prognózy, nýbrž za jakousi omezující podmínku;
2. Provozní zisková marže – výpočet uvádí Mařík (2011).

$$r_{ZPx} = \frac{KPZ}{X}$$

*kde: KPZ..... korigovaný provozní výsledek před daněmi*  
*X..... tržby*

K prognózování ziskové marže se poté musí přistupovat i z jejího vývoje za minulost, jak uvádí Mařík (2011), kdy se za minulé roky vypočítá korigovaný provozní výsledek z provozu před daní a z něj odvozenou ziskovou marži v procentním vyjádření. Dalším postupem je dle něj podrobení ziskové marže analýze hlavních faktorů, které na ni působily z hlediska konkurenční pozice podniku a její následné odhadnutí v procentním vyjádření. Konkrétní výběr hlavních faktorů je specifický pro každý podnik, avšak Mařík (2011) uvádí jako základní: konkurenční strukturu, která ovlivňuje podíl přidané hodnoty na výnosech, osobní náklady nebo ostatní náklady. S takto získanými odhady ziskové marže se poté pracuje při sestavování plánu. Je třeba

dodat, že na ziskovou marži má mimo jiné vliv intenzita konkurence a další;

3. Pracovní kapitál – pracujeme s jeho modifikovanou verzí a výpočet nabízí opět Mařík (2011).

Krátkodobý finanční majetek

+ zásoby  
 + pohledávky  
 – neúročené závazky  
 + časové rozlišení aktiv  
 – časové rozlišení pasiv  
 = Pracovní kapitál

Veličiny se pak započítávají pouze v rozsahu provozně nutném. Cílem oceňovatele je v tomto případě tedy zjištění náročnosti růstu výkonů podniku na pracovní kapitál, tedy zjištění počtu obrátek hlavních složek pracovního kapitálu;

4. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku – plánování investiční činnosti je dle Maříka (2011) nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty a to z důvodu nesystematičnosti vývoje investic a z hlediska širokého pojetí významu investic, do kterého patří například i investice do lidského kapitálu. Přístupy k plánování investic se dělí na globální přístup, přístup dle hlavních položek a přístup založený na odpisech.
  - Globální přístup – zkoumá se relace mezi přírůstkem provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami v minulých obdobích ( $k_{DMx}$ ), případně relace mezi přírůstkem provozně nutného dlouhodobého majetku a přírůstkem korigovaného provozního zisku ( $k_{DMz}$ ). Výpočty jsou následující, uvádí je Mařík (2011).

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{korigovaného provozního zisku}}$$

Tento přístup je vhodný tehdy, když mají investice do dlouhodobého majetku průběžný charakter;

- Přístup dle hlavních položek – používá se zpravidla pro nejbližší léta a vychází se z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících jednotlivé akce a projekty;

- Přístup založený na odpisech – vychází se z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, budou u většiny firem pouze dostačující k dlouhodobému přežití a používá se u podniků, jejichž vývoj je ve značné míře založen na investicích do nehmotného majetku;
5. Diskontní míra – viz kapitola 3.2.1;
  6. Způsob financování – pro budoucí roky může být posuzována až po dokončení kompletního finančního plánu a do ocenění se bude promítat především prostřednictvím diskontní míry;
  7. Doba existence podniku – je to doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku a je nedílnou součástí celé analytické a plánovací činnosti při oceňování podniku.

Strnadová (2011) nakonec uvádí, že ačkoliv je určení generátorů hodnot značně subjektivní, je nutným předpokladem pro správné ocenění podniku problematice hlouběji porozumět, protože vhodná identifikace generátorů hodnoty je stěžejní pro správné stanovení hodnoty firmy.

### **Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty**

Získané generátory hodnoty lze dle Maříka (2011) využít k předběžnému prvnímu odhadu hodnoty podniku založenému na principu peněžních toků. V první fázi oceňování se na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty odhadnou průměrné hodnoty generátorů a modelují se tak pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku se využívá následující vzorec. (Mařík, 2011)

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g}$$

Kde:  $X$ ..... tržby  
 $g$ ..... tempo růstu tržeb  
 $r_{ZPx}$ ..... provozní zisková marže z korigovaného VH  
 $d$ ..... sazba daně z korigovaného VH  
 $k_{WC}$ ..... koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK  
 $k_{DMx}$ ..... koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM  
 $t$ ..... rok

### **Sestavení finančního plánu**



Mařík (2011) uvádí, že pokud jsou naplánovány generátory hodnoty a bude využita některá výnosová metoda, může se přistoupit k tvorbě finančního plánu.

Plán se skládá z výkazu zisků a ztrát, rozvahy a výkazu peněžních toků. Oceňovatel sice při sestavování finančního plánu jako podkladu pro ocenění nesestavuje kompletně celý podnikový plán, měl by však zachovat jeho logické vazby. Mařík (2011) v této souvislosti upozorňuje, že pokud je cílem zjištění objektivizované či tržní hodnoty, neměl by oceňovatel pouze automaticky přebírat plán od managementu. Konečnou verzi by měl sestavit sám. Pešková (2011) uvádí, že prvním úkolem finančního plánu je zjistit, jak velkou má firma potřebu externího financování, tzn., identifikuje dostupné vlastní zdroje a poté určí, kolik dodatečných zdrojů dále potřebuje. Dalším krokem je specifikace žádoucí kapitálové struktury podle přání managementu. Posledním krokem je pak dividendová politika. Ta určuje objem fondů, které budou k dispozici v dalším období pro nové investiční projekty. Mařík (2011) se s ní formálně shoduje, avšak pro účely ocenění doplňuje, že je třeba vycházet z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Aby byla sestavena kompletní rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow, je třeba doplnit některé položky. Jedná se především o plán financování, který je nezbytný pro ověření reálnosti prognózy generátorů hodnoty a pro odhad nákladů kapitálu při určování diskontní míry. Dále se doplňují k finančnímu plánu další méně významné položky, mezi které patří například pohledávky nebo závazky, které se pravidelně opakují. Je nutno také neopomenout položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, které oceňujeme samostatně. Patří sem například plán odprodeje nepotřebného majetku a z tohoto vyplývající zisky, investice do cenných papírů apod. Také je vhodné doplnit plán o výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům a nakonec se plán doplní o formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů.

Kociánová (2006) uvádí, že základním úkolem finančního plánu je tedy zabezpečit realizaci podnikového plánu potřebnými finančními zdroji. Na jedné straně jsou požadavky managementu, na straně druhé pak finanční realita. Nedostatek finančních zdrojů může vést ke korekci plánů zdrojového zabezpečení. To se poté může zpětně projevit v možnostech výroby (úpravy plánu výroby) a následně ve velikosti plánovaného odbytu. Mařík (2011) nakonec dodává, že sestavený finanční plán a jeho stručná finanční analýza by měla jednak potvrdit nebo změnit předpoklad o budoucích perspektivách podniku, který mimo jiné ovlivňuje volbu oceňovací metody a jednak také doplnit podklady pro analýzu rizika, která bude potřebná při stanovení diskontní míry.

### 3.5 Finální ocenění podniku

Vzhledem k tomu, že cílem této práce je nalezení objektivizované hodnoty podniku, bude využita jeho nejrozšířenější metoda ocenění, a to na základě analýzy výnosů. Jak již bylo uvedeno výše, mělo by se jednat o takové výnosy, které budou dosaženy s vysokou pravděpodobností. Kislíngerová (2001) v tomto případě poznamenává, že oceňování podniku výnosovými metodami znamená chápání tohoto problému

jako každé investice, na jejímž konci může být umístění dočasně volného kapitálu. Dochází tedy k výměně zdrojů za očekávaný budoucí prospěch, užitek, jehož parametry se pouze odhadují a jehož výše není zpravidla jistá. V tomto případě tak tvoří základ rozhodování současná hodnota budoucích výnosů investora, neboli slovy Maříka (2011): peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Mařík (2011) však upozorňuje, že lze použít i jinak chápané výnosy, tedy modifikované výnosy. Podle toho, jaký typ výnosů se zvolí, upřednostňují se následující výnosové metody.

- Metoda diskontovaného cash flow;
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů;
- Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA;
- Metody kombinované (kombinace výnosových a majetkových metod).

Ort (2013) dále doplňuje výklad a uvádí, že výnosové metody ocenění nelze použít na podniky, jejichž hlavní účely jsou jiné než komerční<sup>14</sup>. Generované výnosy totiž mohou být menší než výdaje na údržbu a použitím této metody by došlo k nedokonalému nebo velmi obtížnému ocenění. Blíže budou rozebrány metody diskontovaného cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty a to z důvodu využití těchto metod v práci.

### 3.5.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Mařík (2011) uvádí, že z hlediska principu je tato metoda základní výnosovou metodou a to z toho důvodu, že peněžní toky jsou reálným vyjádřením užitku z držení statku a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty. Rozlišují se tři základní techniky pro výpočet touto metodou, přičemž smyslem všech tří je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, neboli v mezinárodní terminologii, hodnotu vlastního kapitálu. Liší se pouze podle toho, jak se k hodnotě vlastního kapitálu dospěje. Těmito metodami jsou metoda DCF entity, DCF equity a DCF APV.

#### Metoda DCF entity

Mařík (2011) uvádí, že výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve se vyjde z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele a jejich diskontováním se získá hodnota podniku jako celku (hodnota brutto,  $H_b$ ). V druhém kroku se pak odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto,  $H_n$ ).

---

<sup>14</sup> Ort (str. 58, 2013) jako příklad uvádí středověký hrad, jehož výnosy ze vstupného, pronájmu apod. jsou cca 100 000 Kč a výdaje na provoz a údržbu 5 000 000 Kč. Důvod koupě tohoto hradu je poté postavený na jiných než tržních principech, např. odkup státu z důvodu obecné prospěšnosti společnosti.

Na peněžní toky se přitom v této souvislosti nahlíží z takové perspektivy, že je třeba určit, kolik peněz je možno z podniku odčerpat, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. To znamená, že východiskem je provozní peněžní tok, ze kterého se odečítá hodnota čistého cash flow z investiční činnosti. Výsledkem je pak volný cash flow, neboli free cash flow (FCF). Tímto volným tokem se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům v podobě dividend a věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Může tedy dojít k označení peněžní toky do firmy (FCFF) nebo peněžní toky pro vlastníky a věřitele. Schéma výpočtu níže uvádí Mařík.

**Tabulka 1 Výpočet FCF**

Zdroj: Mařík, (2011, str. 170)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	-	Upravená daň z příjmu
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH
6.	=	Předběžný tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	Volný peněžní tok (FCF)

Techniku propočtu volných peněžních toků ve výsledný odhad podniku ozřejmí dvoufázová metoda, která je dle Maříka (2011) v praxi obvyklá. Sabolovič (2008) uvádí, že principem této metody je rozdělení predikovaného období do několika fází diferencovaných mírou podrobnosti vypracování plánů, tempy růstu a délkou predikovaného období. Buus (2007) poté podrobněji popisuje, že v první fázi se provede explicitní odhad vývoje hospodaření a sestaví se finanční plán, který je podkladem pro zjištění volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pak předpokládá stabilizace hospodaření podniku a odhadne se očekávané dlouhodobé tempo růstu peněžního toku, ideálně v nekonečném časovém horizontu, reálně postačí horizont 30-50 let<sup>15</sup>. Takto zjištěné peněžní toky jsou poté diskontovány odhadnutou úrokovou mírou, která zahrnuje bezrizikový výnos a rizikovou přírážku. Výpočet dvoufázovou metodou uvádí Mařík (2011) na následující straně.

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

Kde:  $T$ ..... délka první fáze v letech

$PH$ ..... Pokračující hodnota

$i_k$ ..... kalkulovaná úroková míra

<sup>15</sup> Tato částka se označuje jako pokračující hodnota (terminal value, residual value), Sabolovič (2007, str. 82)

Základními kritérii pro délku první fáze jsou dle Maříka (2011) odhad období, po které je podnik schopen tvořit novou hodnotu; období životní fáze, ve kterém se podnik nachází; odhad období, ve kterém by podnik mohl dosáhnout stability; míra stability v odvětví a oboru; orientační posouzení fáze konjunkturního cyklu, ve kterém se nachází ekonomika a doplňková délka období po které podnik sestavuje své plány. V současné praxi se v evropských zemích udává délka první fáze většinou 3 – 6 let, v Americe je to až 8 -15 let. Praktické doporučení dle Maříka je volit 5 – 7 let.

V druhé fázi dojde k odhadu pokračující hodnoty a Mařík (2011) zde upozorňuje, že je třeba zvolit vhodnou techniku výpočtu a parametry pokračující hodnoty. Vzorce lze dělit podle toho, zda pracují s diskontovanými příjmy či nikoliv. Základní rozdělení je na pokračující hodnotu s diskontovanými peněžními příjmy a pokračující hodnotu založenou na jiných než výnosových modelech.

### a.) Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

Pro pokračující hodnotu se předpokládá stanovení současné hodnoty stabilního a trvalého růstu volného peněžního toku. Ten lze vypočítat dle Gordonova vzorce, který uvádí Mařík (2011, str. 183).

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

*Za podmínky:  $i_k > g$*

*Kde: T..... poslední rok prognózovaného období*

*$i_k$ ..... kalkulovaná úroková míra*

*g..... tempo růstu volného CF během druhé fáze*

Mařík (2011) dále v této souvislosti zdůrazňuje, že je třeba do výpočtu Gordonova vzorce doplnit odhad volného cash flow pro první rok, kdy není k dispozici pro finanční plán. Tento odhad pak se stanoví pomocí níže uvedené rovnice (Mařík, 2011, str. 184).

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T \cdot (1 + g)$$

Jediný parametr, který bude třeba odhadnout, je dlouhodobé tempo růstu  $g$ . Sabolovič (2008) uvádí, že existuje řada způsobů, jak stanovit tempo růstu, přičemž se předpokládá, že po delší perspektivě se tempo růstu podniků bude pravděpodobně přibližovat tempu růstu národního hospodářství. Tempo růstu lze pak tedy provést odvozením tempa růstu národního hospodářství, extrapolací nebo agregací existujících odhadů.

Další možností výpočtu pokračující hodnoty je dle Maříka (2011) využití vzorce založeného na faktorech tvorby hodnoty neboli parametrického vzorce. Faktory tvorby hodnoty jsou pak tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita čistých investic.

Mařík (2011) nakonec naznačuje, že parametrický vzorec a Gordonův vzorec jsou co do obsahu stejné, záleží pak na oceňovateli, zda je pro něj jednodušší odhadovat budoucí peněžní toky přímo nebo prostřednictvím účinnosti investic.

## **b.) Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech**

Pro tyto účely uvádí Mařík (2011) nejpoužívanější způsoby stanovení pokračující hodnoty. Patří mezi ně likvidační hodnota, substanční hodnota, tržní hodnota ke konci první fáze stanovená pomocí násobitele (cena/výnos), tržní hodnota určená pomocí násobitele (tržní cena/účetní hodnota vlastního kapitálu) a účetní hodnota.

### **Výsledná hodnota podniku**

Výpočtem první a druhé fáze se získá hodnota brutto, která představuje provozní hodnotu podniku, jak uvádí Mařík (2011). Aby byla získána výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku, je třeba udělat závěrečné kroky, jak zobrazuje tabulka č. 2.

**Tabulka 2** Výsledná hodnota vlastního kapitálu

*Zdroj: Mařík, (2011, str. 201)*

	Hodnota brutto
–	Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
=	Hodnota vlastního kapitálu
+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
=	Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

### **Metoda DCF equity**

Zde se vyjde z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům a jejich diskontováním se získá přímo hodnota vlastního kapitálu ( $H_n$ ), jak uvádí Mařík (2011). Tyto volné peněžní toky pro vlastníky se ve shodě s americkou literaturou označují zkratkou FCFE (free cash to equity). Kislingerová (2001) navíc doplňuje, že je tento peněžní tok spojen s odlišnou mírou rizika než u FCFE, riziko je v tomto případě vyšší. Tato skutečnost se pak musí odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku. Sabolovič (2008) uvádí, že technický postup výpočtu s ohledem na volbu časového horizontu a stanovování parciálních temp růstu lze aplikovat totožným způsobem jako u metody DCF entity. Předtím je však nutné získat hodnotu FCFE, kterou ozřejmuje tabulka č. 3 uvedená na další straně.

**Tabulka 3 Výpočet hodnoty FCFE**

Zdroj: Mařík, (2011, str. 205)

1.		Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2.	+	Odpisy
3.	+	Ostatní náklady, které nemají charakter výdajů
4.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6.	=	FCF na úrovni podnikatelské jednotky (entity)
7.	-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
8.	-	Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	=	FCFE

Posledním krokem je použití Gordonova modelu<sup>16</sup> s použitím FCFE, (Mařík, 2011, str. 206).

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

Kde:  $i_k$ ..... kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů VK  
 $g$ ..... předpokládané tempo růstu FCFE v druhé fázi

### Metoda DCF APV

Výpočet probíhá opět ve dvou krocích. Dle Maříka (2011) v prvním kroku získáme hodnotu podniku jako celku ( $H_b$ ), avšak v tomto případě jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto ( $H_n$ ).

### 3.5.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Mařík (2011) uvádí, že ukazatel ekonomické přidané hodnoty (EVA) patří mezi největší ukazatele pro hodnocení výkonnosti podniku. Vznikl v konzultační firmě Stern Stewart Management Services na počátku devadesátých let minulého století v New Yorku a poměrně rychle se rozšířil jak v USA, tak v západní Evropě, jak udává Chmelíková (2008). Sabolovič (2008) v této souvislosti poznamenává, že ukazatel EVA umožňuje zahrnout kalkulaci rizika a bere v úvahu rozsah vázaného kapitálu, což jej staví, co se týče vypovídací schopnosti, nad ukazatele postavené na zisku (ukazatele rentability, např. ROA, ROE atd.).

Chmelíková (2008), připomíná, že vytváření hodnoty je podmíněno skutečností, že výdělky firmy převyšují náklady na tyto výdělky vynaložené. Ekonomická

<sup>16</sup> Alternativně lze použít i parametrický vzorec

teorie pak tuto skutečnost označuje jako vytváření ekonomického zisku. Sabolovič (2008) definuje ekonomický zisk jako zisk, kterého je dosahováno tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Pokud podnik vykazuje kladný účetní zisk, vykazuje taktéž i ekonomický zisk. Chmelíková (2008) dále uvádí, že koncept ekonomického zisku byl v nedávné době vtělen do podoby finančního ukazatele EVA (Economic Value Added, ekonomická přidaná hodnota). Koncept EVA pak funguje na podmínce maximalizace rozdílu mezi rentabilitou vloženého kapitálu a použitými náklady na tento kapitál. Právě přijetí tohoto konceptu je spojováno s očekáváním růstu efektivity alokace zdrojů a následným zvyšováním akcionářské hodnoty.

Základním problémem tohoto ukazatele je neexistence účetních položek, ze kterých je počítán. Sabolovič (2008) však udává, že výsledku lze dosáhnout vhodnou úpravou a aproximací účetních položek tak, aby odpovídaly metodice výpočtu ukazatele EVA.

### Základní výpočet ukazatele EVA

Formalizovaných způsobů jak tento ukazatel vypočítat existuje celá řada, jak poznamenává Sabolovič (2008). Důležitým poznatkem však je, že pokud je EVA kladná, dochází k tvorbě hodnoty. Ukazatel EVA je dle Saboloviče (2008) chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu. Ve variantě entity odpovídá výpočet EVA v obecné podobě níže uvedené rovnici, (Sabolovič, 2008, str. 99).

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC$$

*Kde: NOPAT..... zisk z operační činnosti podniku*  
*Capital..... kapitál vázaný v aktivech k operační činnosti*  
*WACC..... průměrné vážené náklady kapitálu*

NOPAT (net operating profit after taxes) je zde chápán jako operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Mařík (2011) upozorňuje, že vždy není možné ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření. Capital je poté hodnota vázána v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku a ze strany aktiv je tato hodnota označována jako čistá operační aktiva NOA (net operating assets).

Pomocí vzorce nákladů na kapitál lze dále ukazatel EVA v čase  $t$  vypočítat dle níže uvedené rovnice, (Sabolovič, 2008, str. 99).

$$EVA_t = NOPAT - NOA_{t-1} \cdot WACC$$

*Kde: NOA..... čistá operační aktiva*

Při určování velikosti NOPAT je dle Maříka (2011) zásadní, aby byla dosažena symetrie mezi NOA a NOPAT. To znamená, že pokud jsou určita aktiva zařazena do

NOA, pak nutně musí být jejich náklady a výnosy promítnuty do výpočtu NOPAT a naopak. Dále je třeba rozhodnout, zda se bude brát při výpočtu NOPAT za základ výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření. V případě zvolení výsledku hospodaření za běžnou činnost<sup>17</sup> je nutné vyloučit z finančních nákladů placené úroky neboli je přičíst zpět k výsledku hospodaření. Z tohoto výsledku jsou poté vyloučeny i mimořádné položky, které tvoří součást mimořádných nákladů a výnosů nebo které se svou výší nebudou opakovat. Patří sem například náklady na restrukturalizaci, rozpouštění nevyužitých rezerv apod. Dalším krokem je započítání vlivu změn vlastního kapitálu a poté posouzení, do jaké míry mají dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek operační charakter. Zvláště důležitá je konečná úprava daní, tzn., že je třeba zjistit upravenou daň, kterou by bylo třeba zaplatit z operačního výsledku hospodaření.

Samotná hodnota NOA je poté získána z rozvahy. Opět však musí dojít k několika úpravám. Tyto úpravy se konkrétně týkají následujících okruhů - vyloučení neoperačních aktiv, snížení aktiv o neúročný cizí kapitál, aktivace položek, které nejsou zachyceny v účetnictví a vyloučení mimořádných položek.

Poslední variantou výpočtu je výpočet EVA dle hodnotového rozpětí, které vyjadřuje rentabilitu čistých provozně potřebných aktiv (Sabolovič, 2008, str. 100):

$$EVA_t = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}$$

### EVA jako nástroj ocenění

Mařík a Maříková (2005) se shodují, že tržní hodnota podniku by měla odpovídat současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie. Avšak zjištění těchto výnosů by bylo značně obtížné, proto se využívá nepřímý výpočet přes odhad celkové hodnoty podniku. Schéma výpočtu je uvedeno v tabulce č. 4 níže.

**Tabulka 4 Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu**

*Zdroj: Mařík a Maříková, (2005, str. 67)*

1.		Tržní hodnota operačních, provozně potřebných aktiv
2.	+	Tržní hodnota neoperačních aktiv
3.	-	Tržní hodnota závazků
4.	=	Tržní hodnota vlastního kapitálu

Hodnota operačních aktiv je pak dána součtem NOA a tržní přidané hodnoty (MVA). Právě MVA má dle Maříka a Maříkové (2005) rozhodující úlohu v tomto přístupu k oceňování. MVA je současná hodnota budoucích EVA. Vztah mezi těmito dvěma veličinami je tedy následující: EVA měří úspěch podniku během minulého

<sup>17</sup> Dle Maříka (2011, str. 289) je volba výsledku hospodaření za běžnou činnost obecnější, proto dále nebude popisována druhá možnost.



roku a MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv podniku. MVA lze vypočítat ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou NOA nebo ex ante jako současnou hodnotu budoucích nadzisků EVA.

Základní vzorce pro oceňování metodou EVA nabízí Mařík a Maříková (2005, str. 69) a opět lze uvažovat o použití tří základních metod, a sice o použití metody entity, equity a APV. Pro tuto práci je postačující uvedení výpočtu celkové hodnoty vlastního kapitálu  $H_n$  ve dvoufázové metodě.

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

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0$$

Kde:

$H_n$ ..... hodnota VK

$EVA_t$ ..... EVA v roce  $t$

$NOA_0$ ..... čistá operační aktiva k datu ocenění

$NOA_{t-1}$ ..... čistá operační aktiva ke konci předchozího roku

$NOPAT_t$ ..... operační výsledek hospodaření po dani v roce  $t$

$T$ ..... počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$ ..... průměrné vážené náklady kapitálu

$CK_0$ ..... hodnota úročeného CK k datu ocenění

$A_0$ ..... ostatní neoperační aktiva k datu ocenění

### 3.5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Krabec (2009) uvádí, že v principu odlišná od výše uvedených metod je metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Je vhodná pro ocenění firem, u kterých je obtížné odhadnout jejich budoucí vývoj. Paušální varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů je založena na předpokladu, že firma bude dosahovat v budoucnu alespoň takových výnosů, jako dosahovala v minulosti, a tyto výnosy bude možno udržet investicemi na úrovni odpisů. Budoucí výnosy mají charakter věčné renty, výsledkem ocenění je poté hodnota vlastního kapitálu očištěná o inflaci, jinými slovy hodnota netto.

## 4 Vlastní práce

### 4.1 Charakteristika společnosti EKODO Šumperk, s.r.o.

Společnost EKODO Šumperk, s.r.o. (dále jen EKODO) se řadí mezi malé až střední podniky se sídlem v Šumperku. Má 18 zaměstnanců a hlavním předmětem podnikání je výroba strojů s motorovým pohonem.

Podnik byl založen 19. 3. 1993, kdy byl při privatizaci státního podniku Moravolen<sup>18</sup> vyčleněn k přímému prodeji. Jak vyplývá z charakteru mateřského podniku, jednalo se o opravárenský závod určený pro textilní lnářský průmysl. Do roku 1997 se společnost EKODO zabývala výhradně těmito opravami, dosahovala zisku a nejevila známky ohrožení existence do budoucna. V roce 1997 se však po osmi letech v kapitalismu začaly projevovat první negativní příznaky globalizace podnikatelského prostředí v textilním lnářském průmyslu. Nekontrolovatelně začala houstnout síť vietnamských tržnic a velmi rychlým tempem se zvyšoval dovoz levného textilního zboží z Číny do Evropy. Tato silná a stále rostoucí konkurence začala vytlačovat domácí textilní podniky na okraj. Mateřský podnik Moravolen byl právě jedním z podniků, který silnou konkurenci neustál a později vstoupil do likvidace. Jelikož byl podnik EKODO závislý na mateřském podniku, musel učinit zásadní kroky k záchraně společnosti, kterými byly zejména rozšíření a diverzifikace výroby. Díky tomuto včasnému a správnému vyhodnocení situace je EKODO v současnosti stále prosperující a konkurenceschopný podnik.

Opravy textilních strojů a nově i generální opravy sypačů vozovek stále patří mezi služby, které společnost EKODO může nabídnout. Je nutné ale poznamenat, že nyní tyto činnosti spíše ustupují do pozadí a společnost se soustředí na jiný obor – výrobu strojů s motorovým pohonem a jejich součástí. Výrobní portfolio vypadá tedy následovně:

- Výroba strojů pro textilní průmysl,
  - Rozvolňovací a nakládací stroj RNS 150 - stroj je určen pro rozvolňování, míchání a nakládání přírodních a syntetických vláken jako je např. len, vlna, bavlna apod;
- Výroba víceúčelových sypačů vozovek a jeho součástí,
  - Víceúčelový sypač vozovek pro automobily s vlastní komunální hydraulikou;
  - Výroba zadního a předního rozmetadla s hydromotorem;
  - Montáže na podvozek;

---

<sup>18</sup> Společnost Moravolen se zabývala výrobou textilií a lněných tkanin, od 11. 1. 2001 je v likvidaci. Rozhodli o tom na mimořádné valné hromadě akcionáři. Základním důvodem pro toto rozhodnutí byla neúspěšná jednání o restrukturalizaci úvěrů s největšími věřiteli, kterými byly komerční banky. Podle informací z valné hromady byla společnost mimo jiné neúměrně zatěžována sankcemi zdravotních pojišťoven, správou sociálního zabezpečení a finančních úřadů, které pak nebyla schopna splácet (*Zdroj: Hospodářské noviny*).

- Různé náhradní díly (atypické náhradní díly dle požadavků zákazníka, zvětšení obsahu válce, pojezdové válce apod.);
- Výroba kondenzátorů,
  - Rotační vzduchový separátor - neboli bubnová čistička se používá k předčištění, třídění nebo kalibraci zrnitých produktů a ke třídění recyklačního materiálu;
- Výroba zavlažovačů,
  - Malý pásmový zavlažovač - mobilní zavlažovací stroj se samočinným navíjením PE hadice, vhodný zejména pro závlahu zemědělských a lesních ploch;
- Výroba kráječů potravin,
  - Elektrický obousměrný kráječ chleba KK-17;
  - Elektrický obousměrný kráječ knedlíků KK-17;
- Výroba náhradních dílů, ozubení,
  - Čelní ozubená kola;
  - Čelní ozubená kola se šikmými zuby;
  - Ložiska;
  - Hnací prvky;
  - Převody apod.;
- Doplňkově se zabývají i opravami textilních strojů a sypačů vozovek.

Výrobní portfolio je tedy velice rozmanité, přičemž společnost klade velký důraz na požadavky zákazníka. Nevyrábí jen standardizované produkty, ale snaží se co nejvíce vyjít vstříc svým zákazníkům a je schopna vyrobit i atypický produkt. Důležité je však poznamenat, že podíly jednotlivých výrob strojů a jejich součástí na celkové výrobě je v korelaci s poptávkou. Může se tedy stát, že se v jednom měsíci nevyrobí ani jeden kráječ chleba, ale několik kondenzátorů, a další měsíc to může být naopak.

Společnost EKODO se primárně soustředí na tuzemský trh, ale přibližně 20% své produkce vyváží na zahraniční trh, kde obchoduje výhradně se zeměmi východní Evropy (Polsko, Slovensko) a také s Ruskem.

## 4.2 Strategická analýza

Strategická analýza se bude skládat z analýzy vnějšího a vnitřního prostředí, na kterou naváže její vyhodnocení. Hlavním smyslem této analýzy je nalézt vztahy mezi podnikem a jeho okolím. Podrobným zkoumáním a popsáním těchto komplexních vztahů poté dojde k vymezení celkového výnosového potenciálu podniku, jakozto základnímu vstupu potřebnému k ocenění podniku EKODO.

### 4.2.1 Analýza vnějšího prostředí

Analýza vnějšího prostředí se dělí na tři oddělené, ale současně provázané části. První část se věnuje charakteristice odvětví CZ-NACE 28, která poskytuje počáteční náhled do prostředí, ve kterém společnost EKODO podniká. Náplní druhé části bude analýza makroprostředí, a to s využitím PESTE analýzy. Poslední, třetí část se bude

věnovat analýze mikroprostředí, která bude obsahovat vymezení relevantního trhu, prognózu vývoje trhu do budoucna, Porterův model pěti hybných sil a analýzu atraktivitu.

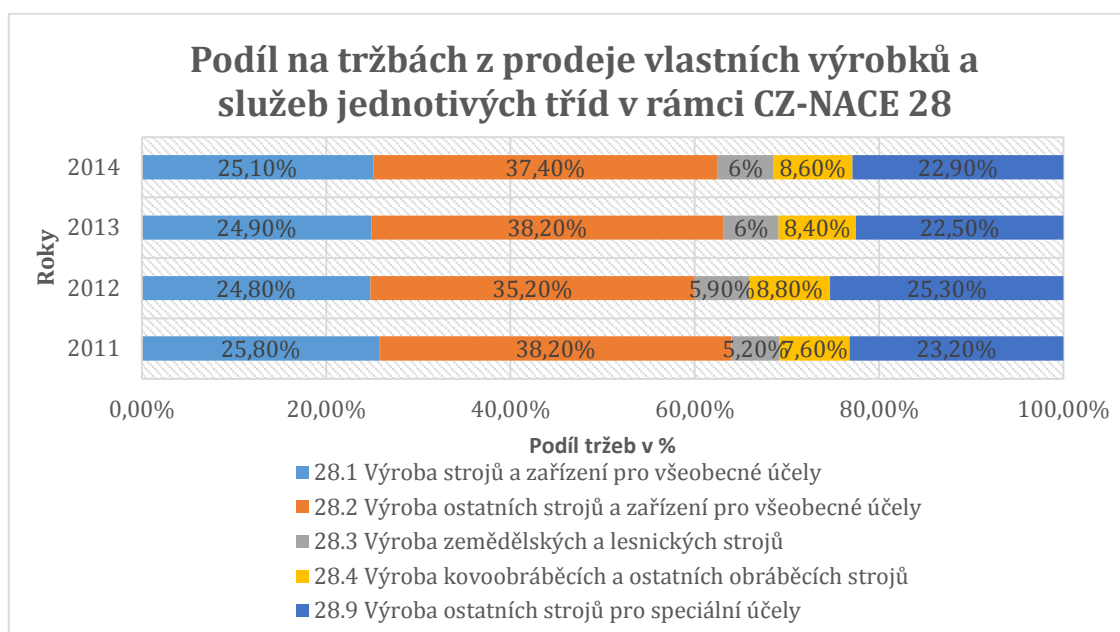
#### 4.2.1.1 Charakteristika odvětví CZ-NACE 28

Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE patří společnost EKODO do sekce C Zpracovatelský průmysl, oddílu (odvětví) 28 Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených. V rámci tohoto oddílu se poté společnost zařazuje do třídy (skupiny) 28.1 Výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely a také do podtřídy 28.15 Výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků. Vzhledem k tomu, že opravy strojů jsou jakýmsi doplňkem k výrobě strojů a podíl této činnosti na celkové výrobě společnosti je dlouhodobě zanedbatelný, bude postačující charakterizovat odvětví výroby strojů a zařízení jinde neuvedených jinak nazývaným všeobecným strojírenstvím.

Mezi základní pilíře zpracovatelského průmyslu neodmyslitelně patří odvětví všeobecného strojírenství, které má v České republice dlouholetou tradici. Svým výrobním programem naplňuje základní úlohu dodavatele kapitálových statků, protože jen malá část produkce slouží ke konečné spotřebě obyvatelstva. Ministerstvo průmyslu a obchodu, ve spolupráci se Svazem průmyslu a dopravy a v úzké kooperaci s Českým statistickým úřadem každoročně vydávají dokument Panorama zpracovatelského průmyslu, kde v nejnovějším vydání (2014) uvádějí, že výroba strojů a zařízení je významným odvětvím zpracovatelského průmyslu a jeho vývoj, výroba a prodej jsou indikátory stavu dalšího vývoje českého hospodářství. Toto odvětví, jinak nazývané všeobecným strojírenstvím, je tedy velmi důležitou složkou českého zpracovatelského průmyslu a zahrnuje širokou paletu zařízení, nepostradatelných pro jakoukoli investici do výrobní technologie. K hodnocení tohoto odvětví a jeho postavení v českém průmyslu a hospodářství jako celku se využívá mnoho ekonomických ukazatelů. Pro úvodní náhled do tohoto odvětví budou analyzovány jeho tržby, zahraniční obchod, zaměstnanost a přidaná hodnota.

Nejprve budou analyzovány tržby, a to jednak z hlediska podílu jednotlivých tříd na celém odvětví a jednak také z hlediska tržeb odvětví za posledních 10 let. Na grafu č. 1 na následující straně jsou již zobrazeny jednotlivé podíly tržeb tříd na celkových tržbách oddílu CZ-NACE 28. Z grafu je patrné, že největší podíl na tržbách zauímají tři skupiny a to konkrétně 28.1, 28.2 a 28.9. Ve všech čtyřech letech si udržuje prvenství třída 28.2, přičemž největší podíl na tržbách zauímá třída 28.25 Výroba průmyslových chladících a klimatizačních zařízení. Další dvě skupiny, jejichž podíl na tržbách se každoročně liší zpravidla v řádech jednotek procent, jsou 28.1, kam patří i společnost EKODO, a třída 28.9. Z grafu je dále patrné, že podíly tržeb se v posledních čtyřech letech nijak výrazně nemění. Každá třída vykazuje každoroční odchylku v tržbách od předchozího roku maximálně 1-3 procentní body.

**Graf 1** Podíl tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb jednotlivých tříd v rámci CZ-NACE 28  
*Zdroj: vlastní zpracování údajů z ČSÚ*



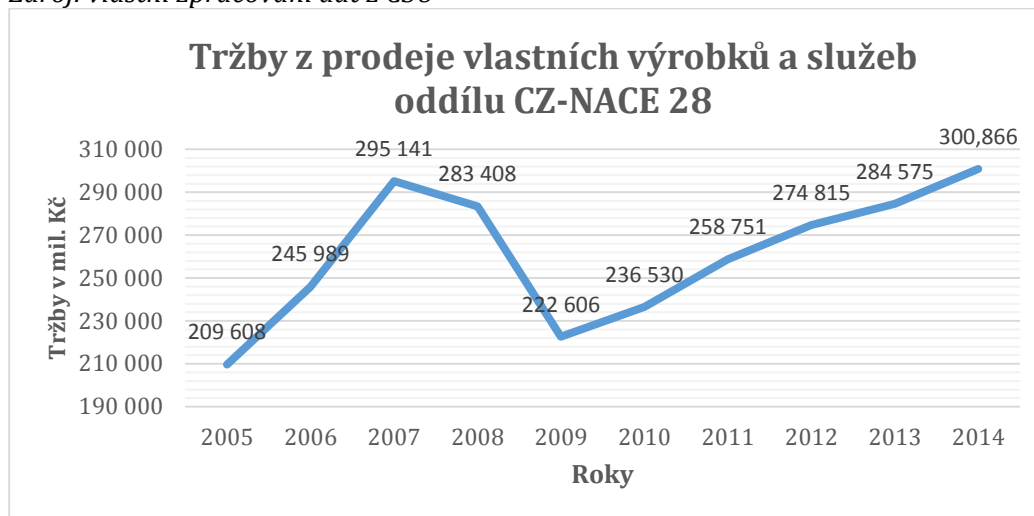
Znamená to, že v posledních letech nedochází v těchto třídách k výrazným změnám a dají se považovat za vcelku stabilní. Příznivý vliv na výsledky tohoto oddílu má také systém podpory podnikání, který zastrešuje Ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO) a který je rozpracován do různě zaměřených programů. Mezi nejvýznamnější společnosti tohoto oddílu z pohledu tržeb patří Třinecké železárny, a. s. (s tržbami 36,7 mld. Kč v r. 2014), ŠKODA Praha Invest s.r.o. (17,2 mld. Kč v r. 2014) a ALTA Invest, a.s. (12,5 mld. Kč v r. 2014).

Velmi důležitý je ovšem vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb celého odvětví za posledních deset let, který ozřejmí graf č. 2 na následující straně. Z grafu vývoje tržeb za jednotlivé roky lze pozorovat jednoznačný propad v období 2008-2010. Toto utlumení tržeb bylo v korelaci s těžkostmi hospodářské krize v roce 2008, která se do ČR šířila prostřednictvím prudce klesající zahraniční poptávky. Jelikož se od roku 2002 zlepšovaly podmínky pro export<sup>19</sup>, docházelo ke zvýšení kladného salda zahraničního obchodu a tím tedy také k pozitivnímu vývoji exportní výkonnosti. Podniky v tomto odvětví tedy posilovaly proexportní politiky a náhlý pokles zahraniční poptávky v souvislosti s krizí pro ně pak znamenal výrazný propad tržeb. Toto tvrzení dokládá i Nymburský (2011) který poznamenává, že propad u českých exportérů zaměřujících se na strojírenství byl opravdu významný, nicméně v celosvětovém kontextu adekvátní. Dodává, že celosvětová produkce klesla z 55,5 miliardy eur v roce 2008 na 35,1 miliard eur v roce 2009. Největší pokles tržeb pak zaznamenaly především dvě skupiny, a to CZ-NACE 28.3 Výroba zemědělských a lesnických strojů (-26,5 %), která byla zvláště citlivá na jakékoliv nepříznivé vlivy provázející hospodářskou krizi a dále skupina CZ-NACE 28.4 Výroba kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů (-36 %).

<sup>19</sup> Například pomocí celních opatření, která brání dovozu zboží s dumpingovými cenami do EU, přílivem zahraničních investorů, využití nových know-how, efektivních technologií aj.

**Graf 2 Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb CZ-NACE 28**

Zdroj: vlastní zpracování dat z ČSÚ



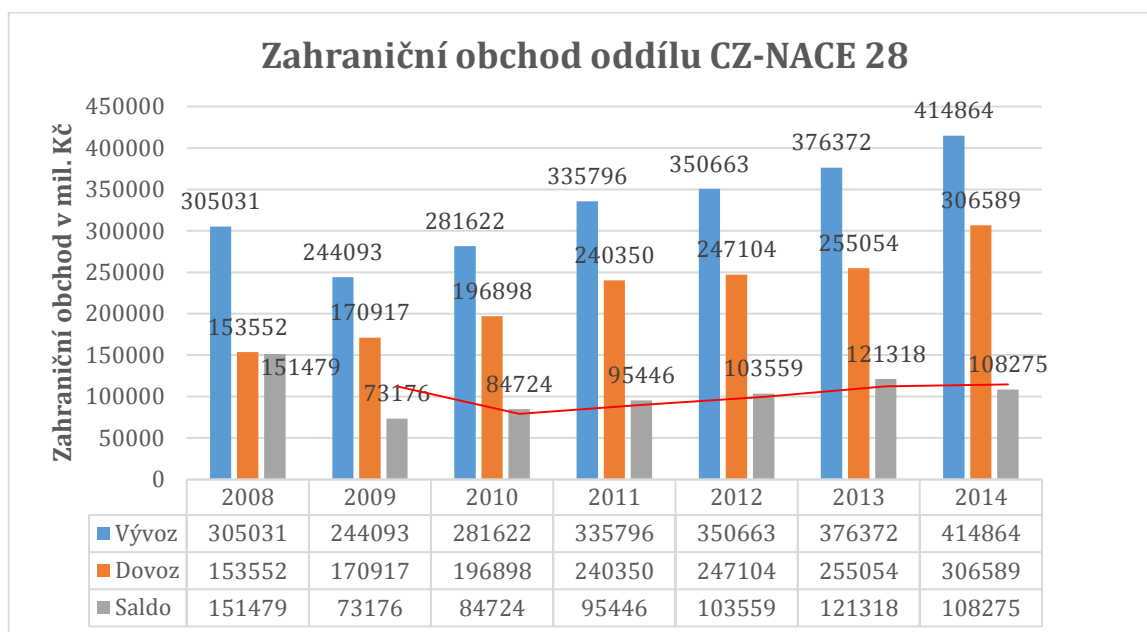
Překonání krize je znatelné od roku 2010 kdy se dále struktura českého strojírenství příliš nemění. Do relativně pozitivního vývoje zasáhla pouze léta 2008-2010, ale růstový trend strojírenství v současnosti navázal na předchozí období a pokračuje.

Vzhledem k důležitosti exportní výkonnosti pro strojírenství se jako dalším vhodným ukazatelem pro jeho zhodnocení jeví analýza salda zahraničního obchodu. Z předešlého odstavce je patrné, že hospodářská recese znamenala pro toto odvětví citelnou ztrátu v tržbách. Tento propad tržeb měl původ mimo jiné ve snížení objemu exportu. Vývoj zahraničního obchodu je blíže znázorněn v grafu č. 3 na následující straně. Saldo je ve všech letech kladné, tedy vývoz převažuje nad dovozem, což je z hlediska prosperity tohoto odvětví pozitivní. Spojnice trendu salda je vyobrazena na grafu červenou přímkou a je odhadnuta klouzavým průměrem pro dvě období, jelikož vyrovnává kolísání dat ke srozumitelnějšímu zobrazení průběhu<sup>20</sup>. Vzhledem k tomu, že dovoz vykazuje rostoucí lineární průběh po všechna zkoumaná období, zatímco vývoz poklesl v roce 2009 o cca 60 milionů, tzn., vykazoval klesající průběh, muselo se to projevit i na hodnotě salda. To se dramaticky snížilo, avšak od roku 2010 vykazuje růstový trend, což je pozitivní. Výjimkou je rok 2014, kdy dochází k mírnému poklesu oproti předcházejícímu roku. I přesto se však dá vývoj hodnoty salda považovat za pozitivní a díky posilování pozice všeobecného strojírenství v českém průmyslu se předpokládá i do dalších období. Z grafu na přechodí straně je dále patrný narůstající objem tržeb z vývozu výrobků od roku 2009, který již v roce 2011 předehnal tržby z vývozu z roku 2008.

**Graf 3 Zahraniční obchod**

Zdroj: Vlastní zpracování dat z ČSÚ

<sup>20</sup> Spojnice trendu klouzavého průměru byla odhadnuta z prostého vývoje dat salda z let 2008-2014, který nemá lineární průběh.



Tento růstový trend vývozu je indikátorem růstu celého odvětví, který svědčí o trvale se zlepšující kvalitě, technické úrovni a konkurenceschopnosti výrobků. Pozitivní vývoj exportní výkonnosti je mimo jiné podmíněn investicemi do výzkumu a vývoje, zvyšováním kvalifikace pracovníků a přizpůsobení se podniků stále tvrdšímu konkurenčnímu prostředí. Ve struktuře komodit vývozu i dovozu výrazně a dlouhodobě dominují výrobky CZ-NACE 28.1 a 28.2.

**Tabulka 5 Vývoz odvětví CZ-NACE 28 v mil. Kč**

Zdroj: vlastní zpracování dat z ČSÚ a MPO

	Částka v mil. Kč	Podíl v %
<b>Německo</b>	132 895	32,0%
<b>Francie</b>	24 922	6,0%
<b>Slovensko</b>	20 988	5,1%
<b>Rusko</b>	20 051	4,8%
<b>Velká Británie</b>	17 747	4,3%
<b>Itálie</b>	17 370	4,2%
<b>USA</b>	17 281	4,2%
<b>Polsko</b>	17 118	4,1%
<b>Rakousko</b>	13 702	3,3%
<b>Belgie</b>	13 152	3,2%
<b>ostatní</b>	119 637	28,8%
<b>celkem</b>	414 863	100,0%

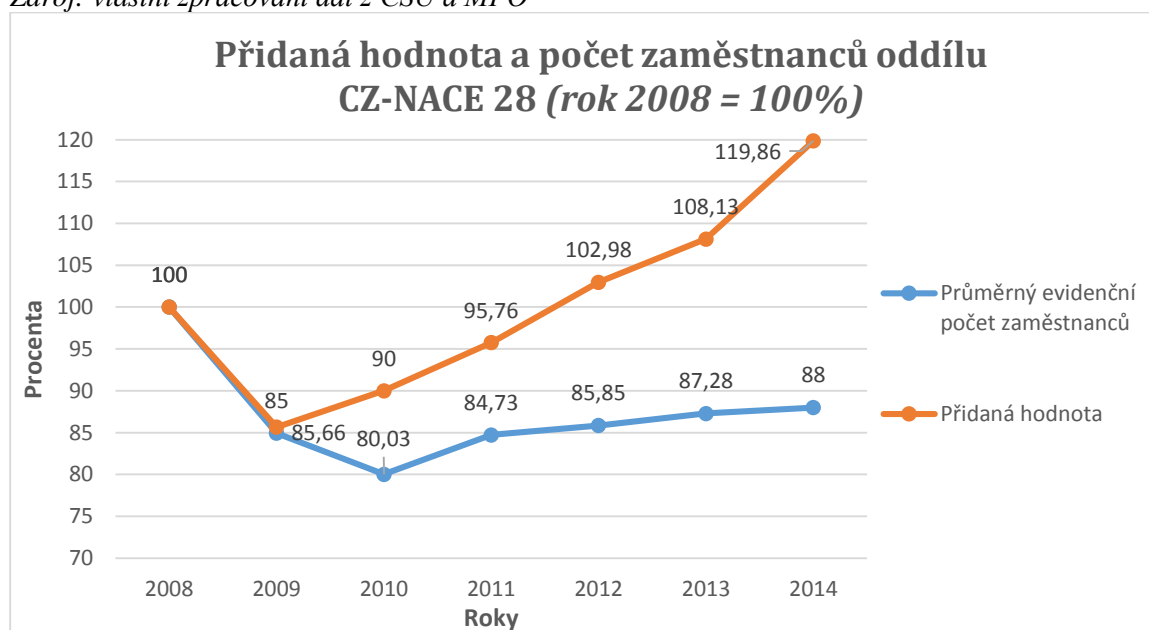
Největší objem vývozu strojů směřuje tradičně do Německa. V roce 2014 představoval vývoz do této sousední země přes 32 % celkového objemu vývozu. Podíly dalších

zemí za tento rok na vývozu v relativním i absolutním vyjádření jsou uvedeny v tabulce č. 5 na přechodí straně.

Dalšími ukazateli pro zhodnocení vývoje a budoucí perspektivnosti odvětví jsou přidaná hodnota a zaměstnanost. Jejich vývoj lze zkoumat na grafu č. 4 níže. Vzhledem k velkému absolutnímu rozdílu mezi hodnotami průměrného evidenčního počtu zaměstnanců a přidané hodnoty byly tyto hodnoty přepočítány na bazické indexy, kdy základním obdobím je rok 2008, a běžnými roky jsou roky následující. Z vývoje hodnot je patrná sestupná tendence do roku 2009 resp. 2010, což je stále následek hospodářské recese, která se projevila především úbytkem zakázek, regulací nákladů a propouštěním zaměstnanců. Tyto změny se musely projevit i v přidané hodnotě, která představuje v penězích vyjádřenou hodnotu výkonů. Oproti roku 2008 se však snižovala velmi krátce. Již v roce 2009 se obrátila k růstu a doháněla rozdíl oproti základnímu roku. K prolomení záporného rozdílu pak došlo v roce 2012, kdy přidaná hodnota vzrostla o 2,98% oproti roku 2008 a nadále se zvyšuje. Na tomto grafu lze tedy v této souvislosti vyzorovat rychlou a velmi kvalitní reakci strojírenského odvětví na hospodářskou krizi. Touto reakcí byly především inovace navzdory krizi a diverzifikace výrobního portfolia.

**Graf 4 Přidaná hodnota a počet zaměstnanců CZ-NACE 28**

Zdroj: vlastní zpracování dat z ČSÚ a MPO



Kužel (2011) se dokonce domnívá, že hospodářská recese přinesla do českého strojírenství řadu přínosů. Uvádí, že české firmy začaly v krizi přistupovat ke svým aktivitám racionálně a část vydělaných peněz vložili do investic, které byly velmi



úspěšné a k jejich realizaci by jinak vůbec nedošlo<sup>21</sup>. Stejně tak mírně rostoucí počet zaměstnanců, který je z grafu patrný, poukazuje na zvyšující se produktivitu strojírenského odvětví, což je další pozitivum. Vysvětlením zvyšující se produktivity je rychlejší růst výstupů než vstupů. Avšak i když je tendence počtu zaměstnanců rostoucí, stále nedosahuje hodnoty základního roku a v roce 2014 je stále o 12% nižší.

Odvětví CZ-NACE 28 a obecně celé strojírenství si s hospodářskou krizí v roce 2008 poradilo velmi dobře. Všechny uvedené analýzy a vývoj dat svědčí o kvalitní reakci managementu, který si dokázal poradit s nelehkou situací a negativní vývoj odvětví velmi rychle obrátil v pozitivní. Strojírenství je hybnou silou naší ekonomiky, proto si myslím, že by mělo docházet k určité podpoře tohoto odvětví ze strany státu. Jeho dlouhotrvající růst je totiž nezbytný pro zlepšení stavu celého hospodářství. Zejména by se mělo jednat o podporu inovací, konkurenceschopnosti a aplikovaného výzkumu<sup>22</sup>.

#### 4.2.1.2 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí bude provedena pomocí detailní PESTE analýzy, jejíž výsledkem bude zhodnocení stávající pozice podniku EKODO a posouzení negativních, resp. pozitivních působení vnějších vlivů na podnik. Případné návrhy a doporučení jako reakce na působení vnějších vlivů jsou uvedeny v části diskuze této diplomové práce.

##### 4.2.1.2.1 PESTE analýza

###### P - politické a právní prostředí

Dnem 1. května 2004 vstoupila Česká republika mezi členské státy Evropské unie. Z hlediska právního prostředí má členství v EU široké dopady na podnikatelskou sféru. Z pozitivního hlediska usnadňuje českým podnikatelům rozšíření svých aktivit do ostatních členských států, jelikož zde funguje systém svobody volného pohybu zboží, služeb a kapitálu. Společnost EKODO vyváží své zboží do některých zemí EU, v tomto ohledu tedy může ze členství profitovat a to díky odstranění tarifních i netaarifních překážek. Částečně omezujícím faktorem se naopak může jevit zvyšování některých právních požadavků pro provozování podnikání. Jedná se především o oblast ochrany hospodářské soutěže, daní, průmyslového a duševního vlastnictví a regulace zadávání veřejných zakázek. Společnost EKODO se však na vstup řádně připravila a žádný výraznější negativní dopad v těchto oblastech po vstupu do EU nepocítila. Další hypotetickou otázkou spojenou s Evropskou unií a vlivem na podnikatele je budoucí přijetí eura. Vzhledem k tomu, že Česká národní banka zatím nedoporučuje stanovovat datum přijetí eura a vláda České republiky také není v této otázce jednotná, nelze přesně říci, kdy k tomu dojde. Avšak vstupem

---

<sup>21</sup> Například strojařská společnost Vítkovice Machinery Group využila zemního plynu pro dopravu a to jak pro nákladní automobily, tak pro železnici. Především na Ostravsku sužovaném smogem měl tento krok výrazný nejen ekonomický, ale i ekologický rozměr.

<sup>22</sup> Například systémem daňových odpočtů na tyto aktivity.

do Evropské unie jsme se k tomuto aktu zavázali. Předpokládám, že by k tomu mělo dojít nejdříve v roce 2020 a obor výroby strojů s motorovým pohonem by neměl být tímto aktem negativně zasažen. Vzhledem k dlouhodobému celosvětovému trendu globalizace a zvyšujícímu se podílu zahraniční kapitálové účasti na českých firmách se totiž vliv eura a eurozóny projevuje spíše pozitivně a to zejména dalším uvolněním přístupu na trh eurozóny a v některých případech se již projevují výhody antidumpingových opatření ze strany EU.

Vzhledem k tomu, že společnost EKODO vyváží i do země mimo EU, a to konkrétně do Ruska, je vhodné otevřít aktuální otázku stále trvajících sankcí EU vůči Rusku. EU prodloužila sankce do ledna 2016 a nechala se slyšet, že sankce budou trvat, dokud Rusko nezačne plnit závazky dojednané v Minsku v únoru tohoto roku u příležitosti příměří mezi Ukrajinou a vzbouřenci na východě této země. Tyto sankce se přímo dotýkají vývozu výrobních technologií a na schůzce s paní jednatelkou mi bylo sděleno, že právě kvůli sankcím přišli o zakázku v hodnotě cca 3 miliony korun, což je pro tak malý podnik citelná ztráta. Nedávná schůzka strojírenského fóra<sup>23</sup> však žádá o zdrženlivý postup vlády ve věci stupňujících se sankcí vůči Rusku, přičemž konkrétně požaduje, aby vzájemná spolupráce s ostatními zeměmi nebyla posuzována převážně z hlediska politických nebo vojenských zájmů, ale především z hlediska ekonomických přínosů. Závažná zůstává v této souvislosti i eskalace konfliktů na Blízkém východě a v severní Africe, které vyvolala rozsáhlou migrační krizi. Dle Ministerstva financí České republiky však zatím není možné odhadovat jakýkoliv ekonomický dopad na jednotlivé státy EU. Avšak s ohledem na nízký počet žadatelů o azyl v České republice by přímé dopady na ekonomiku v ČR měly být zanedbatelné.

Co se týče legislativy ve strojírenství, právní rámec v této problematice vymezují příslušné legislativní normy (v současné době harmonizovány s obdobnými předpisy EU), zejména zákon o technických požadavcích na výrobky č. 22/1997 Sb., obchodní zákoník č. 513/1991 Sb., občanský zákoník č. 89/2012, zákon o ochraně spotřebitele č. 631/1992 Sb. anebo zákon č. 102/2001 Sb. o obecné bezpečnosti výrobků apod. Co se týče technických norem, tak zde je na místě uvést Systém managementu jakosti ČSN EN 9001, systém environmentálního managementu ČSN EN 4001 nebo systém managementu bezpečnosti a ochrany zdraví OHSAS 18001. Společnost EKODO všechna nařízení a zákony dodržuje, zejména pak zákon o technických požadavcích na výrobky č. 22/1997 Sb. kterým se řídí a který upravuje:

- způsob stanovení technických požadavků na výrobky, které by mohly ohrozit zdraví nebo bezpečnost osob, majetek nebo přírodní prostředí,

---

<sup>23</sup> Konalo se v Praze, 12. 6. 2014, a bylo zároveň historicky prvním strojírenským fórem v ČR. Diskutovalo se dva dny s 200 představiteli významných strojírenských společností i zástupců z ministerstev (Zdroj: <http://www.spcr.cz/pro-media/tiskove-zpravy/7464-strojirenske-forum-sakce-proti-rusku-nas-ohoruji>).

- práva a povinnosti osob, které uvádějí na trh nebo distribuují výrobky, které by mohly ohrozit oprávněný zájem,
- práva a povinnosti osob pověřených k činnostem podle zákona (tvorba a uplatňování českých technických norem a státní zkušebnictví).

Z rozhovoru s vedením podniku mimo jiné vyplynulo, že často mění se byrokratické nároky na strojírenské firmy ze strany státu a jeho nesystematické chování mají negativní dopad na dlouhodobé plánování. Také vzrůstající zátěž vyplývající ze závazných požadavků na provádění certifikací a inspekci v technických oblastech, hodnotí paní jednatelka jako velmi omezující. Dokládá to i společnost CEEC Research (2015), která uvádí, že až 98% strojírenských firem si stěžuje na byrokracii ze strany státu, která v nemalé míře ovlivňuje hospodářské výsledky. Z výzkumu této společnosti s několika strojírenskými firmami se zjistilo, že ohodnocení míry vlivu byrokracie na hospodářský výsledek odhadují firmy na 6,5 bodu na škále 0 až 10 maximum.

### E - ekonomické prostředí

Ekonomické prostředí České republiky, z části i zemí obchodních partnerů, bude analyzováno z hlediska vývoje hrubého domácího produktu, inflace a směnných kurzů. Vzhledem k tomu, že dopady hospodářské krize byly uvedeny ve výše uvedeníh kapitolách a uplynulo od začátku krize již 7 let, bude analyzován vývoj těchto ukazatelů po recesi.

V prvním kroku bude analyzován HDP, protože poskytuje nejkompexnější pohled na ekonomickou vyspělost České republiky. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracování ve všech odvětvích a činnostech považovaných za produktivní, to znamená, že se používá pro měření výkonnosti celé ekonomiky. Vývoj HDP od roku 2010 do roku 2014 a jeho predikce pro rok 2015 a 2016 jsou uvedeny v tabulce č. 6 níže. Z absolutního vývoje HDP po sledovaná období v běžných cenách lze vypočítat stále rostoucí trend, který by měl trvat i v následujících letech. Avšak z vývoje HDP v běžných cenách nelze zcela objektivně určit a hodnotit vývoj v čase, neboť zahrnuje kromě meziroční změny objemu vyrobeného zboží (služeb), také změnu ceny tohoto zboží či služby.

**Tabulka 6 Vývoj HDP od roku 2010 a jeho predikce**

*Zdroj: vlastní zpracování dat z mfcz.cz*

Roky	Skutečnost					Aktuální predikce	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
HDP (v mld. Kč)	3954	4023	4042	4077	4261	4482	4642
HDP (růst v % ve stálých cenách)	2.3	2	-0.9	-0.5	2	4.5	2.7

Při hodnocení v čase je tedy vhodnější využít srovnání ve stálých cenách a porovnávat tak reálný růst HDP. Ten je taktéž uveden tabulce č. 6, a kromě roků 2012 a 2013 vykazuje růst. Tyto dva roky však neznamenají výrazný negativní dopad

na českou ekonomiku. Pokles je menší než 1% a poukazuje na zdravý vývoj reálného HDP, který by jinak za stálého reálného růstu ekonomiku spíše přehříval. Zajímavá je predikce pro rok 2015, kdy se předpokládá reálný růst HDP 4,5%, což je nejvíce za posledních osm let. Dle analytiků je rok 2015 rokem dynamického růstu české ekonomiky a zůstává tažen výhradně domácí poptávkou. V podmínkách nízké inflace a zlepšování situace na trhu práce se výrazně zvyšuje spotřeba domácností a také růst spotřeby vlády. To je výhodné pro domácí podniky, současně tedy i pro společnost EKODO, protože při rostoucí spotřebě rostou také investice a zlepšuje se zahraniční obchod.

Vzhledem k tomu, že společnost EKODO vyváží své výrobky do Polska, Slovenska a Ruska, je vhodné analyzovat vývoj HDP i v těchto zemích. Tento vývoj je patrný z tabulky č. 7 uvedené níže.

**Tabulka 7 Reálný růst HDP vybraných zemí**

*Zdroj: vlastní zpracování údajů z mfcrcz*

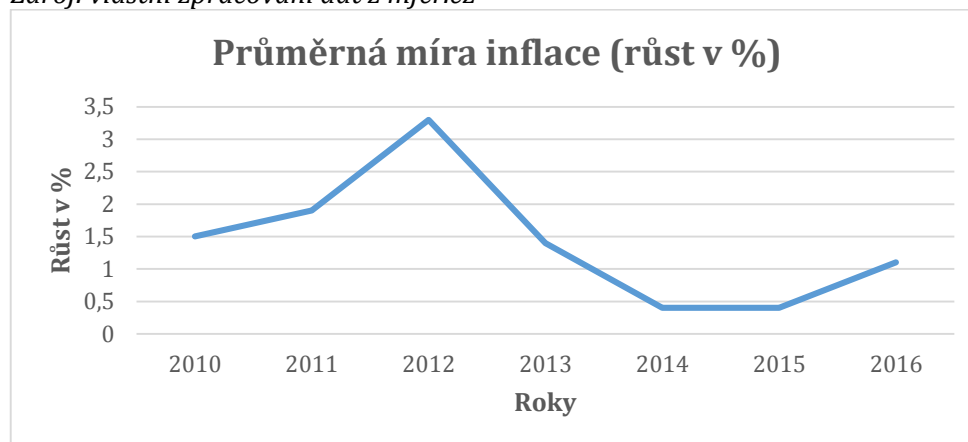
Roky	Skutečnost					Aktuální predikce	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Rusko</b>	4	4.30	3.4	1.3	0.6	-2.74	0.74
<b>Polsko</b>	3.7	4.8	1.9	1.7	3.5	3.5	3.5
<b>Slovensko</b>	4.8	2.7	1.6	1.4	2.4	3.2	3.2

Export tvoří dlouhodobě asi 20% celkových tržeb společnosti, přičemž výjimečně se podaří sjednat obchod, který se podílí na těchto tržbách až z 50%. Z tabulky na předchozí straně je patrné, že meziroční růst HDP v Rusku má sestupnou tendenci až do roku 2015, kde se ruská ekonomika dostává na své dno. Tento negativní vývoj je dán zejména poklesem cen energetických surovin, na kterých je ruský export velmi závislý. Výrazný propad v roce 2015 je poté odrazem již zmiňovaných sankcí EU a USA vůči Rusku, které omezují, v některých případech přímo znemožňují, zahraniční obchod. Nedávné události v Rusku tak znemožnili zahraniční obchod i pro společnost EKODO, která v roce 2015 nemohla realizovat lukrativní zakázku, kterou měla předjednanou v Rusku. V roce 2016 by však mělo dojít k obratu ve vývoji trendu a predikuje se růst, což je pro společnost EKODO z obchodního hlediska pozitivní. Navíc může během tohoto roku dojít ke zrušení sankcí EU vůči Rusku, což by výrazně oživilo zahraniční obchod společnosti s Ruskem. Co se týče Polska, zde je pro roky 2015 a 2016 predikován silný růst HDP shodně o 3,5%, což je pro společnost také vhodný vývoj. Velmi podobná situace je i na Slovensku, kde se predikuje růst 3,2% v obou letech.

Dále bude uveden vývoj inflace a její meziroční růst v letech 2010-2014, roky 2015 a 2016 jsou opět predikovány. Z grafu č. 5 na následující straně je patrné, že meziroční růst spotřebitelských cen je po celé sledované období mírný, v posledních letech je dokonce velmi nízký. Ceny jsou tedy relativně stabilní, což je pro společnost EKODO výhodné, protože uvedený vývoj inflace nevytváří významně nejisté prostředí pro ekonomickou aktivitu.

**Graf 5 Průměrná míra inflace**

Zdroj: vlastní zpracování dat z mfcz.cz



Posledním analyzovaným ukazatelem je vývoj devizového kurzu, a to konkrétně koruny vůči euru a koruny vůči dolaru. Z tabulky č. 8 níže lze pozorovat poměrně stabilní kurz koruny vůči euru, který trval až do roku 2013. V roce 2014 poté došlo k apreciaci koruny, což nebylo vhodné pro podnik EKODO, protože musela zákonitě poklesnout exportní výkonnost. Predikce pro roky 2015 a 2016 se dále vyznačují stabilitou. Příčinou stability je využívání měnového kurzu ČNB jako nástroje pro měnovou politiku, který potrvá cca do 2. pololetí roku 2016. Velmi podobný průběh lze pozorovat i u kurzu koruny vůči dolaru.

**Tabulka 8 Roční měnové kurzy**

Zdroj: vlastní zpracování dat z mfcz.cz

Roky	Skutečnost					Aktuální predikce	
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>CZK/EUR</b>	25.29	24.59	25.14	25.98	27.53	27.3	27.1
<b>Zhodnocení v %</b>	4.6	2.8	-2.2	-3.2	-5.6	0.9	0.7
<b>CZK/USD</b>	19.11	17.69	19.59	19.57	20.75	24.6	24.6
<b>Zhodnocení v %</b>	-0.3	8	-9.7	0.1	-5.7	0.9	0.7

## S – sociální a kulturní prostředí

Závažným problémem sociálního prostředí České republiky se v současnosti jeví demografické stárnutí obyvatelstva. To se mění takovým způsobem, že starší věkové skupiny rostou početně relativně rychleji než populace jako celek. Podle ČSÚ vzrostl průměrný věk české populace za posledních 10 let téměř o 2 roky, tedy z 38,8 let na 40,6, přičemž do roku 2065 se očekává nárůst o dalších 8 let. Důsledky demografického stárnutí se projevují a budou projevovat stále výrazněji v sociálním a ekonomickém vývoji České republiky. Pro podnik EKODO bude nejzávažnější nedostatek pracovních sil na trhu práce v nadcházejících letech. V této souvislosti bude prioritní o své zaměstnance pečovat, udržovat si je, motivovat je a respektovat jejich potřeby tak, aby podnik co nejvíce eliminoval riziko nedostatku pracovních sil.

Otázka pracovních sil však není problémem pouze z demografického hlediska, ale také z hlediska nedostatku kvalifikovaných pracovníků ve strojírenství. Vedením společnosti mi bylo potvrzeno, že je to dlouhodobý problém a při přijímání pracovníka na pozici mistra výroby museli přijatého zaměstnance rekvalifikovat, což bylo spojeno s vysokými náklady. V Olomouckém kraji, kde sídlí podnik EKODO, je navíc situace nejzávažnější. Chybí zde totiž univerzita technického směru a počet tříd na středních odborných školách neodpovídá potřebám strojírenských firem.

Co se týče postavení odvětví strojírenství v České republice a ve světě, zde je vhodné uvést, že právě české strojírenství patří k odvětví, které má dlouholetou tradici a z pohledu zahraničí patří mezi uznávané odvětví s vynikající kvalitou. V současné době je toto odvětví zastoupeno ve všech částech republiky a vyznačuje se nejrovnoměrnejším rozmístěním. Rafaj (2015) uvádí, že podíl strojírenství na celkovém českém průmyslu byl 54,8% v roce 2014, což opravdu svědčí o tradici tohoto odvětví a jeho neodmyslitelnému a významnému zastoupení v České republice.

### T – technické prostředí

Technologické postupy a technické prostředí představují ve strojírenství jeden z pilířů dlouhodobé konkurenceschopnosti podniků. Toto prostředí se vyznačuje velmi dynamickým růstem a spolu s častými změnami a stále rychlejšímu zastarávání postupů představuje příležitost pro podniky v oblasti udržení nebo posílení pozice na trhu. Z toho pohledu je potřeba technickému prostředí věnovat náležitou pozornost. Budoucnost strojírenského sektoru je tak založena na jeho schopnosti přinést svým zákazníkům inovativní technologická řešení. Ta mohou spočívat například v užití nových materiálů nebo optimalizovaných výrobních postupů. Konkurenční výhodou na trhu se může stát také využití informačních technologií ve strojírenské výrobě.

Společnost EKODO si je vědoma významnosti technologií v dnešní době a několikrát již změnila výrobní postupy. V současné době se věnuje výzkumu progresivních kovových materiálů, které by chtěla využít na tváření kovů při zpracování vysoko-pevnostních kovových materiálů. Aplikace zcela nového materiálu by společností vynesla nejen konkurenční výhodu, ale také značné usnadnění práce, protože manipulace a tváření současného kovového materiálu se vyznačuje zastaralými postupy a je náročná.

V České republice má své významné zastoupení i Výzkumné centrum pro strojírenskou výrobní techniku a technologii, které přineslo mnoho nových poznatků a přístupů v technologii ve strojírenství. Centrum bylo založeno 1. července v roce 2000 a cílem je získání výzkumné základny pro český průmysl strojírenské výrobní techniky, přičemž dílčím cílem je vychovávat nastupující generaci mladých odborníků pro tento obor. Centrum se za dobu své existence vyvinulo v profesionální a velmi dobře vybavenou výzkumnou a vzdělávací instituci, která se kromě řešení dlouhodobých výzkumných témat zaměřuje i na úzkou spolupráci průmyslem obrá-

běcích strojů v České republice. Tento projekt přináší mnohá zlepšení v technologických postupech i v oblasti výzkumu a vývoje zcela nových strojů. Zejména byly vyvinuty stroje s pokročilou úrovní konstrukce a s vyššími užitnými vlastnostmi, z nichž pozornost zaslouží zejména stroje SPEEDtec výrobce TOS VARNSDORF a.s. a H 50FLOAT výrobce TAJMAC-ZPS, a.s.

### E – ekologické prostředí

Z analýzy odvětví strojírenství v kapitole 4.2.1.1 jasně vyplynulo, že dochází k jeho posilování, což má za následek růst průmyslové produkce. Tento růst je většinou v korelaci se zhoršením životního prostředí, protože strojírenství je odvětví, které je ze své podstaty energeticky a materiálově náročné. Ze Zprávy o životním prostředí pro rok 2014 vydávané Ministerstvem životního prostředí však vyplynulo, že dlouhodobým trendem strojírenských podniků je snaha o snižování dopadů na životní prostředí a to právě snižováním energetické a materiálové náročnosti. V důsledku těchto trendů pak v současnosti mírně klesají emise skleníkových plynů a emise znečišťujících látek.

Ministerstvo životního prostředí vydalo již mnoho právních předpisů (zákonů, nařízení vlády, vyhlášek), které tvoří legislativu v oblasti ochrany životního prostředí v širokém slova smyslu. Právní předpisy jsou poté rozděleny do jednotlivých oblastí, které se dělí na předpisy spadající do tzv. horizontální legislativy (posuzování vlivů na životní prostředí, integrovaná prevence znečišťování apod.), a na předpisy upravující ochranu jednotlivých složek životního prostředí (ovzduší, voda apod.). Společnost EKODO je relativně malý podnik a svou činností významněji nezatěžuje životní prostředí. Ale i tak malý podnik musí dodržovat řadu právních předpisů, které vynucují odpovědné chování firem v této oblasti. Třemi stěžejními právními předpisy pro společnost jsou níže uvedené zákony a vyhláška.

- Zákon č. 17/1992 Sb. o životním prostředí v platném znění;
- Zákon č. 185/2001 Sb. o odpadech a o změně některých dalších zákonů v platném znění;
- Vyhláška č. 352/2005 Sb. o podrobnostech nakládání s elektrozařízeními a elektroodpady a o bližších podmínkách financování nakládání s nimi v platném znění.

V oblasti životního prostředí je dále možno získat dotaci z veřejných zdrojů na jeho ochranu. Veřejné výdaje na tuto složku v roce 2014 výrazně vzrostly, konkrétně o 48,4 %. Podílelo se na tom zrychlené čerpání prostředků z EU fondů, přičemž z Operačního programu Životní prostředí bylo na projekty rozděleno 92 % celkové alokace programového období 2007–2013.

### 4.2.1.3 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí blíže ozřejmí prostředí bezprostředně blízké podniku EKODO. K těmto účelům bude nejprve vymezen relevantní trh a následně prognózován směr vývoje trhu. Pro samotnou analýzu mikroprostředí bude využit Porterův model pěti hybných sil, doplnkově bude provedena i analýza atraktivity trhu.

#### 4.2.1.3.1 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh z věcného hlediska lze pro společnost EKODO vymežit poměrně široce. To z toho důvodu, že se společnost zabývá výrobou různých typů strojů, jejich součástí a také se zabývá jejich opravou. Jinými slovy, má široké výrobní portfolio, proto musí být i relevantní trh poměrně široký. V tomto případě se bude zcela jistě jednat o trh výroby strojů pro všeobecné účely a výroby strojních dílů. Společnost EKODO je navíc schopna vyrobit i atypický stroj na základě požadavků zákazníka a své výrobní portfolio stále rozšiřuje, tudíž obecně celý trh strojů pro všeobecné účely lze považovat za relevantní. Dle CZ-NACE patří do tohoto trhu i výroba součástí strojů, tedy výroba ložisek, ozubených kol, převodů a hnacích prvků, které společnost EKODO taktéž vyrábí.

Vzhledem k tomu, že se společnost EKODO soustředí primárně na tuzemský trh (cca z 80%), vymezení relevantního trhu z hlediska území je pak jednoznačné - je to území České republiky. Jelikož však společnost z menší části vyváží své výrobky mimo Českou republiku, je nutné zahrnout do relevantního trhu i území Ruska, Slovenska a Polska.

Z hlediska zákazníků je vymezení relevantního trhu taktéž široké, a to z podobného důvodu jako tomu bylo u vymezení z věcného hlediska. Zákazníky společnosti EKODO jsou tedy jednak školy a závodní jídelny, kteří poptávají kráječe potravin, a jednak to jsou různí větší producenti i drobnější podnikatelé, kteří poptávají stroje do svých výrobních dílen. Mezi tyto producenty patří textilní společnosti, papírny, výrobci a provozovatelé komunální techniky, automechanici, zemědělci, výrobci technologických linek na zpracování biomasy do tvaru pelet, výrobci vláknocementové střešní krytiny a společnosti zabývající se bioodpady a kompostováním.

Z hlediska hodnotového bude vymezen relevantní trh pomocí tržeb ve skupině CZ-NACE 28.1 Výroba strojů pro všeobecné účely. Vývoj tržeb lze pozorovat z tabulky č. 9 níže, ze které je patrné ožívování skupiny z krize od roku 2009. Index růstu nejbližšího období je 101,68%.

**Tabulka 9 Tržby relevantního trhu**

*Zdroj: vlastní zpracování dat z MPO*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Index 2014/2013
Tržby v mil. Kč	70597	58288	64470	64342	69142	71513	72717	101.68



#### 4.2.1.3.2 Analýza vývoje trhu

Analýzu budoucí perspektivnosti relevantního trhu (CZ-NACE 28.1) a celého odvětví výroby strojů jinde neuvedených (CZ-NACE 28) jsem provedla pomocí regresní analýzy, a to za využití programového softwaru Gretl.

**Tabulka 10** Prognóza vývoje trhu

Zdroj: vlastní zpracování

Roky		HDP		Inflace	Tržby odvětví		Tržby relevantního trhu	
		V mil. Kč	Růst v %	Roční index	V mil. Kč	Růst v %	V mil. Kč.	Růst v %
Skutečnost	2004	2814800	x	102.8	195879	x	38404	x
	2005	2983900	6.01	101.9	209608	7.00	47549	23.81
	2006	3222400	7.99	102.5	245989	17.35	55560	16.84
	2007	3535500	9.71	102.8	295141	19.98	67584	21.64
	2008	3689000	4.34	106.3	283408	-3.97	70597	4.45
	2009	3628100	-1.65	101	222606	-21.45	58288	-17.43
	2010	3667600	1.08	101.5	236530	6.25	64470	10.60
	2011	3870200	5.52	101.9	258751	9.39	64342	-0.19
	2012	4041900	4.43	102.4	274815	6.20	69142	7.46
	2013	4077300	0.87	101.4	284575	3.55	71513	3.42
Predikce	2014	4261100	4.50	100.1	300866	5.72	72717	1.68
	2015	4461371	4,70	100,4	305776	1,63	75607	1,04
	2016	4586290	2,80	100,6	313346	2,47	77593	1,26
	2017	4719292	2,90	100,8	321402	2,50	79707	1,27
	2018	4832555	2,40	101	328274	2,10	81509	1,23
	2019	4948536	2,40	101	335233	2,10	83344	1,22

V prvním kroku byly predikovány tržby celého odvětví, a to na základě dvou nezávislých proměnných, a sice HDP a inflace. Meziroční růst zmíněných nezávislých proměnných pro predikované roky 2015-2019 jsem získala z predikcí ČNB a MFČR, konkrétně z jejich nejnovějších kolokvií a makroekonomických predikcí. Obě nezávislé proměnné byly statisticky významné, jen konstanta byla odebrána pro svou nevýznamnost. Jako nejvhodnější model se jevil níže uvedený, protože již při samotném vykreslení bodového diagramu se prokazovala téměř jasná lineární závislost. Potvrzením lineární závislosti bylo vykázání nejvyššího koeficientu determinace. To znamená, že variabilitu modelu vysvětluje tento model nejlépe ze všech zkoumaných závislostí.<sup>24</sup>

$$\text{Tržby odvětví} = 0,06 \cdot \text{HDP} + 379,419 \cdot \text{INFLACE}$$

<sup>24</sup> I když z bodového diagramu vyplynula závislost lineární, byla přesto zkoumána i závislost exponenciální, logaritmická a logaritmicko-lineární.

Test stacionarity byl proveden pomocí KPSS testu a výsledkem byla neprokázaná nestacionarita a proto s daty můžeme dále pracovat v nezměněném stavu. Korigovaný index determinace pak vysvětluje variabilitu modelu z 98%. Výsledná predikce pro roky 2015-2019 je uvedena v tabulce č. 10, a předpokládá se poměrně stabilní růst tržeb odvětví. Geometrickým průměrem bylo vypočteno konkrétní tempo růstu a to 2,23%.

V druhém kroku pak byly predikovány tržby relevantního trhu a to dle níže uvedeného modelu.<sup>25</sup>

$$\text{Tržby relevantního trhu} = 0,132 \cdot \text{TRŽBY ODVĚTVÍ} + 0,0079 \cdot \text{HDP}$$

Nezávisle proměnná inflace byla z modelu odstraněna pro svou nevýznamnost, stejně tak jako konstanta. Index determinace vysvětluje variabilitu modelu z 97%. Pro predikované roky se opět předpokládá rostoucí trend tržeb relevantního trhu a to opět značně stabilním tempem, tj. v průměru 2,12% (opět vypočteno geometrickým průměrem).

#### 4.2.1.3.3 Porterův model pěti hybných sil

Analýza oborového prostředí, kde působí společnost EKODO, je provedena pomocí Porterova modelu pěti hybných sil. Tyto síly jsou chápány ve smyslu intenzity konkurence, bariéry vstupů do odvětví, vyjednávací síly odběratelů, vyjednávací síla dodavatelů a možného nahrazení výrobku jiným, tedy substitutů.

#### Konkurence v odvětví

Na základě rozhovoru s vedením společnosti je možno v současné době hodnotit konkurenční prostředí a jeho intenzitu jako faktor, který podnik EKODO ohrožuje, avšak ne nijak významně. Důvodem je široké výrobní portfolio, loajální odběratelé a jedinečné výrobní stroje společnosti. Otázka konkurence je ale vždy významnou složkou podnikové strategické analýzy a nemělo by nikdy dojít k jejímu podceňování. Pravidelné sledování a vyhodnocování totiž napomůže podniku v předcházení různých závažných problémů. V této souvislosti je tedy nutné poznamenat, že podnik EKODO zcela jistě má konkurenty ve svém oboru podnikání a to jak v oblasti výroby specifických součástí strojů, tak i ve výrobě strojů samotných.

V rámci České republiky patří mezi nejvlivnější konkurenty společnosti podniky v jeho bezprostřední blízkosti. To je dáno tím, že společnost EKODO je malý podnik a primárně se soustředí na tuzemský trh, především pak na území Olomouckého kraje. Mezi tyto konkurenty tedy patří společnosti uvedené níže.

---

<sup>25</sup> Model se jevil jako nejvhodnější na základě stejného požadavku jako u přechozího modelu, a sice vykazoval nejvyšší koeficient determinace ze všech zkoumaných závislostí.

- Kovex production, s.r.o. – sídlo společnosti je v Šumperku a zabývá se ryze strojírenskou činností, zakázkovou strojírenskou výrobou, rotačních i nerotačních součástí s použitím konvenčních metod kovoobrábění i technologií CNC. Společnosti EKODO konkuruje zejména v oblasti výroby ocelových strojních dílů s vysokou kvalitou a dobrou pověstí u odběratelů, která v současnosti převažuje z hlediska celkové výroby podniku. Společnost navíc používá novější technologie při výrobě strojů a strojních dílů a v této oblasti je tedy na vyšší úrovni než společnost EKODO. Vlastníkem společnosti je Ing. Jiří Sohr, MBA se kterým se paní jednatelka zná osobně a mezi oběma společnostmi tak převažují přátelské vztahy. Dle mého názoru je vhodné navazovat kladné vztahy se svými konkurenty, ale zároveň je nutné sledovat jejich vývoj v oblasti podnikání a dlouhodobé strategie a pohlížet na ně vždy primárně jako na konkurenty;
- PZA kovostroj, s.r.o. – společnost se nachází v Javorníku u Jeseníku, což je asi 60 km od Šumperka. Hlavním zaměřením firmy je zámečnická a strojařská výroba, která je rozdělena do několika odvětví strojírenského průmyslu. Pro společnost EKODO je z hlediska konkurence nejdůležitější sledovat a hodnotit dvě zaměření tohoto podniku, a sice výrobu strojů pro všeobecné účely a výrobu strojních dílů. V současné chvíli nepovažuje paní jednatelka podnik za významně rizikový a to z toho důvodu, že vznikl v roce 2004, je tedy mladším podnikem než společnost EKODO, a zatím má poněkud malý podíl na trhu. Avšak tržby společnosti mají rostoucí charakter a je nutné tohoto konkurenta nepodceňovat, protože vyrábí z větší části stroje zaměnitelné se stroji společnosti EKODO;
- PZ strojírna Šumperk, s.r.o. – podnik má sídlo v Šumperku a ze svých činností konkurujících podniku EKODO je vhodné uvést zejména výrobu ozubení, obrábění a ostatní kovovýroby. Co se týče ozubených kol, společnost vyrábí naprosto totožné typy jako podnik EKODO, tedy čelní, šnekové a kuželové. Výhodou PZ strojírny Šumperk je, že navíc vyrábí i typ modulový a řetězový, což může přivést nové zákazníky.

Tyto tři společnosti tedy tvoří nejsilnější jádro konkurence společnosti EKODO. Soutěž mezi těmito čtyřmi podniky však není zdaleka tak intenzivní jako je tomu u jiných oborů. Jak už bylo řečeno výše, je to hlavně díky jedinečnosti vyráběných strojů a diverzifikací výrobního portfolia. V České republice není podnik, který by měl naprosto totožné výrobní portfolio jako má společnost EKODO, tudíž konkurenční síla zde není tolik hmatatelná. Společnost navíc stále své výrobní portfolio rozšiřuje, čímž si stále více upevňuje své místo na trhu. Dalšími konkurenty jsou podniky, které tvoří to nejsilnější jádro konkurenčního prostředí, ale nelze je neopomenout. Tvoří je zejména podniky po celé České republice uvedené ve výčtu níže.

- ZVU – servis, a.s. – společnost zabývající se strojírenskou výrobou a opravami strojů se sídlem v Hradci Králové, přičemž společnosti

EKODO konkuruje hlavně v oblasti výroby jednoúčelových strojů a strojních dílů, výrobou ozubení a opravami strojů;

- WINCORP, s.r.o. - od roku 2001 se tato společnost zabývá technologiemi na zpracování odpadů, a to především tříděním primárně separovaného a komunálního odpadu čímž konkuruje společnosti EKODO ve výrobě vzduchových rotačních separátorů různých typů;
- PRECEDIS, s.r.o. - předmětem podnikání této společnosti je kovoobrábění - zejména výroba plechových výrobků na výstředníkových lisech, (dělení, lisování tvarů, otvorů a ohybů), svařování pod ochrannou atmosférou plamenem, bodování a broušení hran výlisků v omílacích zařízeních. EKODO konkuruje především výrobou strojních dílů, zámečnickou prací a soustružnictvím;
- EUTECH, a.s. - poměrně velká společnost rozdělená na tři divize, z nichž konkurenční může být pouze jedna a to kovoobrábění. V této divizi má poměrně široké výrobní portfolio a konkuruje v této souvislosti EKODO výrobou strojních dílů, ozubení a opravami.

### Potenciální noví konkurenti

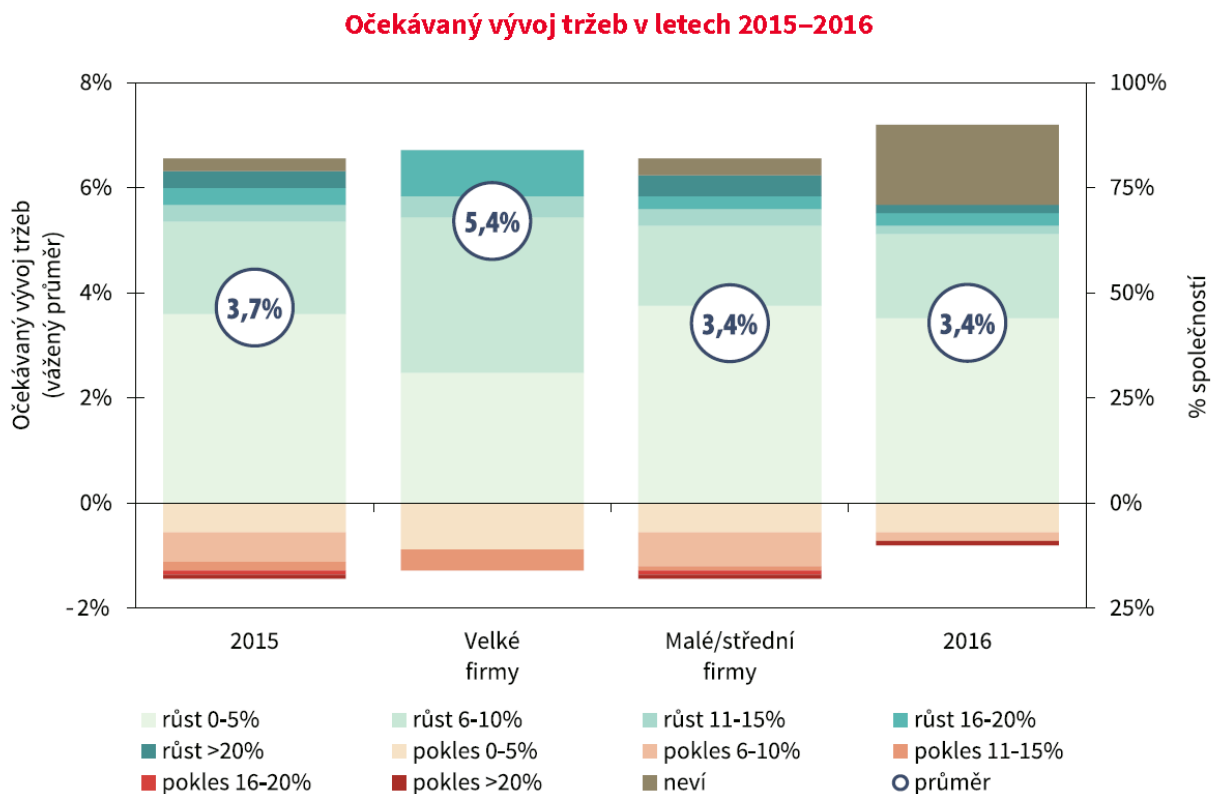
České strojírenství zažívá v současné době růst, a to jak z pohledu velkých, středních, ale i malých strojírenských podniků. CEEC Research (2015) ve svém vydání Studie českého strojírenství informují o zlepšení v oblasti tržeb těchto podniků, přičemž za rok 2015 predikují jejich růst o 3,7% a za rok 2016 o další 3,4%, což je patrné z grafu č. 6 uvedeného na následující straně. Tento fakt bude jistě přitahovat nové konkurenty do odvětví, avšak na druhou stranu je poměrně jednoznačně zastíněn mnohými překážkami a problémy vztahujícími se ke vstupu do odvětví. V první řadě je touto překážkou velká sebedůvěra strojírenských firem. CEEC Research (2015) provedla v této souvislosti výzkum očekávaného tržního podílu firem, který poukazuje právě na vysokou sebedůvěru strojírenských firem v oblasti konkurence. Z výsledků vyplynulo, že až 33% podniků věří, že se jim v roce 2015 bude dařit lépe než konkurenci a svůj podíl na trhu budou zvětšovat. 61% podniků pak očekává stejný tržní podíl jako v minulém roce a jen 6% očekává, že se jim bude dařit hůře než konkurenci. Tato vysoká sebedůvěra českých strojírenských firem pak bude odrazovat nové potenciální konkurenty ke vstupu do odvětví.

Pro další důvod proti vstupu do odvětví bude opět nutné otevřít otázku geopolitického vývoje na Blízkém východě a v Rusku. Z grafu č. 6 na následující straně je patrné, že přibližně 21% podniků nedokáže na období roku 2016 predikovat vývoj tržeb sektoru a to vzhledem ke složité ekonomické a politické situaci především na Ukrajině a v Rusku. To je přibližně pětina všech podniků ve strojírenství a to není zanedbatelný podíl. Tato míra nejistoty značně omezuje plánování firem ve všech možných oblastech podnikání a to jistě bude odrazovat nové konkurenty od vstupu do odvětví. Dalším důvodem proč pravděpodobně nebudou noví potenciální konkurenti ohrožovat stávající strojírenské podniky je existence různých přirozených bariér znesnadňujících vstup do odvětví. Jsou to především vysoké počáteční

investiční náklady, stále narůstající ceny surovin, jedinečné know-how a vysoké náklady při pořizování nových technologií, které se navíc stále mění a zdokonalují.

#### Graf 6 Očekávaný vývoj tržeb strojírenství

Zdroj: Studie českého strojírenství, Q1/2015, str. 6



#### Vyjednávací síla dodavatelů

Společnost EKODO má navázány vztahy s několika dodavateli, a to především ve svém blízkém okolí. Jedná se z pravidla o dodavatele hutního materiálu, konkrétně pásové oceli, ocelových, hliníkových a nerezových plechů, otevřených a uzavřených profilů, tenkostěnných profilů, drátů, spojovacího materiálu, technických plastů apod. Dále se jedná o dodavatele svařovacího materiálu a kovového odpadu (šrotu), v ostatních oblastech je společnost soběstačná. Třemi nejvýznamnějšími dodavateli jsou TRINA KOVO, s.r.o, FESTO ŠTODT, s.r.o. a ARC Impex, s.r.o.

Mezi tradičního dodavatele materiálů převážně z oceli patří společnost TIRNA KOVO, s.r.o. Tato společnost má sídlo v Šumperku a s podnikem EKODO mají dlouhodobě dobré vztahy - dle slov paní jednatelky jsou velice dobrými obchodními přáteli. Paní jednatelka mi také sdělila, že s tímto dodavatelem v nedávné době sjednala nižší cenu odebíraných ocelových plechů, tudíž riziko tlaku na zvyšování cen dodá-

vaného materiálu ze strany tohoto dodavatele je v současné době minimální. Materiál z hliníku a nerezů poté dodává společnost FESTO ŠTODT, s.r.o. také se sídlem v Šumperku, která navíc zajišťuje dopravu v rámci města vlastním vozidlem za minimální cenu, což je pro společnost EKODO výhodné. S tímto dodavatelem mají také dlouhodobě dobré vztahy, přičemž EKODO patří mezi jedny z největších odběratelů této společnosti. Z tohoto důvodu je vyjednávací síla také nízká. Mezi dalšího významného dodavatele patří ARC Impex, s.r.o., který dodává svařovací materiál a kovový odpad (šrot). Vzhledem k tomu, že se dodavatel nachází ve Sviadnově u Frýdku-Místku, snaží se jednatelé společnosti EKODO nalézt podnik, který bude bližší jejich sídlu. Aby si však ARC Impex, s.r.o. udržel svého odběratele co nejdéle, snaží se nabízet tento materiál za velmi přijatelnou cenu, tudíž je tato pozice pro společnost EKODO velmi výhodná.

### Vyjednávací síla odběratelů

Za dobu svého působení na trhu si společnost EKODO vybudovala síť stálých a dlouhodobých odběratelů. Tito odběratelé byli obecně popsáni v kapitole o vymezení relevantního trhu, v této části tedy uvedu odběratele konkrétně a popíšu jejich vyjednávací pozici.

Mezi nejvýznamnější odběratele patří společnost Cembrit, a.s., která poptává především rozvolňovací nakládací stroje RNS 150, náhradní díly a ozubení. Dalšími významnými odběrateli jsou společnost Pelletia Invest, a.s., která je dlouhodobým odběratelem ozubených kol i jednoúčelových strojů, dále Olšanské papírny, a.s., Základní škola Šumperk, Šumavská 21, p.o. a MATUŠÁK AGRION, s.r.o. Většina těchto obchodních partnerů má významné postavení na trhu a jsou to velké společnosti. Vyjednávací síla však i přes tento fakt není nijak významná a společnost EKODO neohrožuje. To je dáno hlavně tím, že společnost EKODO dodává stroje i materiál ve vysoké kvalitě za příznivou cenu, tudíž odběratelé nemají snahu o její další snižování. Ke svým zákazníkům navíc společnost chová úctu, vždy se jim snaží co nejvíce vyhovět a z tohoto důvodu sami odběratelé považují společnost EKODO za váženého dodavatele.

### Substituty

Co se týče substitutů, tak ty jdou určit v převážné části výrobního sortimentu společnosti jen velmi obtížně, protože například náhradní díly, ozubená kola a další produkty společnosti se vyrábí přímo pro potřeby určitých strojů a jiný produkt by nebylo možné použít. Z pohledu budoucí perspektivy je však možné, že dojde k objevu nového materiálu, který by vykazoval lepší vlastnosti než dosud používaná ocel, hliník nebo nerez. Pak by bylo možné hovořit o zastupitelnosti těchto náhradních dílů prostřednictvím kvalitnějších materiálů. V současné době však nelze nalézt substitut těchto výrobků, což je pro společnost EKODO jistě výhodné z pohledu strategické pozice na trhu. Co se týče strojů, tak zde je také velmi obtížné najít substitut,

protože stroje jsou vyráběny dle přesných potřeb zákazníka a zatím nedošlo k překonání technologií ve vyráběných strojích společnosti.

#### 4.2.1.3.4 Analýza atraktivity trhu

K posouzení atraktivity trhu bude využito vícekritériálního bodového ohodnocení zvolených kritérií na základě jejich vah. Výsledná tabulka atraktivity trhu je uvedena níže a veškerá její výstavba byla provedena ve spolupráci s vedením podniku.

**Tabulka 11 Analýza atraktivity trhu**

*Zdroj: vlastní zpracování odhadovaných hodnot jednatelem*

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity						Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5		
1 Počet konkurentů	3				x			3	9
2 Síla konkurence	3					x		4	12
3 Růst odvětví	3						x	6	18
4 Objem fixních nákladů	2			x				2	4
5 Diferenciace výrobků	1					x		4	4
6 Náklady odchodu z odvětví	1			x				2	2
7 Kapitálová náročnost vstupu do odvětví	2			x				2	4
8 Loajalita zákazníků	1					x		4	4
9 Ziskovost odvětví	3						x	5	15
10 Možnost substituce	1						x	5	5
Celkem	20							-	77

Maximální počet bodů	120
Dosažený počet bodů	77
Procentní ohodnocení	64,17%

V první řadě jsme s vedením společnosti stanovili 10 kritérií, podle kterých by se co nejlépe dala hodnotit atraktivita trhu. Co se týče výběru kritérií, ráda bych v této souvislosti objasnila a blíže specifikovala kritéria 4 a 5, aby nedošlo k případnému omylu v pochopení jejich významu. Kritérium 4 (objem fixních nákladů), lze chápat tak, že vysoké fixní náklady jsou příčinou tlaku na využívání kapacit, snižování cen a jsou spojeny s vyšším rizikem, proto jejich potřebná vysoká výše má negativní vliv na atraktivitu trhu. Kritérium 5 (diferenciace produktu), lze poté vyložit tak, že čím vyšší je diferenciace a s ním spojená image výrobku, tím vyšší je ochrana proti konkurenci a nižší rivalita v odvětví, z tohoto důvodu bude mít vyšší diferenciace pozitivní vliv na atraktivitu trhu. Význam ostatních kritérií není třeba blíže popisovat vzhledem k jejich jednoznačnosti. V dalším kroku při sestavování tabulky jsme stanovili váhy jednotlivým kritériím v rozmezí hodnot 0 – 3, přičemž 0 – zcela

nevýznamné až 3 – zcela významné. Poté následovalo bodové ohodnocení uvedených kritérií, kdy každému kritériu bylo možno přiřadit body od 0 do 6, kdy 0 znamenala nejvíce negativní vliv na atraktivitu odvětví a 6 poté znamenala nejvíce pozitivní vliv na odvětví. V posledním kroku došlo k vynásobení bodů a vah a jejich sečtením se dosáhlo konečného výsledku, tedy 77 bodů. Procentní ohodnocení atraktivity trhu je 64,17% a lze hovořit o nadprůměrné atraktivitě trhu strojů pro všeobecné účely.

#### 4.2.2 Analýza vnitřního prostředí

Podstatou této analýzy je rozbor vnitřního prostředí společnosti EKODO, kdy se získají informace o silných a slabých stránkách daného podniku, na základě čehož mohou následně zástupci organizace stanovovat cíle a strategie organizace. V této souvislosti bude využita metoda 7S od firmy McKinsey a hodnocení konkurenční síly podniku.

##### 4.2.2.1 Metoda 7S od McKinsey

7S od firmy McKinsey je analytickou technikou, která hodnotí sedm kritických faktorů společnosti EKODO. Jedná se o strategii, strukturu, systémy řízení, styl vedení, spolupracovníci, schopnosti a sdílené hodnoty. Obecně se rámec této metody používá například při strategickém auditu, ve strategickém řízení, při řízení strategických změn apod. V této práci jde však o vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku, odhalení slabín a silných stránek, na jejichž základě bude možno utvořit návrhy a doporučení, které jsou uvedeny v kapitole diskuze této diplomové práce.

### Strategie

Strategií společnosti EKODO je neustálé zlepšování efektivnosti výroby využitím tvořivých sil, znalostí a zkušeností svých pracovníků, přičemž neméně důležitou součástí strategie je rozšiřování a diferenciací výrobního portfolia s cílem dosažení pozice významného a spolehlivého českého výrobce a dodavatele strojů s motorovým pohonem a jejich součástí.

**Tabulka 12 Produktivita práce**

*Zdroj: vlastní zpracování*

Rok	Tržby z prodeje strojů a dílů (v tis. Kč)	Počet pracovníků	Produktivita práce (v tis. Kč)
2009	5274	15	351.6
2010	7081	19	372.68
2011	8267	19	435.11
2012	5820	18	323.34
2013	7975	18	443.06
2014	6043	18	335.72

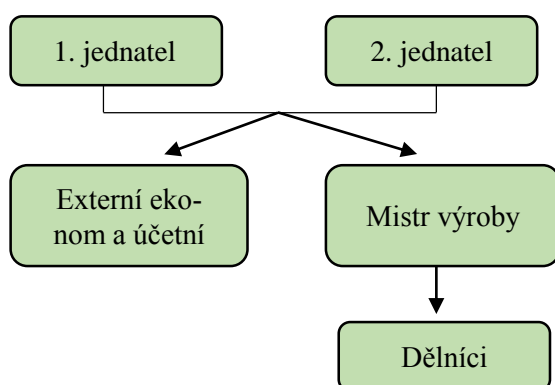


Tato strategie je platná od roku 2009 a vyjadřuje, že cestou organizace k dosažení své vize je jednak zvýšení efektivity výroby a jednak neustálé rozšiřování výrobního portfolia. Efektivitu výroby lze pozorovat na vývoji produktivity práce z tabulky č. 12 na předchozí straně. Do roku 2011 se projevuje rostoucí tendence produktivity práce a tedy zároveň i naplňování firemní strategie. V roce 2012 však společnost nečekaně přišla o svého významného odběratele a tržby spolu s produktivitou výrazně poklesly. Následující rok pak došlo k významnému oživení produktivity práce v souvislosti se získáním nového odběratele v Rusku, jejíž vývoj v roce 2014 zastavily již několikrát zmiňované sankce spojené s událostmi na Ukrajině. Oba poklesy v produktivitě práce mají příčinu v externích faktorech a nelze je tedy chápat jako snižování produktivity práce v pravém slova smyslu. Po skončení sankcí uvedených na Rusko, ke kterým by mělo dojít pravděpodobně během roku 2016, by tržby i produktivita práce měly opět růst a společnost tak bude naplňovat svou strategii. Co se týká rozšiřování výrobního portfolia, tak tuto stránku strategie naplňuje společnost velmi úspěšně, protože každý rok rozšíří svou výrobu o několik nových typů strojů a strojních dílů. Strategii společnosti bych zatím doporučovala neměnit alespoň do doby, než se vyřeší geopolitické problémy v Rusku a podaří se znovu navázat spolupráci s tamní společností.

### **Struktura**

Společnost EKODO je poměrně malým podnikem, tudíž obsahová a funkční náplň organizačního uspořádání nevyžaduje složité vztahy. Vymezení hierarchických vztahů je uvedeno na obrázku č. 13 níže. Nejvýše postaveni jsou dva jednatele společnosti se stejnými pravomocemi, pod nimi je externí ekonomka a účetní, přičemž na stejné úrovni je mistr výroby, který zodpovídá za chod celého výrobního úseku, tedy i za pracující dělníky.

**Obrázek 180** Organizační struktura společnosti  
*Zdroj: vlastní zpracování*



## **Systémy řízení**

Veškeré systémy měření výkonnosti, odměňování, systémy plánování alokace zdrojů a ostatní formální i neformální systémy umožňující chod organizace jsou naplňovány prostřednictvím strategického, taktického a operativního řízení obou jednatelů společnosti a částečně i operativním řízením mistra výroby. Z rozhovoru s paní jednatelkou vyplynulo, že je pro oba jednatele občas složité a časově náročné řešit celé komplexní řízení společnosti pouze z jejich pravomocí. Proto bych v horizontu dvou až tří let doporučovala společnosti zvážit přijetí nového zaměstnance<sup>26</sup> na pozici ředitele výroby a jakosti, který by byl nad mistrem výroby, a část pravomocí obou jednatelů bych mu v této oblasti přenechala.

## **Styl vedení**

Styl vedení lidí v organizaci, konkrétně způsob komunikace jednatelů s podřízenými pracovníky je jednoznačně nedirektivní a participativní. Jednatelé dávají prostor všem pracovníkům k projevení názorů a připomínek. Snaží se docílit toho, aby podřízené neustále vedli k osobnímu rozvoji. Do jejich vlastní práce zasahují pouze částečně a po odvedení práce s nimi zhodnotí výsledky, přičemž jim současně sdělují, co udělali dobře a čemu se naopak příště vyvarovat. Tento styl vedení bych rozhodně neměnila, pouze bych společnosti doporučila direktivnější způsob vedení v případě prudkého snižování tržeb nebo v případě blížící se krize.

## **Spolupracovníci**

Druh pracovníků, které organizace potřebuje je zjevné z obrázku č. 13, na přechodí straně. V této části modelu 7S, se však nejedná toliko o otázku jednotlivců, jako spíše o celkové know-how vlastněné lidmi v organizaci. Know-how samozřejmě jednatelů nechtějí sdělovat veřejnosti, je sdílené pouze v rámci společnosti. Nejdříve je sděleno mistrovi výroby, který jej dále předává dělníkům společnosti. Tento systém zatím funguje a nebude zde třeba nijak výrazně měnit know-how. Spolupracovníci jsou loajální a dle rozhovoru s nimi mohu uvést, že jsou s chodem společnosti i s vedením spokojeni.

## **Schopnosti**

Celková profesionální zdatnost pracovníků společnosti EKODO je daná jejich znalostmi a kompetencemi. Společnost zaměstnává v současné době 18 pracovníků, přičemž 15 z nich působí ve společnosti déle než 20 let. Jsou tedy velmi zkušenými pracovníky ve svém oboru, což dokládá i jejich profesionálně provedená práce. Celkové schopnosti společnosti EKODO však nejsou dány pouhým součtem výstupů

---

<sup>26</sup> Avšak pouze při současném dlouhodobém zvyšování tržeb a zaměstnanců.

jednotlivých pracovníků, ale jsou ovlivněny i synergickým efektem, který se projevuje v rostoucí produktivitě práce, jejíž vývoj byl popsán v sekci strategie tohoto modelu. Samotní jednatelé společnosti působí v tomto oboru od roku 1993, zkušenosti a znalosti mají tedy taktéž významné a jejich rychlá a správná reakce na krizi v roce 2008 a na předešlou krizi svého mateřského podniku to jen dokládají.

### **Sdílené hodnoty**

V první řadě klade společnost důraz na spokojenost zákazníka, která se odráží v jeho nadstandardní péči. Podnik EKODO se jim vždy snaží co nejvíce vyjít vstříc, navíc je schopen vyrobit stroj dle požadovaných potřeb zákazníků a to za příznivou cenu i krátký čas, čímž si získává jejich loajalitu. Další hodnotou společnosti je kvalitní péče o své zaměstnance a to formou různých zaměstnaneckých benefitů. Slovy pana jednatele je také hodnotou společnosti jeho čestné a seriózní jednání a snaha o návrat kultivovaného podnikatelského prostředí, kdy se lze spolehnout i na slovní dohodu. Soubor těchto principů, předpokladů, norem chování či jednání, které jsou všemi pracovníky respektovány, vyjadřují veškeré hodnoty vyznávané organizací.

#### **4.2.2.2 Souhrnná konkurenční síla podniku**

Konkurenceschopnost podniku, resp. konkurenční potenciál podniku, jsem měřila pomocí vícekritériálního hodnocení přímých i nepřímých kritérií, která byla zvolena po konzultaci s paní jednatelkou. V tabulce č. 13 na následující straně jsou uvedena jednotlivá kritéria, přiřazené body i váhy a konečná suma dosažených bodů. Postup tvorby tohoto hodnocení je totožný s výše uvedenou analýzou atraktivity trhu. Body byly přidělovány jednotlivým kritériím po dohodě s vedením společnosti, přičemž 0 znamená nejnižší konkurenční převahu a 6 nejvyšší konkurenční převahu.

Jak již bylo uvedeno v Porterově analýze pěti hybných sil, soutěž mezi stávajícími podniky na trhu není zdaleka tak intenzivní jako je tomu u jiných oborů, a to z výše uvedených důvodů v téže kapitole. To však neznamená, že by měl podnik opomínat pravidelný monitoring a analýzu konkurence, protože situace se v dnešní turbulentní době může velice rychle změnit. Nejvyšší konkurenční převaha podniku je shledávána v přijatelné ceně spolu s nadstandardní kvalitou výrobků a snaha o plnění veškerých požadavků zákazníků. Technologická úroveň a investice do vědy a výzkumu jsou naopak ve firmě hodnoceny průměrně až podprůměrně. Společnost EKODO sice v současné době investovala do výzkumu progresivních kovových materiálů, ale technologie pro výrobu strojů i používané materiály jsou stále poněkud zastaralé a v dřívějších letech společnost investovala do výzkumu pouze minimálně. Posledním kritériem, které bych chtěla blíže analyzovat, je podíl marketingových aktivit na rozpočtu podniku. Tyto aktivity s cílem oslovení zákazníků nebo zvýšení prodeje jsou ve firmě velice slabé, což je v dnešní době velice závažný problém. Společnost prozatím nepocítuje silné konkurenční tlaky, proto svou pozornost ubírá na jiné aktivity než marketingové.

Za předpokladu, že průměrná hodnota konkurenční síly je 50% a podnik EKODO dosáhl ohodnocení 52,02%, tak jej lze zařadit mezi průměrné podniky s průměrnou konkurenční silou.

**Tabulka 13** Hodnocení konkurenční síly

Zdroj: vlastní zpracování dat odhadovaných vedením společnosti

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení konkurenční síly						Body	Váha × Body			
		Negativní		Průměr		Pozitivní						
		0	1	2	3	4	5			6		
Přímé	1	Cena výrobků	2						x		5	10
	2	Kvalita výrobků	3					x			4	12
	3	Technická úroveň výrobků	3				x				3	9
	4	Servis a služby	2					x			4	8
	5	Image podniku	3			x					2	6
	6	Spokojenost zákazníků	2						x		5	10
	7	Výhody místa	1			x					2	2
Nepřímé	8	Finanční situace	3					x			4	12
	9	Kvalita personálu	2				x				3	6
	10	Efektivnost vedení	3			x					2	6
	11	Výzkum a vývoj	3			x					2	6
	12	Schopnost adaptace na změny	2			x					2	4
	13	Podíl marketingových aktivit na rozpočtu podniku	2		x						2	4
	14	Fluktuace pracovních sil	2					x			4	8
Celkem			33								-	103

Maximální počet bodů	198
Dosažený počet bodů	103
Procentní ohodnocení	52,02%

#### 4.2.3 Hodnocení a výstupy ze strategické analýzy

Dosavadní výstupy ze strategické analýzy budou nyní shrnuty do přehlednějšího rámce, který bude zastřešovat SWOT analýza a BSG analýza. Závěrem výstupu ze strategické analýzy bude prognóza tržeb podniku, která bude základním vstupem pro ocenění podniku pomocí metody DCF.

### 4.2.3.1 SWOT analýza

Dle Grasseové (2006) se SWOT analýza obvykle zobrazuje pomocí matice, která zobrazuje základní vazby mezi jednotlivými prvky (silné, slabé stránky, příležitosti a hrozby) a na jejímž základě lze přímo generovat potenciální určující strategie pro další rozvoj organizace.

Z předchozích analýz strategického charakteru vyplynulo, že společnost EKODO má mnoho silných stránek, které podporují rozvoj a stabilitu celé organizace. Mezi ty nejvýznamnější patří, dle vedení společnosti, diverzifikace portfolia a snaha o co nejširší výrobní portfolio. Tyto dva přístupy společnosti umožňují soustavné vyrovnávání tržeb při současném snižování poptávky po určitém produktu a současném zvyšování poptávky po produktu jiném. Orientace společnosti na diverzifikaci portfolia tedy patří mezi nejsilnější stránku společnosti. Ostatní, neméně důležité, jsou uvedeny v tabulce č. 14 níže. Slabé stránky byly rozebrány v souhrnné konkurenční síle, avšak znovu bych připomněla důležitost investic do výzkumu a vývoje a orientaci na marketingové aktivity, které ve společnosti chybí a které je třeba významně posílit.

**Tabulka 14 SWOT analýza**

*Zdroj: vlastní zpracování dle Harriosa (2010)*

<b>Silné stránky</b>	<b>Slabé stránky</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Široké výrobní portfolio</li> <li>• Kontinuální snaha o diverzifikaci výrobního portfolia</li> <li>• Styl vedení podněcující osobní rozvoj zaměstnanců</li> <li>• Zkušené a profesionální vedení společnosti</li> <li>• Výroba strojů na přání zákazníka</li> <li>• Výroba strojů, které jsou těžko nahraditelné (nemají přímý substitut)</li> <li>• Podniková kultura podněcující rozvoj společnosti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nízké investice do výzkumu a vývoje</li> <li>• Velmi slabé využívání informačních komunikačních technologií</li> <li>• Zastaralé programové vybavení a moduly podnikového informačního systému</li> <li>• Podprůměrné marketingové aktivity</li> <li>• Slabá analýza stávající i potenciální konkurence</li> <li>• Využívání již překonaných technologií pro výrobu strojů</li> <li>• Špatné řízení pracovního kapitálu</li> </ul>
<b>Příležitosti</b>	<b>Hrozby</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dynamický růst českého strojírenského průmyslu</li> <li>• Růst poptávky po výrobcích strojírenského charakteru</li> <li>• Zrušení sankcí vůči Rusku v dohledné době</li> <li>• Nové technologie výroby strojů</li> <li>• Nové materiály a pokroky v nanotechnologii</li> <li>• Vstup na nové trhy</li> <li>• Dynamický rozvoj IT a ICT</li> <li>• Digitalizace</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prodloužení sankcí vůči Rusku</li> <li>• Zvyšování konkurenčních tlaků</li> <li>• Snížení produktivity práce v souvislosti s využíváním zastarávajících technologických postupů</li> <li>• Dopady migrační krize</li> <li>• Stárnutí obyvatelstva</li> <li>• Uvalení vyšších daní, sankcí nebo poplatků na strojírenský průmysl z ekologických hledisek</li> </ul>

Seznam všech slabých stránek, na kterých je potřeba soustavně pracovat, je uveden taktéž v tabulce č. 14 výše. Co se týká příležitostí a hrozeb, ty jsou shrnutím PESTE analýzy, které byla provedena výše. Pro společnost EKODO se jeví jako největší příležitost dynamický růst českého strojírenství a s ním spojený růst poptávky po těchto produktech. Společnost tak může proniknout na nové trhy, získat nové odběratele, rozšiřovat výrobu i zaměstnanost apod., samozřejmě vše v rámci národního měřítká. Co se týče mezinárodního měřítká, tak zde bych jednoznačně uvedla možné zrušení sankcí vůči Rusku, v čemž se skrývá příležitost pro znovuoobnovení vztahů se současným odběratelem i možnost navázání vztahů s odběrateli novými. Další příležitosti jsou uvedeny v tabulce č. 14 na přechodí straně. Pokud bych měla uvést největší ohrožení podniku, tak to bude s největší pravděpodobností náhlý a rychlý konkurenční tlak co do počtu nových konkurentů, tak do síly. Společnost EKODO totiž není na zvýšení intenzity konkurence připravena, nestanovuje adekvátní prognózy vývoje trhu a konkurence, což by mohlo společnosti uškodit.

#### 4.2.3.2 Matice GE

Pro určení další strategie, perspektivnosti a výhledu do budoucna s ohledem na postavení portfolia společnosti EKODO na trhu, bude využita matice General Electric (GE) neboli matice McKnisey. Ta hodnotí konkurenční pozici spolu s atraktivitou odvětví. Vzhledem k tomu, že z předchozích analýz byly stanoveny hodnoty pro oba tyto determinanty matice, tedy konkurenční pozice byla odhadnuta na 52,02% a atraktivita odvětví na 64,17%, zbývá již jen zanést tyto výsledky do grafu č. 7 s maticí níže.

**Graf 7 Matice GE**

*Zdroj: vlastní zpracování dle Kotlera (2013)*

		Konkurenční pozice		
		Vysoká	Střední	Malá
Atraktivita odvětví	Vysoká	Investice, rozvoj, podpora, rozšiřování	Investice, rozvoj, podpora, rozšiřování	Udržení na trhu, opatrnost
	Střední	Investice, rozvoj, podpora, rozšiřování	<b>EKODO</b> Udržení na trhu, opatrnost	Obranná pozice, ústup, stažení z trhu, likvidace
	Malá	Udržení na trhu, opatrnost	Obranná pozice, ústup, stažení z trhu, likvidace	Obranná pozice, ústup, stažení z trhu, likvidace

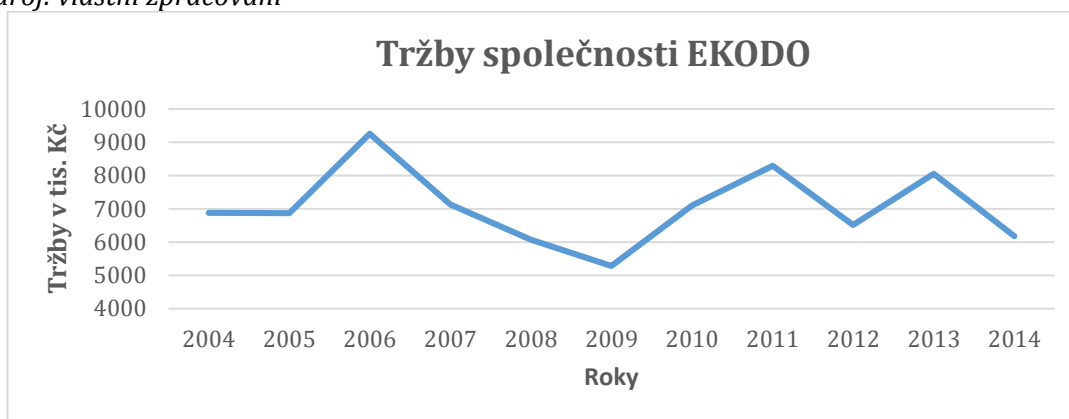
Společnost EKODO se tedy dle grafu č. 7 řadí mezi podniky, které by se měly snažit do budoucna udržet na trhu, avšak současně zde postupovat opatrně. Tato pozice není pro budoucí rozhodování společnosti zcela výhodná, protože není dostatečně jasná, zda činnost minimalizovat nebo očekávat velký růst v podobě velkých zisků. Středně atraktivní odvětví se střední konkurenční silou však na druhou stranu indikuje, že má společnost poměrně stálé tržby i stabilní zákaznickou základnu. Zároveň je však nutné uvést, že udržení tržeb stojí podnik nemalé úsilí ve formě stálé diverzifikace výrobního portfolia, a pokud dojde k určitým změnám na trhu v oblasti konkurence, bude se podnik dostávat ze stacionárního stavu pouze se značnými obtížemi.

#### 4.2.3.3 Predikce vývoje tržeb společnosti

Predikce tržeb společnosti EKODO byla provedena pomocí metody klouzavých průměrů za využití softwarového programu Gretl. Vzhledem k tomu, že se tržby společnosti mění ze značné části v závislosti na různých faktorech, které lze jen těžko namodelovat regresní analýzou<sup>27</sup>, bude nejvhodnější provést predikci tržeb právě metodou klouzavých průměrů.

#### Graf 8 Tržby společnosti

Zdroj: vlastní zpracování



V grafu č. 8 výše jsou zobrazeny tržby společnosti od roku 2004, jejichž průběh jen potvrzuje vhodnost využití této metody při predikci tržeb, a to z toho důvodu, že tržby mění v čase globálně svůj charakter a na celý průběh tak nelze použít matematickou křivku, která by vykazovala neměnné parametry.

Tabulka č. 15 na následující straně již zobrazuje predikci tržeb společnosti EKODO a skupiny CZ-NACE 28.1 na roky 2015 až 2018 pomocí metody klouzavých průměrů pro čtyři období. Již v rámci strategické analýzy bylo uvedeno, že jakákoli predikce je v tomto složitém politicko-zahraničním prostředí značně obtížná. Vedení společnosti však optimisticky předpokládá od roku 2016 pozitivní vývoj tohoto

<sup>27</sup> Jedná se například o poměrně časté strategické změny v oblasti výroby, vývozu, diverzifikace portfolia nebo častý přechod z jednoho výrobního konceptu na jiný.

prostředí a věří ve vyšší tržby, než jsou predikovány ze softwaru Gretl. V roce 2016 je tedy k predikci ze softwaru Gretl připočtena doplňkově hodnota 2 mil. Kč, protože se v tomto roce očekává zrušení sankcí vůči Rusku a znovunavázání vztahů s tamní společností, která EKODU zajistí významný nárůst tržeb. Pro další roky je tedy v této souvislosti k predikovaným hodnotám nutno přičíst další výnosy z vývozu s Ruskem, které by každoročně dle vedení společnosti mohly dosahovat hodnot 0,5-2 mil. Kč. Jako vstupní data pro výsledné ocenění a výpočtu generátorů hodnoty společnosti však bude využit pouze samotný odhad ze SW Gretl, protože optimistická očekávání vedení společnosti se nutně nemusí naplnit a mohlo by dojít ke zkreslení výsledného ocenění. Tempo růstu tržeb bylo stanoveno geometrickým průměrem z indexu růstu tržeb. Během skutečného období dochází k velmi mírnému zápornému růstu tržeb, který je dán značně rozkolísanými hodnotami tržeb. Pro predikované období se však předpokládá růst 2,87%, což koresponduje s výstupy strategické analýzy, na jejichž základě lze hovořit o rostoucím potenciálu odvětví i relevantního trhu, o výhodné konkurenční pozici podniku, o nadprůměrné atraktivitě trhu a o dynamickém růstu české ekonomiky, která je tažena domácí poptávkou. Tento poslední fakt je pro společnost EKODO zvláště výhodný, protože v zásadě 80% všech tržeb tvoří čeští odběratelé.

**Tabulka 15 Predikce tržeb společnosti EKODO**

Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů a údajů z MPO

	Rok	Tržby skupiny CZ-NACE 28.1 (v tis. Kč)	Tržby spol. EKODO (v tis. Kč)	Tržní podíl spol. EKODO (v %)	Tempo růstu tržeb spol. EKODO (v %)	Index růstu tržeb spol. EKODO	Ø tempo růstu tržeb spol. EKODO
Skutečnost	2004	38 409 000	6 874	0,0179	x	x	-0,68%
	2005	47 549 000	6 868	0,0144	-0,09	0,9991	
	2006	55 560 000	9250	0,0166	34,68	1,3468	
	2007	67 584 000	7 130	0,0124	-22,92	0,7708	
	2008	70 597 000	6 072	0,0086	-14,84	0,8516	
	2009	58 288 000	5 281	0,0090	-13,03	0,8697	
	2010	64 470 000	7 098	0,0110	34,41	1,3441	
	2011	64 342 000	8 285	0,0128	16,72	1,1672	
	2012	69 142 000	6 507	0,0094	-21,46	0,7854	
	2013	71 513 000	8 050	0,0112	23,71	1,2371	
	2014	72 717 000	6 177	0,0085	-20,27	0,7973	
Predikce	2015	75 453 000	7 077	0,0094	14,57	1,1457	2,87%
	2016	76 921 000	6 564 (+ 2 000)	0,0085	-7,25	0,9275	
	2017	79 003 000	7 400 (+ TVR*)	0,0094	12,74	1,1274	
	2018	80 461 000	6 920 (+ TVR*)	0,0086	-6,49	0,9351	

\*pozn. TVR = tržby z vývozu při zrušení sankcí vůči Rusku



## 4.3 Finanční analýza

Předmětem strategické analýzy bylo stanovení celkového výnosového potenciálu podniku. V rámci finanční analýzy dojde k hodnocení finančního zdraví firmy, přičemž základem této analýzy bude systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena v účetních výkazech. Analýza v sobě zahrnuje jak hodnocení minulosti a současnosti, tak i předvídání budoucích finančních podmínek, přičemž její výstupy poté poslouží jako vstupní údaje pro finanční plán. Analýza je konstruována na základě poměrových ukazatelů a ukazatelů pro predikci finanční tísně.

### 4.3.1 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele se počítají z údajů účetních výkazů a podstatou je zkoumání poměru dvou a více ukazatelů mezi sebou. Dle své podstaty existuje více skupin poměrových ukazatelů, které se týkají určité finanční oblasti podniku.

#### a.) ukazatele rentability

Tyto ukazatele vycházejí z různých úrovní a forem zisku, který je globálně akceptován jako základní ukazatel efektivity podniku. Rentabilitu, resp. profitabilitu podniku je možno chápat jako určité měřítko schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, popřípadě lze tyto ukazatele využít k ohodnocení jak vysokého zisku je schopen podnik dosáhnout pomocí investovaného kapitálu.

V tabulce č. 16 níže je uveden vývoj vybraných ukazatelů rentability za posledních 7 let. ROA neboli rentabilita celkového vloženého kapitálu, byla počítána po zdanění a pro srovnání je zde uvedena i ROA pro skupinu CZ-NACE 28.1. Společnost EKODO nevykazovala za sledované období ztrátu, což indikuje zhodnocování majetku, a pokud pominu roky 2012 a 2014, generovala zisk z dostupných aktiv efektivněji než celá skupina CZ-NACE 28.1.

**Tabulka 16** Ukazatelé rentability (v %)

*Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ROA společnosti EKODO</b>	7,81	7,17	11,50	13,00	2,14	13,46	1,36
<b>ROA skupiny CZ-NACE 28.1</b>	3,68	4,24	6,61	5,82	6,87	4,50	4,74
<b>ROE společnosti EKODO</b>	7,67	9,01	12,20	14,12	2,24	15,58	1,52
<b>ROE skupiny CZ-NACE 28.1</b>	7,86	10,18	14,31	12,84	13,54	14,14	13,04
<b>ROS společnosti EKODO</b>	15,78	16,53	21,84	21,17	4,33	15,08	1,95

Rok 2012 znamenal pro společnost EKODO snížení tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb o více než třetinu oproti tržbám z předchozího roku. Tato citelná ztráta byla způsobena dramatickým poklesem poptávky po rotačních vzduchových

separátorech<sup>28</sup>. Společnost se však velmi rychle zotavila a přešla na jiný druh výroby ze svého výrobního portfolia a zároveň portfolio rozšířila. V roce 2013 tedy v této souvislosti došlo ke snížení krátkodobého finančního majetku vlivem investic a zároveň k růstu tržeb, což mělo za následek skokový nárůst ROA ve zmiňovaném roce. Rok 2014 je pak odrazem již několikrát zmiňovaných sankcí vůči Rusku a s nimi spojeným poklesem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Celkově lze tedy rentabilitu celkového vloženého kapitálu hodnotit jako nadprůměrně pozitivní.

ROS, neboli rentabilita tržeb, je taktéž uvedena v tabulce č. 16. Ve výpočtu je použit čistý zisk po zdanění, aby bylo možné zjistit, jaký podíl na zisku představují tržby za prodej zboží a výkony společnosti. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2010, kdy došlo k růstu poptávky po strojích společnosti a nejnižších hodnot bylo dosaženo v letech 2012 a 2014, kdy došlo k prudkému propadu zisku i tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb z důvodů uvedených na předcházející straně. Celkově lze hodnoty ROS hodnotit jako velice uspokojivé.

ROE, zkratka pro rentabilitu vlastního kapitálu, je klíčovým ukazatelem pro vlastníky společnosti, neboť vyjadřuje, jakým způsobem byly zhodnoceny prostředky, které do podniku vložili. V tabulce č. 16 je opět uvedena ROE i pro skupinu CZ-NACE 28.1. Pokud pominu již zmiňované roky 2012 a 2014, vyvíjely se hodnoty ROE velice podobně jako u srovnávané skupiny, což je pozitivní. Co se týče státem garantovaných dluhopisů a jejich srovnání s ROE společnosti, zcela jistě bych vedení podniku doporučovala setrvat u stávající alokace kapitálu do společnosti EKODO. Výnos ze státních dluhopisů je trvale nižší<sup>29</sup> než hodnoty ROE.

Celkové hodnocení rentability společnosti EKODO posuzuji pozitivně. Roky 2012 a 2014 nevnímám jako známky ohrožení společnosti a to jednak z toho důvodu, že rok 2013 byl ukázkou velmi kvalitní reakce vedení společnosti na dramaticky se snižující poptávku v předešlém roce a rok 2014 představuje těžkosti spojené s nenaplněním zakázky v Rusku, které společnost nijak nemohla ovlivnit. Rok 2015 a 2016 by měl být ve znamení růstu hodnot rentability, a to z důvodu znovuoživení vztahů s Ruskými obchodníky, plánovanému navazování nových vztahů s tuzemskými odběrateli a také z důvodu vysoké zkušenosti a kvality vedení, které stále vyhledává mezery na trhu a diverzifikuje své výrobní portfolio.

## **b.) ukazatele likvidity**

---

<sup>28</sup> Informace získána od jednatelky společnosti.

<sup>29</sup> V jarní emisi MFČR 12. 6. 2014 byl stanoven výnos 5letého reinvestičního státního dluhopisu v průměru 1,8% p. a., 6,5letého variabilního státního dluhopisu v průměru 0,25 % p. a. a protiinflačního státního dluhopisu v rozmezí 0,25 – 0,57% p. s. Hodnoty úrokových měr v předchozích obdobích byly nepatrně vyšší, avšak hodnoty ROE společnosti EKODO je vždy převýšily.

(Zdroj: <http://www.sporicidluhopisycr.cz/cs/o-dluhopisech/urokove-sazby/jarni-emise-12-6-2014-631>)

Tyto ukazatele jsou pro podnik stěžejními v oblasti zjištění míry ohrožení jeho platební schopnosti. V této souvislosti bude počítána běžná, pohotová a okamžitá likvidita, přičemž všechny tyto ukazatele budou hodnotit momentální schopnost podniku uhradit své závazky.

V tabulce č. 17 níže je uveden vývoj zmiňovaných ukazatelů likvidity za posledních 7 let. Běžná likvidita vyjadřuje, kolika Kč oběžného majetku je kryta jedna Kč krátkodobých závazků. Dle odborných literatur je optimální hodnota tohoto ukazatele 1,5-2,5. Společnost EKODO dosahuje nadprůměrných hodnot, což znamená, že je schopna uspokojit své věřitele okamžitě, bez problémů a s nízkým rizikem.

**Tabulka 17 Ukazatelé likvidity**

*Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Běžná likvidita</b>	36,61	14,64	15,00	12,67	19,58	5,45	7,01
<b>Pohotová likvidita</b>	31,13	12,30	13,04	11,14	16,15	4,33	4,48
<b>Hotovostní likvidita</b>	25,67	9,22	10,43	7,43	11,88	2,18	2,73

Otázkou však zůstává, zda jsou takto vysoké hodnoty také odrazem efektivnosti podnikání. V tomto ohledu se shodují s několika jinými autory<sup>30</sup> a domnívám se, že právě vysoké ukazatele onu efektivnost razantně snižují a to formou snižování výnosnosti podniku. Vzhledem k tomu, že tyto hodnoty vycházejí z vysokého stavu peněz na běžném účtu, bylo by vhodné tyto přebytečné finance investovat<sup>31</sup> a zajistit tak podniku optimální poměr mezi rentabilitou a likviditou. Z vývoje ukazatele lze však pozorovat snižující se hodnoty běžné likvidity a tedy snahu o inklinaci k optimálním hodnotám – vývoj běžné likvidity lze tedy v této souvislosti hodnotit kladně.

Pohotová likvidita poté poměruje pohotová oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Porovná-li hodnoty pohotové likvidity s hodnotami běžné likvidity, mohu konstatovat, že váha zásob v oběžném majetku není nadměrná, což je pozitivní. Odborná literatura doporučuje hodnoty 1-1,5. Společnost EKODO má opět tyto hodnoty výrazně vyšší, což značí neproduktivní využívání finanční hotovosti. Hodnoty však podobně jako u běžné likvidity klesají a podnik se snaží dosahovat optimální výše ukazatele. Z tohoto pohledu lze hodnotit vývoj pohotové likvidity jako pozitivní. Posledním ukazatelem tohoto charakteru je hotovostní likvidita<sup>32</sup>, která nejlépe vypovídá o skutečné platební schopnosti podniku. Doporučené hodnoty pro

<sup>30</sup> Mařík, Kislíngrová, Růčková aj.

<sup>31</sup> Do nových strojů, vybavení, technologie, vědy a výzkumu, marketingu apod.

<sup>32</sup> Do konstrukce ukazatele je nejvhodnější vložit údaje o okamžitě splatných závazcích. Tyto údaje jsem však od společnosti nezískala, proto počítám hotovostní likviditu namísto okamžité a do konstrukce ukazatele jsem vložila krátkodobé závazky.

tento ukazatel se pohybují v rozmezí 0,2-0,5. Hodnoty tohoto ukazatele pro společnost EKODO obsažené v tabulce č. 17 jsou opět výrazně vyšší a lze tedy hovořit o velmi nízkém riziku platební neschopnosti podniku, který je však na druhé straně vyvážen nízkou efektivitou krátkodobého finančního majetku.

Celkově mohu konstatovat, že finanční riziko platební neschopnosti je pro podnik EKODO minimální. Hodnoty likvidity jsou nadprůměrné a v časovém horizontu se vyvíjí pozitivním směrem (inklinují k optimálním hodnotám). Avšak je zde důležité poznamenat, že takto vysoké hodnoty likvidity mají za následek nízké hodnoty rentability vlastního kapitálu.

### c.) ukazatele aktivity

Účelem analýzy ukazatelů aktivity je zjistit, zda je velikost a struktura aktiv v podniku v přiměřeném poměru k současným nebo budoucím aktivitám podniku. Jinými slovy se zjišťuje, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Ukazatele tohoto typu se vyjadřují ve dvou formách, a to buď jako ukazatele rychlosti obratu (kolik Kč tržeb přinese do podnikání jedna jednotka zmíněná v ukazateli) nebo ukazatele doby obratu (počtu dní, za který se položka jednou obrátí).

#### Tabulka 18 Ukazatele aktivity

Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů a údajů z internetové stránky:

<http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Obrat celkových aktiv</b>	0,42	0,43	0,52	0,61	0,49	0,82	0,70
<b>Doba obratu aktiv</b>	869,48	847,3	692,97	594,05	738,92	408,97	521,06
<b>Doba obratu aktiv skupiny CZ-NACE 28.1</b>	303,53	438,44	376,28	475,57	331,8	344,34	391,42
<b>Obrat zásob</b>	3,42	3,33	4,84	6,02	3,35	5,91	4,45
<b>Doba obratu zásob</b>	105,51	109,50	75,35	60,58	108,95	61,76	81,94
<b>Obrat pohledávek</b>	3,37	2,54	3,65	2,49	2,69	3,07	2,49
<b>Doba obratu pohledávek</b>	108,30	143,70	100,00	146,59	135,69	118,89	146,59
<b>Doba obratu krátkodobých závazků</b>	19,84	46,59	38,36	39,49	31,8	55,13	53,34
<b>Obchodní deficit</b>	88,46	97,11	61,64	107,1	103,89	63,76	93,25

Vybrané ukazatele aktivity jsou uvedeny v tabulce č. 18 na předchozí straně, a to za časové období nejbližších sedmi let. Obrat celkových aktiv měří efektivnost využití aktiv ve společnosti, jinak řečeno, určuje, jak se zhodnocují aktiva společnosti EKODO bez ohledu na zdroje jejich krytí. Standardizované doporučené hodnoty odborníky se pohybují v rozmezí 1-1,5. EKODO vykazuje hodnoty menší než jedna ve

všech sledovaných obdobích. Tyto nepříznivé hodnoty poukazují na neúměrnou majetkovou vybavenost podniku, zejména pak na jeho neefektivní využívání. Celková aktiva se v podniku přemění méně než jedenkrát za rok v tržby a tento stav lze označit jako neuspokojivý. Trend vývoje obrátu aktiv lze však hodnotit jako uspokojivý, společnost se s postupem let snaží dosáhnout hodnoty 1, kdy nejbližší této hodnotě byla v roce 2013. Pro zhodnocení doby obrátu aktiv využiji benchmarkingu zpracovaného MPO, který umožňuje porovnat podnik EKODO s podniky ze stejného odvětví. Z tabulky č. 18 je patrné, že hodnoty doby obrátu aktiv skupiny jsou významně nižší než hodnoty stejného ukazatele společnosti EKODO. Tento stav je tedy nepříznivý a je třeba vylepšit práci vedení společnosti v této oblasti. Co se týče obrátu zásob, ten měl do roku 2011 rostoucí trend, což je příznivé. Zásoby se v roce 2011 obrátily 6x a to bylo nejvíce za sledované období. Od tohoto roku však začal trend kolísat, ale i přesto hodnotím obrátkovost zásob společnosti jako uspokojivou vzhledem k charakteru výroby. Doba obrátu zásob hodnotím taktéž jako uspokojivou a to z důvodu převážně snižujících se hodnot tohoto ukazatele během sledovaného období. Rychlost obrátek pohledávek má kolísavý trend v celém sledovaném období, přičemž průměrný počet obrátek za těchto sedm let je 2,9. To znamená, že podnik inkasuje pohledávky v průměru 2,9 krát za rok, což je poměrně nízká, a tedy neuspokojivá, hodnota. Doba obrátu pohledávek je pak značně vysoká oproti oborovému průměru a v zájmu vedení společnosti by mělo docházet k jejímu zkracování, neboť se tak zvýší finanční jistota z hlediska návratnosti finančních prostředků. Naopak doba obrátu závazků je uspokojivá, protože dosahuje nízkých hodnot a charakterizuje tak solidnost podniku, která mimo jiné vyplynula i z ukazatelů likvidity. Je ale třeba nepodceňovat rostoucí trend tohoto ukazatele. Posledním ukazatelem aktivity je obchodní deficit, který vykazuje kladná čísla, což není příznivá situace. Svědčí to o tom, že podnik inkasuje pohledávky později, než platí svým dodavatelům. Společnost by tedy v této souvislosti měla klást důraz na platební morálku svých zákazníků.

Ukazatele aktivity celkově hodnotím neuspokojivě. Společnost by se měla snažit dosahovat lepších hodnot těchto ukazatelů a posílit tak schopnost vedení řídit položky aktiv, pracovního kapitálu a zrychlovat obrat jednotlivých složek majetku. Společnosti EKODO v této souvislosti tedy doporučuji zvyšovat tržby, odprodat nevyužitá aktiva brzdící obrat a zbavovat se přebytku na běžném účtu způsobem, který zvýší efektivitu ve výrobě<sup>33</sup>.

#### **d.) ukazatele zadluženosti**

Tyto ukazatele jsou zaměřeny na hodnocení finanční struktury podniku, jinými slovy, určují rozsah, v jakém je podnik financován cizími zdroji.

---

<sup>33</sup> Například investicemi do nových technologií, vědy a výzkumu, marketingových aktivit, vzdělávání pracovníků apod.

V tabulce č. 19 níže je uvedeno několik významných ukazatelů zadluženosti za posledních sedm let vztahujících se k podniku EKODO. Z uvedené tabulky je na první pohled zřejmé, že společnost EKODO je vysoce stabilní podnik, s velmi nízkou zadlužeností i rizikem pro věřitele. Drtivou většinu aktiv financuje z vlastních zdrojů a dlouhodobá zadluženost se blíží nule. Tento stabilní a konzervativní přístup financování má však i svá negativa – zvyšují se průměrné náklady na kapitál, společnost netěží z efektu zvyšování rentability vlastního kapitálu snižováním daňového zatížení podniku, použití vlastního kapitálu je relativně dražší než použití cizího kapitálu apod. Společnost EKODO navíc nevyužívá žádných bankovních úvěrů. Cizí zdroje jsou tvořeny převážně z rezerv a dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků, ze kterých neplynou žádné penále ani paušální částky za nedodržení splatnosti faktur. Není tedy možné vypočítat úrokové krytí, neboť společnost nevykazuje v rozvaze žádné nákladové úroky.

**Tabulka 19 Ukazatele zadluženosti (v %)**

*Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Celková zadluženost</b>	2,29	5,84	5,69	7,75	4,48	13,65	10,40
<b>Krátkodobá zadluženost</b>	2,28	5,50	5,54	6,65	4,30	13,48	10,24
<b>Dlouhodobá zadluženost</b>	0,01	0,34	0,15	1,1	0,18	0,17	0,16
<b>Míra samofinancování</b>	86,27	93,93	94,3	92,09	95,52	86,35	89,6
<b>Úrokové krytí</b>	Společnost nemá za sledované období krátkodobé ani dlouhodobé bankovní úvěry						

Z výše uvedeného je možné vydedukovat, že společnost je překapitalizována a z důvodu vysoké opatrnosti dostatečně nevyužívá cizích úročených zdrojů. Doporučovala bych společnosti, aby se snažila zahrnout do svého financování i cizí zdroje a to v jiné struktuře než doposud. Konkrétní doporučení je uvedeno v diskuzi této diplomové práce.

#### **4.3.2 Predikce finanční tísně**

Pro predikci finanční tísně využiji bankrotní model, který představuje vícerozměrný systém včasného varování podniku před finanční tísní. Pro tyto potřeby jsem zvolila pravděpodobně nejznámější typ bankrotního modelu, a to Altmanovo Z-skóre upravené pro podniky s právní formou podnikání typu s.r.o.

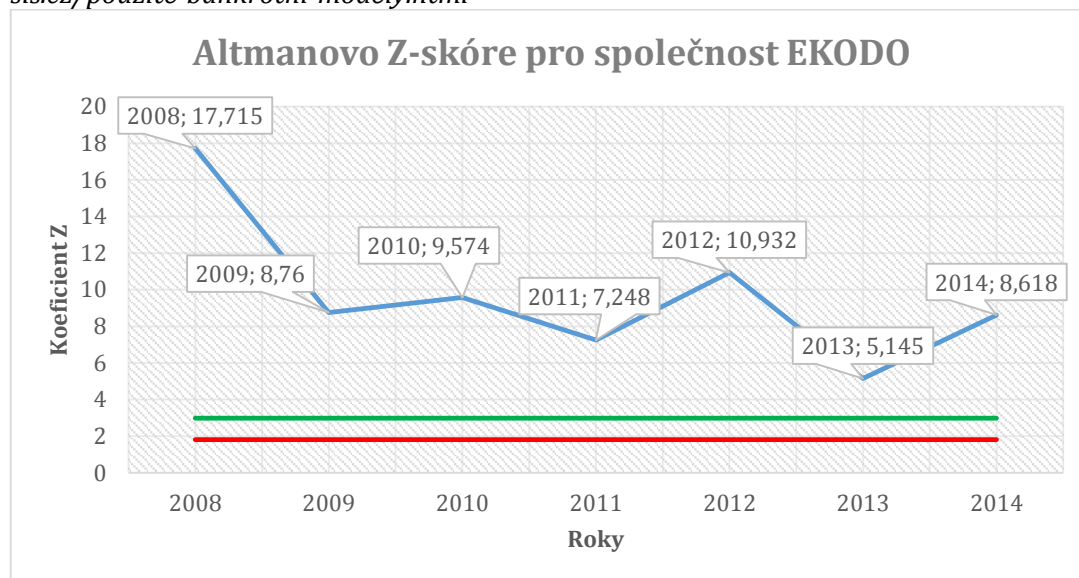
##### **a.) Altmanovo Z-score pro společnosti s ručením omezeným**

Tento model je postaven na předvídání bankrotu firmy na základě koeficientu Z, jehož vzorec pro výpočet je uveden níže.

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5$$

### Graf 9 Altmanovo Z-skóre

Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů za použití vzorců z: <http://www.finanalysis.cz/pouzite-bankrotni-modely.html>



Vzorec pro výpočty ukazatelů  $X_1$  až  $X_5$  a výsledné koeficienty  $Z$  pro sedm nejbližších období jsou uvedeny v příloze této diplomové práce. Graf č. 9 výše zobrazuje výsledný průběh koeficientů Altmanova Z-skóre, přičemž červená a zelená přímka označují hranice intervalů, podle kterých se posuzuje finanční zdraví podniku<sup>34</sup>. Z grafu je patrné, že společnost dosahuje velmi vysokých hodnot koeficientů  $Z$ , což značí, téměř s jistotou, že podnik nebude nejbližší době ohrožen bankrotem. V roce 2008 dosáhl podnik dokonce hodnoty koeficientu 17,715, což je téměř šestkrát více než hraniční hodnota koeficientu podniku s dobrou finanční situací. Od této doby koeficient poklesl a kolísá, stále je však vysoko nad bezpečnou zónou. V tomto bodě je však nutné poznamenat, že takto vysokých hodnot koeficientů společnosti EKODO je dosaženo zejména extrémními výsledky ukazatele  $X_4$ , který poměřuje vlastní kapitál s některými cizími zdroji. Vzhledem k výsledkům ukazatelů zadluženosti a likvidity z předchozích analýz, které poukazovali na extrémní stabilitu, nezadluženost a vysokou likviditu společnosti, jsem takto vysoké hodnoty koeficientu očekávala, proto využiji i jiného, komplexnějšího modelu pro predikci finanční tísně a to Indexu IN05.

<sup>34</sup> Pokud se podniky nachází pod červenou přímkou, je u nich velmi pravděpodobný bankrot. Podniky s výsledky koeficientů pohybující se mezi přímkami se nacházejí v tzv. šedé zóně, která podává nejistý výsledek. Společnosti s výslednými koeficienty nad zelenou přímkou značí dobrou situaci a v dohledné době nejsou ohroženy bankrotem. Zdroj: <http://www.finanalysis.cz/pouzite-bankrotni-modely.html>

## b.) Index IN05

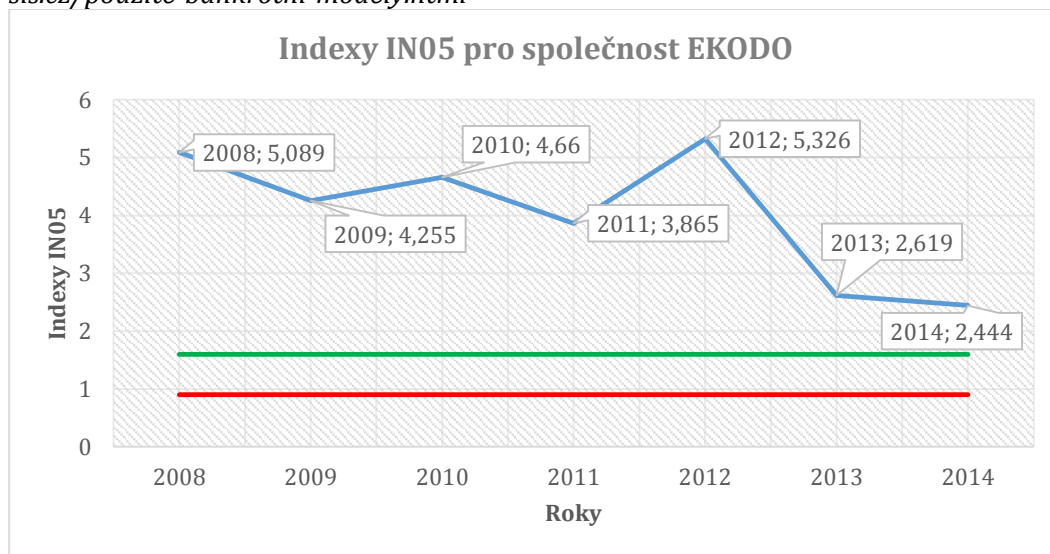
Index IN05 je spojením bankrotního a bonitního modelu, vytvořeného manželi Neumaierovými. Tento model je jejich nejnovější verzí a zároveň aktualizací staré verze, zvané Index IN01. Vzorec pro index IN05 je uveden níže.

$$IN05 = 0,13 \cdot A + 0,04 \cdot B + 3,97 \cdot C + 0,21 \cdot D + 0,09 \cdot E$$

Výsledky indexů za roky 2008-2014 jsou opět uvedeny v příloze této diplomové práce, stejně jako vzorce pro výpočty ukazatelů A-E. Níže je uveden graf č. 10 s průběhem indexů IN05. Zelená a červená přímka mají stejnou funkci jako u Altmanova modelu. Graf má velmi podobný průběh jako u Altmanova modelu s tím rozdílem, že hodnoty indexů IN05 zde nejsou v tak extrémní výši. Společnost EKODO se opět nachází poměrně vysoko nad bezpečnou zónou, což znamená, že podnik dlouhodobě tvoří hodnotu a nespěje k bankrotu. Je ovšem nutné poznamenat, že indexy mají klesající trend. Společnost by se tedy měla zaměřit na zvyšování tržeb a rentability aktiv. Celkově lze však situaci hodnotit velmi dobře, protože společnost je dlouhodobě v zóně prosperity a to v obou výše uvedených modelech.

### Graf 10 Indexy IN05

Zdroj: vlastní zpracování vnitropodnikových údajů s využitím vzorců z: <http://www.finanalyses.cz/pouzite-bankrotni-modely.html>



## 4.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Provozně potřebnými aktivy se rozumí majetek v určité velikosti a struktuře, který podnik potřebuje výhradně pro své základní podnikatelské zaměření. Ostatní aktiva se označují jako provozně nenutná. Důvody pro toto rozdělení jsou uvedeny v literární rešerši. V této souvislosti bude vymezen provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření.



Provozně nutný investovaný kapitál se rovná součtu provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. V prvním kroku přistoupím k výpočtu provozně nutného krátkodobého finančního majetku, který je součástí provozně nutného pracovního kapitálu. Zachycuje jej tabulka č. 20 níže. Několik odborných literatur doporučuje hodnotu provozně nutného krátkodobého finančního majetku v takové výši, aby bylo možné okamžitě uhradit jen část krátkodobých závazků a zároveň se neohrozil provozní chod organizace. Tato hodnota je odborníky stanovena na 20% z krátkodobých závazků. Pokud porovnám tuto doporučenou hodnotu provozně nutného krátkodobého finančního majetku s krátkodobým finančním majetkem vykazovaným v rozvaze, je zřejmé, že ve všech sledovaných obdobích je tato doporučená hodnota několikanásobně nižší než hodnota krátkodobého finančního majetku z rozvahy. Z tohoto důvodu bude do provozně nutného krátkodobého finančního majetku ve všech sledovaných obdobích započítána hodnota, která se rovná 20% krátkodobých závazků. V současné chvíli tedy tvoří neprovozní majetek podniku 2 284 000 Kč, a to k datu 1. 1. 2015.

**Tabulka 20 Provozně nutný krátkodobý finanční majetek v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	8472	6212	7785	6647	6735	2646	2464
<b>Krátkodobé závazky</b>	330	674	746	895	567	1215	901
<b>Hotovostní likvidita</b>	25.67	9.22	10.43	7.43	11.88	2.18	2.73
<b>Provozně nutná likvidita</b>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Provozně nutný krátkodobý finanční majetek</b>	66	135	149	179	113	243	180

V dalším kroku již přistoupím k výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu, který zachycuje tabulka č. 21 na následující straně. Provozně nutný dlouhodobý majetek je dán součtem dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku v upravené výši. Co se týče dlouhodobého nehmotného majetku, ten společnost z provozního hlediska zcela nevyužívá. Zakupuje pouze software s roční platností, který během roku zcela odepíše a na konci roku je netto hodnota nulová. Dlouhodobý hmotný majetek společnost z provozního hlediska využívá, nicméně musí být snížen o část pozemků a staveb, protože tuto část dlouhodobého hmotného majetku společnost nevyužívá pro svou provozní činnost. Provozně nutný pracovní kapitál je poté dán součtem zásob, pohledávek, časového rozlišení aktiv a krátkodobého finančního majetku, od kterého je nutno odečíst časové rozlišení pasiv a krátkodobé závazky, přičemž některé z těchto položek bylo třeba upravit. Konkrétně celkové pohledávky byly sníženy o dlouhodobé pohledávky<sup>35</sup>, daňové pohledávky a poskytnuté zálohy.

<sup>35</sup> Dlouhodobé pohledávky společnosti EKODO vyjadřují půjčku jinému podniku a nesouvisí tak s provozní činností podniku.

Dále byl upraven krátkodobý finanční majetek, a to způsobem, který zachycuje tabulka č. 20 na předchozí straně. Ostatní položky zůstaly neměnné. Hodnoty provozně nutného pracovního kapitálu jsou zřejmé z tabulky č. 21. Sečtením dlouhodobého provozního majetku a provozně nutného pracovního kapitálu jsem získala provozně nutný investovaný kapitál. Hodnota provozně nenutného majetku se nutně musí navýšit o výše zmíněná neprovozní aktiva a jeho konečná hodnota k datu 1. 1. 2015 činí 2 698 000 Kč.

**Tabulka 21 Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý hmotný majetek	2193	2087	2050	1894	1841	2142	2089
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek provozně nutný	2193	2087	2050	1894	1841	2142	2089
Zásoby	1755	1584	1465	1373	1942	1361	1384
Pohledávky	1720	1966	1870	3259	2187	2547	2240
Časové rozlišení aktiv	19	31	24	26	34	56	207
Časové rozlišení pasiv	0	26	0	21	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	66	135	149	179	113	243	180
Krátkodobé závazky	330	674	746	895	567	1215	901
Provozně nutný pracovní kapitál	3230	3016	2762	3921	3709	2992	3110
Provozně nutný investovaný kapitál	5423	5103	4812	5815	5550	5134	5199

V souvislosti s vydělením aktiv na provozně nutná a nenutná vyvstává potřeba upravit i provozní výsledek hospodaření o ty položky, které bezprostředně souvisí s neprovozními aktivy<sup>36</sup>. Takto upravený provozní výsledek hospodaření se nazývá korigovaný provozní výsledek hospodaření a výsledky jeho výpočtu jsou uvedeny v tabulce č. 22 na následující straně. Výše zmíněnými výnosy, od kterých se musí abstrahovat, jsou pouze příjmy plynoucí z neprovozních pozemků. Ty společnost pronajímá a využívá pro zahrádkářské účely. Tato částka je symbolická, nicméně i přes to musí být z provozního výsledku hospodaření vyloučena. Větší část výnosů plynoucích z neprovozních aktiv poté inkasuje společnost EKODO zejména ve finanční oblasti, což se nepromítá do provozního výsledku hospodaření, nýbrž do finančního výsledku hospodaření. Korigovaný provozní výsledek hospodaření nabíral do roku 2011 rostoucí trend, kde současně dosáhl svého maxima. Od roku 2012 kolísá.

<sup>36</sup> Většinou se jedná o zisk z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, přičemž se přičítá zůstatková cena tohoto majetku a materiálu.

**Tabulka 22 Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč***Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	1086	1138	1833	1920	538	1449	166
<b>Vyloučení výnosů z PVH</b>	10	10	10	10	10	10	10
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	1076	1128	1823	1910	528	1439	156

## 4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této části bude provedena analýza a prognóza čtyř vnitropodnikových veličin (generátorů hodnot), které mají vliv na hodnotu podniku. Těmi jsou tržby, provozní zisková marže, investice do pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku.

### a.) Tržby

V rámci strategické analýzy již byla provedena analýza a prognóza tržeb společnosti. Hodnoty jsou zřejmé z tabulky č. 23 níže. Prognózované tržby byly odhadnuty metodou klouzavých průměrů. Tržby mají za sledované období (2009 až 2014) poměrně kolísavý charakter, tempo růstu tedy není stabilní. Průměrné tempo růstu tržeb<sup>37</sup> pak dosahuje hodnoty 0,93%, což znamená, že v posledních šesti letech tržby společnosti EKODO rostou, sice poměrně velmi mírně, ale i to je uspokojivé.

**Tabulka 23 Analýza a prognóza tržeb v tis. Kč***Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Tržby</b>	5 281	7 098	8 285	6 507	8 050	6 177	7 077	6 564	7 400	6 920
<b>Roční tempo růstu (v %)</b>	-13,03	34,41	16,72	-21,46	23,71	-20,27	14,57	-5,25	12,74	-4,49
<b>Průměrné tempo růstu</b>	0,93%						2,87%			

Prognózované hodnoty tržeb pro roky 2015 až 2018 mají taktéž kolísavý charakter, avšak průměrné tempo růstu je vyšší, dosahuje hodnoty 2,87%. Tato hodnota odráží zlepšení situace ve strojírenství, které v nejbližších letech nabírá značný nárůst tržeb a celkové výkonnosti podniků. Do budoucna se neočekává žádný výrazný propad tržeb, naopak je možné, že tržby budou vyšší než konkrétní prognózované hodnoty v tabulce č. 23 na předchozí straně, a to z důvodu zrušení sankcí uvalených vůči Rusku.

<sup>37</sup> Průměrné tempo růstu bylo opět vypočítáno geometrickým průměrem, stejně jako v kapitole 4.2.3.3 pro predikci vývoje tržeb společnosti.

## b.) Provozní zisková marže

V pořadí druhým generátorem hodnoty je provozní zisková marže, která je definována jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření (dále jen KPVH) před daněmi a odpisy na tržbách podniku. Analýze budou podrobeny vybrané faktory ziskové marže, které ji ovlivňují. Prognóza pak bude provedena pomocí dvou nezávislých prognóz, jejichž postupným sladováním se získá výsledná provozní zisková marže. K těmto účelům bude využita prognóza ziskové marže shora a zdola.

### Prognóza ziskové marže shora

V prvním kroku určím ziskovou marži z KPVH před daněmi a odpisy za roky 2009 až 2014, jak zobrazuje tabulka č. 24 níže. Zisková marže za skutečné období vykazuje poměrně kolísavý charakter, kdy nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2014, a to 4,06%. Rok 2012 se taktéž vyznačuje relativně nízkou ziskovou marží. V těchto zmiňovaných letech, tedy v roce 2012 a 2014, se společnost EKODO potýkala s nízkým výsledkem hospodaření, jehož důvody byly uvedeny výše<sup>38</sup>. V dalším kroku analyzuji faktory pro utváření ziskové marže. Těmi nejzásadnějšími faktory jsou následující – intenzita konkurence, počet a struktura přímých konkurentů, stupeň standardizace služeb, síla vazeb k dodavatelům a odběratelům, stabilita poptávky a možnost substituce, růst trhu a velikost tržních bariér.

**Tabulka 24** Prognóza shora v tis. Kč

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
KPVH před daněmi a odpisy	1232	1981	2134	724	1718	251	711	1369	1547	1450
Tržby	5281	7098	8285	6507	8050	6177	7077	6564	7400	6920
Provozní zisková marže	23,33	27,90	25,75	11,13	21,34	4,06	10,05	20,85	20,90	20,95
Průměrná zisková marže	18,92						18,19			

Co se týče intenzity konkurence, ta není až tak hmatatelná jak v ostatních oborech. Jak už bylo uvedeno ve strategické analýze, je to hlavně díky vysoké diverzifikaci výrobního portfolia společnosti, vysokým počátečním investicím a možnosti výroby atypického stroje na přání zákazníka. Intenzita konkurence pak působí na ziskovou marži zprostředkovaně a to vlivem na podíl přidané hodnoty na tržbách podniku. Z hodnocení konkurenční síly podniku poté vyplynulo, že se společnost EKODO nachází na průměrné úrovni a je potřeba učinit určité kroky ke zvýšení konkurenční

<sup>38</sup> Rok 2012 byl odrazem prudce klesající poptávky po rotačních vzduchových separátorech a rok 2014 vypovídal o těžkostech spojených se sankcemi vůči Rusku.

síly. Náhlý nárůst intenzity konkurence může v této souvislosti společnost ohrozit. Sumarizací uvedeného se dostávám k hodnocení intenzity konkurence jako pozitivního faktoru na utváření ziskové marže, avšak doporučuji podniku zaměřit se na posilování své konkurenční pozice. Předpokládám, že podíl přidané hodnoty na tržbách podniku v budoucnu nebude klesat, naopak by měl pozvolna růst nebo stagnovat. Počet a struktura přímých konkurentů je v současnosti relativně stabilní a jejich charakteristika byla uvedena ve strategické analýze. Na druhou stranu ale podnik v současné době ovládá velmi nízký tržní podíl. Z hlediska potřeb společnosti je ale tato velikost podniku optimální. Do budoucna očekávám přetrvávající stabilitu v počtu konkurentů a to z důvodů uvedených ve strategické analýze, proto tento faktor hodnotím taktéž jako pozitivní. Stupeň standardizace produktu však považuji za negativní faktor. Společnost sice vyrábí stroje v poměrně širokém rozsahu a ve svém výrobním portfoliu má i stroje atypické, ale z větší části vyrábí strojní díly i stroje, které jsou v zásadě podobné konkurenčním. Pokud abstrahuji od vztahů s ruskými odběrateli, síla vazeb k dodavatelům i odběratelům je na vysoké úrovni. Vyjmutí ruských odběratelů z tohoto faktoru by však vyústil v nepřesný odhad ziskové marže. Z rozhovoru s paní jednatelkou na toto téma navíc vyplynulo, že právě těžkosti spojené se sankcemi proti Rusku budou z drtivé většiny utvářet provozní výsledek hospodaření za rok 2015. Stabilitu poptávky v tomto oboru však hodnotím spíše negativně, protože je značně proměnlivá. Naopak možnost substituce hodnotím pozitivně, protože vyráběné stroje jsou jen velmi těžko nahraditelné. Celkový trh má potenciál růstu do budoucna, což je taktéž pozitivní a vysoká kapitálová náročnost a know how udržuje ziskovou marži na vysoké úrovni.

**Tabulka 25 Faktory ziskové marže**

*Zdroj: vlastní zpracování*

<b>Faktor ziskové marže</b>	<b>Vliv na ziskovou marži</b>
Intenzita konkurence	<i>pozitivní</i>
Počet a struktura přímých konkurentů	<i>pozitivní</i>
Stupeň standardizace produktu	<i>negativní</i>
Síla vazeb k dodavatelům a odběratelům	<i>velmi negativní do r. 2015 -&gt; od r. 2016 pozitivní</i>
Stabilita poptávky	<i>negativní</i>
Možnost substituce	<i>pozitivní</i>
Růst trhu a velikost tržních bariér	<i>pozitivní</i>

Vliv všech faktorů na ziskovou marži je přehledně uveden v tabulce č. 25 na předchozí straně. Ziskovou marži podniku EKODO do budoucna ohrožují tedy pouze tři faktory, zřejmé z tabulky č. 25, a to stabilita poptávky, stupeň standardizace produktu a síla vazeb k odběratelům, která ohrožuje ziskovou marži silně, avšak pouze krátkodobě. Ostatní faktory mají pozitivní vliv. Z uvedeného tedy vyplývá převažující pozitivní vliv na ziskovou marži od roku 2016, který by měl vyústit v růst této marže. Rok 2015 s sebou stále bude nést těžkosti spojené s ruskými sankcemi, proto bude zisková marže v roce 2015 na úrovni kolem deseti procent. Z původních čtyř procent by měla p šest procentních bodů, protože společnost intenzivně navazuje

vztahy s lokálními odběrateli. Od roku 2016, po zrušení sankcí, by měla skokově narůst a nepatrně se se zvyšovat. Výsledná predikce shora je uvedena v tabulce č. 24 na straně 84.

### Prognóza ziskové marže zdola

Tento typ prognózy se opírá o analýzu a prognózu hlavních nákladových položek a to ve formě podílu z tržeb. Tyto položky se následně doplní o méně významné nákladové a výnosové provozní položky a poté dojde k predikci těchto hodnot dle detailní analýzy. V této fázi se dopočítá KPVH jako rozdíl mezi výnosy a náklady a poté se získá zisková marže jako podíl KPVH a tržeb. Tato prognóza je uvedena v příloze B této diplomové práce a zobrazuje výsledné dopočtené podíly nákladových a výnosových položek z tržeb za skutečné období a predikované hodnoty, ze kterých se získal dopočtem nejprve KPVH, a poté provozní zisková marže, která je podílem KPVH a tržeb.

Pro následující roky predikují snahu podniku o udržení obchodní marže okolo 5%, tedy na úrovni průměru posledních tří let. Za skutečné období lze pozorovat poměrně kolísavé hodnoty ziskové marže, a to z toho důvodu, že se společnost prodejem zboží zabývá jen doplňkově. Žádným způsobem nedochází k jeho plánování a prodej zboží se řídí pouze nahodilou poptávkou. Výkony se dlouhodobě udržují na více než 99% podílu na tržbách, přičemž stejné hodnoty predikují i do budoucna. Výkonová spotřeba bude tvořit menší podíl na tržbách od roku 2016. Rok 2014 se totiž vyznačoval významným nárůstem hodnoty služeb, protože společnost EKODO vydala velké finanční prostředky za opravy strojů a dělala novou fasádu a zateplení podniku, která se bude dotýkat výkonové spotřeby i v roce 2015. Opravené stroje by pak do budoucna měli spotřebovat méně energie, stejně tak by se měly snížit výdaje za topení kvůli novému zateplení. Navíc ceny energií dlouhodobě klesají a dostávají se až na historické minimum. Codl (2015), ředitel prodeje elektřiny a plynu Virtuse Energy, uvádí, že dlouhodobý vývoj cen energií je od roku 2011 jednoznačně klesající, především kvůli pokračujícímu trendu zvyšování kapacit na produkci elektřiny z obnovitelných zdrojů v Německu. Od roku 2016 tedy předpokládám klesající trend výkonové spotřeby. Osobní náklady jsou poměrně stabilní, což je dáno minimálním propouštěním zaměstnanců a jejich soustavným udržováním. Tento trend predikují i do budoucna. Daně a poplatky jsou poté ponechány na průměru posledních tří let, stejně tak jako ostatní provozní náklady a výnosy. Postupným sladováním metody zdola i shora byla získána shodná zisková marže, jejíž hodnoty budou poté vstupovat do konečného ocenění podniku.

### **c.) Investice do pracovního kapitálu**

Třetím generátorem hodnoty je provozně nutný pracovní kapitál, který byl za skutečné období vypočítán výše. Aby mohlo dojít k predikci provozně nutného kapitálu, bude třeba stanovit doby obratu jednotlivých položek toho kapitálu, tedy dobu obratu pohledávek, jednotlivých druhů zásob a krátkodobých závazků. Jejich samotná

predikce byla konzultována s vedením společnosti. Hodnoty dob obrátů za skutečné i predikované období jsou uvedeny v tabulce č. 27 níže. Doba obratu materiálu byla ponechána na úrovni posledního známého roku, a to z důvodu dosažení optimální doby obratu, kterou by společnost chtěla udržet v nezměněné výši. Doba obratu nedokončené výroby i výrobků by se měla v průběhu predikovaného období pozvolna snižovat. Tyto hodnoty zahrnují celý výrobní cyklus, tedy od okamžiku nákupu materiálu, přes výrobu, do okamžiku prodeje výrobku. Vedení chce tuto hodnotu snižovat a to konkrétně pomocí snižování prostožů při výrobě. Obrat pohledávek je v současné době pro podnik EKODO problematickou oblastí, protože obchodní partneři jsou zvyklí na velmi příznivý, až přátelský standard, který jim umožňuje platit faktury po splatnosti bez sankcí. Z tohoto důvodu je doba obratu pohledávek velmi vysoká, což je pro podnik nepříznivé. Vedením společnosti mi však bylo sděleno, že chtějí tento přístup pozvolna měnit a tím zpřísnit platební morálku odběratelů. Nástrojem by mělo být postupné zkracování dob splatnosti a zavedení sankcí. Hodnoty dob obratu krátkodobých závazků vypovídají o kvalitní likviditě společnosti a o dobrém řízení provozního financování firmy. Tyto hodnoty jsou dány vysokým stavem na běžném účtu, který zajišťuje hladkou a bezproblémovou platbu svým dodavatelům. Tento standard se společnost snaží dlouhodobě udržet, proto pro predikovaná období předpokládám udržování hodnoty na úrovni posledního roku.

**Tabulka 26 Predikce dob obrátů**

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doba obratu materiálu</b>	25,85	14,04	12,24	12,22	11,65	9,51	9,51	9,51	9,51	9,51
<b>Doba obratu nedokončené výroby</b>	54,81	39,92	33,83	81,56	37,81	56,31	56,31	56	55,5	55
<b>Doba obratu výrobků</b>	28,82	16,82	14,41	15,14	12,24	15,95	15,95	15,45	14,95	14,45
<b>Doba obratu pohledávek</b>	143,7	100	146,59	135,69	118,89	146,59	140	138	136	134
<b>Doba obratu krátkodobých závazků</b>	46,59	38,36	39,49	31,8	55,13	53,34	53,34	53,34	53,34	53,34

Tabulka č. 28 níže již zobrazuje výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu, který se označuje zkratkou kwc. Hodnoty predikovaných druhů zásob, pohledávek a krátkodobých závazků byly získány z dob obrátů těchto položek, predikovaný provozně nutný finanční majetek byl stanoven na základě pravidla dvaceti procent z krátkodobých závazků a predikované časové rozlišení je ponecháno na průměru posledních tří let. Koeficient náročnosti je poté stanoven jako podíl rozdílu upraveného pracovního kapitálu a rozdílu tržeb v každém roce, přičemž pro skutečné i predikované období je poté dán jejich aritmetickým průměrem.

Tento způsob výpočtu byl zvolen z toho důvodu, že hodnoty nevykazují růst, ale kolísají. Pro skutečné období byl kwc vyčíslen v hodnotě 47,97% a pro predikované období v hodnotě 49,09%. Pro predikované období tedy náročnost vzroste o 1,12%.

**Tabulka 27 Výpočet KWC v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Zásoby celkem</b>	1584	1465	1373	1942	1361	1384	1585	1456	1621	1497
- materiál	374	273	278	218	257	161	184	171	193	180
- nedok. výroba	793	865	768	1454	834	953	1092	1007	1125	1043
- výrobky	417	327	327	270	270	270	309	278	303	274
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	1966	1870	3259	2187	2547	2240	2714	2482	2757	2540
<b>Krátkodobé závazky</b>	674	746	895	567	1215	901	1034	959	1081	1011
<b>Časové rozl. aktiv</b>	31	24	26	34	56	207	99	99	99	99
<b>Časové rozl. pasiv</b>	26	0	21	0	0	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	135	149	179	113	243	180	193	179	202	189
<b>Upravený provozně nutný pracovní kapitál</b>	3016	2762	3921	3709	2992	3110	3558	3256	3598	3314
<b><math>K_{wc}</math></b>	47,97%						49,09%			

#### d.) Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

Posledním generátorem hodnoty jsou investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Aby bylo možné tyto investice vyčíslit, bude nutné provést analýzu minulého vývoje dlouhodobého provozně nutného majetku, odpisů, netto investic a brutto investic.

Hodnoty dlouhodobého provozně nutného majetku byly vyčísleny již v rámci rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný. Odpisy poté přímo vyplývají z účetních výkazů společnosti EKODO, přičemž v každém roce muselo dojít k upravení jejich výše, neboť v nich byla započítána i hodnota provozně nepotřebných budov. Tuto úpravu jsem provedla ve spolupráci s vedením podniku, které mi poskytlo interní podklady odpisů a opravek, ze kterých jsem vyloučila odpisy provozně nepotřebných budov, které jsou rovnoměrně odepisovány ve výši 9 520 Kč. Netto investice jsou poté dány jako rozdíl hodnot dlouhodobého provozně nutného majetku v jednotlivých letech. V poslední části jsem stanovila investice brutto, které jsou pouhým součtem investic netto a odpisů. Hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 29 níže. Pro odhad investic do dlouhodobého majetku na roky 2015-2018 jsem taktéž využila konzultaci s vedením společnosti. Bylo mi sděleno, že se společnost



do roku 2016 nebude snažit o zvyšování netto investic, a to z toho důvodu stále převažující nejistoty ve vývoji obchodu s Ruskem. Právě naopak bude docházet ke snižování investic. Od roku 2016, kdy by se situace na zmiňovaném trhu měla zlepšit, plánuje společnost zprvu skokové zvýšení investic až o 300% oproti předcházejícímu roku, v dalších letech pak plánuje rovnoměrné zvyšování investic do dlouhodobého majetku, které by společnost chtěla udržet cca na 20-30% oproti předcházejícímu roku. Od roku 2019 by si poté společnost EKODO chtěla dlouhodobě udržovat růst investic ve výši 4 - 5%. Odpisy pro predikované období jsou poté stanoveny na základě dlouhodobého procentního podílu na dlouhodobém majetku, tedy ve výši 13,3%. Posledním výpočtem byl koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu dlouhodobého majetku, který za skutečné období dosahuje výše -4,08%% a za predikované období -6,27%. Konstrukce výpočtu je stejná jako u  $K_{WC}$ .

**Tabulka 28 Investice do provozně nutného DM v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>DM provozně nutný</b>	2087	2050	1894	1841	2142	2089	1989	1939	2089	2289
<b>Odpisy</b>	75	129	162	150	238	94	143	136	156	182
<b>Odpisy upravené o DM provozně nenutný</b>	65	120	153	141	274	85	134	127	147	173
<b>Investice netto</b>		-46	-80	-149	-49	306	-100	-50	150	200
<b>Investice brutto</b>		74	73	-8	225	391	34	77	297	373
<b><math>K_{DM}</math></b>	-4,08%						-6,27%			

#### 4.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

V této části práce dojde k předběžnému ocenění podniku a to na základě výstupů z přechodí analýzy generátorů hodnoty. V první řadě však bude za potřebí nejprve vyčíslit náklady na vlastní i cizí kapitál podniku, tedy diskontní míru.

Diskontní míra je stěžejním ukazatelem nejen pro předběžné ocenění, ale také i pro výnosové ocenění metodou diskontovaného cash flow (dále jen DCF). Vzhledem k tomu, že bude kalkulována objektivizovaná hodnota, budou výnosové metody využity ve variantě entity. Z tohoto důvodu budou stanoveny náklady na kapitál na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

##### a.) Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny pomocí metody CAMP (Capitl Asset Pricing Model), jejíž kalkulace je uvedena v tabulce č. 30 na následující straně.

Většina hodnot vstupujících do výpočtu nákladů na vlastní kapitál byla převzata z databáze profesora Aswatha Damodarana. Pouze bezriziková úroková míra byla čerpána z dat ČNB, odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům je převzat z knihy pana Maříka a rating České republiky je stanoven dle Moody's Corporation. Riziková prémie upravená o inflaci, byla zvýšena o 0,242% ve shodě s rozdílem mezi inflací v ČR a v USA. Beta zadlužená je pak stanovena dle vztahu níže.

$$\beta_{zadl.} = \beta_{nezadl.} \cdot \left(1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK}\right)$$

Dosazením hodnot do vztahu pak získám hodnotu beta zadlužená, jejíž výpočet je uveden níže.

$$\beta_{zadl.} = 0,67 + (1 + (1 - 0,19) \cdot 0)$$

$$\beta_{zadl.} = 1,67$$

Poměr cizího a vlastního kapitálu je pro účely ocenění stanoven na nule, protože společnost nemá žádný úročený cizí kapitál. Má pouze dlouhodobé a krátkodobé závazky, ze kterých neplynou žádné penále ani paušální částky za nedodržení splatnosti faktur, tudíž nelze vypočítat ani implicitní úrokovou míru. Náklady na vlastní kapitál jsou poté výsledkem součtu několika položek z tabulky č. 32, s použitím metody CAMP. Konkrétně se jedná o výnosnost desetiletých státních dluhopisů, bety zadlužené násobené rizikovou premií kapitálového trhu USA, rizikovou premií země a přírůžkou za menší podnik a likviditu. Vzorec je uveden níže.

$$N_{VK} = r_f + (\beta_{zadl.} \cdot RPT_{USA}) + RPZ + RP_{MS+CK} + RP_{menší likv.}$$

Dosazením do vzorce získám náklady na vlastní kapitál společnosti EKODO, které jsou 13,33%.

$$N_{VK} = 0,67 + (1,67 \cdot 5,75) + 1,05 + 4,5 + 0,5$$

$$N_{VK} = 16,32\%$$

**Tabulka 29 CAMP**

Zdroj: vlastní zpracování dat z internetového zdroje: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

$r_f$	Bezriziková úroková míra (aktuální výnosnost desetiletých státních dluhopisů)	0,67%
$\beta_{zadl.}$	Beta nezadlužená pro odvětví výroby strojů pro všeobecné účely	1,05
$RPT_{USA}$	Riziková prémie kapitálového trhu USA	5,75%
$R_{\check{C}R}$	Rating české republiky	A1
$RSZ$	Riziko selhání země	0,7%
$P_{A/D}$	Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	2,8%
$RPZ$	Riziková prémie země	1,05%
$RPZ_i$	Riziková prémie upravená o inflaci	1,29%
$RP_{MS+CK}$	Riziková přírážka za menší společnost (expertní odhad)	4,5%
$RP_{menší likv.}$	Riziková přírážka za menší likviditu (expertní odhad)	0,5%
$CK/VK$	Poměr cizího zpoplatněného a vlastního kapitálu podniku	0%
$d$	Sazba daně z příjmu právnických osob	19%
$\beta_{nezadl.}$	<b>Beta zadlužená</b>	<b>1,67</b>
$N_{VK}$	<b>Náklady na vlastní kapitál</b>	<b>16,32%</b>

**b.) Náklady na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál se obecně vyjadřují jako podíl nákladových úroků a váženého aritmetického průměru zpoplatněného cizího kapitálu. Společnost EKODO však za celé sledované období nevyužívá cizí zdroje. Disponuje tak vysokými prostředky na běžném účtu, že žádné půjčky, úvěry, výpomoci (dlouhodobé ani krátkodobé) a jiné finanční výpomoci nepotřebuje a z tohoto důvodu jsou tyto položky ve všech sledovaných obdobích vykázány v rozvaze jako nulové. Jako cizí zdroje jsou v rozvaze pouze vykázány krátkodobé a dlouhodobé závazky, které společnost platí vždy před splatností, tudíž nevznikají žádné penále a nelze vypočítat implicitní úrokovou míru. Náklady na cizí kapitál jsou tedy pro účely ocenění stanoveny jako nulové.

$$N_{CK} = 0\%$$

**c.) WACC**

Nyní mohu přistoupit k výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál.<sup>39</sup> Stěžejní částí je určení struktury kapitálu společnosti EKODO, která v roce 2014 vykazuje podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu 100% a podíl zpoplatněného cizího kapitálu na celkovém kapitálu 0%. Vzorec pro WACC je uveden na následující straně.

<sup>39</sup> Vzhledem k tomu, že společnost EKODO nedisponuje žádným cizím úročeným kapitálem, je výpočet WACC spíše jen formální náležitostí.

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

Vzhledem k tomu, že náklady na cizí kapitál jsou nulové, bude výpočet zúžen pouze na výpočet s pravou částí vzorce, které počítá s vlastním kapitálem. Použitý vzorec a výpočet WACC je již uveden níže a výsledkem diskontní míry pro podnik EKODO je 16,32%.

$$WACC = N_{VK} \cdot \frac{VK}{K}$$

$$WACC = 0,1632 \cdot 1$$

$$WACC = 16,32\%$$

#### d.) Předběžné ocenění podniku

V této chvíli jsou známy téměř všechny údaje potřebné k výpočtu předběžného ocenění podniku dle generátorů hodnoty. Zbývá jen upravit provozní ziskovou marži pro vstup do vzorce ve variantě brutto. Výsledek úpravy je uveden v tabulce č. 31 níže.

**Tabulka 30 Úprava ziskové marže**

*Zdroj: vlastní zpracování*

Roky	2015	2016	2017	2018
<b>Zisková marže před odpisy</b>	10.05%	20.85%	20.90%	20.95%
<b>Podíl odpisů na tržbách</b>	2,02%	2,07%	2,11%	2,63%
<b>Zisková marže po odpisech</b>	8.03%	18.78%	18.79%	18.32%
<b>Daň</b>	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
<b>Zisková marže po odpisech a dani</b>	6.50%	15.21%	15.22%	14.84%
<b>Ø ziskové marže po odpisech a dani</b>	12.94%			

Nyní již mohu přistoupit k přehlednému výčtu hodnot, které budou vstupovat do konečného vzorce předběžného ocenění. Tyto hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 32 na níže.

**Tabulka 31 Předběžné ocenění podniku EKODO**

*Zdroj: vlastní zpracování*

$X_{t-1}$	<b>Tržby</b>	<b>6 177 000 Kč</b>
$g$	Tempo růstu tržeb	2,87%
$r_{ZPx}$	Zisková marže po odpisech a dani	12,94%
$K_{WC}$	Náročnost růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	49.09%
$K_{DM}$	Náročnost růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku	-6,27%
$i_k$	WACC	16,32%
$H_b$	<b>Hodnota brutto pro společnost EKODO</b>	<b>4 394 052 Kč</b>

Výsledná hodnota brutto předběžného ocenění pro společnost EKODO je tedy 4 394 052 Kč. Tuto částku je však nutno brát jako hrubý odhad, od kterého se výsledné ocenění výnosovou metodou může značně odlišovat. Vzorec pro výpočet předběžného ocenění je uveden níže.

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (K_{WC} + K_{DM})}{i_k - g}$$

$$H_b = \frac{6177000 \cdot (1 + 0,0287) \cdot 0,1294 \cdot (1 - 0,19) - 6177000 \cdot 0,0287 \cdot (0,4909 + 0,06272)}{0,1632 - 0,0287}$$

$$H_b = 4\,394\,052 \text{ Kč}$$

## 4.7 Stanovení objektivizované hodnoty podniku pomocí výnosových metod

Pro stanovení hodnoty podniku se vzhledem k charakteru a účelu oceňování jeví jako nejvhodnější výnosové metody oceňování, a to i s přihlédnutím k provedeným analýzám. V rámci těchto metod konkrétně volím tři metody ke konečnému ocenění, a to DCF entity, EVA entity a metodu kapitalizovaných čistých výnosů.

### 4.7.1 Ocenění pomocí metody DCF entity

K ocenění metodou DCF entity je potřeba mít zpracované výsledky strategické a finanční analýzy a mít k dispozici finanční plán. Strategická a finanční analýza již byla zpracována v rámci předešlých kapitol, finanční plán je pak součástí příloh. Nyní tedy mohu přistoupit k vlastnímu ocenění metodou DCF entity, která využívá volný peněžní tok (FCFF) a vychází z ocenění podniku jako celku.

Propočet probíhá obvykle ve dvou fázích. V první fázi se stanoví celková hodnota podniku jako součet hodnoty vlastního a cizího kapitálu (hodnota brutto). V druhé fázi se poté určí výnosová hodnota vlastního kapitálu a přičtou se neprovozní aktiva k datu ocenění (hodnota netto).

#### a.) První fáze ocenění

V první fázi bude nutné vyčíslit hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu pro prognózované období, tedy pro roky 2015 až 2018. Ty se vypočítají jako součet provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku, k jejichž stanovení jsem přistoupila již v rámci kapitoly 2.4 při rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná. Výsledky jsou uvedeny v tabulce č. 33 na následující straně.

**Tabulka 32 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu v tis. Kč***Zdroj: vlastní výpočty s využitím vnitropodnikových údajů*

Roky	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Provozně nutný pracovní kapitál</b>	3110	3558	3256	3598	3314
<b>Provozně nutný DM</b>	2089	1989	1939	2089	2289
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	5199	5547	5195	5687	5603

V této chvíli mohu přistoupit ke stanovení hodnoty 1. fáze, jejíž výpočet sestává z několika dalších hodnot uvedených v tabulce č. 34 níže. Nejprve je nutné vypočítat předběžné CF z provozní činnosti, které je získáno součtem KPVH po zdanění a odpisů. Toto předběžné CF je poté následně upraveno o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Touto úpravou je získáno tzv. volné CF, neboli free cash flow to firm (FCFF). Diskontováním FCFF jsou poté hodnoty vztaženy na současnou hodnotu, a jejich součtem je získána současná hodnota 1. fáze ocenění, tedy 2 219 000 Kč.

**Tabulka 33 Současná hodnota 1. fáze v tis. Kč***Zdroj: vlastní zpracování*

Roky	2015	2016	2017	2018
<b>KPVH před zdaněním</b>	568	1233	1391	1268
<b>Daň z příjmu</b>	108	234	264	241
<b>KPVH po zdanění</b>	460	998	1126	1027
<b>Odpisy</b>	143	136	156	182
<b>Předběžné CF z provozní činnosti</b>	603	1134	1282	1209
<b>Investice do provozně nutného PK</b>	448	-301	342	-284
<b>Investice do provozně nutného DM (brutto)</b>	34	77	297	373
<b>Volné CF (FCFF)</b>	122	1359	644	1120
<b>Odúročitel WACC</b>	1,1632	1,3530	1,5738	1,8307
<b>Diskontované CF</b>	105	1004	409	612
<b>Současná hodnota 1. fáze</b>	2129			

Stěžejním bodem pro druhou fázi ocenění je stanovení pokračující hodnoty, která je základním vstupem do Gordonova vzorce. Nejprve však bude nutné určit volné CF pro následující rok po prognóze, tedy pro rok 2019. Průběh časové řady FCFF za prognózované období není rostoucí, vykazuje spíše kolísavý charakter. Proto v tomto případě nevyužiji vzorec od Maříka (2011), který pouze navýší  $FCFF_{2018}$  o tempo růstu  $g$ , čímž se získá hodnota  $FCFF_{2019}$ . Pro větší přesnost využiji upravený vzorec od Maříka (2011), jenž je uveden níže. Tempo růstu  $g$  je stanoveno na úrovni 2,87% pro KPVH a tempo růstu  $g^*$  je stanoveno 4,5% pro investovaný kapitál. Navýšení tempa růstu  $g^*$  oproti tempu růstu  $g$  jsem provedla na základě již přijaté strategie vedení společnosti, a to zvyšování investic do provozně nutného dlouhodobého majetku ve výši 4% - 5% od roku 2019. Co se týká investic do provozně nutného pracovního kapitálu, tu společnost shledává reálnou taktéž v rozmezí 4% - 5%.

Hodnota  $g^*$  je poté dána středem těchto rozmezí. Dosazením do vzorce získám  $FCFF_{2019}$  a to je 988 924 Kč.

$$FCFF_{2019} = [(KPVH_{2018 \text{ po zdanění}} + odpisy) \cdot (1 + g)] - [Invest. kapitál_{2018} \cdot (1 + g^*) - Invest. kapitál_{2018}]$$

$$FCFF_{2019} = [1209 \cdot (1 + 0,0287)] - [(5603 + 181) \cdot (1 + 0,045) - (5603 + 181)]$$

$$FCFF_{2019} = 988,924$$

V této chvíli mám k dispozici všechny vstupní hodnoty potřebné pro Gordonův vzorec, jehož výsledkem je pokračující hodnota. Ve jmenovateli bude počítáno s průměrnými váženými náklady na kapitál ve výši 16,32% a průměrným tempem růstu, které bylo stanoveno ve výši 2,87%. Výpočet je uveden níže a výslednou hodnotou pro pokračující hodnotu je 7 352 594 Kč.

$$PH = \frac{FCFF_{t+1}}{i_k - g}$$

$$PH = \frac{988,924}{0,1632 - 0,0287}$$

$$PH = 7352,594$$

Tuto pokračující hodnotu je nutno diskontovat na současnou hodnotu. Tak získám hodnotu druhé fáze, tedy 4 016 271 Kč.

$$SH_{PH} = \frac{7352,594}{(1 + 0,1632)^4}$$

$$SH_{PH} = 4016,271$$

K určení celkové hodnoty brutto podniku je potřeba sečíst první a druhou fázi ocenění. Výsledky jsou zřejmé z tabulky č. 35.

**Tabulka 34** Výsledné ocenění podniku EKODO v Kč

Zdroj: vlastní zpracování

<b>Hodnota první fáze</b>	2 129 000
<b>Hodnota druhé fáze</b>	4 016 271
<b>Hodnota brutto</b>	6 145 271
<b>Úročené cizí zdroje</b>	0
<b>Hodnota netto</b>	6 145 271
<b>Neprovozní majetek k datu ocenění</b>	2 698 000
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1. 2015</b>	8 843 271

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti EKODO Šumperk s.r.o., pomocí metody DCF entity, je k 1.1.2015 **8 843 271 Kč**.

#### 4.7.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Metoda ekonomické přidané hodnoty (dále jen EVA), bude zpracována pro kontrolu správnosti metodiky a výpočtu ocenění v přechozí kapitole. EVA bude stanovena ve variantě entity a měla by dosáhnout shodného výsledku jako u metody DCF entity.

Podobně jako u metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou fázích. V první fázi se určí současná hodnota první fáze, která je dána součtem diskontované EVA. Samotná EVA je dána níže uvedeným vzorcem, kde je oproti klasickému pojetí nahrazeno C (kapitál vázaný v aktivech související k provozní činnosti podniku) ukazatelem NOA, který je ekvivalentem kapitálu C, tedy aktiv sloužících k provozní činnosti podniku. Na základě této definice je zřejmé, že lze za tohoto ukazatele dosadit hodnoty provozně investovaného kapitálu. Ukazatel NOPAT je ekvivalentem zisku z provozní činnosti podniku po zdanění, do výpočtu lze tedy použít KPVH po zdanění. Výpočty a výsledek současné hodnoty 1. fáze je uveden v tabulce č. 36 níže.

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

**Tabulka 35 Výpočet 1. fáze metodou EVA v tis. Kč**

Zdroj: vlastní výpočty

Roky	2014	2015	2016	2017	2018
<b>NOPAT</b>	203	460	998	1126	1027
<b>NOA</b>	5199	5547	5195	5687	5603
<b>NOA<sub>t-1</sub> · WACC</b>	-	848	905	848	928
<b>EVA</b>	-	-388	93	278	99
<b>Odúročitel</b>	-	1,1632	1,3530	1,5738	1,8307
<b>Diskontovaná EVA</b>	-	-334	69	177	54
<b>Současná hodnota 1. fáze</b>	<b>-34</b>				

Druhá fáze poté sestává z výpočtu pokračující hodnoty, kterou bude třeba opět diskontovat. Ve variantě EVA entity však bude nejprve nutné určit hodnotu EVA pro rok 2019.

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2018} \cdot (1 + g) - NOA_{2018} \cdot WACC$$

$$EVA_{2019} = 1027 \cdot (1 + 0,0287) - 928$$

$$EVA_{2019} = 141\,895 \text{ Kč}$$

Nyní mám k dispozici všechny potřebné údaje a mohu určit současnou hodnotu pokračující hodnoty, tedy hodnotu druhé fáze ocenění.



$$SH_{PH} = \frac{EVA_{2018}}{\frac{WACC - g}{(1 + i_k)^t}}$$

$$SH_{PH} = \frac{141,895}{\frac{0,1632 - 0,0287}{(1 + 0,1632)^4}}$$

$$SH_{PH} = 576,271 \text{ Kč}$$

Součtem první a druhé fáze je získána hodnota MVA (market value added) ke které bude nutné přičíst hodnotu NOA z roku 2018. Posledním krokem jsou již jen úpravy shodné s metodou DCF entity, tedy odečet úročených cizích a zdrojů a připočet neprovozního majetku k datu ocenění. Výsledná hodnota společnosti EKODO Šumperk s.r.o., pomocí metody EVA entity, je k 1.1.2015 **8 843 271 Kč**. Výpočet je uveden v tabulce č. 37 níže.

**Tabulka 36** Výsledná hodnota podniku pomocí metody EVA entity v Kč

Zdroj: vlastní výpočty

<b>Současná hodnota 1. fáze</b>	-34 000
<b>Současná hodnota 2. fáze</b>	576 271
<b>MVA</b>	542 271
<b>NOA k 31.12.2014</b>	5 603 000
<b>Provozní hodnota brutto</b>	6 145 271
<b>Úročený cizí kapitál k datu ocenění</b>	-
<b>Provozní hodnota vlastního kapitálu</b>	6 145 271
<b>Neprovozní majetek k datu ocenění</b>	2 470 000
<b>Výsledná hodnota vlastní kapitálu netto</b>	<b>8 843 271</b>

#### 4.8 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných výnosů

Pro účely ocenění pomocí kapitalizovaných čistých výnosů bude použita paušální metoda. Důležitým předpokladem použití této metody je to, že podnik bude v nadcházejících letech dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulém období. Od předchozích dvou použitých metod se liší zejména v tom, že nezachycuje růstový potenciál podniku. Z tohoto důvodu je výsledkem taková netto hodnota podniku, kterou lze považovat za odhad dolní hranice výnosové hodnoty podniku.

V prvním kroku výpočtu bude provedena úprava výsledků hospodaření za posledních pět let. Úprava spočívá v zahrnutí odpisů do výsledků hospodaření a zároveň očištění od mimořádných vlivů a finančních výnosů. Takto upravené výsledky hospodaření se však kvůli relevantnosti musí přepočítat k datu ocenění. Toho bude dosaženo zahrnutím inflačního vlivu, a to pomocí cenových indexů. Následně budou výsledkům hospodaření přiřazeny váhy a to dle pravidla, že čím aktuálnější bude údaj, tím vyšší má váhu. Tyto úpravy zachycuje tabulka č. 38 níže.

**Tabulka 37 Úprava VH pro účely ocenění (v tis. Kč)***Zdroj: vlastní výpočty za použití vnitropodnikových údajů*

<b>Roky</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Výsledek hospodaření před zdaněním	1883	1902	562	1458	120
Odpisy	129	162	150	238	94
Finanční výnosy	1	1	1	6	12
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	-	-	-	-
Zůstatková cena prodaného DM	-	-	-	-	-
Mimořádné výnosy	-	-	-	-	-
Mimořádné náklady	-	-	-	-	-
UVH před odpisy	2011	2063	711	1690	202
Cenový index řetězový	1.015	1.019	1.033	1.014	1.004
Cenový index bazický	0.933	0.951	0.982	0.996	1
Absolutní rozdíl vlivem inflace	134	101	13	7	0
UVH očištěný o inflaci	2145	2164	724	1697	202
Váhy	1	2	3	4	5
Vážený UVH upravený o inflaci	2145	4329	2171	6787	1010

V druhém kroku dojde k vyčíslení konečné netto hodnoty podniku. Toho bude dosaženo pomocí kalkulace trvale odnímatelného čistého výnosu a to podílem sumy váženého upraveného výsledku hospodaření upraveného o inflaci a sumy vah. Odpisy z reprodukčních cen byly stanoveny na přibližně stejné úrovni jako v roce 2014, a to ve výši 100 000 Kč. Trvale odnímatelný čistý výnos je zdaněn a provozní hodnota vlastního kapitálu je poté vypočítána jako věčná renta. Diskontní sazbou pro tuto rentu jsou zvoleny náklady na vlastní kapitál. Po přičtení neprovozních aktiv je získána netto hodnota podniku EKODO Šumperk, s.r.o. k 1. 1. 2015 ve výši **7 676 000 Kč**, jak zobrazuje tabulka č. 39 níže.

**Tabulka 38 Výsledná netto hodnota podniku (v tis. Kč)***Zdroj: vlastní výpočty za použití vnitropodnikových údajů*

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	1096
Odpisy z reprodukčních cen	100
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	996
Základ daně s odpisy roku 2014	1002
Sazba daně z příjmu (19%)	190
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	812
Náklady na vlastní kapitál	16.32%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	4975
Neprovozní aktiva	2698
Netto hodnota podniku	7673

## 5 Diskuze a návrhy

Cílem diplomové práce bylo stanovení objektivizované hodnoty podniku k datu ocenění 1. 1. 2015. K naplnění tohoto cíle jsem zvolila tři výnosové metody, a sice DCF ve variantě entity, EVA ve stejné variantě, aby došlo k dosažení identického výsledku a potvrzení správnosti výpočtu, a metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Společnost EKODO po celé sledované období nevyužívá úročený cizí kapitál, proto se může jevit jako vhodnější využít výše uvedené metody DCF a EVA ve variantě equity. Tedy diskontovat peněžní toky pouze na úrovni, kdy plynou výhradně vlastníkům. V případě společnosti EKODO jsou však obě tyto varianty diskontování peněžního toku ambivalentní, a to z toho důvodu, že WACC jsou v obou případech striktně stanoveny pouze na úrovni vlastního kapitálu, protože společnost zcela nevyužívá cizího úročeného kapitálu. FCFF a FCFE tedy na základě výše uvedeného předpokladu musí vykazovat naprosto stejné hodnoty, stejně tak musí mít shodnou míru rizika<sup>40</sup>. Abych prokázala tuto ambivalentnost, uvádím v tabulce č. 40 zjednodušený výpočet hodnoty podniku ve variantě DCF equity. WACC jsou tedy stanoveny ve stejné výši jako u metody DCF entity, a to na úrovni vlastního kapitálu, tedy 16,32%.

**Tabulka 39 FCFE v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní zpracování*

	2015	2016	2017	2018
<b>NOPAT</b>	460	998	1126	1027
<b>Odpisy</b>	143	136	156	182
<b>(-) Investice do PK</b>	448	-301	342	-284
<b>(-) Investice do DM</b>	34	77	297	373
<b>Splátky úvěrů</b>	/	/	/	/
<b>Nově přijatý úročený CK</b>	/	/	/	/
<b>Úroky z CK</b>	/	/	/	/
<b>FCFE</b>	121	1358	643	1120
<b>Diskontované FCFE</b>	104	1004	409	612
<b>Hodnota 1. fáze</b>	2129			

Výpočet FCFE za rok následující po predikci, pracuje na stejném principu jako pro FCFF a výsledkem je pak hodnota 988 924 Kč. To platí i pro výpočet diskontované pokračující hodnoty, která je zároveň hodnotou druhé fáze a to tedy 4 016 271 Kč. Provozní netto hodnotou podniku je 6 145 271 Kč, což odpovídá součtu první a druhé fáze. Hodnotu vlastního kapitálu dle metody DCF equity získám přičtením neprovozního majetku a výsledkem je hodnota 8 843 271 Kč, tedy hodnota shodná

<sup>40</sup> Pokud společnost využívá jak vlastní, tak cizí kapitál, lze toky rozdělit na FCFF a FCFE v původním smyslu, přičemž FCFE je spojen s vyšší mírou rizika než peněžní tok FCFF. Tato skutečnost se pak musí odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku.

s metodou DCF entity. Metodu DCF entity jsem v práci vybrala z toho důvodu, že je metodicky považována za základní a pro použití metody DCF equity se obecně vyžaduje stabilita finanční páky.

Po vyjasnění principu variant metod DCF na úrovni zcela nezadluženého podniku EKODO mohu přistoupit k hodnocení samotného výsledku ocenění podniku různými výnosovými metodami. Metody DCF entity i EVA entity podaly stejný výsledek, tedy 8 843 271 Kč, a to znamená, že v konstrukci výpočtu není chyba. Co se týká metody DCF entity, tak zde bylo klíčové co nejpřesněji určit tempo růstu tržeb, jakožto hlavní vliv působící na samotnou hodnotu podniku. To bylo na základě skutečně vykazovaných dat a pomocí predikce klouzavými průměry odhadnuto na 2,87%. Tato hodnota je v silné korelaci s výší pokračující hodnoty druhé fáze, tudíž i malá změna v tempu růstu tržeb může mít za následek poměrně vysokou absolutní změnu v konečném ocenění podniku. Konkrétně dopočteno - pokud se tempo růstu zvýší o pouhé 1%, zvýší se výsledná hodnota podniku o 400 000 Kč. Hodnota první fáze poté byla stanovena ve výši 2 192 000 Kč a hodnota druhé fáze ve výši 4 016 271 Kč. Je zjevné, že hodnota druhé fáze je cca dvojnásobkem fáze první. Odhad růstových příležitostí tedy působí v pozitivním směru s mírným tempem růstu. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je pak vyšší o 957 271 Kč než vykazovaný vlastní kapitál v rozvaze. Na základě těchto výsledků lze hovořit o zvyšování hodnoty vlastního kapitálu vloženého do podniku vlastníky a o tvorbě hodnoty. Pokud se zaměřím na výsledky výnosové metody EVA entity, tak zde bylo taktéž rozhodující stanovit tempo růstu tržeb. Vzhledem k relevantnosti výsledků obou metod, bylo toto tempo stanoveno ekvivalentně na úrovni 2,87%, na základě stejných předpokladů jako u metody DCF entity. Kromě prvního sledovaného roku vykazovala společnost kladné hodnoty EVA, což je potvrzením tvorby hodnoty, resp. ekonomické přidané hodnoty. Sumarizací hodnot EVA však bylo získáno záporné číslo, protože pro první predikovaný rok je předpokládán poměrně nízký korigovaný výsledek hospodaření, a to kvůli přetrvávající politicko-ekonomické situaci v Rusku. Další roky však vykazují kladné hodnoty EVA a to znamená, že investovaný kapitál vlastníky do společnosti EKODO bude od roku 2016 přinášet větší přínos, než náklady na něj. Budoucí přidaná hodnota podniku (MVA) představuje 542 271 Kč. Kladná hodnota MVA značí tvorbu nové hodnoty pro vlastníky, což je potvrzením celkové tvorby hodnoty podniku. Stěžejním pro obě metody bylo taktéž stanovení nákladů na kapitál, které byly stanoveny pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Tato skutečnost podstatně snižuje výslednou hodnotu podniku a její možná náprava bude předmětem diskuze dále.

Obě metody tedy shodně poukazují na tvorbu hodnoty podniku, ovšem s poměrně velkým prostorem pro její další zvyšování. Pokud se totiž zaměřím na výsledek ocenění pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů, tedy na hodnotu ve výši 7 676 000 Kč, tak je zjevné, že je tato částka pouze o cca 1 mil. Kč nižší než částka dosažená metodami DCF a EVA. To je poměrně nízký rozdíl, když vezmu v potaz, že je těchto 7 676 000 Kč nejnižší možnou hranicí ocenění výnosovými metodami a nezahrnuje růstové příležitosti podniku. Ze strategické analýzy zároveň vyplynul velmi dobrý výnosový potenciál podniku. Výše zmíněné závěry jasně poukazují na

slabé využívání tržních příležitostí i silných stránek podniku. Prostor pro zvyšování hodnoty podniku do budoucna je zde tedy poměrně široký a dovolila bych si navrhnout vedení podniku několik změn. Nejprve bych se zaměřila na generátory hodnoty a vážené náklady na kapitál. Nejsilnější vliv na hodnotu podniku z výše analyzovaných generátorů má tempo růstu tržeb (g) a výsledná zisková marže (viz graf č. 11 na str. 111). Tržby by měly společnosti EKODO vzrůst bezprostředně po zrušení sankcí vůči Rusku, což lze předpokládat nejdříve ke konci roku 2016. Z nejnovějších zpráv Rady Evropské Unie totiž vyplynulo, že sankce se prodlužují až do září 2016.<sup>41</sup> Dalším možným potenciálem pro růst tržeb jsou investice do marketingových aktivit a do výzkumu a vývoje. Při strategické analýze bylo zjištěno, že společnost do těchto aktivit investuje pouze minimálně. Progresivně rostoucí podnik však musí adekvátně investovat do marketingových aktivit, které podnik EKODO nemusí výrazně zatížit. Může se jednat například o osobní dopis za poslední objednávku, nabídku konzultací a školení, pořádání seminářů a akcí, e-mailové newslettery, zaslání tiskových zpráv do médií apod. Tyto aktivity by poté měly mít systematický charakter, soustavně by se měly opakovat a dlouhodobě využívat. Také bych společnosti doporučila lepší grafické zpracování internetových stránek. Tyto aktivity považuji v dnešní době za klíčové, protože právě finanční úspěch společnosti je dle mého názoru do značné míry tvořen dobrou marketingovou strategií. Na tyto aktivity bych doporučovala společnosti vyhradit si v rozpočtu alespoň 150 – 200 tis. Kč<sup>42</sup>. Co se týká investic do výzkumu a vývoje, zde bych společnosti doporučila investovat do výzkumu prototypingu strojů s motorovým pohonem, který by měl mít za cíl vybudovat nové teoreticko-experimentální zázemí pro stroje s motorovým pohonem a pracovat na nových koncepcích, vizualizaci, realizaci a designu nových strojů. Společnost totiž používá jednak poměrně zastaralé technologie na výrobu strojů a jednak vyrábí stroje, které nijak nevynikají svým designem. Dle mého názoru bude zajímavé se zaměřit právě na propojení funkčnosti a moderního designu strojů, čímž se společnost EKODO může ještě více odlišit. Zde bych doporučila vedení společnosti investovat do této aktivity cca 300 tis. Kč.<sup>43</sup> Dalším potenciálem pro růst tržeb je účast vedení podniku na různých veletržních akcích, jako je například každoroční Mezinárodní strojírenský veletrh v Brně. Na podobných akcích lze totiž oslovit potenciální odběratele. V této souvislosti se zde i nabízí možnost využití dotačního programu Marketing (z Operačního programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost Ministerstva průmyslu a obchodu), který umožňuje čerpat dotace na

---

<sup>41</sup> <http://www.consilium.europa.eu/cs/press/press-releases/2016/03/10-ukraine-territorial-integrity/>

<sup>42</sup> Společnost EKODO se marketingovými aktivitami za dobu svého působení zabývala minimálně, proto nelze stanovit náklady a přínosy již proběhlých akcí, na jejichž základě by se dalo odhadnout, kolik do marketingu investovat. Částka je tedy hrubý odhad, od něhož se vedení odrazí a v průběhu roku bude získávat reálnější představu o investovaných prostředcích a postupně rozpočet korigovat dle dosažených výsledků.

<sup>43</sup> Vzhledem k tomu, že si podobný výzkum v roce 2015 nechala zpracovat společnost ŠKODA ELECTRIC a.s. za 1 671 tis. Kč, je částka 300 tis. Kč adekvátní vzhledem k velikosti společnosti EKODO.

účast na zahraničním veletrhu či výstavě do roku 2020 s celkovým rozpočtem blížícím se k 1,5 mld. Kč. Tento program se zaměřuje na malé a střední společnosti podnikající ve zpracovatelském průmyslu, což podniku EKODO nabízí vysokou šanci na získání dotace. Také bych společnosti doporučovala vytrvat v diverzifikaci svého výrobního portfolia avšak s cílem nalézt takový produkt, který není tak významně citlivý na poptávkový cyklus. Tím by mohly být například balící stroje na potraviny.<sup>44</sup> Vývoj poptávky po potravinách totiž obecně není lineárně závislý na hospodářském cyklu a má nízkou cenovou i důchodovou pružnost. Co se týká snížení nákladů na kapitál, tak zde jednoznačně doporučuji zahrnout cizí úročný kapitál do celkové struktury kapitálu společnosti. Hodnota WACC byla v práci kalkulována na 16,32%, což u nezadluženého podniku EKODO odpovídá pouze nákladům na vlastní kapitál a značí to tu nejdražší možnou variantu financování podniku. Blíže rozebráno, zisk jako zdroj je velice nestabilní a vlastníci EKODO právem vyžadují vyšší zhodnocení než je úroková míra dluhu. Podíl na zisku zároveň není možné uplatnit jako nákladovou položku, což vlastní kapitál oproti cizímu zdražuje. S tím korespondují výsledky finanční analýzy, ze které vyplynulo, že je podnik EKODO překapitalizovaný a má extrémně vysokou likviditu, která obecně znehodnocuje rentabilitu vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že je vedení společnosti EKODO velmi konzervativní co této otázky týče, doporučila bych prozatím pozměnit strukturu velmi mírně, tedy v poměru 1:5, cizí versus vlastní kapitál. Zvýší se tak výnosnost vlastního kapitálu, jak je uvedeno v tabulce č. 41 níže. Hodnoty vlastního kapitálu i zisků jsou převzaty z finančního plánu pro rok 2016.<sup>45</sup>

**Tabulka 40 Výnosnost vlastního kapitálu spol. EKODO v tis. Kč**

*Zdroj: vlastní zpracování*

Vlastní kapitál	Cizí kapitál	Výnos	Úrok (8,7%)	Nezdaněný zisk	Daň (19%)	Zdaněný zisk	Výnosnost VK
9583	-	1233	-	1233	234	999	<b>10,41%</b>
8083	1500	1233	130	1103	209	894	<b>11,06%</b>

Zároveň by se snížila i hodnota WACC, která by se promítla do zvýšení hodnoty podniku. Dopočtením bylo zjištěno, že pokud se WACC sníží o pouhé 1%, zvýší se hodnota podniku o 485 tis. Kč. Z finanční analýzy také mimo jiné vyplynulo, že společnost EKODO špatně hospodaří s pracovním kapitálem. Zde doporučuji vedení společnosti posílit schopnosti v řízení položek aktiv a zrychlovat obrat jednotlivých složek majetku. Nástrojem by mělo být zvyšování tržeb způsobem, který byl popsán výše, dále odprodáním nevyužitých aktiv brzdící obrat, jimiž jsou v zásadě pohle-

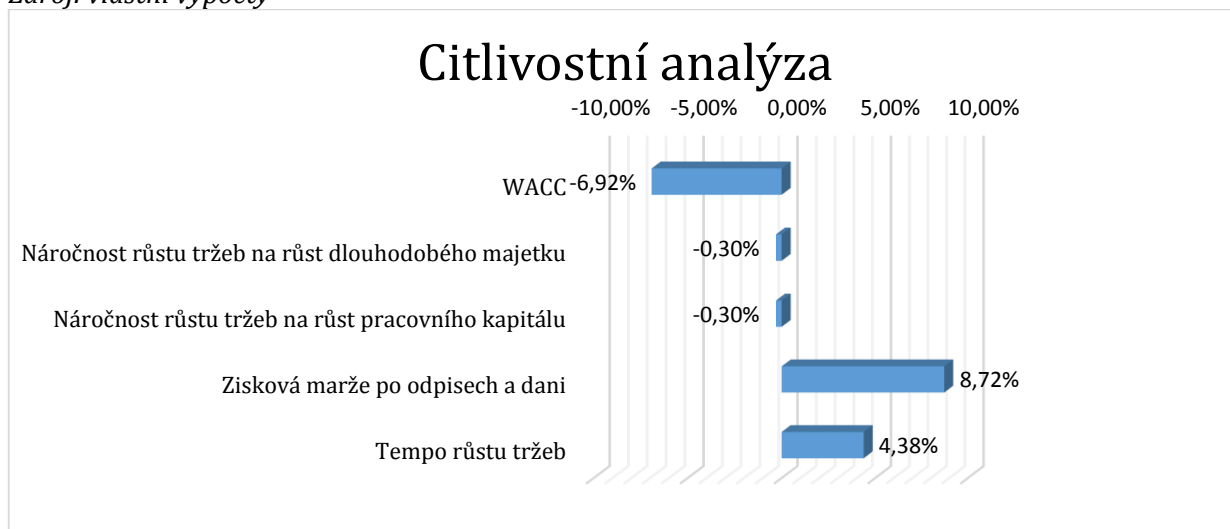
<sup>44</sup> Na tuto aktivitu lze také získat dotaci z OPPIK, a to konkrétně z Programu Inovace, který podporuje pořízení nových výrobních technologií, vč. nezbytného nehmotného majetku a investic do nemovitostí. Podpora slouží k zavedení nově vyvinutých či inovovaných produktů a procesů do výroby a na trh. Mohou ji čerpat podniky všech velikostí, program Inovace mezi ně rozdělí 10,8 mld. Kč.

<sup>45</sup> Rok 2015 nebyl použit z toho důvodu, že se ho stále dotýkají těžkosti spojené se situací v Rusku a výsledek hospodaření se zde tedy předpokládá poměrně nízký.

dávky, kterých by bylo možné se zbavovat postoupením na faktoringovou společnost nebo v práci zmiňovaným tlakem na odběratele, a zejména zbavováním se přebytku na běžném účtu. Finanční prostředky totiž několikanásobně převyšují provozní potřebu a žádným způsobem nedochází k jejich dalšímu zhodnocování. Tento přebytek bych doporučovala investovat do výše zmíněného výzkumu a vývoje, marketingu apod. Na skladě by pak měla být neustále pouze pohotovostní zásoba, v pokladně by mělo být tolik peněz, aby společnost mohla bez problémů přijímat platby a na účtech by mělo být takové množství peněz, aby stíhala včas hradit své závazky. Předběžné ocenění podniku pak vykazovalo nejnižší hodnotu ze všech vyčíslených ocenění a to 4 394 052 Kč. Tato nízká částka je dána především vysokými náklady na kapitál, poměrně nízkým tempem růstu tržeb a vysokou náročností růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. Síly vlivu jednotlivých proměnných izolovaně na výslednou hodnotu podniku jsou znázorněny níže na grafu č. 11 níže. Zkoumala jsem změnu jedné proměnné (její navýšení o 1%) za předpokladu ostatních proměnných neměnných. Je nutné se tedy zejména zaměřit na snižování WACC, zvyšování tržeb a ziskové marže, jakožto nejvýznamnějších vlivů na tvorbu hodnoty podniku, stejně jak vyplynulo z výsledků všech předchozích výnosových metod. Předběžné ocenění je však nutno brát jako počáteční odhad hodnoty podniku, který se od výnosových metod může značně odlišovat.

**Graf 11** Citlivostní analýza

Zdroj: vlastní výpočty



Dílním cílem diplomové práce bylo stanovit celkový výnosový potenciál podniku a to na základě výstupů ze strategické analýzy, která by neměla být v rozporu s navazující finanční analýzou. Strategická analýza tedy odhalila poměrně dobrý výnosový potenciál podniku, který je spatřován zejména v růstu odvětví strojírenství i relevantního trhu za velmi příznivé ekonomické situace, kdy se předpokládá růst české ekonomiky tažený výhradně domácí poptávkou. Inflation by měla být nízká a

situace na trhu práce by se měla zlepšovat. Atraktivita trhu pak byla vyhodnocena jako nadprůměrná a Porterův model pěti hybných sil poukázal na dobrou konkurenční pozici s minimálním ohrožením ze strany dodavatelů i odběratelů (vyjma ruských odběratelů). Ohrožení společnosti bankrotem je minimální a podnik je tedy vysoce stabilní. Jedinou významnou hrozbou společnosti je stále prodlužování sankcí vůči Rusku ze strany EU, a co se týče slabých stránek, jejich potlačení resp. eliminace byla rozebrána výše.



## 6 Závěr

Cílem práce bylo stanovení objektivizované hodnoty společnosti EKODO Šumperk, s.r.o. takovým způsobem, aby k ní mohl dospět nezávislý externí analytik pracující s veřejně dostupnými údaji a informacemi dostupnými při běžném kontaktu s managementem podniku. Dílčím cílem pak bylo stanovit výnosový potenciál podniku a sestavení různého spektra analýz a rozborů, jejichž výsledky lze užít jako vstupy do konečného ocenění podniku, a v neposlední řadě také jako prostředky konkurenční výhody oceňované společnosti.

První částí práce bylo seskupení metodické báze, o jejíž techniky se opírá vlastní část práce, která byla rozpracována detailně, a kladl se u ní důraz na splnění výše definovaných cílů. Základní stavební kámen ocenění tvořila strategická analýza, ze které vyplynula poměrně nízká konkurenční intenzita v oboru, jeho nadprůměrná atraktivita, trendově kolísavý a mírně klesající trend růstu tržeb podniku EKODO, avšak do budoucna rostoucí potenciál podniku i oboru výroby strojů pro všeobecné účely. Na druhé straně se však téměř všemi kapitolami prolínají těžkosti spojené s geopolitickým vývojem na Blízkém východě a v Rusku, protože právě ruští odběratelé tvořili do roku 2014 nejméně 20% všech tržeb společnosti. Vývoj těchto událostí lze jen stěží predikovat a právě z toho důvodu byly v práci ztíženy podmínky pro samotnou predikci tržeb společnosti. Tento nedostatek byl v práci řešen abstrahováním od obchodu s Ruskem a to po celé predikované období, tedy do roku 2018. Současnou snahou společnosti EKODO, jak tuto obtížnou politicko-ekonomickou situaci řešit, je soustředění se na lokální odběratele, se kterými chce navazovat nové vztahy. Z tohoto důvodu jsou v části diskuze této práce doporučeny investice do vhodných marketingových aktivit i výzkumu a vývoje, které byly v rámci strategické analýzy shledány jako nejvíce opomíjené společnosti.

Vedle rozboru strategického postavení společnosti dostala prostor i finanční analýza, která odhalila dobrou výkonnost a bonitu podniku EKODO. Jedinými nedostatky byla extrémní likvidita společnosti, která snižuje výnosnost vlastního kapitálu a špatné hospodaření s pracovním kapitálem. Doporučení pro zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu jsou uvedeny v části diskuze této diplomové práce, stejně tak i doporučení pro lepší řízení pracovního kapitálu.

Bezprostředně navazující částí bylo sestavení finančních plánů dle dělení majetku na provozně nutný a nenutný a propočtu generátorů hodnoty. Z výsledků odvozených racionálními úvahami a statistickými výpočty byl prognózován růst bilanční sumy podniku.

Stěžejní kapitolu práce pak představovalo finální ocenění podniku, které bylo dle požadavků vedení stanoveno na úrovni objektivizované hodnoty společnosti. Zde jsem využila metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě entity, ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity a metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Vzhledem ke zvoleným předpokladům ocenily metody DCF a EVA shodně k 1. 1. 2015 podnik EKODO na 8 843 271 Kč. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů poté ocenila podnik na 7 673 000 Kč. Předběžné ocenění podniku bylo vyčísleno na 4 394 052 Kč, přičemž tato hodnota se může od finálního ocenění značně odlišovat.

Široké spektrum matematicko-statistických analýz a metod umožnilo splnění veškerých předem stanovených cílů. Na základě toho lze tedy označit snažení vedoucí k výsledným výrokům za úspěšné.

## 7 Literatura

- [1] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, xvi, 366 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [2] PEEMÖLLER, Volker, H. *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. Auflage 4. Herne: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe GmbH & Co., 2009, 1114 s. ISBN 978-3482511844.
- [3] RYSKA, J. VALDER, A., 2006: *Is Valution of Properte Real Science?* AGRIC.ECON.-CZECH, 52, 2006 (3):123-127.ISSN 0139-570X.
- [4] 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.
- [5] SABOLOVIČ, Mojmír. *Stanovení hodnoty podniku: Business valuation : monografie*. Vyd. 1. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2011, 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.
- [6] PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2009, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- [7] BUUS, Tomáš. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností: [pracovní sešit]*. V Praze: Oeconomica, 2007, 112 s. ISBN 978-80-245-1200-6.
- [8] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN: 80-247-0125-1.
- [9] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [10] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006, xi , 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [11] STACEY, Ralph D. 2007. *Strategic Management and Organisational Dynamics: The Challenge of Complexity to Ways of Thinking about Organisations*. Dotisk, přepracované vydání. London: Pearson Education. ISBN 0273708112, 9780273708117.
- [12] JOHNSON, Gerry a Kevan SCHOLE. 2008. *Exploring Corporate Strategy: Text & Cases*. London: Prentice Hall. ISBN 976-0-273-71191-9.
- [13] GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2010, 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.
- [14] FORMAN, Zdeněk. *Strategie podniku v podmínkách globálního trhu*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2011, 106 s. ISBN 978-80-87001-23-3.
- [15] PORTER, M. E. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York, NY: Free Press, 1985.

- [16] GRANT, R. M. *Contemporary Strategy Analysis*. Oxford: Blackwell Publ. Inc., 1998. ISBN: 0-631-20780-5.
- [17] POŠVÁŘ, Zdeněk a Helena CHLÁDKOVÁ. 2009. *Management*. 1. vyd. Brno: Mendelova univerzita v Brně. ISBN 978-80-7375-347-4.
- [18] DEDOUCHOVÁ, Marcela. 2001. *Strategie podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-603-4
- [19] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [20] PEŠKOVÁ, Radka a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza*. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2011, 205 s. ISBN 978-80-86730-80-6.
- [21] CAMP, R. C. *Business proces benchmarking: finding and implementing best practices*. Wisconsin: ASQC Quality Press, 1995
- [21] COOPELAND, T. a kol., 2005. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, New York. 811 pp.
- [21] ORT, Petr. *Oceňování nemovitostí - moderní metody a přístupy*. Vyd. 1. Praha: Leges, 2013, 176 s. ISBN 978-80-87576-77-9.
- [22] SABOLOVIČ, Mojmír. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008, 119 s. ISBN 978-80-87001-13-4.
- [23] CHMELÍKOVÁ, G.: *Ověření vypovídací schopnosti ukazatele ekonomická přidaná hodnota EVA v odvětví potravinářského průmyslu v ČR*, Acta Oeconomica Pragensia, roč.16, č.5, 2008
- [24] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Příprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [25] ŘEŽŇÁKOVÁ, M., 2010. *Finanční řízení podniku v konceptu hodnotového managementu*. Publish habilitation thesis, Vysoké učení technické v Brně, Česká republika.
- [26] KOTLER, Philip a Kevin Lane KELLER. *Marketing management*. 4. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 84-87. ISBN 978-80-247-4150-5.
- [27] VALENTIN, E. K., 2005. Away with SWOT analysis: Use Defensive/Offensive Evaluation Instead. *The Journal of Applied Business Research*, 21(2), 91-105. ISSN 2157- 8834.
- [28] KOTLER, Philip a Kevin Lane KELLER. *Marketing management*. 4. vyd. Praha: Grada, 2013, s. 84-87. ISBN 978-80-247-4150-5.
- [29] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 261 s. ISBN 978-802- 4728-650

## Internetové zdroje

- [30] ZICH, Robert. *Strategický management: Členění okolí firmy, analýza obecného a oborového okolí firmy*. Podnikatelská fakulta VUT v Brně [online]. [cit. 2015-10-21]. Dostupné z: [http://vzdelavani.esf-fp.cz/results/results\\_02/educmat\\_rep/STM/STM\\_Pext.pdf](http://vzdelavani.esf-fp.cz/results/results_02/educmat_rep/STM/STM_Pext.pdf)
- [31] NERUDA, Robert. 2004. *Právní rozhledy: Relevantní trh a otázky související s teorií a praxí soutěžního práva - 1. část*[online]. **12.**: 447-484 [cit. 2015-10-24]. Dostupné z: [https://www.uohs.cz/download/Clanky/2004/Relevantni\\_trh\\_I.pdf](https://www.uohs.cz/download/Clanky/2004/Relevantni_trh_I.pdf)
- [32] CAFIN: Česká asociace pro finanční řízení. 2014. *Tržní podíl - absolutní, relativní* [online]. Praha [cit. 2015-10-24]. Dostupné z: <http://news.cafin.cz/slovník/trzni-podil-absolutni-relativni>
- [33] STRNADOVÁ, Michala. *Value drivers a jejich vliv na hodnotu firmy* [online]. In: . Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2011, s. 1 - 6 [cit. 2015-10-29]. Dostupné z: <http://www.konference.fbm.vutbr.cz/workshop/papers/papers2011/finance/Strnadova.pdf>
- [34] KOCIÁNOVÁ, Eva. *Finanční analýza a finanční plánování: FINANCE – 8. část* [online]. Ostrava: Vysoká škola Báňská, 2006, : 1 - 53 [cit. 2015-10-30]. Dostupné z: [http://homel.vsb.cz/~val35/1540400/8\\_fa.pdf](http://homel.vsb.cz/~val35/1540400/8_fa.pdf)
- [35] Moravolen Šumperk jde do likvidace. *Hospodářské noviny: www.ihned.cz* [online]. Praha, 2001 [cit. 2015-11-17]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-787633-moravolen-sumperk-jde-do-likvidace>
- [36] Průmysl, energetika - časové řady: Tab. 3.2 Tržby z průmyslové činnosti: Tržby průmyslové povahy celkem. *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2015-11-19]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/pru\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/pru_cr)
- [37] Panorama zpracovatelského průmyslu. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 [cit. 2015-11-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/prumyslova-odvetvi/#category85>
- [38] SINGER, Miroslav. *Hospodářská krize a česká ekonomika. Česká národní banka* [online]. Praha, 2010 [cit. 2015-11-19]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/vejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20100614\\_vse.pdf](http://www.cnb.cz/cs/vejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100614_vse.pdf)
- [39] Strategic Planning And SWOT Analysis. HARRISON, Jeffrey P. *Essentials of strategic planning in healthcare*[online]. Washington, DC: AUPHA Press, 2010, s. 91-97 [cit. 2016-01-13]. ISBN 9781567933482. Dostupné z: [http://www.ache.org/pdf/secure/gifts/Harrison\\_Chapter5.pdf](http://www.ache.org/pdf/secure/gifts/Harrison_Chapter5.pdf)
- [40] DROBNÍK, Aleš. *Indexy základní, řetězové a tempo přírůstku ©* [online]. Praha, 2012 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: <http://www.blek.cz/Grant/Sources/KAS/15IndexyZakladniRetezove.pdf>. Studijní materiál.

- [41] Recept na strojírenskou krizi: Inovace Více na: [http://www.euro.cz/byznys/recept-na-strojirenskou-krizi-inovace-a-cistky862092#utm\\_medium=self-promo&utm\\_source=euro&utm\\_campaign=copylink](http://www.euro.cz/byznys/recept-na-strojirenskou-krizi-inovace-a-cistky862092#utm_medium=self-promo&utm_source=euro&utm_campaign=copylink). Euro [online]. Praha, 2011 [cit. 2016-04-22].
- [42] Studie: Většinu strojírenských firem po krizi rostly tržby. *PATRIA ONLINE* [online]. Praha: ČTK, 2013 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2369554/studie-vetsine-strojirenskych-firem-po-krizi-rostly-trzby.html>
- [43] Část A - Evropská unie. JANSÁ, Aleš a Jan MIČANÍK. Bud'te připraveni na život a podnikání v EU [online]. Praha, 2004, s. 3-15 [cit. 2016-04-28]. Dostupné z: [http://www.zakonycr.cz/pdf/eu\\_obsah\\_ukazka.pdf](http://www.zakonycr.cz/pdf/eu_obsah_ukazka.pdf)
- [44] Vývoj soutěžního práva. Úřad pro ochranu hospodářské soutěže [online]. Brno, 2010 [cit. 2016-04-28]. Dostupné z: <https://www.uohs.cz/cs/o-uradu/historie-uradu/vyvoj-soutezniho-prava.html>
- [45] Časopis Czechindustry: Magazín českého průmyslu, obchodu, dopravy a stavebnictví [online]. Praha, 2014, 5(12) [cit. 2016-04-28]. ISSN 1022-0038. Dostupné z: <http://www.casopisczechindustry.cz/products/sankce-vucirusku-nas-ohrozujizaznelo-na-strojirenskem-foru/>
- [46] Ekonomika ČT24: Český průmysl se vzrývá. In: *IVysílání* [online]. Praha, 2013 [cit. 2016-04-28]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ivysilani/10095417821-ekonomika-ct24/216411058020129>
- [47] Zpráva o životním prostředí ČR 2014: Po roce 2010 se zlepšování kvality životního prostředí zpomalilo. *Ministerstvo životního prostředí* [online]. Praha, 2014 [cit. 2016-04-28]. Dostupné z: [http://www.mzp.cz/cz/news\\_151120\\_Zprava\\_o\\_ZP\\_2014](http://www.mzp.cz/cz/news_151120_Zprava_o_ZP_2014)
- [48] *Svět strojírenské techniky: Časopis svazu strojírenské technologie* [online]. Ostrava, 2014, 3(9) [cit. 2016-04-28]. ISSN 1359-6462. Dostupné z: [http://www.sst.cz/images/casopis/2015/SST\\_2015\\_02\\_nahled\\_zari.pdf](http://www.sst.cz/images/casopis/2015/SST_2015_02_nahled_zari.pdf)
- [49] ŠPERLING, Karel, Jan HOREJC a Václav KLIČKA. *Strategická výzkumná agenda strojírenství ČR na období 2010 – 2020: ctp Engineering*. Plzeň, 2010(5.1 SPT 01/012 OPPI)
- [50] GRASSEOVÁ, Monika. *Využití SWOT analýzy pro dlouhodobé plánování: Obrana a strategie* [online]. Brno, 2012 [cit. 2016-04-28]. Dostupné z: [file:///C:/Users/tbartoskova/Downloads/grasseova\\_2\\_06.pdf](file:///C:/Users/tbartoskova/Downloads/grasseova_2_06.pdf)

## Právní předpisy

---

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění

**Standardy:**

International Valuation Standards 2005. 7. vydání. London. International Valuation Standards Commite, 2005

IDW Standard S1 2007, 2005 (standardy německého institutu auditorů IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer)

## 8 Seznam obrázků a grafů

Obrázek 1 Vztah mezi objektivizovanou a subjektivní hodnotou.....	13
Obrázek 2 Členění okolí podniku.....	19
Obrázek 3 Porterův model pěti hybných sil .....	20
Obrázek 4 Postup analýzy vnitřního prostředí .....	22
Obrázek 5 7S od společnosti McKinsey .....	23
Obrázek 6 Matice GE.....	24
Obrázek 7 Souvztažnosti mezi účetními výkazy.....	25
Obrázek 8 Investovaný kapitál.....	29
Obrázek 9 Organizační struktura společnosti.....	65

Graf 1 Podíl tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb jednotlivých tříd v rámci CZ-NACE 28.....	44
Graf 2 Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb CZ-NACE 28 .....	46
Graf 3 Zahraniční obchod .....	46
Graf 4 Přidaná hodnota a počet zaměstnanců CZ-NACE 28 .....	48
Graf 5 Průměrná míra inflace.....	53
Graf 6 Očekávaný vývoj tržeb strojírenství .....	61
Graf 7 Matice GE .....	70
Graf 8 Tržby společnosti .....	71
Graf 9 Altmanovo Z-skóre .....	79
Graf 10 Indexy IN05 .....	80
Graf 11 Citlivostní analýza .....	103

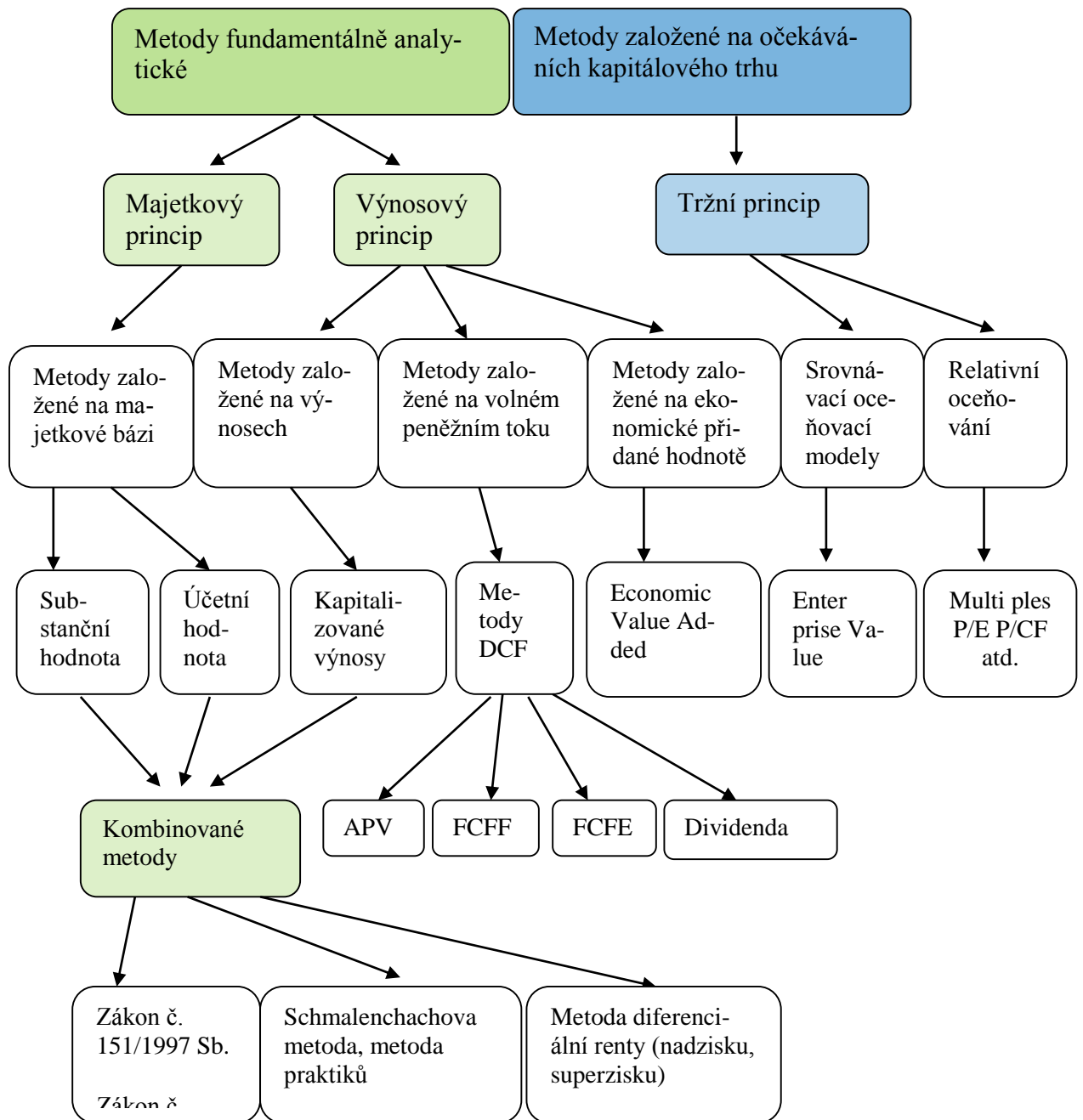


## 9 Seznam tabulek

Tabulka 1 Výpočet FCF.....	35
Tabulka 2 Výsledná hodnota vlastního kapitálu.....	37
Tabulka 3 Výpočet hodnoty FCFE.....	38
Tabulka 4 Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu.....	40
Tabulka 5 Vývoz odvětví CZ-NACE 28 v mil. Kč.....	47
Tabulka 6 Vývoj HDP od roku 2010 a jeho predikce.....	51
Tabulka 7 Reálný růst HDP vybraných zemí.....	52
Tabulka 8 Roční měnové kurzy.....	53
Tabulka 9 Tržby relevantního trhu.....	56
Tabulka 10 Prognóza vývoje trhu.....	57
Tabulka 11 Analýza atraktivity trhu.....	63
Tabulka 12 Produktivita práce.....	64
Tabulka 13 Hodnocení konkurenční síly.....	68
Tabulka 14 SWOT analýza.....	69
Tabulka 15 Predikce tržeb společnosti EKODO.....	72
Tabulka 16 Ukazatelé rentability (v %).....	73
Tabulka 17 Ukazatelé likvidity.....	75
Tabulka 18 Ukazatele aktivity.....	76
Tabulka 19 Ukazatele zadluženosti (v %).....	78
Tabulka 20 Provozně nutný krátkodobý finanční majetek v tis. Kč.....	81
Tabulka 21 Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč.....	82
Tabulka 22 Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč.....	83
Tabulka 23 Analýza a prognóza tržeb v tis. Kč.....	83
Tabulka 24 Prognóza shora v tis. Kč.....	84
Tabulka 25 Faktory ziskové marže.....	85
Tabulka 27 Predikce dob obrátů.....	87
Tabulka 28 Výpočet KWC v tis. Kč.....	88
Tabulka 29 Investice do provozně nutného DM v tis. Kč.....	89
Tabulka 30 CAMP.....	91
Tabulka 31 Úprava ziskové marže.....	92
Tabulka 32 Předběžné ocenění podniku EKODO.....	92
Tabulka 33 Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu v tis. Kč.....	94
Tabulka 34 Současná hodnota 1. fáze v tis. Kč.....	94
Tabulka 35 Výsledné ocenění podniku EKODO v Kč.....	95
Tabulka 36 Výpočet 1. fáze metodou EVA v tis. Kč.....	96
Tabulka 37 Výsledná hodnota podniku pomocí metody EVA entity v Kč.....	97
Tabulka 38 Úprava VH pro účely ocenění (v tis. Kč).....	98
Tabulka 39 Výsledná netto hodnota podniku (v tis. Kč).....	98
Tabulka 40 FCFE v tis. Kč.....	99
Tabulka 41 Výnosnost vlastního kapitálu spol. EKODO v tis. Kč.....	102

# **Přílohy**

## A. Metody oceňování



Zdroj: Kislingerová (2001), str. 24

## B. Prognóza ziskové marže zdola

Roky	Skutečnost						Predikce			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby v tis. Kč	5 281	7 098	8 285	6 507	8 050	6 177	7 077	6 564	7 400	6 920
Obchodní marže (podíl)	0,02%	0,17%	0,01%	0,00%	0,11%	0,13%	0,07%	0,08%	0,07%	0,07%
Obchodní marže	1	12	1	0	9	8	5	5	5	5
Výkony (podíl)	99,92%	99,76%	99,72%	99,98%	99,07%	99,76%	99,81%	99,84%	99,85%	99,85%
Výkony	5277	7081	8262	6506	7975	6162	7064	6553	7389	6910
Výkonová spotřeba (podíl)	58,91%	36,73%	36,96%	48,44%	46,01%	58,04%	51,95%	43,95%	44,10%	43,85%
Výkonová spotřeba	3111	2607	3062	3152	3704	3585	3677	2885	3263	3034
Přidaná hodnota (podíl)	40,96%	63,19%	62,74%	51,54%	53,58%	41,65%	47,85%	55,90%	55,74%	56,00%
Přidaná hodnota	2163	4485	5198	3354	4313	2573	3386	3669	4125	3875
Osobní náklady (podíl)	45,46%	36,02%	35,44%	41,32%	31,80%	37,25%	38,00%	35,23%	35,04%	35,24%
Osobní náklady	2401	2557	2936	2689	2560	2301	2689	2312	2593	2439
Daně a poplatky (podíl)	0,55%	0,41%	0,75%	0,71%	0,51%	0,02%	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%
Daně a poplatky	29	29	62	46	41	1	28	26	30	28
Změna stavu rezerv (podíl)	-28,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Změna stavu rezerv	-1485	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady (podíl)	0,81%	1,32%	1,65%	0,29%	0,41%	0,26%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%
Ostatní provozní náklady	43	94	137	19	33	16	22,65	21,00	23,68	22,14
Ostatní provozní výnosy (podíl)	0,72%	2,21%	0,23%	1,35%	0,10%	0,08%	0,51%	0,51%	0,51%	0,51%
Ostatní provozní výnosy	38	157	19	88	8	5	36,09	33,48	37,74	35,29
KPVH před odpisy v tis. Kč	1232	1981	2134	724	1718	251	711	1369	1547	1450
Zisková marže	23,33%	27,91%	25,76%	11,13%	21,34%	4,06%	10,05%	20,85%	20,90%	20,95%

### C. Vzorce a výsledky pro Altmanovo Z-skóre a Indexy IN05

#### Vzorce pro výpočty ukazatelů Altmanova Z-skóre

$$X_1 = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}}{\text{celková aktiva}}$$

$$X_2 = \frac{\text{nerozdělený zisk z minulých let}}{\text{celková aktiva}}$$

$$X_3 = \frac{\text{zisk před zdaněním a úroky}}{\text{celková aktiva}}$$

$$X_4 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{krátkodobé závazky} + \text{bankovní úvěry}}$$

$$X_5 = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}$$

#### Výsledky Altmanova Z-skóre

	$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$X_5$	Z
2008	0,809	0,799	0,082	37,580	0,421	17,715
2009	0,750	0,857	0,103	16,060	0,432	8,760
2010	0,775	0,805	0,140	17,567	0,524	9,574
2011	0,776	0,772	0,141	11,875	0,613	7,248
2012	0,799	0,922	0,043	21,323	0,490	10,932
2013	0,600	0,714	0,162	6,327	0,820	5,145
2014	0,616	0,869	0,014	8,619	0,701	8,618

#### Vzorce pro výpočty ukazatelů Indexu IN05

$$A = \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}}$$

$$B = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

$$C = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}$$

$$D = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

$$E = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

### Výsledky Indexu IN05

	A	B*	C	D	E	IN05
2008	7,959	9,000	0,082	0,421	36,448	5,089
2009	15,981	9,000	0,103	0,432	14,648	4,255
2010	17,567	9,000	0,140	0,524	15,003	4,660
2011	12,896	9,000	0,141	0,613	12,67	3,865
2012	22,324	9,000	0,043	0,490	19,577	5,326
2013	7,328	9,000	0,162	0,820	5,452	2,619
2014	9,619	9,000	0,014	0,701	7,013	2,444

\*pozn.: Vzhledem k tomu, že společnost EKODO je nezádluženým podnikem, bylo za ukazatele B pro všechna období dosazena hodnota 9, doporučená pro tyto případy odbornou literaturou.

**D. Rozvahy za roky 2008 - 2014**

Položka	Roky						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>14462</b>	<b>12258</b>	<b>13474</b>	<b>13463</b>	<b>13171</b>	<b>9013</b>	<b>8801</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	-	-	-	-	-	-	-
Dlouhodobý majetek	2415	2354	2258	2096	2037	2333	2275
Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-	-	-	-
Dlouhodobý hmotný majetek	2415	2354	2258	2096	2037	2333	2275
Pozemky	949	915	949	949	950	950	949
Stavby	1263	1341	1124	1062	1005	953	905
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	38	28	185	85	82	430	384
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	165	70	-	-	-	-	37
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-	-	-	-
Oběžná aktiva	12028	9873	11192	11341	11100	6624	6319
Zásoby	1755	1584	1465	1373	1942	1361	1384
Materiál	348	374	273	278	218	257	161
Nedokončená výroba	1080	793	865	768	1454	834	953
Výrobky	327	417	327	327	270	270	270
Dlouhodobé pohledávky	27	21	24	5	8	1	2
Jiné pohledávky	27	21	24	5	8	1	2
Odložená daňová pohledávka	-	-	-	-	-	-	-
Krátkodobé pohledávky	1774	2037	1918	3316	2415	2616	2469
Pohledávky z obchodních vztahů	1720	1966	1870	3259	2187	2547	2240
Stát – daňové pohledávky	54	71	48	29	199	5	177

Krátkodobé poskytnuté zálohy	-	-	-	28	29	64	52
Krátkodobý finanční majetek	8472	6231	7785	6647	6735	2646	2464
Peníze	35	45	3	17	9	21	26
Účty v bankách	8437	6186	7782	6630	6726	2625	2438
Časové rozlišení	19	31	24	26	34	56	207
Náklady příštích období	19	31	24	26	34	56	207

<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>14462</b>	<b>12258</b>	<b>13474</b>	<b>13463</b>	<b>13171</b>	<b>9013</b>	<b>8801</b>
Vlastní kapitál	12477	11515	12707	12398	12581	7783	7886
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100	100
Základní kapitál	100	100	100	100	100	100	100
Kapitálové fondy	550	550	191	131	27	16	-
Emisní ážio	-	-	-	-	-	-	-
Ostatní kapitálové fondy	550	550	191	131	27	16	-
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	20	20	20	20	20	20	20
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	20	20	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	10849	9807	10846	10396	12147	6434	7646
Nerozdělený zisk minulých let	11550	9807	10846	10396	14147	6434	7464
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	958	1038	1550	1751	287	1213	120
Cizí zdroje	1817	717	767	1044	590	1230	915
Rezervy	1485	-	-	-	-	-	-
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1485	-	-	-	-	-	-



Dlouhodobé závazky	2	43	21	149	23	15	14
Závazky z obchodních vztahů	2	43	5	149	23	15	14
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-	-	16	-	-	-	-
Krátkodobé závazky	330	674	746	895	567	1215	901
Závazky z obchodních vztahů	64	311	214	296	274	815	551
Závazky k zaměstnancům	108	119	133	154	125	124	98
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. Pojištění	82	96	72	103	68	66	60
Stát - daňová závazky a dotace	76	148	325	342	100	158	185
Krátkodobé přijaté zálohy	-	2	-	-	-	52	7
Bankovní úvěry a výpomoci	-	-	-	-	-	-	-
Časové rozlišení	168	26	-	21	-	-	-
Výdaje příštích období	168	26	-	21	-	-	-

### E. Výkazy zisků a ztrát za roky 2008 - 2014

Položka	Roky						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	6	7	17	13	1	36	15
Náklady vynaložené na prodané zboží	2	6	5	12	1	27	7
Obchodní marže	4	1	12	1	0	9	8
Výkony	6065	5274	7081	8272	6506	8014	6162
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5695	5274	7081	8267	5820	7975	6043
Změna stavu zásob vlastní činnosti	370	-	-	-	686	-	119

Aktivace	-	-	-	5	-	39	-
Výkonová spotřeba	2374	3111	2607	3062	3152	3704	3585
Spotřeba materiálu a energie	1793	2417	2132	2665	2619	2913	1881
Služby	581	694	475	397	533	791	1704
Přidaná hodnota	3695	2163	4485	5198	3354	4313	2573
Osobní náklady	2478	2401	2557	2936	2689	2560	2301
Mzdové náklady	1773	1432	1880	2198	1950	1831	1647
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	597	743	583	677	627	605	546
Sociální náklady	108	226	94	61	112	124	108
Daně a poplatky	28	29	29	62	46	41	1
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	83	75	129	162	150	238	94
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-	-	-	-	-	-	-
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-	-	-	-	-	-	-
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-	-	-	-	-	-	-
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-	-1485	-	-	-	-	-
Ostatní provozní výnosy	127	38	157	19	88	8	5
Ostatní provozní náklady	147	43	94	137	19	33	16
Provozní výsledek hospodaření	1086	1138	1833	1920	538	1449	166
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	1	1	1	1	1	6	12
Prodané cenné papíry a podíly	-	1	-	-	-	-	-
Náklady z finančního majetku	-	-	-	-	-	-	-
Výnosové úroky	127	138	63	33	41	18	0
Nákladové úroky	-	-	-	-	-	-	-

Ostatní finanční výnosy	-	-	-	-	-	-	-
Ostatní finanční náklady	21	17	14	52	18	15	51
Finanční výsledek hospodaření	107	121	50	-18	24	9	-39
Daň z příjmu za běžnou činnost	235	221	333	151	275	245	7
- Splatná	235	221	333	151	275	245	7
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>958</b>	<b>1038</b>	<b>1550</b>	<b>1751</b>	<b>287</b>	<b>1213</b>	<b>120</b>
Mimořádný výsledek hospodaření	-	-	-	-	-	-	-
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>958</b>	<b>1038</b>	<b>1550</b>	<b>1751</b>	<b>287</b>	<b>1213</b>	<b>120</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>1193</b>	<b>1259</b>	<b>1883</b>	<b>1902</b>	<b>562</b>	<b>1458</b>	<b>120</b>

## F. Finanční plán

<b><u>Plánovaná rozvaha</u></b>	<b>Roky</b>			
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	7762	10549	12604	13593
Dlouhodobý majetek	2210	2154	2321	2543
Dlouhodobý nehmotný majetek	-	-	-	-
Dlouhodobý hmotný majetek	2210	2154	2321	2543
- Provozně nutný	1989	1939	2089	2289
- Provozně nenuitný	221	215	232	254
Dlouhodobý finanční majetek	-	-	-	-
Oběžná aktiva	7663	8296	10184	10951
Zásoby	1585	1456	1621	1497
Materiál	184	171	193	180

Nedokončená výroba	1092	1007	1125	1043
Výrobky	309	278	303	274
Zboží	-	-	-	-
Dlouhodobé pohledávky	5	5	5	5
- Provozně nutné	-	-	-	-
- Provozně nenutné	5	5	5	5
Krátkodobé pohledávky	2714	2482	2757	2540
Krátkodobý finanční majetek	3358	4353	5801	6909
- Provozně nutný	207	192	216	202
- Provozně nenutný	3123	4126	5528	6641
Časové rozlišení aktivní	99	99	99	99

<b>PASIVA CELKEM</b>	7762	10549	12604	13593
Vlastní kapitál	6721	9583	11515	12575
Základní kapitál	100	100	100	100
Kapitálové fondy	14	14	14	14
Fondy ze zisku	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	6107	8450	10227	11373
VH běžného roku	480	999	1154	1068
Cizí zdroje	1041	966	1088	1018
Rezervy	-	-	-	-
Krátkodobé závazky	1034	959	1081	1011
Dlouhodobé závazky	7	7	7	7
Bankovní úvěry	-	-	-	-

Časové rozlišení	-	-	-	-
------------------	---	---	---	---

<b><u>Plánovaný výkaz zisků a ztrát</u></b>	<b>Roky</b>			
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tržby za prodej zboží	14	11	11	10
Náklady vynaložené na prodané zboží	9	6	6	5
Obchodní marže	5	5	5	5
Výkony	7064	6553	7389	6910
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	6886	6669	7246	7022
Změna stavu zásob vlastní výroby	178	-116	143	-112
Aktivace	-	-	-	-
Výkonová spotřeba	3676	2864	3239	3056
Spotřeba materiálu a energie	1926	1566	2001	1785
Služby	1750	1298	1238	1271
Přidaná hodnota	3386	3669	4124	3875
Osobní náklady	2689	2312	2592	2438
Mzdové náklady	1691	1427	1487	1301
Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění	654	567	721	692
Sociální náklady	173	156	198	235
Daně a poplatky	28	26	30	28
Odpisy dlouhodobého nehmotného majetku	143	136	156	182
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-	-	-	-
Zůstatková cena dlouhodobého prodaného DM a materiálu	-	-	-	-
Ostatní provozní výnosy	58	33	38	35

Ostatní provozní náklady	23	21	24	22
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>568</b>	<b>1233</b>	<b>1391</b>	<b>1224</b>
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	5	5	43	55
Výnosové úroky	21	3	12	37
Nákladové úroky	-	-	-	-
Ostatní finanční náklady	16	18	38	17
Převod finančních nákladů	-	-	-	-
Výnosy z pronájmu pro zahrádkářské účely	10	10	10	10
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>85</b>
Daň z příjmu za běžnou činnost	108	234	264	241
- splatná	108	234	264	241
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>480</b>	<b>999</b>	<b>1154</b>	<b>1068</b>
Mimořádný výsledek hospodaření	-	-	-	-
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>480</b>	<b>999</b>	<b>1154</b>	<b>1068</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>588</b>	<b>1233</b>	<b>1418</b>	<b>1309</b>

<b><u>Plánované cash flow</u></b>	<b>Roky</b>			
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Stav peněžních prostředků na začátku roku	2464	3358	4535	5801
KPVH po zdanění	460	998	1126	1027
Odpisy	143	136	156	182
Změna rezerv	0	0	0	0
Změna stavu zásob	-201	129	-165	124
Změna stavu pohledávek	474	-233	276	-217

Změna stavu krátkodobých závazků	133	-75	122	-70
Změna stavu časového rozlišení aktiv	0	0	0	0
Změna stavu časového rozlišení pasiv	0	0	0	0
<b>Provozní cash flow</b>	<b>1009</b>	<b>955</b>	<b>1515</b>	<b>1046</b>
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-34	-86	-306	-382
<b>Cash flow z provozně nutného majetku celkem</b>	<b>975</b>	<b>869</b>	<b>1209</b>	<b>664</b>
Výnosy z finančního majetku	10	-10	17	75
Výnosy z pronájmu pozemků pro zahrádkářské účely	10	10	10	10
<b>Cash flow z provozně nenutného majetku</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>85</b>
Nákladové úroky	-	-	-	-
Diference v dani z příjmu	-101	126	30	-23
<b>Cash flow z finanční činnosti</b>	<b>-101</b>	<b>126</b>	<b>30</b>	<b>-23</b>
<b>Zvýšení/snížení peněžních prostředků (celkové CF)</b>	<b>894</b>	<b>995</b>	<b>1266</b>	<b>1108</b>
<b>Peníze na konci období</b>	<b>3358</b>	<b>4353</b>	<b>5801</b>	<b>6909</b>