



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Lucie Tordeurs

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2020

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Studentka:	Bc. Lucie Tordeurs
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce:	Ing. Michal Karas, Ph.D.
Akademický rok:	2019/20

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Prognóza generátorů hodnoty
Návrh finančního plánu
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dále strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 3. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2011. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

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

MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Tato diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku za použití výnosových metod. Teoretická část této diplomové práce je zaměřena na vysvětlení základních pojmů, metod a postupu při oceňování podniku. Analytická část zahrnuje strategickou a finanční analýzu, analýzu a prognózu generátorů hodnoty a finanční plán. Ocenění podniku je stanovené na základě metody diskontovaného peněžního toku a metody ekonomické přidané hodnoty. Hodnota podniku je stanovena k 1.1.2019.

Abstract

This diploma thesis is focused on estimation of a company value using income capitalization approach. The theoretical part of this diploma thesis is focused on the definition of the basic terms, methods and procedure of valuation. The analytical part includes strategic and financial analysis, analysis and forecast of the value drivers and financial plan. The valuation of the company is based on Discounted cash flow method and Economic value added method. Determination of value is made as at 1.1.2019.

Klíčová slova

výnosové metody oceňování, stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, diskontovaný peněžní tok, ekonomická přidaná hodnota

Key words

income capitalization approach, valuation of a company, strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, discounted cash flow, economic value added

Bibliografická citace

TORDEURS, Lucie. Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou. Brno, 2020. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/119952>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Michal Karas.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/200 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne

.....

Lucie Tordeurs

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucímu diplomové práce panu Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za odborné vedení, cenné rady a připomínky, konzultace a pomoc při zpracování diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ.....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA.....	13
2.1 Hodnota podniku	13
2.2 Důvody oceňování podniku.....	14
2.3 Kategorie hodnoty	15
2.3.1 Tržní hodnota.....	16
2.3.2 Spravedlivá hodnota	16
2.3.3 Subjektivní hodnota	17
2.3.4 Objektivizovaná hodnota	17
2.3.5 Komplexní přístup na základě Kolínské školy	17
2.4 Postup při oceňování podniku	18
2.5 Strategická analýza podniku.....	19
2.5.1 Strategická analýza vnějšího prostředí	19
2.5.2 Strategická analýza makrookolí.....	19
2.5.3 Strategická analýza mikrookolí	21
2.5.4 Strategická analýza vnitřního prostředí	27
2.6 SWOT a TOWS analýza	28
2.7 Finanční analýza podniku.....	30
2.7.1 Absolutní ukazatelé.....	31
2.7.2 Poměroví ukazatelé.....	31
2.7.3 Soustavy ukazatelů	35
2.8 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná.....	37
2.8.1 Provozně nutný investovaný kapitál	38
2.8.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	38
2.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	39
2.9.1 Tržby.....	40

2.9.2	Provozní zisková marže	40
2.9.3	Pracovní kapitál	41
2.9.4	Investice do dlouhodobého majetku	43
2.10	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	44
2.11	Sestavení finančního plánu	45
2.12	Výnosové metody oceňování podniku	45
2.12.1	Metoda diskontovaných peněžních toků.....	46
2.12.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	54
3	ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU.....	60
3.1	Strategická analýza společnosti	60
3.1.1	Analýza makrookolí.....	60
3.1.2	Analýza mikrookolí	64
3.1.3	Analýza vnitřního prostředí podniku	69
3.2	Finanční analýza společnosti	71
3.2.1	Analýza absolutních ukazatelů	72
3.2.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	77
3.2.3	Souhrnné ukazatele	83
3.3	SWOT analýza.....	85
4	VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ.....	87
4.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	87
4.2	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	88
4.2.1	Tržby	88
4.2.2	Provozní zisková marže	90
4.2.3	Čistý pracovní kapitál	93
4.2.4	Investice do dlouhodobého majetku	94
4.2.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	95
4.3	Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty	96
4.4	Návrh finančního plánu	98
4.4.1	Finanční plán rozvahy.....	98

4.4.2	Finanční plán výsledovky	99
4.4.3	Finanční plán cash flow	101
4.5	Finanční analýza plánu	102
4.6	Náklady kapitálu.....	103
4.6.1	Náklady na vlastní kapitál.....	104
4.7	Návrh výsledného ocenění	105
4.7.1	Ocenění metodou DCF	105
4.7.2	Ocenění metodou EVA.....	107
ZÁVĚR.....		110
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY		112
SEZNAM POUŽITÝCH TABULEK.....		117
SEZNAM POUŽITÝCH OBRÁZKŮ		119
SEZNAM PŘÍLOH.....		120

ÚVOD

Tématem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku. Jedná se o velice komplikovaný proces, jehož cílem je získat odhad hodnoty podniku vyjádřený v peněžních jednotkách.

Důvodů pro stanovení hodnoty podniku může být mnoho, například nákup či prodej podniku, změna právní formy, fúze či rozdělení podniku, svou roli ocenění podniku hraje také při poskytování úvěru. Od důvodu ocenění se odvíjí také výběr vhodné oceňovací metody.

Stanovení hodnoty podniku je výsledkem složitého a dlouhého procesu, jemuž předchází řada dílčích kroků. Po sběru vstupních dat je nutné, aby oceňovatel zpracoval strategickou a finanční analýzu podniku a na základě výsledků těchto analýz vypracoval prognózu takzvaných generátorů hodnoty, návrh finančního plánu a zvolil vhodnou metodu ocenění.

Tato diplomová práce se zabývá odhadem hodnoty vybrané společnosti, jejímž předmětem podnikání je nákup a prodej elektronických cigaret, náplní do elektronických cigaret a příslušenství k nim. Důvodem provedení odhadu hodnoty této společnosti je potenciální prodej neznámému kupujícímu. Pro odhad hodnoty společnosti budou použity vybrané výnosové metody, konkrétně metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem diplomové práce je provést odhad objektivizované hodnoty Oceňovaného podniku pro potenciální prodej neznámému kupujícímu pomocí výnosových metod DCF entity a metody ekonomické přidané hodnoty k 1.1.2019.

K dosažení tohoto cíle je nutno splnit několik dílčích cílů:

- vymezení základních pojmů problematiky oceňování a obecného postupu při oceňování podniku,
- zpracování strategické analýzy vnitřního a vnějšího prostředí,
- zpracování finanční analýzy poměrových ukazatelů a souhrnných ukazatelů,
- komparace výsledků finanční analýzy s konkurenčními podniky,
- analýza a prognóza generátorů hodnoty,
- zpracování finančního plánu skládajícího se z plánované rozvahy, výsledovky a výkazu cash flow,
- kalkulace diskontní míry podniku,
- aplikace vybraných výnosových metod pro provedení odhadu hodnoty Oceňovaného podniku.

Výše uvedených cílů bude dosaženo pomocí následujících metod:

- deskripce – metodou deskripce budou popsány základní pojmy a postupy potřebné k procesu ocenění.
- analýza – neboli rozložení celku na jednotlivé části a zkoumání jednotlivých prvků, v práci bude provedena strategická a finanční analýza.
- komparace – neboli porovnání dvou nebo více jevů. V diplomové práci budou v rámci finanční analýzy srovnány výsledky vybraných poměrových ukazatelů Oceňovaného podniku s výsledky konkurenčních podniků.
- syntéza – neboli spojení jednotlivých poznatků v propojený celek. Výsledky strategické a finanční analýzy budou metodou spojeny v rámci SWOT analýzy.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA

Tato část diplomové práce je zaměřena na vysvětlení základních pojmů, představení metod a postupů ke stanovení hodnoty podniku.

Podnik

Definice podniku není v literatuře jednotná. Dle Maříka (2018) odpovídá realitě definice podniku jako jedinečného, méně likvidního aktiva, pro které existují zpravidla méně transparentní trhy.

Pro oceňovatele je však směrodatná definice dle zákona. Pojem podnik byl vymezen Obchodním zákoníkem, který však od 1.1.2014 nahradil Nový občanský zákoník. Ten však nezná pojem podnik a zavádí pojem obchodní závod. Výklad najdeme v § 502 NOZ, kde je obchodní závod definován jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Vzhledem k zavedené praxi bude v této diplomové práci používán pojem podnik jako synonymum pro obchodní závod.

Podnikatel

Podnikatelem je v NOZ § 420 označován ten „kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem zisku.“

Pojem jmění je rovněž vymezen v NOZ v § 495 jako souhrn majetku a dluhů. Při oceňování podniku je tedy nutné pohlížet na podnik jako celek, který tvoří jak majetek, tak závazky všeho druhu.

2.1 Hodnota podniku

Hodnotu podniku není možné zjistit pouhým odečtením dluhů od majetku, hodnota podniku je závislá na jeho očekávaném budoucím užítku. Tato práce se bude soustředit na užitky, které jsou vyjádřeny v penězích, i když podnik přináší rovněž užitky, které penězi vyjádřitelné nejsou, jako příklad je možné uvést společenské postavení. Hodnota

podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy, které jsou převedené na jejich současnou hodnotu. Problémem je, že budoucí příjmy nemůžeme s jistotou určit, pouze je odvodit na základě série analýz (Mařík, 2018).

2.2 Důvody oceňování podniku

Proces oceňování najde své opodstatnění v široké škále případů. V každém z nich však hraje jinou roli a oceňovatel musí přistupovat k různým případům individuálně. Proto musíme rozlišovat důvody ocenění, na jejichž základě volíme oceňovací metody, které vedou k odlišným výsledkům (Vochozka, 2011).

Obecně je možné rozdělit důvody oceňování podniku do tří hlavních skupin:

1. Oceňování podniku podnikem samotným

Oceňování podniku dává majitelům informaci o tom, jakým směrem a jak dynamicky se vyvíjí jejich „bohatství“. Z tohoto důvodu mají zájem na tom, aby obdrželi co nejpřesnější informace o stavu jejich společnosti.

Oceňování podniku je rovněž sledováno managementem společnosti, který jej používá jako zpětnou vazbu své činnosti (Vochozka, 2011).

2. Oceňování podniku z důvodu vlastnické změny

Dalšími důvody k oceňování mohou být například prodej či koupě podniku, prodej podílu ve společnosti, splnutí nebo sloučení dvou či více podniků. V těchto případech je jak pro prodávajícího, tak i pro kupujícího důležité znát tzv. tržní hodnotu.

Do této kategorie můžeme rovněž zařadit oceňování podniku z důvodu změny právní formy společnosti a způsob ručení dané formy, který rovněž ovlivňuje celkovou hodnotu společnosti (Vochozka, 2011).

3. Oceňování podniku ze strany externích subjektů

Externí subjekty představují širokou kategorii uživatelů informací ohledně oceňování podniku. Jedná se o subjekty, které nějakým způsobem s daným podnikem spolupracují, ať už jde o dodavatele, odběratele, banky, pojišťovny či zaměstnance.

Z této skupiny externích uživatelů má oceňování podniku nejvýznamnější roli pro banky a podobné finanční instituce, jež poskytují podniku finanční prostředky. Banky zpravidla používají vlastní metody pro ověření bonity klienta a mají zdaleka nejlepší přístup k informacím o oceňovaném podniku, jelikož informace získávají přímo od klienta v reálném čase, kdežto jiné externí subjekty (například dodavatelé nebo odběratelé) mají často přístup pouze k datům, která jsou zveřejněna v účetní závěrce. Jejich cílem je snaha o predikci budoucího vývoje daného podniku a jeho schopnost dostát svým závazkům. (Vochozka, 2011).

Bonita klienta je však neméně důležitá pro dodavatele, kteří v běžné praxi poskytují svým zákazníkům určitý čas na splnění závazků (takzvaný dodavatelský úvěr), čímž se řadí mezi subjekty, jež se podílí na jejich financování. Z tohoto důvodu je pro dodavatele důležité mít aspoň přibližnou informaci o finanční stabilitě svých zákazníků. Pro odběratele je informace o stabilitě dodavatelů rovněž důležitá z důvodu plynulého plánování výroby. Proto je dnes poskytování nejrůznějších informací mezi dodavatelem a odběratelem běžně zahrnováno do rámcových dodavatelsko-odběratelských smluv (Vochozka, 2011).

2.3 Kategorie hodnoty

Jak již bylo výše zmíněno, pro stanovení hodnoty podniku je nutné vycházet z toho, za jakým účelem je proces ocenění požadován.

Definujeme tři základní kategorie hodnoty, které vycházejí z těchto otázek:

1. Kolik je ochoten zaplatit za podnik běžný zájemce? Kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaká je tržní hodnota?
2. Jakou hodnotu má podnik pro konkrétního kupujícího? Jaká je jeho subjektivní hodnota?
3. Jaká hodnota může být považována za spravedlivou pro konkrétní dvojici kupujícího a prodávajícího?
4. Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou (Mařík, 2018)?

2.3.1 Tržní hodnota

Předpokladem existence tržní hodnoty je fakt, že existuje trh s podniky, na kterém se setkávají prodávající a kupující a jejich vzájemnou interakcí se utváří tržní hodnota. Mezinárodní oceňovací standardy definují pojem tržní hodnota jako odhadovanou částku, za kterou by bylo aktivum či závazek směřeno k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v nezávislé transakci, po řádném marketingu a kde obě strany jednají informovaně, rozumně a bez nátlaku (International Valuation Standards Council, 2016).

Mezinárodní oceňovací standardy rovněž poskytují komentář k této definici, ze které vyplývá, že se jedná pouze o odhadovanou částku, která by měla k datu ocenění odpovídat nejvýhodnější možné částce pro kupujícího a zároveň nejlepší možné částce pro prodávajícího. Nejedná se o předem stanovenou částku ani skutečnou prodejní cenu. Ochotného kupujícího tato definice vnímá jako kupujícího, který má motivaci ke koupi a kupuje podle aktuální situace na trhu. Není příliš koupěchtivý a není ochoten zaplatit víc než aktuální cenu na trhu. Stejně tak pro ochotného prodávajícího platí předpoklad motivace k prodeji, nikoliv však nutnosti prodat za každou cenu. Nezávislou transakci vysvětlují mezinárodní oceňovací standardy jako transakci mezi osobami, které mezi sebou nemají žádné blízké či zvláštní vztahy, které by mohly vyústit v cenu pro trh netypickou. Předpokladem tržní hodnoty je také fakt, že prodávaný majetek byl nabízen ke koupi způsobem, který vede k dosažení nejlepší možné prodejní ceny. Obě strany jsou informované o vlastnostech a využití majetku, o stavu trhu a do transakce vstupují dobrovolně. Trh, na kterém může být majetek nabízen ke koupi, může být jak domácí, tak mezinárodní volný, konkurenční trh. Zároveň by tržní hodnota měla odpovídat nejlepšímu možnému využití prodávajícího majetku, které přináší nejvyšší hodnotu tohoto majetku (Mařík, 2018).

2.3.2 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota je odhadovaná cena převedení aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušené zájmy těchto stran. Spravedlivá hodnota vyžaduje posouzení ceny, která je spravedlivá mezi těmito

dvěma konkrétními stranami s přihlédnutím na výhody a nevýhody, které může získat jakýkoliv subjekt na trhu (International Valuation Standards Council, 2016).

Spravedlivá hodnota je širší pojem než tržní hodnota. Ačkoli v mnoha případech se cena, která je spravedlivá mezi dvěma stranami, rovná ceně dosažitelné na trhu, existují případy, kdy při posuzování spravedlivé hodnoty jsou zohledněny záležitosti, které je třeba při posuzování tržní hodnoty ignorovat. Jedná se například o prvky synergické hodnoty vznikající v důsledku kombinace zájmů (International Valuation Standards Council, 2016).

2.3.3 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota, podle mezinárodních oceňovacích standardů též investiční hodnota, je kategorie hodnoty, která je specifická pro konkrétní jednotku. Na rozdíl od tržní hodnoty totiž nepočítá s pouze hypotetickou směnou, ale zohledňuje podmínky a finanční cíle konkrétního subjektu. Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře ovlivněna subjektivními názory subjektu, z jehož hlediska je sestavena, tedy kupujícího nebo investora (Mařík, 2018).

2.3.4 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku „Jakou hodnotu lze používat za nejméně spornou“? Na rozdíl od subjektivní hodnoty je objektivizovaná hodnota totiž postavená na všeobecně uznávaných datech a použití určitých zásad. Je postavena na hodnotě budoucích výnosů z pohledu vlastníka, přičemž se předpokládá, že podnik bude pokračovat ve své činnosti v nezměněném konceptu a zohlednění všech finančních možností podniku a realistických budoucích očekávaní v rámci tržních šancí a rizik. Rovněž se předpokládá, že bude zachován stávající management a způsob financování (Mařík, 2018).

2.3.5 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Kolínská škola se pokouší o syntézu výše zmíněných způsobů, která rozeznává několik funkcí oceňování, kterým odpovídají různé báze hodnoty. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou, přičemž nejdůležitější funkcí je funkce

poradenská, která má za úkol kupním stranám poskytnout tzv. hraniční hodnoty. Hraniční hodnoty určují maximální cenu, kterou může kupující zaplatit, aniž by koupí prodělal a minimální cenu, jež může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal. Vymezením těchto hodnot vzniká prostor pro cenové vyjednávání mezi kupními stranami. Rozhodčí funkce má potom za úkol prostřednictvím nezávislého oceňovatele odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a určit spravedlivou hodnotu. Navazuje funkce argumentační, která nachází argumenty pro zlepšení pozice dané strany a slouží jako podklad pro vyjednávání (Mařík, 2018).

2.4 Postup při oceňování podniku

Samotné ocenění je však až posledním krokem při oceňování podniku, kterému předchází řada úkonů. Dle Maříka (2018) je obecný postup při oceňování podniku následující:

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - Strategická analýza
 - Finanční analýza
 - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenuťná
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - Orientační ocenění na základu generátorů hodnoty
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
 - Výběr vhodné metody ocenění
 - Ocenění podle zvolené metody
 - Souhrnné ocenění

Sběr vstupních dat nepředstavuje pouze shromáždění ekonomických dat z účetních výkazů a výročních zpráv, ale také informace o trhu, ve kterém se podnik pohybuje. Tyto informace jsou pak dále zpracovány v dalších krocích. (Mařík, 2018).

2.5 Strategická analýza podniku

Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a vyhodnotit všechny relevantní faktory ovlivňující podnik. Strategická analýza se orientuje na dva vzájemně se ovlivňující okruhy a to vnější a vnitřní okolí podniku (Synek, 2010).

Funkcí strategické analýzy při oceňování podniku je vymezení celkového výnosového potenciálu podniku, který se skládá z vnitřního a vnějšího potenciálu podniku. Analýza vnějšího potenciálu zkoumá příležitosti a hrozby v odvětví, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Vnitřním potenciálem podniku se rozumí jeho schopnost využít tyto příležitosti a čelit rizikům (Mařík, 2018).

2.5.1 Strategická analýza vnějšího prostředí

Analýza vnějšího prostředí je zaměřená na faktory okolí podniku, které ovlivňují jeho strategickou pozici a vytvářejí potenciální příležitosti a hrozby pro jeho činnost. Strategická analýza vnějšího prostředí se věnuje jak vlivům makrookolí, tak vlivům mikrookolí podniku (Synek, 2010).

2.5.2 Strategická analýza makrookolí

Makrookolím jsou veškeré vnější vlivy a podmínky vznikající mimo podnik. Tyto vlivy a podmínky jsou zpravidla nezávislé na chování podniku. Jedná se o vlivy politického, ekonomického, sociálního, legislativního a technologického charakteru. Jednou z analýz zabývajících se analýzou makrookolí je analýza PEST, která rozděluje vlivy makrookolí do následujících čtyř skupin:

- P – politické a legislativní faktory,
- E – ekonomické faktory,
- S – sociální a kulturní faktory,
- T – technologické faktory (Sedláčková, 2000).

Politické a legislativní faktory

Politické a legislativní faktory regulují činnost podniku prostřednictvím zákonů, předpisů a vyhlášek. Jedná se především o daňové zákony, protimonopolní zákony, zákony regulující zahraniční obchod, pracovní právo, ochranu životního prostředí a mnoho dalších zákonů, jejichž existence může ovlivňovat rozhodování o budoucí strategii podniku (Sedláčková, 2000).

Ekonomické faktory

Stav ekonomiky významně ovlivňuje rozhodování podniku. Základními ekonomickými vlivy jsou míra ekonomického růstu, úroveň úrokové míry, míra inflace a devizový kurz. V době ekonomického růstu se zvyšuje spotřeba, což pro podnik znamená nové příležitosti a naopak v době úpadku hrozby. Úroková míra určuje cenu kapitálu a tím ovlivňuje skladbu použitých finančních prostředků a celkovou investiční aktivitu podniku. Nízká úroková míra vytváří příležitost k uskutečnění investičních záměrů. Intenzita investiční činnosti je rovněž ovlivněna mírou inflace. Vysoká míra inflace má negativní dopady na investice podniku a jeho ekonomický rozvoj. Vývoj devizového kurzu může představovat ohrožení pro podniky s vysokou zahraniční aktivitou (Sedláčková, 2000).

Sociální a kulturní faktory

Neméně důležité jsou sociální a kulturní faktory, které jsou stejně jako ostatní vlivy makrookolí v neustálém vývoji. Patří mezi ně například průměrný věk populace, úroveň vzdělání, postoje k práci, životní styl a postoje obyvatel. Znalost trendů v sociálně kulturním okolí podniku vede k získání konkurenční výhody v boji o zákazníka (Sedláčková, 2000).

Technologické faktory

Informovanost o technologických a technických změnách hraje v podniku rovněž důležitou roli. Nejvýznamnějšími faktory jsou změny technologií, rychlost morálního zastarávání, nové vynálezy a objevy, ale také vládní podpora výzkumu a vývoje. Sledováním trendů v této oblasti a předvídáním budoucího vývoje se podnik může vyhnout zaostalosti a získat tak na trhu výhodu před konkurenty (Sedláčková, 2000).

2.5.3 Strategická analýza mikrookolí

Mikrookolím chápeme prostředí odvětví, ve kterém se daný podnik nachází. Toto okolí je ovlivňováno zejména konkurenty, dodavateli a zákazníky. Cílem strategické analýzy mikrookolí je identifikovat vlivy, které dělají dané odvětví více či méně atraktivním.

Pro analýzu mikrookolí je klíčové vymezení charakteristiky daného odvětví a také vymezení sil, které ovlivňují vývoj a změny v odvětví, a klíčových faktorů úspěchu v odvětví (Cimbálníková, 2012).

Analýza odvětví

Odvětvím v tomto případě považujeme skupinu podniků, jejichž výrobky mají velké množství společných znaků, takže uspokojují stejné potřeby a vedou tedy k boji o stejného zákazníka. Analýza odvětví se zabývá především základními charakteristikami odvětví, strukturou odvětví, mapováním konkurenčních skupin a životním cyklem odvětví (Cimbálníková, 2012).

Základní charakteristika

Základní charakteristika odvětví vymezuje velikost trhu, geografický rozsah konkurence, dosavadní vývoj trhu, konkurenční prostředí, vstupní a výstupní bariéry pro vstup na trh a diferenciaci produktu na daném trhu (Cimbálníková, 2012).

Struktura podniku

Na analýzu základních charakteristik odvětví dále navazuje určení povahy odvětví. Dle Cimbálníkové (2012) lze rozlišit čtyři základní skupiny:

- vytvářející se odvětví, která se nachází ve formující fázi, organizace působící v odvětví jsou teprve na začátku svého působení. V této fázi věnují vysokou pozornost návrhu produktu a řešení technologických problémů.
- Rychlé trhy, které jsou charakteristické velmi dynamickým vývojem v oblasti technologických změn, krátkými životními cykly produktů a stále novými požadavky zákazníků.
- Zralá odvětví, která jsou charakteristická zpomalením růstu.

- Roztříštěná odvětví, ve kterých se pohybuje množství malých a středních podniků, z nichž žádný se na celkovém prodeji nepodílí významným způsobem, chybí odvětvoví vůdci (Cimbálníková, 2012).

Pro další zkoumání sil a mechanismů působících v odvětví je vhodné určit z jakých prvků se dané odvětví skládá a jaké jsou mezi nimi vazby. Na základě těchto informací poté můžeme určit, zda se jedná o podnik s atomizovanou strukturou nebo konsolidovanou strukturou.

Atomizovaná struktura odvětví se vyznačuje velkým množstvím malých podniků, které nemají významný podíl na celkovém prodeji v odvětví, nízkými nebo žádnými bariérami vstupu do odvětví a homogenním produktem. Tato struktura odvětví představuje pro zúčastněné podniky spíše hrozbu než příležitost, jelikož nízké bariéry vstupu do odvětví v době silné poptávky lákají velké množství nových podniků a vznikají tak přebytečné kapacity, které vedou ke snižování cen produktů a cenovým válkám. Taková situace pak vede k úpadku odvětví a bankrotem či výstupem některých podniků, dokud se opět nevyrovná kapacita odvětví s poptávkou v odvětví (Cimbálníková, 2012).

Pro konsolidovanou strukturu odvětví je typické oligopolní, duopolní nebo monopolní prostředí a značné bariéry vstupu do odvětví. Produkty odvětví mohou být jak homogenní, tak diferenciované. Důsledkem toho je vzájemná závislost podniků v odvětví, kdy aktivita jednoho podniku ovlivňuje chování dalších podniků v odvětví. Podniky proto musí při rozhodování o svých aktivitách také předpovídat reakci konkurenčních podniků (Cimbálníková, 2012).

Životní cyklus odvětví

Důležitou informací při tvorbě strategie je také fáze životního cyklu, ve které se odvětví nachází. Jednotlivé fáze životního cyklu odvětví vytváří pro podnik jak příležitosti, tak hrozby. Každá z fází má odlišný charakter, ze kterého pak vyplývají odlišné strategie podniku. Odvětví prochází etapami vznik, růst, zralost a pokles a fáze životního cyklu je odvozená ze situace na trhu, tedy monitorováním toho, zda počet zákazníků a poptávka po produktech v odvětví roste, klesá nebo je stabilní (Sedláčková, 2000).

Ve fázi vzniku odvětví je kladen důraz především na rozvoj trhu a specifických předností. Podniky se snaží získat vysoký tržní podíl a přilákat zákazníky, aby si vybudovaly co nejpevnější pozici (Sedláčková, 2000).

V etapě růstu podniky upevňují svou pozici v odvětví a snaží se zvýšit svůj podíl, proniknout do dalších segmentů či na zahraniční trhy. Růst atraktivity trhu však do odvětví přiláká nové konkurenty, proto je důležité neustále upevňovat svou konkurenční pozici (Sedláčková, 2000).

Etapa dospělosti je charakteristická poptávkou, která roste jen zvolna, intenzivní konkurencí v cenové oblasti a výrobkovou diferenciací. Podniky se snaží přetáhnout zákazníky svých konkurentů prostřednictvím snižování cen nebo zdokonalováním svých produktů, případně poskytováním doprovodných služeb (Sedláčková, 2000).

Následuje etapa dozrání, kdy poptávka v odvětví dosahuje svého vrcholu a roste jen minimálně. Podniky musí monitorovat chování svých konkurentů a vynakládat prostředky pro udržení své pozice na trhu (Sedláčková, 2000).

V momentě, kdy poptávka v odvětví značně klesat, nastává etapa úpadku. Podniky musí čelit rozhodnutí, zda nepříznivý vývoj poptávky obrátit, nebo vystoupit z odvětví. Silnější podniky řeší situaci vhodnou volbou výrobků a trhů či snížením počtů segmentů, slabší podniky postupným snižováním majetku, omezením investiční činnosti a následným odchodem z odvětví (Sedláčková, 2000).

Analýza konkurenčních sil

Analýza konkurenčních sil navazuje na analýzu odvětví, jelikož konkurenční síly a tlaky, které na podnik působí, bývají právě v nejbližším okolí podniku. Analýza konkurenčního prostředí je významným nástrojem strategické analýzy, protože i podnik působící v atraktivním odvětví se může dostat do nesnází právě vlivem konkurenčních sil a jejich nedostatečnou znalostí (Sedláčková, 2000).

Nejčastěji využívaným modelem pro analýzu konkurenčních sil je **Porterův model pěti sil**. Cílem modelu je poznat a pochopit podstatu sil působících v konkurenčním prostředí a odhalit jejich význam pro budoucí strategická rozhodnutí podniku.

Jedná se o tyto síly:

- konkurence a rivalita mezi existujícími podniky,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- vyjednávací síla odběratelů,
- hrozba vstupu nových konkurentů,
- hrozba substitutů (Sedláčková, 2000).

Působení těchto pěti sil je navzájem propojené a změna jednoho faktoru může významně ovlivnit intenzitu jiného faktoru. Míra působení konkurenčních sil se liší v závislosti na odvětví a reaguje na změny v daném odvětví. Je-li všech pět sil silných, lze předpokládat, že ziskovost v odvětví bude nižší než v odvětvích, kde je míra působení konkurenčních sil nižší (Sedláčková, 2000).

Rivalita mezi existujícími podniky

Konkurenční boj mezi podniky v odvětví je označován za nejsilnější z konkurenčních sil. Může mít různou intenzitu a mnoho různých forem. Podniky mohou bojovat o získání zákazníků svých konkurentů prostřednictvím ceny, kvality, doplňkových služeb, zlepšování stávajících produktů a uvádění produktů nových, reklamními kampaněmi, akcemi na podporu prodeje a mnoha dalšími nástroji. Podniky volí vhodné kombinace těchto nástrojů a mění své konkurenční strategie v čase v závislosti na vývoji tržních podmínek a jednání svých konkurentů (Sedláčková, 2000).

Intenzitu rivality v konkurenčním prostředí ovlivňuje mnoho faktorů, nejčastěji jsou však zdůrazňovány tyto faktory:

- počet a velikost konkurentů,
- míra růstu trhu,
- vysoké fixní náklady,
- diferenciací produktů,
- výstupní bariéry z odvětví (Sedláčková, 2000).

Počet a velikost konkurenčních podniků v odvětví má velký vliv na intenzitu rivality. V odvětví, kde působí mnoho podniků bez výrazných rozdílů ve velikosti zdrojů a kvalitě schopností jednotlivých podniků, je nižší pravděpodobnost toho, že jeden z podniků ovládne podstatnou část trhu. Intenzita konkurenčního boje je tedy daleko vyšší než

v případě, kdy na trhu dominuje jeden podnik a jeho konkurenti nemohou jeho postavení ohrozit (Sedláčková, 2000).

Míra růstu trhu, respektive míra růstu poptávky rovněž ovlivňuje stupeň rivality mezi konkurenty. Když poptávka roste rychle, podniky mohou své zisky zvyšovat, udrželi krok s poptávkou a není nutné útočit na své konkurenty. Naopak v případě, kdy poptávka roste pomalu, snaží se podniky dosáhnout vlastního růstu na úkor konkurentů (Sedláčková, 2000).

Intenzita rivality je rovněž vyšší v odvětvích, pro která jsou charakteristické vysoké fixní náklady. V takových odvětvích je zásadní plné využití výrobních kapacit a v době oslabení poptávky jsou podniky nuceny poskytovat svým odběratelům slevy, rabaty a používat další taktiky podporující růst objemu prodeje (Sedláčková, 2000).

Diferenciace produktů je dalším z faktorů, který ovlivňuje stupeň rivality konkurenčních podniků. Jsou-li produkty konkurenčních podniků málo diferenciované, zákazníci mohou snadno přecházet od jednoho prodávajícího ke druhému. Takový stav v odvětví podporuje konkurenční boj, jelikož se podniky samozřejmě snaží udržet své stávající zákazníky a získat zákazníky svých konkurentů (Sedláčková, 2000).

Stejně tak ovlivňují rivalitu v odvětví vysoké výstupní bariéry. Existují-li vysoké výstupní bariéry, podniky v době poklesu poptávky zůstávají na trhu i za cenu krátkodobých ztrát, což vede k cenovým válkám (Sedláčková, 2000).

Vyjednávací síla dodavatelů

Další hybnou silou působící na podnik je vyjednávací síla dodavatelů vstupů. Čím větší je jejich vyjednávací síla, tím více mohou ovlivnit ziskovost podniku prostřednictvím cen vstupů, případně jejich kvalitou. Vysokou vyjednávací sílu mají zejména:

- dodavatelé, kteří poskytují vysoce diferenciované produkty a pro podnik je obtížné nebo příliš nákladné přejít k jinému dodavateli
- dodavatelé, kteří poskytují vstupy, které jsou pro podnik velmi důležité, ovlivňují kvalitu jejich výstupů a tvoří významnou část celkových nákladů,
- dodavatelé, kteří využívají svou tržní pozici v případě, že je v odvětví pouze několik dodavatelů, kteří dodávají svým odběratelům velké objemy vstupů,

- dodavatelé, kteří nepřikládají velký význam dlouhodobým vztahům se svými zákazníky (Sedláčková, 2000).

Vyjednávací síla odběratelů

Podniky musí čelit nejen tlakům ze strany svých dodavatelů, ale také ze strany kupujících. Za určitých okolností může být vyjednávací síla odběratelů velmi významnou konkurenční silou, kterou mohou využít k získání výhod, například slev, lepších garančních či platebních podmínek, vyšší úroveň kvality atd. Jedná se o následující situace:

- málo zákazníků nakupuje velké množství produktů,
- produkt je značně standardizován a kupující mohou snadno přejít k jinému dodavateli,
- nákupy jednoho zákazníka představují vysoké procento z celkového odbytu,
- nakupovaný produkt není důležitým vstupem nebo nezbytným výrobkem,
- pro zákazníky je výhodnější nakupovat vstupy od více dodavatelů.

Působením konkurenčních tlaků ze strany zákazníků může dojít ke snížení ziskovosti podniku. Podnik může zmírnit dopady těchto konkurenčních tlaků tím, že bude vyhledávat skupiny zákazníků, které mají relativně nízkou vyjednávací sílu (Sedláčková a Buchta, 2006).

Hrozba vstupu nových konkurentů

Dochází-li v odvětví k nárůstu ziskovosti, stává se atraktivním a láká nové konkurenty. Významnost hrozby vstupu nových konkurentů do odvětví ovlivňují dva faktory a to vstupní bariéry a očekávaná reakce ostatních konkurentů (Sedláčková a Buchta, 2006).

Vstupní bariéry mohou odradit potenciální konkurenty od jejich vstupu do odvětví. Existuje několik typů různých bariér:

- úspory z objemu a zkušenostní efekt,
- technologie a know-how,
- znalost značky a oddanost zákazníků,
- kapitálová náročnost,
- absolutní nákladové výhody,

- přístup k distribučním kanálům,
- legislativní opatření a státní zásahy.

Při analýze je tedy nutné nejdříve zjistit, zda je dané odvětví atraktivní a hrozí vstup nových konkurentů. Pokud ano, je nutné posoudit, zda existují bariéry vstupu do odvětví a následně se zaměřit na očekávanou reakci ostatních konkurentů. Dá-li se předpokládat agresivní obrana proti nově přichozím konkurentům, je hrozba vyvolaná jejich vstupem nižší, než pokud je pravděpodobnost agresivní obrany nízká (Sedláčková a Buchta, 2006).

Hrozba substitutů

Podniky jsou ohroženy nejen svými konkurenty ve stejném odvětví, kteří nabízejí stejný či podobný produkt, ale také konkurenty z jiných odvětví, jež nabízejí substituční výrobek. Samotná existence substitutů však nemusí vždy nutně znamenat pro podnik významnou hrozbu. Významnost hrozby substitutů je ovlivněna relativní výší cen substitutů, jejich kvalitou a náklady, které by zákazníci museli vynaložit na přechod k substitutům. Pro podnik je žádoucí sledovat vývoj růstu poptávky po substitutech a porovnávat s poptávkou po vlastním produktu (Sedláčková a Buchta, 2006).

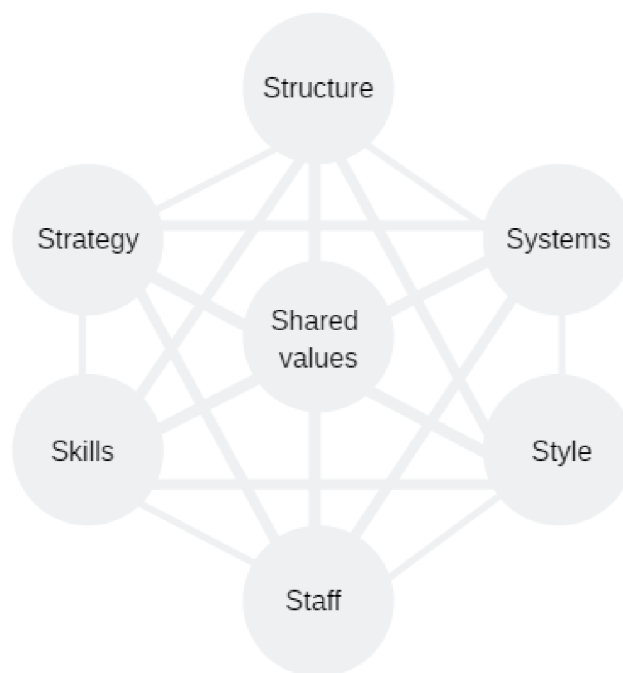
2.5.4 Strategická analýza vnitřního prostředí

Analýza vnitřního prostředí se zaměřuje na schopnost podniku reagovat na hrozby a příležitosti vznikající v jeho okolí. Model 7S navržený poradenskou společností McKinsey & Co analyzuje vnitřní prostředí společnosti pomocí sedmi klíčových faktorů. Jedná se o tyto faktory:

- strategy – plán nebo postup při alokaci zdrojů v čase s cílem dosáhnout cílů společnosti,
- structure – organizační struktura (centrální, divizionální atd.), systém rozdělování úkolů a zodpovědnosti, kontrolní mechanismy,
- systems – veškeré procesy a postupy společnosti, které zajišťují šíření informací, kontrolu i samotné řízení,
- style – styl manažerské práce, například styl vedení, řešení konfliktů, ale také postoj k riziku,

- **staff** – zahrnuje všechny zaměstnance organizace, jejich vzájemné vztahy, postoje, motivaci a další faktory, které ovlivňují jejich chování a výsledky,
- **skills** – klíčové schopnosti nejen jednotlivců ale i organizace jako celku, které vytvářejí konkurenční výhodu na trhu,
- **shared values** – stěžejní hodnoty, postoje a principy společnosti, které jsou uznávány jak vedením a zaměstnanci organizace, tak ostatními stakeholdery (Hanzelková, 2017).

První tři faktory (structure, strategy, systems) jsou označovány jako takzvaná „tvrdá S“ a následující tři (style, staff, skills, shared values) jako „měkká S“. Všechny faktory jsou však navzájem propojené a změna v jednom z faktorů obvykle vyvolá změnu dalších faktorů (Hanzelková, 2017).



Obrázek 1: Model 7S (vlastní zpracování dle Hanzelková, 2017)

2.6 SWOT a TOWS analýza

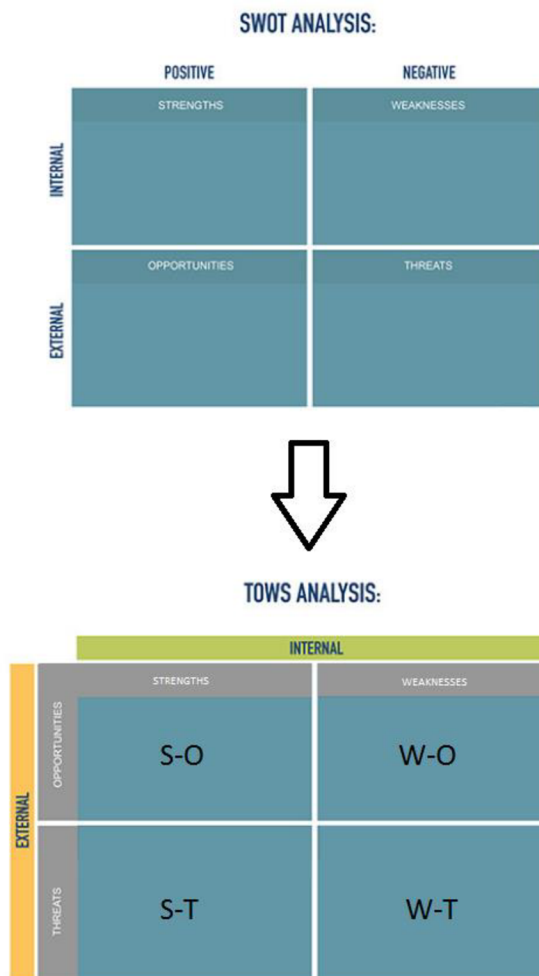
Do skupiny strategických analýz jsou zahrnuty také analýzy, které se nespécializují pouze na analýzu vnitřního či vnějšího prostředí, naopak shrnují výsledky předchozích dílčích analýz a zkoumají jejich vzájemné vztahy a souvislosti (Cimbálníková, 2012).

Nejpoužívanější z těchto analýz je analýza SWOT, jejíž název je odvozen ze čtyř anglických slov:

- **Strengths** – silné vnitřní stránky podniku
- **Weaknesses** – slabé vnitřní stránky podniku
- **Opportunities** – příležitosti ve vnějším prostředí
- **Threats** – hrozby ve vnějším prostředí (Grasseová, 2010).

Výsledky analýzy jsou potom zachyceny ve SWOT matici, která staví silné a slabé stránky podniku proti identifikovaným příležitostem a hrozbám okolí (Grasseová, 2010). Výsledky mohou být rovněž interpretovány v matici TOWS, která dává do souvislosti jednotlivé poznatky a na jejich základě tvoří strategie:

- **S-O**: jakým způsobem může společnost využít silné stránky k tomu, aby těžila z externích příležitostí?
- **S-T**: jakým způsobem může společnost využít silné stránky k tomu, aby se vyhnula externím hrozbám?
- **W-O**: jak může společnost využít externích příležitostí k potlačení slabých stránek?
- **W-T**: jak může společnost minimalizovat slabé stránky a vyhnout se hrozbám (Cimbálníková, 2012)



Obrázek 2: Matice SWOT a TOWS (vlastní zpracování dle Gomer, Hille, 2012)

2.7 Finanční analýza podniku

Finanční analýza umožňuje získat představu o finančním zdraví podniku a posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti. Zdrojem informací pro finanční analýzu jsou údaje z účetních výkazů a vnitropodnikového účetnictví. Jednotlivé položky získané z účetních výkazů má však smysl sledovat pouze v porovnání s ostatními údaji. Základnou finanční analýzy je využití absolutních a poměrových ukazatelů (Dluhošová, 2008).

2.7.1 Absolutní ukazatelé

Základním kamenem finanční analýzy je analýza absolutních ukazatelů, tedy horizontální a vertikální analýza účetních výkazů.

Horizontální analýza slouží k posouzení časových změn ukazatelů či jednotlivých položek výkazů. Na základě minulého vývoje je pak možné zkoumat průběh změn a odhadnout budoucí vývoj významných položek. Při hodnocení je však zapotřebí brát v úvahu také vývoj ekonomických podmínek prostředí.

Do úvahy je potřeba brát jak absolutní, tak relativní změnu.

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t,$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}},$$

kde U_t představuje hodnotu aktuálního roku, U_{t-1} hodnotu z předchozího roku (Dluhošová, 2008).

Vertikální analýza je analýza struktury ukazatele, podává informaci o podílu dílčí položky na celku. Používá se zejména při analýze majetkové a finanční struktury podniku (analýza aktiv a pasív).

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i},$$

Kde U_i představuje hodnotu dílčího ukazatele a $\sum U_i$ je velikost celkového ukazatele (Dluhošová, 2008).

2.7.2 Poměroví ukazatelé

Poměrové ukazatele můžeme rozdělit do několika skupin – ukazatele aktivity, ukazatele rentability, ukazatele likvidity a ukazatele zadluženosti.

Ukazatelé aktivity

Mezi ukazatele aktivity patří obrátka celkových aktiv, doba obratu celkových aktiv, doba obratu zásob, doba obrátů pohledávek a doba obrátů závazků (Dluhošová, 2008).

$$\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktivita}}$$

Ukazatel obratu celkových aktiv měří intenzitu využití aktiv. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím efektivněji jsou aktiva využívána.

$$\text{doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

Ukazatel doby obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Tento ukazatel by měl být co nejnižší.

$$\text{doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje, jak dlouho jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo prodání. Obecně se považuje za příznivé, když se doba obratu zásob snižuje (Dluhošová, 2008).

$$\text{doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

$$\text{doba obratu závazků (dny)} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho jsou v průměru placeny faktury. Hodnota ukazatele by neměla dlouhodobě překračovat dobu splatnosti pohledávek. Ukazatel doby obratu závazků naopak vyjadřuje platební morálku podniku vůči dodavatelům. Sledování těchto ukazatelů má svůj význam z hlediska plánování peněžních toků (Dluhošová, 2008).

Ukazatelé likvidity

Likviditou chápeme schopnost podniku hradit své závazky. Rozlišujeme tři stupně likvidity a to likviditu celkovou, pohotovou a okamžitou.

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

Ukazatel celkové likvidity poměruje oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Pro úspěšné fungování podniku je důležité, aby krátkodobé dluhy byly kryty pouze aktivy k tomuto účelu určenými a aby podnik naopak nevyužíval aktiv, která slouží k jinému účelu, například aby nefinancoval dluhy prostřednictvím prodeje dlouhodobého majetku. Za přiměřenou hodnotu tohoto ukazatele se v závislosti na odvětví považují hodnoty mezi 1,5 a 2,5. Hlavní slabinou tohoto ukazatele však je to, že ne všechna oběžná aktiva je možné v krátkém časovém období proměnit na hotovost. Tyto nedostatky eliminuje ukazatel pohotové likvidity (Dluhošová, 2008).

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

V čitateli pohotové likvidity jsou z oběžných aktiv vyloučeny zásoby, ukazatel tedy bere v potaz pouze pohotové prostředky – pokladní hotovost, peníze na účtech, krátkodobé cenné papíry a pohledávky. Z pohledávek je dále vhodné vyloučit nedobytné pohledávky, případně pohledávky jejichž návratnost je pochybná. Za doporučenou hodnotu jsou považovány hodnoty v rozmezí 1,0 a 1,5 (Dluhošová, 2008).

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotové platební prostředky jsou položky aktiv, které jsou nejlikvidnější. Jedná se o peníze v hotovosti a na běžných účtech, ale také některé druhy cenných papírů, které je možné v krátkém časovém období směnit za peníze (Dluhošová, 2008).

Ukazatelé rentability

Další skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatelé rentability. Rentabilita vloženého kapitálu je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu, na základě toho, jaký kapitál je použit potom rozlišujeme tyto ukazatele: rentabilita aktiv, vlastního kapitálu a rentabilita dlouhodobých zdrojů.

$$\text{rentabilita aktiv (ROA)} = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

Ukazatel rentability aktiv poměruje zisk před úroky a daněmi s celkovými aktivy. Ukazuje, jak efektivně je ve společnosti vytvářen zisk bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou aktiva financována (Dluhošová, 2008).

$$\text{rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu představuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů a jejich zhodnocení. Úroveň rentability vlastního kapitálu je závislá na rentabilitě celkového kapitálu a na úrokové míře cizího kapitálu (Dluhošová, 2008).

$$\text{rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)} = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé dluhy}}$$

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů vyjadřuje efekt z dlouhodobých investic. Měří efektivnost dlouhodobého kapitálu bez ohledu na to, odkud pochází. Tento ukazatel je často používán k mezipodnikovému srovnání (Dluhošová, 2008).

$$\text{rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{EBIT}{\text{tržby}}$$

Ukazatel rentability tržeb udává stupeň ziskovosti, tj. množství zisku vyjádřené v Kč na 1 Kč nákladů. Je jedním z běžně sledovaných ukazatelů finanční analýzy, které jsou používány pro mezipodnikové srovnání a srovnání v čase (Dluhošová, 2008).

Ukazatelé zadluženosti

Mezi základní ukazatele zadluženosti patří celková zadluženost, koeficient samofinancování, míra zadluženosti vlastního kapitálu, úrokové krytí a úrokové zatížení.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel celkové zadluženosti představuje podíl dluhů k celkovým aktivům, tím měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu podniku. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů. Ukazatel má význam zejména pro banky a jiné dlouhodobé věřitele (Dluhošová, 2008).

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Tento ukazatel udává, do jaké míry je společnost schopna financovat svá aktiva vlastními prostředky a jak vysoká je finanční samostatnost společnosti (Dluhošová, 2008).

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

Míra zadluženosti představuje poměr cizího a vlastního kapitálu v podniku. Přiměřená míra zadluženosti je závislá na stádiu vývoje podniku a postoji vlastníků k riziku. U stabilních společností by se měla pohybovat přibližně v pásmu 0,8 až 1,2 (Dluhošová, 2008).

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}$$

Hodnoty ukazatele úrokového krytí nám dávají informaci o tom, zda podnik po zaplacení úroků tvoří zisk. Jeli hodnota ukazatele rovna 1, znamená to, že podnik vydělá pouze na úroky a zisk je nulový. Je-li hodnota ukazatele nižší než 1, podnik nevydělá ani na úroky (Dluhošová, 2008).

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}$$

Tento ukazatel naopak představuje, jakou část výsledku hospodaření před daní a úroky tvoří samotné úroky. Má-li podnik dlouhodobě nízké úrokové zatížení, může si dovolit vyšší podíl cizích zdrojů. Je doporučováno ukazatel úrokového zatížení sledovat v souvislosti s vývojem rentability a výnosnosti (Dluhošová, 2008).

2.7.3 Soustavy ukazatelů

Nevýhodou poměrových ukazatelů je jejich velké množství a fakt, že aby měli vypovídající hodnotu, je nutné sledovat jejich vývoj ve vztahu k jiným ukazatelům. Z tohoto důvodu byly vytvořeny soustavy ukazatelů, které umožňují zhodnotit finanční situaci podniku na základě jednoho čísla. Tyto ukazatele tedy vytvářejí rychlý souhrnný pohled na situaci v podniku.

Soustavy ukazatelů se dělí na hierarchicky uspořádané ukazatele a soustavy účelově vybraných ukazatelů. V praktické části této diplomové práce budou použity dva účelově vybrané ukazatele.

Do skupiny soustav účelově vybraných ukazatelů patří bonitní a bankrotní modely. Cílem těchto modelů je komplexně zhodnotit finanční zdraví společnosti.

Cílem bankrotních modelů je vyjádřit, zda je společnost v dohledné době ohrožena bankrotem. Bankrotní modely vychází z předpokladu, že existují typické symptomy, jež společnosti ohrožené bankrotem vykazují již určitou dobu před tím, než k bankrotu skutečně dojde. Nejčastějšími symptomy bankrotu jsou problémy s likviditou, rentabilitou celkového vloženého kapitálu a s výší čistého pracovního kapitálu (Růčková, 2015).

Nejčastěji používaným bankrotním modelem je Altmanův index finančního zdraví podniku. Altmanův model (také označován jako Z-score) je součtem pěti poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena různá váha:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6X_4 + 1 X_5$$

kde	X_1	pracovní kapitál/celková aktiva
	X_2	rentabilita čistých aktiv
	X_3	EBIT/celková aktiva
	X_4	tržní hodnota VK/celkové dluhy
	X_5	tržby/celková aktiva

Výsledky nižší nebo rovny hodnotě 1,81 jsou charakteristické pro bankrotní podniky, výsledky vyšší než 2,99 naopak značí bonitní podnik. Výsledky v intervalu mezi těmito hodnotami spadají do takzvané „šedé zóny“ a podnik nelze označit ani za bonitní, ani za bankrotní (Růčková, 2015).

Tento index je však využitelný pouze pro podniky, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné na finančních trzích. Pro podniky, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, je používána upravená verze, která je rovněž označována jako ZETA score nebo Z' score.

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Podniky s výsledkem nižším nebo rovným hodnotě 1,23 jsou považovány za bankrotní, naopak podniky s výsledkem vyšší než 2,9 jsou považovány za bonitní. Opět platí, že výsledky mezi těmito hodnotami jsou považovány za „šedou zónu“, kdy podnik nelze označit ani za bankrotní, ani za bonitní (Růčková, 2015).

Cílem bonitních modelů je na základě diagnostiky finančního zdraví společnosti určit, zda se společnost řadí mezi dobré či špatné ve srovnání s ostatními firmami ze stejného oboru podnikání (Růčková, 2015).

Nejnámějším bonitně-bankrotním modelem je model IN 05, který je modifikací Altmanova modelu, který byl manželi Neumaierovými upraven pro naše podmínky a akceptuje i hledisko vlastníka. Vzorec pro výpočet indexu IN 05 je následující:

$$IN\ 05 = 0,13 \times \frac{\text{aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 0,04 \times \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} + 3,97 \times \frac{EBIT}{\text{aktiva}} + 0,21 \times \frac{\text{výnosy}}{\text{aktiva}} + 0,09 \times \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Podniky s výsledkem nižším než 0,9 netvoří hodnotu pro vlastníky a podnik spěje k bankrotu (s pravděpodobností 86 %). Výsledek v rozmezí 0,9 a 1,6 opět značí takzvanou „šedou zónu“, kdy se nedá podnik označit ani za bonitní, ani za bankrotní. Pokud hodnota ukazatele dosahuje hodnoty vyšší než 1,6 znamená to, že podnik tvoří hodnotu pro vlastníky (s pravděpodobností 67 %).

Při použití tohoto ukazatele může být problémem, když je podnik nezadlužen nebo zadlužen velmi málo, že ukazatel úrokového krytí (EBIT/nákladové úroky) nabývá příliš vysokých hodnot. V takovém případě je doporučeno za ukazatele úrokového krytí dosadit hodnotu 9 (Scholleová, 2008).

2.8 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

Je-li to jen trochu možné, měla by při oceňování podniku být jeho aktiva rozdělena na provozně nutná a provozně nenutná. Zároveň by měly být vyloučeny výnosy a náklady, které souvisí s provozně nenutnými aktivy (Mařík, 2018).

Za provozně nutná aktiva jsou považována ta, která podnik potřebuje pro své základní podnikatelské zaměření. Jedná se o aktiva v určité velikosti a struktuře, do které patří také přiměřené kapacitní rezervy. Dle Maříka (2018) se v průmyslu jedná o zhruba 20 % z celkových kapacit. Všechna ostatní aktiva potom označujeme jako aktiva provozně nenutná.

Mezi nejčastější provozně nenutná aktiva patří:

- **krátkodobý finanční majetek** – krátkodobé cenné papíry se splatností do jednoho roku, nebo určené k obchodování s časovým horizontem nejdéle 12 měsíců,
- **peněžní prostředky** – za nenutné se považují peněžní prostředky vyšší, než je z hlediska zajištění provozu žádoucí. Velikost provozně nutné peněžní zásoby odvozujeme podle ukazatele okamžité likvidity. Doporučenou hodnotou pro ukazatel okamžité likvidity je 20 %, lze tedy odvodit, že objem peněžních prostředků by měl odpovídat 20 % krátkodobého cizího kapitálu.
- **dlouhodobý finanční majetek** – finanční investice, které mají pouze charakter uložení peněžních prostředků, by měly být vyčleněny z provozně nutných aktiv,
- **ostatní provozně nepotřebná aktiva** – dlouhodobý majetek, který neslouží k hlavní činnosti podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, majetek provozně nevyužitelný a majetek, který svou povahou patří mezi provozně potřebná aktiva, nicméně podnik jím disponuje v nadbytečném množství, například nadměrné zásoby, nadbytečné kapacity a jiné (Mařík, 2018).

2.8.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je vhodné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál. Ten získáme úpravou bilanční sumy následujícím způsobem:

- vyřazením provozně nenutných položek aktiv,
- snížením oběžných aktiv o závazky, u kterých není možné vyčíslit jejich náklady. Mezi tyto závazky typicky patří závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, státu atd.
- Přičtením časového rozlišení aktiv a odečtením časového rozlišení pasiv (Mařík, 2018).

2.8.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Má-li podnik provozně nenutná aktiva, je potřebné zjistit, zda s těmito aktivy souvisí nějaké náklady a výnosy vykazované v rámci výkazu zisku a ztráty. Pokud ano, je nutné tyto položky vyčlenit z výsledku hospodaření. Pro úpravy je vhodné použít provozní

výsledek hospodaření, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období. Důvodem pro použití provozního výsledku hospodaření je, že nezahrnuje finanční výsledek hospodaření, který obsahuje náklady a výnosy plynoucí z finančních investic, které jsou vyčleňovány jako provozně nenutná aktiva (Mařík, 2018).

Z provozního výsledku hospodaření je třeba vyloučit tyto položky:

- tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a materiálu,
- odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání a další významné náklady související s neprovozním majetkem,
- výnosy, která mají neprovozní charakter,
- smluvní pokuty a úroky z prodlení,
- mimořádné provozní výnosy,
- náklady, které mají neprovozní charakter:
 - dary,
 - smluvní pokuty a úroky z prodlení,
 - ostatní pokuty a penále,
 - manka, škody a mimořádné provozní náklady (Mařík, 2018).

Naopak je nutné k provoznímu výsledku hospodaření přidat některé položky finančních výnosů a nákladů, pokud byly spojené s provozními aktivy.

Takto upravený výsledek hospodaření je označován jak korigovaný provozní výsledek hospodaření. Na rozdíl od účetního zisku se jedná o výsledek hospodaření, který je vytvořen provozně nutným investovaným kapitálem (Mařík, 2018).

2.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Proces oceňování podniku se neobejde bez analýzy a následné prognózy generátorů hodnoty, od které se rovněž odvíjí finanční plán. Hodnota podniku je závislá na schopnosti podniku generovat v budoucnosti volné peněžní toky. Proto je důležité zaměřit se na veličiny, které hodnotu ovlivňují významným způsobem, tzv. generátory hodnoty. Pod pojmem generátor hodnoty je myšlen soubor podnikohospodářských veličin, jež určují hodnotu podniku.

Jedná se o tyto veličiny:

- tržby a jejich tempo růstu,
- provozní zisková marže,
- pracovní kapitál,
- investice do dlouhodobě nutného provozního majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- předpokládaná doba generování pozitivního peněžního toku (Mařík, 2018).

2.9.1 Tržby

Prognóza tržeb podniku vychází z prognózy relevantního trhu, jež je součástí strategické analýzy (Mařík, 2018). Nejčastěji je pro stanovení budoucího vývoje tržeb používána regresní analýza, které je založena na identifikaci různých faktorů, které mají vliv na velikost tržeb. Mezi tyto faktory patří například hrubý domácí produkt, příjmy domácností a jiných makroekonomických ukazatelů. Prognóza vychází z časových řad minulých tržeb a prognózy ovlivňujících faktorů v budoucnosti (Růčková, 2012).

2.9.2 Provozní zisková marže

Dalším z generátorů hodnoty je provozní zisková marže, která je definována takto:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní VH}}{\text{Tržby}}$$

Dle Maříka (2018) je vhodné používat provozní ziskovou marži před daní a odpisy, jelikož odpisy by měly být analyzovány a prognózovány v souvislosti s investicemi do dlouhodobého majetku. Proto tedy uvádí tento tvar:

$$\text{Provozní zisková marže před daní a odpisy} = \frac{\text{KPVH před daní a odpisy}}{\text{Tržby}}$$

Mařík (2018) doporučuje pro prognózu ziskové marže vypracovat dvě nezávislé prognózy ziskové marže, tzv. prognózu ziskové marže shora a prognózu ziskové marže zdola.

Prognóza ziskové marže shora

Tento postup je založen na analýze vývoje ziskové marže v minulosti a je zaměřený zejména na hlavní faktory, které výši provozní ziskové marže ovlivňují. Následně na základě provedené analýzy odhadneme, jak se budou tyto faktory a s nimi i provozní zisková marže vyvíjet v budoucnosti. Poté následuje dopočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní a odpisy v budoucích letech (Mařík, 2018).

Prognóza ziskové marže zdola

Při prognóze provozní ziskové marže metodou zdola je nutné sestavit prognózu hlavních provozních nákladových položek jako jsou náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady, které mohou být odvozeny pomocí procenta z tržeb případně jinou metodou. Tyto položky jsou doplněny o méně významné provozní náklady a výnosy. Na základě znalostí budoucích nákladů a výnosů je vypočítán budoucí korigovaný výsledek hospodaření a z něj následně odvozená provozní zisková marže (Mařík, 2018).

2.9.3 Pracovní kapitál

Dalším generátorem hodnoty, který je nutno naplánovat je pracovní kapitál. Pro potřeby oceňování podniku je tradiční pojetí pracovního kapitálu lehce modifikováno. Obvyklé pojetí pracovního kapitálu má následující vzorec:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobý cizí kapitál}$$

Pro účely oceňování podniku se od oběžných aktiv nebude odečítat celý krátkodobý cizí kapitál, ale pouze neúročený cizí kapitál a to bez ohledu na dobu jeho splatnosti. Upravený vzorec pracovního kapitálu má potom tento tvar:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{peněžní prostředky} + \text{zásoby} + \text{pohledávky} - \\ \text{neúročené závazky} + \text{časové rozlišení aktiv} - \text{časové rozlišení pasiv}$$

Další modifikací je to, že uvedené veličiny budou započítány pouze v rozsahu provozně nutném, tedy v takové výši, která je potřebná pro zajištění základní činnosti podniku (Mařík, 2018).

Analýza a prognóza položek pracovního kapitálu

Budoucí hodnoty provozně nutných peněžních prostředků lze odvodit ze stanoveného limitu likvidity (Mařík, 2018).

Pokud jde o prognózu pohledávek, zásob a závazků, je třeba vyjádřit závislost těchto položek pracovního kapitálu na výkonech. Pro toto vyjádření je možné použít libovolný ukazatel, který dává do poměru danou složku pracovního kapitálu a vybranou výkonovou položku. Podmínkou je, aby byl daný ukazatel stejně vyjádřen pro analýzu minulosti i pro odhad budoucích hodnot. Dle Maříka (2018) je nejvhodnější použít ukazatel doby obratu pro jeho velmi dobrou vypovídající schopnost.

Vzorec doby obratu (ve dnech) má následující tvar:

$$\text{doba obratu} = \frac{\text{Položka pracovního kapitálu}}{\frac{\text{Výkonová položka}}{365}}$$

Dále Mařík (2018) doporučuje použít pro vyjádření objemu výkonů vždy tu položku, které má nejbližší vztah k dané položce pracovního kapitálu. V následující tabulce jsou zobrazeny doporučené výkonové položky pro jednotlivé složky pracovního kapitálu.

Tabulka 1: Položky pracovního kapitálu (upraveno dle Mařík, 2018)

Položka pracovního kapitálu	Výkonová položka
Pohledávky	Tržby
Zásoby zboží	Náklady vynaložené na prodané zboží
Zásoby materiálu	Spotřeba materiálu
Zásoby výrobků	Spotřeba materiálu + energie a služeb + Osobní náklady
Obchodní závazky	Náklady na nákupy

Prvním krokem analýzy je výpočet zvolených ukazatelů měřící náročnost výkonových položek na složky pracovního kapitálu v minulosti. Dalším krokem je zjistit, jak se tato náročnost v minulosti vyvíjela a pokusit se identifikovat hlavní faktory, které tento vývoj ovlivňují. Na základě předpokladů působení těchto faktorů do budoucnosti je odhadnut

budoucí vývoj náročnosti výkonových položek na jednotlivé složky pracovního kapitálu (Mařík, 2018).

Při určování tržní hodnoty podniku je vhodné porovnat zjištěné hodnoty vybraných poměrových ukazatelů oceňovaného podniku s průměrnými hodnotami v daném odvětví. V případě, kdy jsou zjištěny výraznější odchylky, které není možno vysvětlit konkrétními důvody, měly by se v rámci prognózy hodnoty ukazatelů postupně přiblížit k hodnotám obvyklým v daném odvětví (Mařík, 2018).

2.9.4 Investice do dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek podléhá opotřebení, časem se užité vlastnosti dlouhodobého majetku zhoršují, a to jak absolutně, tak relativně. Absolutní zhoršování užitečných vlastností je způsobeno prostým používáním majetku, relativní zhoršování užitečných vlastností vyplývá z toho, že existuje technický pokrok (Mlčoch, 1998).

Protože se investice do dlouhodobého majetku nevyvíjí plynule a je obtížné použít extrapolaci, je plánování investic do provozně nutného dlouhodobého majetku nejobtížnější částí analýzy generátorů hodnoty (Mařík, 2018).

Plánování investiční náročnosti je možno rozdělit do tří variant:

1. **Globální přístup** – je založen na sledování minulého vývoje investiční náročnosti a identifikování příčin tohoto vývoje a následné prognózy vývoje budoucího.

Je možné použít jeden z následujících koeficientů:

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný dlouhodobý majetek}}{\text{Tržby}}$$

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

přičemž Mařík (2018) doporučuje zkoumat relaci mezi brutto investicemi a tržbami, tedy koeficient náročnosti tržeb na investice brutto k_{DMb} .

2. **Přístup dle hlavních položek** – tento přístup je vhodné použít pro několik nadcházejících let, protože vychází přímo z investičních plánů oceňované společnosti.
3. **Přístup založený na odpisech** – vychází z předpokladu, že investice potřebné pro přežití a růst podniku by měly převyšovat odpisy. Tímto postupem však není možno stanovit optimální výši investic do provozně nutného dlouhodobého majetku, proto se doporučuje tento přístup zkombinovat s předchozími metodami (Mařík, 2018).

2.10 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Predběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty je první odhad hodnoty společnosti, který je založen na principu peněžních toků. Pro odhad výnosové hodnoty podniku může být použit tento vzorec:

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

kde:

X	velikost tržeb za zboží a vlastní výroby
g	tempo růstu tržeb
r_{ZPx}	provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření
d	sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření
k_{WC}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
k_{DMn}	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku
t	rok
i_k	předběžná úroková míra

V čitateli vzorce je volný peněžní tok v roce t , což je první rok po datu ocenění a v dalších letech je předpokládán stabilní růst veličin tempem g (Mařík, 2018).

2.11 Sestavení finančního plánu

Při použití některé z výnosových metod oceňování podniku je nutné sestavit finanční plán. Stěžejní položky finančního plánu byly již naplánovány při analýze a prognóze generátorů hodnoty. Jedné se o následující položky:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- ziskovou marži a provozní zisk,
- plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků,
- prognózu investic do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Tyto položky je třeba doplnit o plán financování, plán méně významných položek, předpokládané peněžní toky spojené s užíváním kapitálu, položky nesouvisející s hlavním provozem a formální dopočty všech položek potřebných pro sestavení finančních výkazů (Mařík, 2018).

2.12 Výnosové metody oceňování podniku

Výnosové metody oceňování jsou založeny na poznatku, že hodnota podniku je stanovena očekávaným užitekem jeho držitele, přičemž užitekem jsou očekávané výnosy. Existuje několik výnosových metod, které se od sebe liší pojetím očekávaných výnosů (Mařík, 2018).

Mezi základní výnosové metody patří:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované metody (Mařík, 2018).

Pro ocenění vybraného podniku v praktické části této diplomové práce bude použita metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty, proto budou tyto dvě metody popsány podrobněji.

2.12.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Tato metoda považuje za užitek z vlastnictví podniku očekávané peněžní toky a jde o základní výnosovou metodu ohodnocení podniku. Existují tři základní techniky pro ocenění vlastního kapitálu pomocí metody diskontovaných peněžních toků:

- metoda entity, kde entity = jednotka, podnik jako celek,
- metoda equity, kde equity = vlastní kapitál,
- metoda APV, tedy upravená současná hodnota (Mařík, 2018).

Postup dle metody DCF entity se skládá ze dvou částí. V první části vychází z peněžních toků podniku jako celku a jejich diskontováním získá hodnotu podniku. Ve druhé části odečtením hodnoty cizího kapitálu získá hodnotu vlastního kapitálu. Naproti tomu metoda DCF equity oceňuje pouze tu část peněžních toků, která náleží vlastníkům podniku a jejich diskontováním získá přímo hodnotu vlastního kapitálu (Koller, 2005).

Navzdory tomu, že obě metody vedou k totožnému výsledku, jsou-li správně aplikovány, doporučuje Koller (2005) použít metodu ocenění podniku jako celku a následné odečtení hodnoty cizího kapitálu, tedy metodu DCF entity. Dle Kollera (2005) je v praxi obtížné implementovat metodu equity, jelikož identifikovat peněžní toky náležící vlastníkům podniku je velice náročné. V dalším textu bude podrobně popsán pouze postup oceňování podniku dle metody DCF entity, která bude rovněž použita v praktické části této diplomové práce.

Metoda DCF entity

Východiskem metody diskontovaných peněžních toků je vždy tzv. budoucí volný peněžní tok (free cash flow). Volný peněžní tok představuje peněžní tok generovaný provozem podniku očištěný o reinvestice do podnikání. V případě metody entity se volným peněžním tokem rozumí peněžní tok náležící všem investorům, jak vlastníkům, tak věřitelům (Koller, 2005). Pro tyto peněžní toky se používá označení volné peněžní toky do firmy, tzv. FCFF = free cash flow to firm (Mařík, 2018).

Ačkoliv jsou volné peněžní toky pro potřeby ocenění podniku výnosovými metodami nezbytné, není možné je převzít z finančních výkazů. Východiskem pro výpočet volných peněžních toků je korigovaný provozní výsledek hospodaření, který je dále upravován.

Při kalkulaci korigovaného provozního výsledku hospodaření doporučuje Mařík (2018) vycházet z provozního výsledku hospodaření a provést následující úpravy:

Provozní výsledek hospodaření (z VZZ)

- *Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem*
- + *Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem*
- + *Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku*
- *Finanční náklady související s provozně nutným majetkem*

= *Korigovaný provozní výsledek hospodaření*

Pro kalkulaci volného peněžního toku se potom postupuje dle následujícího schématu:

+ *Korigovaný výsledek hospodaření před zdaněním (KPVH_D)*

– *Upravená daň z příjmů (= KPVH_D x daňová sazba)*

= *Korigovaný výsledek hospodaření po zdanění (KPVH)*

+ *Odpisy*

+ *Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období*

= *Předběžný peněžní tok z provozu*

– *Investice do provozně nutného pracovního kapitálu*

– *Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku (brutto)*

= *Volný peněžní tok (FCF)*

V kalkulaci jsou uváděny investice do dlouhodobého majetku brutto, jedná se tedy o veškeré investice bez ohledu na to, zda mají udržovací či rozšiřovací charakter.

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku jako celku má následující tvar:

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

kde i_k je kalkulovaná úroková (diskontní) míra a n je počet let předpokládané existence podniku (Mařík, 2018).

Při oceňování podniku se však standardně vychází z předpokladu neomezené existence podniku. V prvních několika letech je možné detailně naplánovat generátory hodnoty a tedy i plánované free cash flow, s postupem času se je však plánování obtížnější a nepraktické. Z tohoto důvodu je doba trvání podniku rozdělena do dvou fází. První fáze představuje období, ve kterém je možno vypracovat prognózu peněžních toků pro jednotlivá léta, druhá fáze pak představuje období od konce první fáze do nekonečna, ve kterém je použita tzv. pokračující hodnota (Koller, 2005).

Hodnota podniku s použitím dvoufázové metody se vypočítá pomocí následujícího vzorce:

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

kde T je délka první fáze v letech a PH pokračující hodnota (Mařík, 2018).

Ačkoliv existuje mnoho postupů pro výpočet pokračující hodnoty, dále budou popsány pouze dvě metody a to tzv. Gordonův vzorec a parametrický vzorec.

Gordonův vzorec

Při použití Gordonova vzorce se předpokládá stabilní a trvalý růst free cash flow ve druhé fázi. Pokračující hodnota pak vyjadřuje současnou hodnotu nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků.

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

kde:

$FCFF_{T+1}$ volný peněžní tok do firmy v prvním roce po uplynutí doby prognózy

g tempo růstu free cash flow ve druhé fázi

i_k průměrné náklady na kapitál

Podmínkou platnosti vzorce je, aby průměrné náklady na kapitál byly vyšší než předpokládané tempo růstu volného peněžního toku (Mařík, 2018).

Parametrický vzorec

Tato metoda vyžaduje prognózu korigovaného výsledku hospodaření po dani v prvním roce druhé fáze, prognózu rentability nových investic, průměrných nákladů na kapitál a tempa růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření (Koller, 2005).

Výpočet pokračující hodnoty dle parametrického vzorce má následující tvar:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$	korigovaný provozní výsledek hospodaření v prvním roce po uplynutí doby prognózy
g	tempo růstu KPVH
r_1	očekávaná rentabilita nových investic
i_k	průměrné náklady na kapitál (Koller, 2005).

Průměrné náklady na kapitál

Metoda DCF entity vychází z peněžních toků do podniku, tedy z peněžních toků náležejících všem investorům, jak vlastníků, tak věřitelům. Náklady kapitálu, kterými jsou budoucí peněžní toky diskontovány, proto musí zahrnovat veškeré úročené zdroje kapitálu – dluhy i vlastní kapitál. Pro účely ocenění podniku pomocí metody DCF entity je tedy nutné diskontovat budoucí free cash flow pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál (Koller, 2005).

K určení průměrných vážených nákladů na kapitál je nutné znát náklady vlastního kapitálu, náklady cizího kapitálu po dani a poměr vlastního a cizího kapitálu v podniku. Základní vzorec pro výpočet průměrných nákladů na kapitál má tento tvar:

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

kde:

CK	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
----	---

VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
K	tržní hodnota celkového investovaného kapitálu
d	sazba daně z příjmu
n_{CK}	náklady na cizí kapitál
n_{VK}	náklady na vlastní kapitál (Koller, 2005).

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se počítají jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které společnost platí u jednotlivých forem cizího kapitálu. Pro výpočet efektivní úrokové míry se používá následující vzorec:

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

kde:

D	čistá částka peněz získaných výpůjčkou
U_t	úrokové platby
d	sazba daně z příjmu
S_t	splátka dluhu za dohodnutý časový interval
n	počet období kdy jsou prováděny platby z dluhu
i	hledaná úroková míra (Maříková a Mařík, 2007).

Ve vzorci je již zohledněn daňový štít $(1-d)$, proto při dosazení do vzorce pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) nebude úroková míra znovu násobená výrazem $(1-d)$.

Výše uvedený vzorec je použitelný pouze v případě pevně stanovených úroků z dluhu a za předpokladu, že částka peněz získána výpůjčkou odpovídá současné tržní hodnotě dluhu (například dluhopisu).

V případě, kdy jsou aktuální úrokové míry na kapitálovém trhu odlišné od úrokové míry dohodnuté při poskytnutí výpůjčky cizího kapitálu, nebo v případě, že dluh nemá vysokou

bonitu a hrozí, že závazky plynoucí z dluhu nebudou placeny, měl by být použit alternativní postup stanovení efektivní úrokové míry, který je založen na tržních datech.

Náklady cizího kapitálu se určí jako součet bezrizikové výnosové míry (na úrovni státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti, jako má posuzovaný dluh) a rizikové přírážky, která se stanoví pomocí ratingu posuzovaného dluhu:

$$n_{CK} = r_f + RP$$

kde:

n_{CK} náklady cizího kapitálu

r_f bezriziková výnosová úroková míra

RP riziková přírážka stanovená podle ratingu posuzovaného dluhu (Mařík, 2018).

Není-li možné aspoň orientačně stanovit rating obligací nebo úvěrů poskytnutých podnikem, je možné použít zjednodušený přístup, který je založen na výpočtu jediného ukazatele, kterým je ukazatel úrokového krytí. V následující tabulce jsou zobrazeny hodnoty ratingu a rizikové přírážky dle hodnot úrokového krytí tak, jak je uvádí Damodaran (2018).

Tab. 1: Rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu dle ratingu (Damodaran, 2018).

Úrokové krytí			Rating	Riziková přírážka
velké výrobní firmy	menší a rizikovější firmy	finanční instituce		
méně než 0,19	méně než 0,49	méně než 0,049	D	19,38%
0,20-0,64	0,50-0,79	0,05-0,99	C	14,54%
0,65-0,79	0,80-1,24	0,10-0,19	CC	11,08%
0,80-1,24	1,25-1,49	0,20-0,29	CCC	9,00%
1,25-1,40	1,50-1,99	0,30-0,39	B-	6,60%
1,50-1,74	2,00-2,49	0,40-0,49	B	5,40%
1,75-1,90	2,50-2,99	0,50-0,59	B+	4,50%
2,00-2,24	3,00-3,49	0,60-0,74	BB	3,60%
2,25-2,40	3,50-3,99	0,75-0,89	BB+	3,00%
2,50-2,90	4,00-4,49	0,90-1,19	BBB	2,00%

3,00-4,24	4,50-5,99	1,20-1,49	A-	1,56%
4,25-5,40	6,00-7,49	1,50-1,99	A	1,38%
5,50-6,40	7,50-9,49	2,00-2,49	A+	1,25%
6,50-8,49	9,50-12,49	2,50-2,99	AA	1,00%
více než 8,5	více než 12,5	více než 3	AAA	0,75%

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují výnosové očekávání investorů, kteří analyzují a porovnávají všechny investiční příležitosti. Jejich výnosové očekávání je tedy ovlivněno možnými alternativními výnosy s přihlédnutím k míře rizika.

Existuje mnoho metod pro stanovení nákladů vlastního kapitálu, v odborné literatuře jsou nejčastěji uváděny tyto metody:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- arbitrážní model oceňování (APT),
- stavebnicový model (Hitchner, 2011).

Model oceňování kapitálových aktiv

Nejčastěji používanou metodou pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je model CAPM, který definuje riziko cenných papírů jako jejich citlivost na kapitálový trh (Koller, 2005).

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

kde:

$E(R_i)$ očekávaná výnosnost cenného papíru

r_f bezriziková úroková míra

β_i citlivost cenného papíru na kapitálový trh

$E(R_m)$ očekávaná výnosnost kapitálového trhu (Koller, 2005).

Bezriziková úroková míra je odvozena od výnosnosti státních dluhopisů, přičemž ideálně by měla být použita výnosnost státních dluhopisů se stejnou nebo podobnou dobou splatnosti, jako je očekávaná doba existence podniku. Koller (2005) doporučuje pro oceňování evropských společností používat jako bezrizikovou úrokovou míru výnosnost eurobondů s dobou splatnosti 10 let, Maříková a Mařík (2007) doporučují používat tzv. T-Bondy, tedy státní pokladniční poukázky v USA s délkou splatnosti minimálně deset let.

Riziková prémie kapitálového trhu představuje rozdíl mezi očekávanou výnosností kapitálového trhu a bezrizikové úrokové míry. Přímý odhad budoucích hodnot rizikové premie zatím není možný, proto se v praxi odhad budoucí rizikové premie odvozuje z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích. Maříková a Mařík (2007) doporučují vycházet z co nejdelších časových řad a z dat amerického kapitálového trhu a výsledek poté přizpůsobit národním podmínkám, tedy zohlednit riziko země.

Z výše uvedeného vyplývá, že hodnota bezrizikové úrokové míry a hodnota rizikové premie je stejná pro všechny podniky, pouze koeficient beta se liší. Koeficient beta představuje úroveň rizika jednotlivého cenného papíru a to relativně k riziku kapitálového trhu, přičemž rizikem je chápána směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti (Maříková a Mařík, 2007).

Budoucí hodnoty koeficientu beta lze odhadnout třemi způsoby:

- na základě historických dat,
- metodou analogie,
- na základě analýzy působících faktorů (Maříková a Mařík, 2007).

Nejjednodušší metodou je použití analogie, tedy použití beta podobných podniků, respektive použití beta odvětví, ve kterém daný podnik působí. Vliv kapitálové struktury, tedy vliv výše zadlužení podniku je potom vyjádřen tímto vztahem:

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

kde:

β_Z	beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
β_N	beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
β_{CK}	beta pro cizí kapitál
d	sazba daně z příjmu
CK	cizí kapitál
VK	vlastní kapitál (Maříková a Mařík, 2007).

Pro zjednodušení se obvykle považuje beta pro cizí kapitál za nulové. Vzorec potom dostává tuto podobu:

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

Z tohoto vztahu vyplývá, že beta daného podniku je závislá na beta v odvětví a na míře zadlužení podniku. Čím vyšší je zadlužení, tím vyšší je beta vlastního kapitálu (Koller, 2005).

Výsledná hodnota podniku

Postup při určování hodnoty vlastního kapitálu pomocí metody DCF entity lze rozdělit do čtyř kroků:

1. ocenění podniku jako celku diskontováním volných peněžních toků,
2. ocenění provozně nenutných aktiv – celková hodnota podniku je dána kombinací diskontované hodnoty budoucích peněžních toků a hodnoty provozně nenutných aktiv,
3. výpočet hodnoty úročeného cizího kapitálu,
4. odečtení hodnoty úročeného cizího kapitálu od celkové hodnoty podniku (Koller, 2005).

2.12.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ukazatel ekonomická přidaná hodnota (EVA) měří ekonomický zisk. Společnost dosahuje ekonomického zisku v případě, kdy jsou uhrazeny běžné náklady, náklady

cizího kapitálu, tedy placené úroky, ale také náklady vlastního kapitálu. Tímto se liší od účetního zisku, který náklady vlastního kapitálu nezahrnuje. Může nastat situace, kdy podnik dosahuje účetního zisku, který ale není natolik vysoký, aby kompenzoval rizika vlastníků. V takové situaci vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty (Mařík, 2018).

Z výše uvedeného vyplývá, že ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady cizího i vlastního kapitálu. Základní vzorec pro výpočet ukazatele má tento tvar:

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

kde:

NOPAT zisk z operační činnosti podniku po dani

Capital kapitál vázaný v aktivech sloužících k operační činnosti podniku (NOA)

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

Mařík (2018) zdůrazňuje, že NOPAT není možné vždy zcela ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření dle českých účetních předpisů. Stejně tak za kapitál není možné dosadit položku aktiva z rozvahy. Základní vstupní veličiny z finančních výkazů je nutné převést na data ekonomická.

Před uvedením postupu při úpravě dat z finančních výkazů na NOA a NOPAT je nutné zdůraznit, že NOA je vždy počítáno k počátku roku, za který se počítá EVA. Pro výpočet NOA se tedy použijí data z rozvahy z předcházejícího roku (t-1). Vzorec pro výpočet ukazatele EVA dostává tedy následující tvar:

$$EVA = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t$$

Postup při určení NOA a NOPAT

Pro určení NOA je nutné upravit data z rozvahy následujícím způsobem:

- vyloučení neoperačních aktiv,
- snížení aktiv o neúročený cizí kapitál,
- vyloučení mimořádných položek,

- převod účetních aktiv na „skutečná“ aktiva (Mařík, 2018).

Převod účetních aktiv na „skutečná“ či „ekonomická“ data spočívá v zahrnutí veškerých aktiv, která podnik využívá, a to i v případě, že nejsou zachycena v účetnictví. Taktéž není rozhodující, zda má podnik k danému aktivu vlastnické právo či nikoliv, ale to, zda má podnik pod kontrolou užítky plynoucí z tohoto aktiva (Mařík, 2018).

Mezi nejčastější úpravy uvádí Mařík (2018) tyto:

- Goodwill – je-li v rozvaze vykazován, měl by být ponechán jako součást NOA. Pokud je však odpisován, ale přitom je tvořen aspekty podniku, které mají stále stejnou hodnotu, měl by být vykázán v původní výši.
- Leasing – ačkoliv k předmětu leasingu nemá podnik vlastnické právo, jedná se o typický příklad položky, která splňuje ekonomickou definici aktiva. V rámci úprav by měla být aktiva zvýšena o hodnotu majetku pořízeného na leasing a úročené závazky by měly být zvýšeny o závazek z leasingu.
- Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky – takovéto náklady mají z ekonomického hlediska povahu nehmotného aktiva, místo jednorázového ročního nákladu by tedy měly být vykázány jako pořízení aktiva a odpisovány po dobu předpokládaného účinku tohoto aktiva. Na straně pasiv se tato úprava promítne jako zvýšení ekvivalentů vlastního kapitálu.
- Přecenění majetku reálnou hodnotou.

Při určování NOPAT je důležité dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT, což znamená, že výnosy a náklady, které plynou z aktiv a činností zahrnutých v NOA, musí být rovněž zařazeny do výpočtu NOPAT, a naopak výnosy a náklady, které plynou z položek, které byly z aktiv vyloučeny, budou rovněž vyloučeny z výsledku hospodaření, který je východiskem pro výpočet NOPAT (Mařík, 2018).

Vycházíme-li z výsledku hospodaření za účetní období, je nejdřív nutné vyloučit nákladové úroky, včetně úroků obsažených v leasingových platbách. Dále je nutné vyloučit mimořádné náklady a výnosy, které jsou ve výsledovce obsažené zejména v položkách Jiné provozní náklady/Jiné provozní výnosy, například manka, škody, pokuty a penále atd. Dále Mařík (2018) doporučuje vyloučit mimořádné položky, které

se svou výší již nebudou opakovat jako náklady na restrukturalizaci, prodej dlouhodobého majetku a s ním spojené náklady a výnosy, dále pak výnosy plynoucí z rozpuštění nevyužitých rezerv či mimořádné odpisy majetku.

Dále je nutné zohlednit i vliv změn vlastního kapitálu. Byly-li aktivovány náklady, je nutné je z výsledku hospodaření vyloučit a nahradit je odhadem odpisů aktivovaného nehmotného majetku. Stejně tak je nutné vyloučit náklady na leasing a nahradit je odpisy daného aktiva. V neposlední řadě je třeba vyloučit náklady a výnosy spojené s provozně nepotřebnými aktiv, což se týká také dlouhodobého a krátkodobé finančního majetku, který nemá provozně nutný charakter (Mařík, 2018).

Nakonec je nutné takto modifikovaný výsledek hospodaření upravit o daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření (Mařík, 2018).

Postup úpravy výsledku hospodaření vypadá následovně:

Výsledek hospodaření za účetní období
+ *nákladové úroky*
– *výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy)*
+ *náklady na neoperační majetek*
+ *odpisy goodwillu*
+ *původní náklady s investičním charakterem*
– *odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů*
+ *náklady na leasing*
+ *odpisy majetku pronajatého na leasing*
– *mimořádné zisky*
+ *mimořádné ztráty*
Eliminovat tvorbu a rozpouštění rezerv
Úprava daní na úroveň NOPAT

Stejně jako u metody DCF i při použití ukazatele EVA jako nástroje ohodnocení podniku lze používat varianty EVA entity, EVA equity a APV (Mařík, 2018). Pro účely ocenění podniku v analytické části této diplomové práce bude použita metoda EVA entity, proto bude podrobněji popsána pouze tato metoda.

Základní postup ocenění podniku metodou EVA entity je stejný jako u DCF entity:

1. určení tržní hodnoty operačních aktiv,
2. ocenění neoperačních aktiv – celková hodnota podniku je dána součtem tržní hodnoty operačních aktiv a tržní hodnoty neoperačních aktiv,
3. odečtení hodnoty cizího úročeného kapitálu (Mařík, 2018).

Tržní hodnota operačních aktiv je dána součtem:

$$\text{Tržní hodnota operačních aktiv} = NOA + MVA$$

kde:

NOA kapitál vázaný v operačních aktivech

MVA tržní přidaná hodnota

MVA je tržní přidaná hodnota. Zatímco EVA měří úspěch podniku minulého roku, MVA se zaměřuje na budoucí výsledky. MVA je tedy současná hodnota budoucí EVA. Hodnotu MVA je možné vypočítat dvěma způsoby:

- ex post – jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv, tato technika je však vhodná pouze pro obchodované akciové společnosti,
- ex ante – jako součet současných hodnot budoucích operačních nadzisků, stejně jako u metody DCF se jedná o dvoufázovou metodu (Mařík, 2018).

Hodnota podniku za použití metody ex ante je potom vyjádřena tímto vzorcem:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t+1}^T \left[\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right] + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

MVA

Dosadíme-li za EVA výše uvedený vzorec, získáme následující podobu:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t+1}^T \left[\frac{NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC}{(1+WACC)^t} \right] + \frac{NOPAT_{T+1} - NOA_T \cdot WACC}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde:

H_n netto hodnota vlatního kapitálu podniku

NOA_0 čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1}	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t
$NOPAT_t$	operační výsledek hospodaření po dani v roce t
T	počet let explicitně plánových EVA
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	hodnota neoperačních aktiv k datu ocenění

U uvedených rovnic je předpokládáno použití stabilní hodnoty WACC, nicméně jak dodává Mařík (2018), přesnější je použít pro jednotlivé roky rozdílnou úroveň WACC v závislosti na měnící se struktuře kapitálu.

3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

Analytická část této diplomové práce se bude zabývat oceněním konkrétního podniku. Vedení podniku si nepřeje zveřejnění obchodního jména, proto bude v této diplomové práci nazýván pouze jako Oceňovaný podnik či Společnost.

Základní charakteristika podniku

Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Základní kapitál:	200 000 Kč
Rok vzniku:	2012

Předmět podnikání

Oceňovaný podnik se zabývá prodejem elektronických cigaret a příslušenství k elektronickým cigaretám hlavně koncovým zákazníkům. Dle CZ NACE činnost podniku spadá do sekce G – Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, konkrétně G 47.1 Maloobchod v nesespecializovaných prodejnách.

Oceňovaný podnik provozuje několik kamenných prodejen v Moravskoslezském kraji a také svou činnost provozuje prostřednictvím internetového e-shopu.

3.1 Strategická analýza společnosti

Strategická analýza se soustředí na makrookolí a mikrookolí podniku a také na vnitřní prostředí podniku. V této diplomové práci bude pro analýzu makrookolí použita PEST analýza, pro mikrookolí Porterův model pěti konkurenčních sil a pro analýzu vnitřního prostředí podniku bude použit McKinseyho model 7S.

3.1.1 Analýza makrookolí

Pro analýzu makrookolí bude použita PEST analýza, která zkoumá působení vnějších vlivů a podmínek, které vznikají mimo podnik a jsou z pravidla nezávislé na chování

podniku, jedná se o vlivy politické a legislativní, ekonomické, sociální a technologické (Sedláčková, 2000).

Politické a legislativní faktory

Prodej elektronických cigaret v České republice je upravován řadou zákonů a vyhlášek, které mají velký vliv na fungování Společnosti. Elektronické cigarety se na evropském trhu objevily teprve v roce 2007 a v průběhu několika málo let se staly populární alternativou ke klasickým cigaretám.

V české legislativě se pojem elektronická cigareta poprvé objevil v roce 2009 v Zákoně č. 305/2009 Sb., kterým byl novelizován Zákon č. 379/2005 Sb., o opatřeních k ochraně před škodami způsobenými tabákovými výrobky, alkoholem a jinými návykovými látkami. Z tohoto zákona vyplývá, že pro prodej elektronických cigaret platí stejná pravidla jako pro prodej tabákových výrobků. Prodej elektronických cigaret spadal pod živnost volnou, konkrétně *Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona*.

V roce 2011 vstoupil v platnost Zákon č. 350/2011 Sb., o chemických látkách a chemických směsích a o změně některých zákonů, tzv. chemický zákon, dle kterého jsou náplně do elektronických cigaret považovány v závislosti na obsahu nikotinu za nebezpečné či toxické chemické směsi. Na základě této klasifikace je nadále možné prodávat náplně do elektronických cigaret s obsahem nikotinu nad 17 mg/ml pouze na základě živnosti vázané *Výroba nebezpečných chemických látek a nebezpečných chemických směsí a prodej chemických látek a chemických směsí klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické*. Dle Zákonu č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání ve znění pozdějších předpisů je k získání této živnosti nutné doložit osvědčení o vzdělání a praxi v oblasti chemie, hornictví, hutnictví, strojírenství, stavebnictví, elektrotechniky, požární ochrany, potravinářství, lékařství, veterinární lékařství, farmacie, přírodních věd, zemědělství nebo lesnictví.

V roce 2016 vstoupil v platnost Zákon č. 112/2016 Sb. o evidenci tržeb. Společnost spadala do tzv. druhé vlny subjektů povinných k zavedení elektronické evidence tržeb (EET) od března 2017. Zavedením tohoto zákona se zvýšily režijní náklady Společnosti, jelikož musela nakoupit speciální pokladny a zavést internetové připojení do všech svých

prodejen. Před zavedením elektronické evidence tržeb si Společnost vystačila s pokladním systémem s offline skladovým programem. Zavedení EET přineslo rovněž administrativní zátěž, jelikož certifikát EET pokladem má platnost pouze tři roky, poté musí být vygenerován a nahrán nový certifikát a zároveň musí být původní certifikát zneplatněn.

V roce 2017 vešla v platnost Vyhláška č. 37/2017 Sb., o elektronických cigaretách, náhradních náplních do nich a bylinných výrobcích určených ke kouření. Tato vyhláška mimo jiné nově upravuje velikost náhradních náplní do elektronických cigaret, která nesmí překročit objem 10 ml. Před vydáním této vyhlášky nebyla velikost náhradních náplní do elektronických cigaret nijak regulovaná a k dostání byla běžně 30 ml, ale i litrová balení. Vyhláška rovněž limituje maximální obsah nikotinu a to nejvýše 20 mg/ml. Po vstupu této vyhlášky v účinnost byli prodejci nuceni zásoby zboží, které nevyhovovalo parametrům dle vyhlášky, zlikvidovat, jinak se vystavovali riziku pokuty.

Ve stejném roce také vešel v platnost Zákon č. 65/2017 Sb., o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek, tzv. protikuřácký zákon, který zakazuje kouření ve veřejně přístupných vnitřních prostorech. Ačkoliv zákon na rozdíl od klasických cigaret a jiných tabákových výrobků povoluje kouření elektronických cigaret v prostorách provozoven stravovacích zařízení, spousta majitelů těchto zařízení zakázala kouření úplně.

V současné době se na elektronické cigarety nevztahuje směrnice Evropské unie o spotřební dani, nicméně členské státy mohou uplatňovat zdanění na základě vnitrostátních předpisů, pokud to považují za vhodné. V současné době jsou elektronické cigarety předmětem zdanění dle vnitrostátních pravidel v devíti členských státech a několik dalších států o zavedení zdanění uvažují. V České republice elektronické cigarety nepodléhají spotřební dani, nicméně do budoucna se dá předpokládat její zavedení, což by způsobilo výrazný nárůst prodejních cen (Zpráva komise radě o směrnici 2011/64/EU o struktuře a sazbách spotřební daně z tabákových výrobků, 2018).

Dalším zákonem, který negativně ovlivnil fungování společnosti je Zákon č. 40/1995 Sb., o regulaci reklamy. Tento zákon byl v roce 2016 novelizován a s účinností od 7.9.2016 zakazuje reklamu na elektronické cigarety, náplní do nich a příslušenství. Na rozdíl od klasických tabákových výrobků je zakázána rovněž reklama ve specializovaných

prodejnách a provozovnách, ve kterých se prodává a také je na rozdíl od tabákových výrobků zakázáno označení provozoven reklamním polepem.

Ekonomické faktory

Na společnost působí samozřejmě také makroekonomické faktory. Mezi tyto faktory patří například vývoj HDP, vývoj spotřeby domácností, vývoj zaměstnanosti a vývoj inflace. Následující tabulka zobrazuje meziroční změny těchto ukazatelů v letech 2009–2018.

Tabulka 2: Vývoj makroekonomických ukazatelů v letech 2009-2018 (Český statistický úřad, 2019)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Hrubý domácí produkt v s.c.	mld. Kč	3874	3962	4033	4001	3981	4089	4307	4412	4604	4735
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,4	3,0
Hrubý domácí produkt v b.c.	mld. Kč	3 922	3 954	4 022	4 048	4 086	4 314	4 596	4 768	5 047	5 324
Spotřeba domácností v s.c.	mld. Kč	1 928	1 947	1 952	1 917	1 925	1 966	2 038	2 113	2 202	2 272
Spotřeba domácností v b.c.	mld. Kč	1 918	1 947	1 984	1 998	2 027	2 074	2 152	2 243	2 393	2 526
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	-10,1	1,3	0,9	-3,1	-2,5	3,9	10,2	-3,1	3,7	7,2
Deflátor HDP	růst v %	2,6	-1,4	0,0	1,5	1,4	2,5	1,2	1,3	1,4	2,5
Průměrná míra inflace	%	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-1,4	-1,0	-0,3	0,4	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4

Závislosti vývoje tržeb v odvětví na těchto makroekonomických ukazatelích bude zkoumána v rámci analýzy a prognózy tržeb.

Sociální a kulturní faktory

Dle průlomové zprávy zdravotnické agentury britské vlády Public Health England z roku 2015 je užívání elektronických cigaret o 95 % méně škodlivé než kouření tabákových výrobků. Dle zprávy také elektronické cigarety pomáhají kuřákům s kouřením přestat. Všeobecné povědomí veřejnosti o rozdílných rizicích užívání klasických tabákových výrobků a elektronických cigaret je velmi špatné.

V roce 2019 se v médiích začaly objevovat zprávy o případech, kdy došlo k poškození plic a v několika případech i k úmrtí způsobených užíváním elektronických cigaret, ke kterým došlo v USA. Tyto zprávy negativně ovlivnily poptávku po elektronických cigaretách a náplních určených do elektronických cigaret, ačkoliv se později ukázalo, že

uživatelé elektronických cigaret, u kterých bylo zjištěno poškození plic inhalovali ilegální olejnaté směsi s výtažky marihuany, které klasická náplň do elektronických cigaret neobsahuje (Cikrt, 2019).

Technologické faktory

Od doby, kdy byly elektronické cigarety poprvé uvedeny na trh, dochází k neustálým inovacím a vývoji účinnějších a uživatelsky přívětivějších výrobků. Elektronická cigareta se skládá ze dvou hlavních částí, kterými jsou baterie a atomizér, ve kterém se nachází náplň, která se zahřátím prostřednictvím baterie mění na páru. První generace elektronických cigaret, která připomínala velikostí i designem klasickou cigaretu, se skládala z malé baterie a cartridge, která již obsahovala náplň do elektronické cigarety a atomizér. Elektronické cigarety tohoto typu byly většinou jednorázové. Elektronické cigarety druhé generace se skládají z baterie o větší kapacitě a atomizéru, do kterého lze opakovaně doplnit náplň do elektronické cigarety. Třetí generace elektronických cigaret přinesla velkokapacitní baterie, které uživatelům umožňují měnit napětí a příkon vedoucí do atomizéru (Farsalinos, 2014).

Ačkoliv se Společnost zabývá pouze nákupem a prodejem elektronických cigaret a náplní do elektronických cigaret, tudíž neinvestuje do vlastního výzkumu a vývoje, technologické faktory ji značně ovlivňují. Jelikož se technologie velice rychle vyvíjí, je pro Společnost důležité neustále sledovat novinky a přizpůsobovat se jim, aby byla schopna se vyrovnat konkurenci na trhu. Zároveň také musí Společnost zohlednit technologický vývoj při nákupu zboží, jelikož se již v minulosti stalo, že Společnost neodhadla technologický vývoj a nakoupila nadměrné množství atomizérů a jednorázových cartridge, které byly brzy nahrazeny lepší technologií a staly se tak neprodejnými. Společnost musela tyto nadměrné zásoby zlikvidovat.

3.1.2 Analýza mikrookolí

Oceňovaný podnik působí v odvětví nákupu a prodeje elektronických cigaret, příslušenství k elektronickým cigaretám a náplní do elektronických cigaret. Jelikož jsou elektronické cigarety poměrně novým výrobkem, dá se říct, že se jedná o formující se odvětví. Podniky, které v odvětví působí, jsou na trhu pouze několik let a v současné době existuje velké množství podniků z nichž žádný nemá významný podíl na celkovém

prodeji v odvětví. Technologie elektronických cigaret však prochází dynamickým vývojem, dochází k neustálému zlepšování produktu a podniky působící v odvětví musí tyto změny sledovat a přizpůsobit jim nabízený sortiment, aby obstáli měnícím se požadavkům zákazníků.

V odvětví neexistují významné vstupní bariéry, které by mohly odradit potenciální nové konkurenty. Pro vykonávání podnikání je potřeba vázaná živnost, kterou může získat každý, kdo splňuje podmínky dané živnostenským zákonem, tedy požadavky na vzdělání a praxi v oboru. Tuto podmínku je však v souladu s § 11 Zákona č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání možno splnit prostřednictvím takzvaného odpovědného zástupce a mnoho podniků v tomto odvětví této možnosti využívá.

Porterův model pěti konkurenčních sil

Pomocí Porterova modelu pěti konkurenčních sil budou analyzovány faktory z oborového okolí, které působí na chod Společnosti. Bude zkoumána vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů, hrozba substitutů, hrozba vstupu nové konkurence a míra rivality mezi existujícími podniky.

Vyjednávací síla dodavatelů

Vyjednávací síla dodavatelů není příliš vysoká. V době, kdy Společnost zahájila své podnikání byla jedním z mála prodejců elektronických cigaret v České republice a se svou sítí prodejen v Moravskoslezském kraji a několika dalšími prodejny v jiných částech České republika patřila v té době k jednému z největších prodejců. V této době Společnost sama dovážela zboží ze zemí mimo Evropskou unii, protože na českém trhu zatím nebylo mnoho velkoobchodních prodejců, kteří nabízeli toto zboží. S rostoucím zájmem veřejnosti o elektronické cigarety se však postupně na českém trhu začali objevovat velkoobchodní prodejci, kteří usilovali o získání zákazníka a nabízeli mnoho výhod – například zvýhodněné ceny podle množství odběru a převzetí legislativní zátěže dovozcem. Společnost v této době navázala úzké obchodní vztahy s několika dodavateli, které byly oboustranně výhodné a těží z nich dodnes, i když v současné době je na trhu spousta konkurenčních podniků a Společnost již nemá významný podíl na trhu.

Vyjednávací síla odběratelů

Na trhu existuje v současné době velké množství konkurenčních prodejců, kteří prodávají velmi podobné či totožné produkty a díky spoustě internetových obchodů není pro zákazníka problém přejít k jinému prodejci. Vyjednávací síla odběratelů je tedy poměrně vysoká. Společnost se snaží vytvořit si co největší základnu stálých zákazníků, strategie Společnosti bude dále popsána v analýze vnitřního prostředí.

Hrozba substitutů

Elektronické cigarety získaly svou popularitu hlavně díky tomu, že jsou oproti klasickým tabákovým výrobkům zdraví méně škodlivé. Dalším důvodem je také to, že mimo počáteční investici do elektronické cigarety jsou měsíční náklady při kouření elektronických cigaret mnohem nižší než u tabákových výrobků.

Za substitut k elektronickým cigaretám je možno považovat zařízení IQOS vyvinuté společností Philip Morris, které bylo v České republice uvedeno na trh v roce 2017. Jedná se o zařízení, které funguje na principu zahřívání tabáku bez toho, aby došlo k jeho spalování. Stejně jako u elektronických cigaret tedy nedochází ke vdechování kouře. IQOS se skládá ze samotného nahřívacího zařízení a jednorázových náplní HEETS (Philip Morris ČR, 2019).

V současné době se na trhu začínají objevovat i jiné značky nahřívacích zařízení (například zařízení GLO od výrobce British American Tobacco) a do budoucna se dá očekávat, že tomu bude stejně i u samotných náplní. Náplně do nahřívacích zařízení jsou však považovány za předmět spotřební daně dle Zákona č. 353/2003 Sb. o spotřebních daních a jejich cena je srovnatelná s klasickými cigaretami, na rozdíl od náplní do elektronických cigaret.

Hrozba vstupu nových konkurentů

Vedení společnosti momentálně považuje za největší hrozbu vstup tabákových společností na trh s elektronickými cigaretami. Na uvedení elektronických cigaret na český trh tabákové společnosti několik let nijak nereagovaly. Změna nastala až v souvislosti se Směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2014/40/EU ze dne 3. dubna 2014 o sblížení právních a správních předpisů členských států týkajících se výroby, obchodní úpravy a prodeje tabákových a souvisejících výrobků a o zrušení směrnice

2001/37/ES. Tato směrnice zakazuje prodej tabákových výrobků s charakteristickou příchutí, tedy ovocné a mentolové cigarety. Zákaz prodeje ovocných cigaret začal platit již od roku 2016, kdy měly členské státy Evropské unie povinnost uvést v účinnost právní předpisy nezbytné pro dosažení souladu se Směrnicí. Pro zákaz prodeje mentolových cigaret platí výjimka, mentolové cigarety mohou být prodávány do 20. května roku 2020. Tabákové společnosti na tento zákaz reagovaly vývojem vlastní elektronické cigarety v uzavřené nikotinovou kapslí, která není znovu naplnitelná.

Dle informací, které jednatelem Společnosti poskytl obchodní zástupce jedné z tabákových firem při předvádění elektronických cigaret s uzavřenou nikotinovou kapslí, by díky uzavřené technologii měly být tyto elektronické cigarety k dostání nejen ve specializovaných prodejnách elektronických cigaret, ale běžně i v trafikách či obchodech s potravinami vedle klasických tabákových výrobků, jelikož není nutné pro jejich prodej mít vázanou živnost. Na obrázku 4 můžeme vidět zadní stranu náplně do elektronické cigarety v uzavřeném systému (nalevo) a klasickou náplň (napravo), u obou náplní se jedná o náplň o síle 18mg nikotinu. Klasická náplň je označena symbolem lebky, což značí velmi toxické látky a směsi, které mohou být prodávány pouze na základě živnosti vázané. Náplň v uzavřené kapsli je označena symbolem vykřičníku, což značí látky a směsi, které dráždí pokožku, oči nebo dýchací cesty. Výrobky s tímto označením mohou být prodávány na základě volné živnosti.

Obrázek 3: Porovnání piktogramů standardní náplně do el. cigaret a uzavřeného systému (zdroj: vlastní fotografie)



Vedení Společnosti vnímá vstup tabákových společností na trh s elektronickými cigaretami jako velké ohrožení, zejména kvůli tomu, že se výrazně zvýší počet

provozoven, které toto zboží nabízí. Rovněž se dá předpokládat, že tabákové společnosti investují do promo akcí v obchodních center za cílem oslovit nové zákazníky.

Je však také možné, že vstup tabákových společností na trh s elektronickými cigaretami bude mít i pozitivní vliv. Díky speciální technologii jednorázových uzavřených nikotinových kapslí je cena náplní do elektronických cigaret vyvinutých tabákovými společnostmi daleko vyšší než cena znovu naplnitelných cartridge a náplní, které se používají u klasických elektronických cigaret. Je tedy možné, že kuřáci klasických cigaret, kteří přejdou ke kouření elektronických cigaret s uzavřeným systémem budou hledat levnější alternativu.

Intenzita konkurence a rivalita mezi existujícími podniky

Konkurence je obecně vysoká, na trhu v současné době působí mnoho prodejců a stále přibývají noví i přes vysokou legislativní zátěž. Mnoho nových prodejců vstoupilo na trh kolem roku 2013, kdy elektronické cigarety zažívaly největší boom. V té době byla konkurence nejvyšší, nicméně mnoho prodejců také brzy s podnikáním skončilo.

Prodejci, kteří působí na trhu s elektronickými cigaretami, je z pohledu rivality možné rozdělit do dvou skupin na zavedené prodejce, kteří působí na trhu od samého začátku, tedy zhruba od roku 2010, a nově příchozí. Rivalita je mezi nově příchozími, kteří se snaží přebírat zákazníky již zavedených firmám. Tito prodejci nabízejí zboží za výrazně nižší ceny mnohdy téměř na úrovni nákupních cen a také se snaží získat nové zákazníky tím, že stávajícím zákazníkům nabízí možnost stát se ambasadory, kdy za přivedení nového zákazníka dostanou produkty zdarma či finanční odměny. Naopak prodejci, kteří působí na trhu od začátku elektronických cigaret mají blízké vztahy. Společně se snaží šířit informace ohledně škodlivosti elektronických cigaret mezi spotřebiteli vydáváním takzvaného Vaperského oběžníku, vyměňující si informace ohledně novinek v legislativě a snaží se bojovat proti nelegálním prodejcům na internetu (například na stránce aukro.cz), kteří nedodržují zákony. Společnost dokonce navázala s některými konkurenčními prodejci i obchodní vztahy, kdy společně zorganizovali několik nákupů ze zahraničí za účelem dosažení množstevních slev.

3.1.3 Analýza vnitřního prostředí podniku

K analýze vnějšího prostředí podniku bude použit McKinseyho 7S model, který zkoumá sedm vzájemně se ovlivňujících interních faktorů - strategii, strukturu, styl řízení, systém řízení, spolupracovníky, schopnosti a sdílené hodnoty.

Strategie

Strategií společnosti je udržení konkurenceschopnosti na trhu s elektronickými cigaretami. Společnost se snaží vyjít vstříc zákazníkům s jakýmkoliv zařízením, i když nemá kompatibilní komponenty v běžné nabídce, je schopna pro zákazníka takové zboží objednat s krátkou dodací lhůtou, nebo v případě většího zájmu je na základě žádosti zákazníků zahrnout do stálého sortimentu. Prioritou je získat důvěru zákazníků, aby se rádi vraceli, proto se Společnost nesnaží za každou cenu zákazníkovi prodat nové zařízení, ale nabízí také pozáruční opravy i opravy zařízení, které zákazník zakoupil u konkurence. Společnost spolupracuje s jinými prodejci, který se specializuje i na opravy.

Struktura

Vzhledem k tomu, že Společnost patří mezi malé podniky, nemá složitou organizační strukturu. Společnost má jediného společníka, který je zároveň jednatelem a ředitelem společnosti a vedení podniku je plně v jeho kompetenci. Společnost zaměstnává 7 zaměstnanců z nichž jeden je vedoucí provozoven a má na starosti dohled na nákupy zboží, stavem skladových zásob, distribuci zboží do jednotlivých prodejen, expedici objednávek z e-shopu a reklamace. Jedním ze zaměstnanců je také administrativní pracovník, který má na starosti fakturaci, komunikaci s úřady, archivaci dokumentů dle zákona a další administrativní práce. Zbylí zaměstnanci jsou asistenti prodeje, kteří předávají výsledky a důležité informace zástupce ředitele.

Systém a styl řízení

Jelikož se Společnost věnuje pouze nákupu a prodeji, nikoliv výrobě vlastních produktů, nepotřebuje drahé ERP systémy. Společnost používá pouze systém PROFIT vytvořený společností Lpsoft. Tento systém používá pro vedení skladové evidence, evidence

majetku a vystavování faktur. Dále společnost používá program Premier system pro vedení účetnictví.

Styl řízení by se dal označit za demokratický či konzultativní. Rozhodování o aktivitách Společnosti náleží řediteli a jedinému jednateři, který však využívá informací a poznatků ostatních zaměstnanců. Významnou roli má vedoucí provozoven, který sleduje výsledky prodeje v jednotlivých prodejnách a předkládá řediteli návrhy na změny, například rozšíření stálé nabídky o nové produkty či úpravu prodejních cen jednotlivých produktů. Konečné rozhodnutí však vždy provede ředitel.

Spolupracovníci

Zaměstnanci společnosti nemusí mít vysokoškolské vzdělání, Společnost však klade důraz na znalost nabízeného zboží a jeho technické vlastnosti.

Společnost se snaží pro své zaměstnance vytvořit příjemné pracovní prostředí, v podniku obecně panuje rodinná atmosféra. Všichni zaměstnanci působí ve Společnosti dlouhodobě, někteří již od jejího založení. Společnost pořádá volnočasové akce pro zaměstnance s jejich rodinami.

Schopnosti

Ve podniku jsou využívány měkké i tvrdé schopnosti. Jelikož se jedná o specializovanou prodejnu s elektronickými cigaretami a příslušenstvím, klade Společnost velký důraz na znalosti zaměstnanců. Vedoucí provozoven sleduje veškeré novinky, které se objevují stále častěji, výjimkou není ani to, že jsou nové produkty uvedeny na trh několikrát do měsíce. Informace ohledně nových produktů, které se objevily na trhu, pak předává asistentům prodeje na jednotlivých prodejnách. Vzhledem k tomu, že se zaměstnanci pohybují v tomto oboru již řadu let, dokážou na základě dosavadních zkušeností poradit zákazníkům téměř s jakýmkoliv výrobkem, protože obvykle u novinek dochází pouze k drobným odchylkám v používání. Všichni zaměstnanci jsou také uživateli elektronických cigaret, takže s jejich používáním mají i praktické zkušenosti. Pokud je na trh uvedena úplně nová technologie, je všem zaměstnancům zdarma nabídnuta k testování, aby sami poznali, jaké má vlastnosti, výhody a nevýhody. Asistenti prodeje mají rovněž k dispozici vzorky nových produktů a zákazníkům předvádí nový výrobek přímo na prodejně.

Sdílené hodnoty

Hlavní prioritou je spokojenost zákazníků i zaměstnanců. Společnost chce vytvořit takové prostředí, aby se zákazníci rádi vraceli a také doporučovali Společnost svým známým. Společnost si zakládá na osobním přístupu k zákazníkům a vždy se snaží co nejlépe poradit. Za tímto účelem také vytvořila facebookovou stránku, kde mohou zákazníci zdarma pokládat dotazy nebo se informovat o novinkách. Vedení společnosti se také účastní srazů uživatelů elektronických cigaret, které se konají v Moravskoslezském kraji, aby navázala blízký kontakt se svými zákazníky.

3.2 Finanční analýza společnosti

V následujících krocích bude provedena finanční analýza společnosti, která bude základem pro finanční plán. Bude provedena finanční analýza absolutních a poměrových ukazatelů a nakonec budou vypočítány dva souhrnné ukazatele. Výsledné hodnoty poměrových ukazatelů budou porovnány s vybranými konkurenty a některé ukazatele budou také porovnány s oborovými hodnotami dle CZ NACE.

Finanční výkazy Oceňovaného podniku byly poskytnuty vedením podniku a nejsou v této podobě zveřejněny na portále justice.cz, jelikož Oceňovaný podnik zveřejňuje finanční výkazy pouze ve zkráceném rozsahu v souladu se Zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví. Data potřebná pro provedení finanční analýzy konkurenčního podniku byla čerpána z veřejně dostupných finančních výkazů společností zveřejněných na portále justice.cz. Oborové hodnoty poměrových ukazatelů byly převzaty z Finančních analýz podnikové sféry zveřejňovaných Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Představení vybraných konkurentů

Pro porovnání byli vybráni tři konkurenti, jejichž předmětem podnikání je nákup a prodej elektronických cigaret, příslušenství k elektronickým cigaretám a náplní do elektronických cigaret ve specializovaných prodejnách. Všichni konkurenti mají sídlo na území České republiky a jejich hlavními odběrateli jsou koneční spotřebitelé, s výjimkou

konkurenta 3, který provozuje i velkoobchod. Konkurenti stejně jako Oceňovaný podnik provozují e-shop i kamenné prodejny.

3.2.1 Analýza absolutních ukazatelů

Jako první bude provedena analýza absolutních ukazatelů, tedy meziročních změn jednotlivých položek účetních výkazů. Bude provedena horizontální a vertikální analýza Rozvahy a Výkazu zisku a ztráty. Výkaz cash flow Společnost nesestavuje.

Analýza majetkové a finanční struktury společnosti

Následující tabulky zobrazují horizontální a vertikální analýzu Rozvahy. V horizontální analýze jsou zobrazeny relativní meziroční změny jednotlivých položek Rozvahy vyjádřené v procentech. Vertikální analýza vyjadřuje podíl jednotlivých položek rozvahy na celkové bilanční sumě.

Tabulka 3: Horizontální analýza rozvahy (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	Relativní změna [%]			
	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
AKTIVA				
AKTIVA CELKEM	58,44	16,04	45,42	-18,34
DLOUHODOBÝ MAJETEK	0,00	0,00	100,00	-25,00
Dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,00	100,00	-25,00
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	0,00	0,00	100,00	-25,00
OBĚŽNÁ AKTIVA	58,37	14,12	34,99	-19,26
Zásoby	95,05	-18,54	-4,71	-25,86
Zboží	95,05	-18,54	-4,71	-25,86
Dlouhodobé pohledávky	-27,55	-20,55	0,00	0,00
Jiné pohledávky	-27,55	-20,55	0,00	0,00
Krátkodobé pohledávky	77,39	-43,82	59,67	14,67
Pohledávky z obchodních vztahů	509,02	-63,71	135,53	-4,13
Stát – daňové pohledávky	-100,00	100,00	-91,36	218,18
Krátkodobé poskytnuté zálohy	2,86	-17,48	17,06	-2,22
Jiné pohledávky				100,00
Krátkodobý finanční majetek	15,88	134,90	68,04	-20,98
Peníze	-5,70	284,94	-14,61	-3,06
Účty v bankách	23,87	92,63	114,57	-24,99
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	202,44	2128,29	-3,02	96,58
Náklady příštích období	202,44	2128,29	-3,02	96,58
PASIVA				
PASIVA CELKEM	58,44	16,04	45,42	-18,34
VLASTNÍ KAPITÁL	660,81	121,90	42,48	27,48
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00

Výsledek hospodaření minulých let	-16,00	-1004,88	155,91	47,13
Nerozdělený zisk minulých let	0,00	100,00	155,91	47,13
Neuhrazená ztráta minulých let	-16,00	-100,00	0,00	0,00
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ –)	5392,73	40,44	-22,65	-7,83
CIZÍ ZDROJE	14,23	-35,74	51,58	-91,79
Krátkodobé závazky	29,48	-35,74	51,58	-91,79
Závazky z obchodních vztahů	262,47	47,34	-43,19	-88,01
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	11,39	-52,01	120,55	-100,00
Závazky k zaměstnancům	80,70	35,09	-17,57	-77,45
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	12,80	55,73	-28,11	-86,54
Stát – daňové závazky a dotace	1557,87	60,92	-69,33	47,16
Krátkodobé přijaté zálohy	0,00	100,00	142,00	0,00
Dohadné účty pasivní	82,45	-100,00	0,00	-100,00
Jiné závazky	-65,68	57,87	-31,28	-100,00
Bankovní úvěry a výpomoci	-100,00	0,00	0,00	0,00
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0,00	0,00	-100,00	100,00
Výdaje příštích období	0,00	0,00	-100,00	100,00

Tabulka 4: Vertikální analýza rozvahy (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	100	100	100	100	100
POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DLOUHODOBÝ MAJETEK	0,00	0,00	0,00	7,63	7,00
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,00	0,00	7,63	7,00
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	0,00	0,00	0,00	7,63	7,00
OBĚŽNÁ AKTIVA	99,95	99,91	98,25	91,21	90,19
Zásoby	48,28	59,43	41,72	27,34	24,82
Zboží	48,28	59,43	41,72	27,34	24,82
Dlouhodobé pohledávky	7,37	3,37	2,31	1,59	1,94
Jiné pohledávky	7,37	3,37	2,31	1,59	1,94
Krátkodobé pohledávky	12,12	13,56	6,57	7,21	10,13
Pohledávky z obchodních vztahů	2,28	8,78	2,74	4,44	5,22
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stát – daňové pohledávky	2,29	0,00	0,42	0,02	0,10
Krátkodobé poskytnuté zálohy	7,38	4,79	3,41	2,74	3,28
Jiné pohledávky	0,00	0,00	0,00	0,00	1,53
Krátkodobý finanční majetek	32,19	23,55	47,66	55,08	53,30
Peníze	8,70	5,18	17,17	10,08	11,97
Účty v bankách	23,50	18,37	30,50	45,00	41,33
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0,05	0,09	1,75	1,16	2,80

Náklady příštích období	0,05	0,09	1,75	1,16	2,80
PASIVA CELKEM	100	100	100	100	100
VLASTNÍ KAPITÁL	7,250	32,857	62,823	61,562	96,101
Základní kapitál	11,376	6,922	5,965	4,102	5,024
Základní kapitál	10,970	6,922	5,965	4,102	5,024
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,406	0,256	0,221	0,152	0,186
Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0,406	0,256	0,221	0,152	0,186
Výsledek hospodaření minulých let	-5,355	-2,838	22,129	38,949	70,172
Nerozdělený zisk minulých let	0,000	0,000	22,129	38,949	70,172
Neuhrazená ztráta minulých let	-5,355	-2,838	0,000	0,000	0,000
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	0,823	28,516	34,509	18,359	20,720
CIZÍ ZDROJE	93,156	67,143	37,177	38,758	3,899
Krátkodobé závazky	82,185	67,143	37,177	38,758	3,899
Závazky z obchodních vztahů	1,320	3,018	3,832	1,497	0,220
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	74,912	52,653	21,771	33,024	0,000
Závazky k zaměstnancům	1,869	2,131	2,481	1,406	0,388
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,968	0,689	0,924	0,457	0,075
Stát – daňové závazky a dotace	0,556	5,813	8,060	1,700	3,064
Dohadné účty pasivní	2,444	2,814	0,000	0,533	0,000
Jiné závazky	0,117	0,025	0,034	0,016	0,000
Bankovní úvěry a výpomoci	10,970	0,000	0,000	0,000	0,000
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0,000	0,000	0,000	-0,320	0,000
Výdaje příštích období	0,000	0,000	0,000	-0,320	0,000

Bilanční suma vykazovala ve sledovaném období růst s výjimkou posledního roku. Je patrné, že aktiva společnosti jsou tvořena z více než 90 procent oběžnými aktivy. V letech 2014-2016 Společnost nevlastnila žádný dlouhodobý majetek. Až v roce 2017 byl pro podnikání zakoupen osobní vůz.

Největší část oběžných aktiv tvoří zásoby zboží a krátkodobý finanční majetek. Krátkodobý finanční majetek meziročně roste s výjimkou roku 2018, kdy byla splacena půjčka společníka, a stejně tak roste i podíl krátkodobých finančních zdrojů na celkových aktivech. Pohledávky z obchodních vztahů tvoří pouze nepatrnou část oběžných aktiv, což odpovídá tomu, že zákazníci Společnosti jsou převážně koneční spotřebitelé, kteří nakupují za hotové.

Z analýzy pasiv lze vyčíst, že financování Společnosti je zajištěno z větší části vlastními zdroji. Výjimkou je první sledované období, kdy společnost dosahovala velmi nízkého

zisku. V letech 2015-2018 již dosahovala vyššího zisku, kterým nejdříve vyrovnala Neuhrazenou ztráty minulých let a dále jej ponechala společnosti, podíly na zisku společníkovi vyplaceny nebyly.

Podíl cizích zdrojů na celkových pasivech společnosti ve sledovaném období klesal, protože byla postupně splácena půjčka společníka, které také tvoří nejvýznamnější složku cizích zdrojů. Tato půjčka byla v roce 2018 zcela splacena. Splacením této půjčky se výrazně změnil poměr mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji, které tvoří ke konci roku 2018 pouze necelá 4 procenta z celkových pasiv.

Analýza Výkazu zisku a ztráty

Následující tabulky zobrazují horizontální a vertikální analýzu Výkazu zisku a ztráty. Horizontální analýza stejně jako u Rozvahy zobrazuje relativní meziroční změnu jednotlivých položek výkazu vyjádřenou v procentech. Vertikální analýza pak zobrazuje poměr jednotlivých složek Výkazu zisku a ztráty k celkovým tržbám.

Tabulka 5: Horizontální analýza Výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	Relativní změna [%]			
	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
Tržby za prodej zboží	64,56	24,00	-13,59	-15,31
Náklady vynaložené na prodané zboží	52,08	20,86	-13,44	-12,27
obchodní marže	125,79	34,39	-14,03	-24,40
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	34,32	-20,01	11,75	9,27
Spotřeba materiálu a energie	-13,78	-1,79	15,28	-15,94
Služby	120,62	3,34	-15,49	-38,40
přidaná hodnota	142,34	47,39	-13,75	-18,35
Mzdové náklady	-19,53	50,70	-9,66	-26,59
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-13,47	29,87	-8,84	-40,08
Daně a poplatky	15,25	0,00	33,33	-55,25
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,00	0,00	100,00	102,27
Ostatní provozní výnosy	-83,21	43,70	-25,17	20,91
Ostatní provozní náklady	120,23	23,17	51,99	-24,89
provozní výsledek hospodaření	5506,64	49,51	-22,70	-7,15
Ostatní finanční výnosy	100,00	-78,93	-25,91	45,42
Ostatní finanční náklady	-85,79	13177,81	-7,72	6,09
Finanční výsledek hospodaření	-397,24	-712,64	-7,07	4,96
Daň z příjmů za běžnou činnost	100,00	75,68	-24,48	-5,70

– splatná	100,00	75,87	-24,63	-5,61
výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	5392,73	40,44	-22,65	-7,83
výsledek hospodaření před zdaněním	6423,79	46,01	-23,00	-7,44

Tabulka 6: Vertikální analýza Výkazu zisku a ztráty (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
CELKOVÉ TRŽBY	100	100	100	100	100
Tržby za prodej zboží	98,43	98,72	99,17	98,93	98,62
Náklady vynaložené na prodané zboží	81,78	75,79	74,21	74,16	76,58
obchodní marže	16,66	22,92	24,96	24,77	22,04
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1,57	1,28	0,83	1,07	1,38
Spotřeba materiálu a energie	2,07	1,09	0,87	1,15	1,14
Služby	5,59	7,51	6,29	6,14	4,45
Mzdové náklady	12,36	6,06	7,40	7,72	6,67
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3,87	2,04	2,15	2,26	1,60
Daně a poplatky	0,04	0,02	0,02	0,03	0,02
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,00	0,00	0,00	0,35	0,84
Ostatní provozní výnosy	6,02	0,62	0,72	0,62	0,88
Ostatní provozní náklady	0,07	0,09	0,09	0,16	0,14
provozní výsledek hospodaření	0,23	7,99	9,68	8,64	9,44
Ostatní finanční výnosy	0,00	0,04	0,01	0,01	0,01
Ostatní finanční náklady	0,07	0,09	0,09	0,16	0,14
Finanční výsledek hospodaření	-0,02	0,04	-0,18	-0,20	-0,24
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,00	1,27	1,81	1,58	1,75
výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	0,21	6,76	7,69	6,87	7,45
výsledek hospodaření před zdaněním	0,21	8,03	9,50	8,44	9,20

Z horizontální analýzy Výkazu zisku a ztráty lze vyčíst, že tržby společnosti ve sledovaném období nejdříve rostly a ve druhé polovině naopak poklesly. Společně s poklesem tržeb však došlo také k poklesu nákladů na prodané zboží, spotřeby energie, nákladů služby, mzdových nákladů a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Důvodem bylo, že se Společnost rozhodla uzavřít dvě kamenné prodejny, které již nedosahovaly požadovaného zisku. Společnost plánuje jednu prodejnu znovu otevřít na frekventovanějším místě.

Tržby Společnosti jsou převážně tvořeny tržbami z prodeje elektronických cigaret, náplní a příslušenství. Tržby z prodeje služeb mají podíl na celkových tržbách minimální. Jedná se o tržby za umístění propagačních bannerů dodavatelů náplní do elektronických cigaret v provozovnách Společnosti. Obchodní marže se ve sledovaném období pohybuje okolo 24 %.

S výjimkou prvního sledovaného období se výsledek hospodaření za účetní období pohyboval okolo 7 procent z celkových tržeb. Nejvyššího výsledku hospodaření dosáhla Společnost v roce 2016, v letech 2017 a 2018 výsledek opět poklesl.

3.2.2 Analýza poměrových ukazatelů

Následuje analýza poměrových ukazatelů, konkrétně ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Výsledné hodnoty jednotlivých ukazatelů společnosti budou srovnány s hlavními konkurenty a s oborem, jsou-li oborové hodnoty k dispozici. Pro srovnání s oborovými hodnotami byly použity hodnoty oboru CZ NACE 47 Maloobchod, kromě motorových vozidel.

Ukazatele rentability

Pro analýzu byl vybrán ukazatel rentability celkových aktiv, ukazatel rentability vlastního kapitálu a ukazatel rentability tržeb. Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů nebyl porovnáván, jelikož Oceňovaný podnik nemá žádné dlouhodobé závazky.

Tabulka 7: Analýza ukazatelů rentability (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku a konkurenčních podniků)

ROA	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	0,8%	33,9%	42,6%	22,6%	25,6%
Konkurent 1	-	81%	32%	38%	20%
Konkurent 2	33%	44%	37%	32%	28%
Konkurent 3	16%	11%	21%	21%	16%
Obor	2,33%	6,04%	6,98%	9,14%	10,25%
ROE	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	12,02%	86,79%	54,93%	29,82%	21,56%
Konkurent 1	-	95%	65%	48%	21%
Konkurent 2	28%	41%	33%	33%	29%
Konkurent 3	69%	36%	41%	30%	23%
Obor	2,59%	7,73%	11,22%	15,32%	16,46%
ROS	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	0,20%	8,03%	9,50%	8,44%	9,20%

Konkurent 1	-	18%	18%	12%	7%
Konkurent 2	15%	19%	13%	15%	18%
Konkurent 3	6%	3%	4%	3%	3%
Obor	1,06%	2,72%	3,21%	3,97%	4,28%

Rentabilita aktiv dává do poměru zisk před úroky a zdaněním a celková aktiva. V prvním sledovaném období dosahoval Oceňovaný podnik pouze minimálního zisku, takže rentabilita aktiv byla velmi nízká. V následujících letech však došlo k nárůstu a rentabilita aktiv ve všech dalších obdobích dosahovala hodnoty mezi 22 a 43 procenty, což jsou výrazně vyšší hodnoty než hodnoty oboru. Nejvyšší hodnoty rentability aktiv dosáhl Oceňovaný podnik v roce 2016, kdy také dosáhl nejvyššího výsledku hospodaření v celém sledovaném období.

V porovnání s Konkurentem 1 a Konkurentem 2 jsou hodnoty rentability aktiv Oceňovaného podniku o něco nižší. Konkurent 3 dosahuje nejnižších hodnot rentability aktivity ze všech hodnocených podniků.

Rentabilita vlastního kapitálu dává do poměru zisk po zdanění a vlastní kapitál. Hodnoty tohoto ukazatele jsou ve sledovaném období proměnlivé. Stejně jako u rentability celkových aktiv je hodnota prvního roku nejnižší z celého sledovaného období, v dalších dvou letech došlo k nárůstu a poté opět k poklesu. Důvodem poklesu v posledních dvou letech je jak pokles hospodářského výsledku, tak nárůst vlastního kapitálu. Hodnoty Oceňovaného podniku jsou vyšší než oborové hodnoty. Hodnoty tohoto ukazatele Konkurentů 1 a 3 jsou rovněž proměnlivé s klesající tendencí, pouze Konkurent 2 má v celém sledovaném období poměrně stabilní hodnotu tohoto ukazatele pohybující se okolo 30 %.

Rentabilita tržeb dává do poměru zisk před úroky a zdaněním a celkové tržby. Kromě prvního roku, kdy Společnost dosáhla velmi malého výsledku hospodaření, jsou hodnoty tohoto ukazatele poměrně stabilní, pohybující se mezi 8 a 9,5 %. V porovnání s oborovými hodnotami je rentabilita Oceňovaného podniku vyšší. Poměrně stabilní hodnoty ukazatele rentability tržeb vykazují také Konkurenti 2 a 3, přičemž Konkurent 2 dosahuje nejvyšší rentability tržeb ze všech sledovaných podniků pohybující se mezi 13 a 19 %. Konkurent 3 dosahuje naopak nejnižších hodnot rentability tržeb ze všech

sledovaných podniků v rozmezí 3 až 6 % za sledované období. Konkurent 1 dosahuje proměnlivých hodnot s klesající tendencí.

Ukazatele likvidity

Následující tabulka zobrazuje srovnání okamžité likvidity (L1), pohotové likvidity (L2) a celkové likvidity (L3) Oceňovaného podniku s hlavními konkurenty a s ostatními podniky v oboru Maloobchod, kromě motorových vozidel.

Již z horizontální a vertikální analýzy rozvahy bylo patrné, že peněžní prostředky tvoří podstatnou část aktiv a stav peněžních prostředků ve sledovaném období meziročně rostl a stejně tak rostla i likvidita společnosti.

V prvních dvou sledovaných obdobích se hodnoty likvidity Oceňovaného podniku přibližují oborovým a doporučeným hodnotám a zároveň jsou nižší než hodnoty konkurence. Jelikož byl Nerozdělený výsledek hospodaření zcela ponechán Společnosti, která se rozhodla neinvestovat do rozvoje podnikání a ponechala jej na bankovním účtu, hodnoty likvidity v druhé části sledovaného období značně vzrostly. Extrémních hodnot společnost dosáhla v posledním sledovaném období, kdy byla zcela splacena půjčka společníka a krátkodobé závazky tvořily méně než 4 procenta celkových pasiv.

U konkurentů lze pozorovat opačný trend. Na začátku sledovaného období byly hodnoty likvidity nejvyšší a meziročně docházelo ke snižování až na poslední rok, kdy opět došlo k mírnému zvýšení. I přes to jsou však hodnoty likvidity většiny konkurentů vyšší než oborové a doporučené hodnoty. Výjimkou je Konkurent 1 jehož okamžitá a pohotová likvidita je velmi nízká a může mít problém dostat svým závazkům.

U Konkurenta 3 můžeme pozorovat velký rozdíl mezi okamžitou likviditou, která je velmi nízká a likviditou pohotovou a celkovou, která je naopak poměrně vysoká. Důvodem je to, že jako jediný provozuje také velkoobchod, a tedy má větší skladové zásoby a větší objem krátkodobých pohledávek. Naopak u Oceňovaného podniku a ostatních konkurentů lze vidět, že rozdíl mezi okamžitou a pohotovou likviditou je minimální, jelikož jejich zákazníci jsou koneční spotřebitelé, kteří nakupují za hotové.

Tabulka 8: Analýza ukazatelů likvidity (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku a konkurenčních podniků)

L1	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	0,39	0,35	1,28	1,42	13,67
Konkurent 1	-	1,64	0,49	0,09	0,22
Konkurent 2	4,25	3,53	3,19	1,80	2,17
Konkurent 3	0,56	0,27	0,03	0,07	0,72
Obor	0,34	0,42	0,41	0,43	0,35
L2	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	0,55	0,60	1,52	1,65	16,77
Konkurent 1	-	1,86	0,80	0,36	0,60
Konkurent 2	5,30	4,17	4,04	2,34	3,01
Konkurent 3	7,64	6,31	2,20	1,83	1,28
Obor	0,67	0,75	0,83	0,81	0,78
L3	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	1,07	1,49	2,64	2,35	23,13
Konkurent 1	-	2,92	1,66	2,31	3,40
Konkurent 2	11,63	8,29	8,59	3,99	5,07
Konkurent 3	8,21	7,94	6,62	5,74	2,19
Obor	1,13	1,22	1,43	1,28	1,25

Z analýzy likvidity vyplývá, že Společnosti sice nehrozí, že by se ocitla v platební neschopnosti, nicméně příliš vysoká likvidita není pro podnik příznivá, jelikož volné peněžní prostředky negenerují vlastníkům podniku žádný zisk.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat svůj majetek. U Oceňovaného podniku a hlavních konkurentů byla provedena analýza obratu aktiv, doby obratu zásob a doby obratu krátkodobých závazků. Výsledky analýzy jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka 9: Analýza ukazatelů aktivity (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku a konkurenčních podniků)

Obrat aktiv	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	4,07	4,22	4,49	2,67	2,78
Konkurent 1	-	3,40	1,49	2,36	2,05
Konkurent 2	1,72	1,92	2,31	1,70	1,25
Konkurent 3	1,93	2,43	4,32	5,41	4,01
Obor	2,19	2,22	2,17	2,30	2,39
Doba obratu zásob	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	42,68	50,73	33,48	36,82	32,14
Konkurent 1	-	38,57	124,64	117,21	136,20
Konkurent 2	110,44	91,02	65,73	76,20	109,89

Konkurent 3	12,17	26,41	49,11	36,68	29,54
Obor	32,47	27,64	32,64	27,75	30,05
Doba obratu krátkodobých závazků	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	72,63	57,31	29,84	52,21	5,05
<i>Oceňovaný podnik (bez závazků ke společníkům)</i>	<i>6,43</i>	<i>12,37</i>	<i>12,36</i>	<i>7,72</i>	<i>5,05</i>
Konkurent 1	-	36,27	144,54	60,16	48,67
<i>Konkurent 1 (bez závazků ke společníkům)</i>	-	36,27	32,91	15,52	7,51
Konkurent 2	17,45	22,11	14,47	46,22	53,42
Konkurent 3	21,27	16,13	11,11	9,39	32,78
Obor	66,13	53,86	54,27	58,30	64,55

Obrat aktiv představuje podíl aktiv na tržbách a udává, kolikrát se celková aktiva v průběhu roku obrátí. Obrat celkových aktiv Oceňovaného podniku se v průběhu sledovaného období napřed zvyšoval, nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2016, kdy společnost dosáhla nejvyšších tržeb v celém sledovaném období, poté znovu klesl. Důvodem poklesu je jednak snížení tržeb a také meziroční nárůst celkových aktiv. Hodnoty ukazatele obratu aktiv v oboru byly ve sledovaném období stabilní a pohybovaly se v rozmezí 2,17 až 2,39. V porovnání s oborovými hodnotami je tedy obrat aktiv Oceňovaného podniku vyšší. Také v porovnání s konkurenty je obrat aktiv Oceňovaného podniku vyšší s výjimkou Konkurenta 3 v letech 2017 a 2018.

Doba obratu zásob udává, jak dlouho jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo prodeje. V případě Oceňovaného podniku se jedná o dobu mezi nákupem a prodejem zboží, jelikož nemá žádné zásoby materiálu ani vlastních výrobků. Doba obratu zásob Oceňovaného podniku se ve sledovaném období nejdříve meziročně zvýšila a následně začala klesat, což je pozitivní. Doba obratu zásob podniků v oboru byla ve sledovaném období poměrně stabilní a pohybovala se v rozmezí 27 až 32 dní, Oceňovaný podnik se v letech 2016-2018 těmito hodnotám přibližuje. Konkurenti 1 naopak ve sledovaném období vykazuje rostoucí dobu obratu zásob, což je vnímáno jako negativní. U Konkurentů 2 a 3 byl ve sledovaném období zaznamenán nestabilní vývoj, u Konkurenta 2 jsou navíc hodnoty doby obratu zásob příliš vysoké.

Doba obratu závazků vyjadřuje, kolik dní uplyne od vzniku závazku do jeho uhrazení, tedy jak rychle podnik hradí své závazky. Ve sledovaném období má doba obratu krátkodobých závazků spíše klesající tendenci.

Převážnou část krátkodobých závazků tvoří půjčky společníka, které dle účetní klasifikace spadají do krátkodobých závazků, nicméně doba splatnosti těchto půjček je nastavena na jeden rok a u některých z nich došlo k prodloužení splatnosti. Z tohoto důvodu byla vypočítaná také doba obratu krátkodobých závazků očištěna o půjčky společníka, tedy doba obratu závazků z obchodních vztahů, závazků k zaměstnancům, k institucím sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění a daňových závazků. Doba obratu těchto závazků je výrazně nižší a ve sledovaném období se pohybuje mezi 5 a 12 dny. Stejná úprava byla provedena i u Konkurenta 1. Konkurenti 2 a 3 klasifikují půjčky společníků jako dlouhodobé závazky. V porovnání s Konkurenty 2 a 3 i oborovými hodnotami je doba obratu krátkodobých závazků očištěných o půjčku společníka Oceňovaného podniku daleko nižší.

Ukazatele zadluženosti

Poslední skupinou poměrových ukazatelů, které budou v této diplomové práci analyzovány, jsou ukazatele zadluženosti. Ukazatele zadluženosti vyjadřují, jakou mírou jsou činnosti podniku financovány z cizích zdrojů. Pro analýzu byly zvoleny ukazatele koeficient samofinancování, celková zadluženost a míra zadluženosti.

Tabulka 10: Analýza ukazatelů zadluženosti (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku a konkurenčních podniků)

Koeficient samofinancování	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	6,84%	32,86%	62,83%	61,56%	96,11%
Konkurent 1	-	65,79%	40,36%	60,53%	72,23%
Konkurent 2	91,66%	88,23%	90,70%	78,21%	77,07%
Konkurent 3	17,01%	23,52%	40,71%	54,67%	53,40%
Obor	39,09%	40,07%	40,13%	42,53%	43,58%
Celková zadluženost	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	93,13%	67,15%	37,18%	38,44%	3,90%
Konkurent 1	-	34,21%	59,64%	39,47%	27,77%
Konkurent 2	8,34%	11,77%	9,30%	21,79%	21,45%
Konkurent 3	82,99%	76,48%	59,29%	45,33%	46,60%
Obor	60,91%	59,93%	59,87%	57,47%	56,42%
Míra zadluženosti	2014	2015	2016	2017	2018
Oceňovaný podnik	13,61	2,04	0,59	0,63	0,04
Konkurent 1	-	0,52	1,48	0,65	0,38
Konkurent 2	0,09	0,13	0,10	0,28	0,28
Konkurent 3	0,83	0,76	0,59	0,45	0,47
Obor	0,60	1,46	1,47	1,32	1,23

Koeficient samofinancování udává, z jaké části jsou pasiva společnosti tvořena vlastními zdroji. Hodnoty tohoto ukazatele ve sledovaném období mají rostoucí průběh. V prvních dvou letech byla pasiva Společnosti tvořena z větší části cizími zdroji, v dalších třech letech tomu bylo naopak, jelikož Společnost začala tvořit zisk, který byl ponechán podniku. Nejnižší koeficient samofinancování vykazovala společnost v prvním roce, kdy generovala pouze minimální zisk. V tomto roce byly aktivity Společnosti financovány půjčkou společníka a krátkodobým bankovním úvěrem, který byl však hned v následujícím období splacen. V dalších letech společnost začala generovat zisk, který byl částečně použit na vyrovnání ztráty minulých let a dále ponechán společnosti. Společnost volné finanční prostředky použila k postupnému splácení půjčky společníka. Důsledkem zvyšování nerozděleného zisku a splácení půjčky společníka koeficient financování v dalších letech rostl. Půjčka společníka byla ke konci sledovaného období zcela splacena. V tomto období koeficient samofinancování dosáhl hodnoty 96,11 %, což znamená, že aktivity Společnosti byly financovány téměř výhradně z vlastních zdrojů.

Z výše uvedeného vyplývá, že se Společnost snaží minimalizovat použití cizích zdrojů pro financování svého podnikání a preferuje konzervativní přístup k financování vlastní činnosti. Konzervativní přístup můžeme pozorovat také u všech konkurentů.

Hodnoty koeficientu samofinancování a celkové zadluženosti podniků v oboru byly ve sledovaném období stabilní. Z tabulky vyplývá, že ostatní podniky v oboru Maloobchod, kromě motorových vozidel preferují financování prostřednictvím cizího kapitálu, poměr financování vlastními zdroji a cizím kapitálem ve sledovaném období byl roven přibližně 40:60.

3.2.3 Souhrnné ukazatele

Poslední částí finanční analýzy této práce je výpočet souhrnných ukazatelů, též označovaných jako indexy finančního zdraví. Pro tuto práci byly vybrány dva souhrnné ukazatele a to Altmanův model a model IN05.

Altmanův model

Jelikož cenné papíry Oceňovaného podniku nejsou veřejně obchodovatelné na finančních trzích, byl pro výpočet použit upravený vzorec Z' Score, který je uveden v teoretické části této diplomové práce. V následující tabulce jsou uvedeny výsledky.

Tabulka 11: Výsledky Altmanova modelu (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

Ukazatel	Váha	2014	2015	2016	2017	2018
ČPK/A	0,717	0,07	0,33	0,63	0,54	0,89
NZ/A	0,847	-0,05	-0,03	0,22	0,39	0,70
EBIT/A	3,107	0,01	0,34	0,43	0,23	0,26
VK/CZ	0,420	0,07	0,49	1,69	1,59	24,65
T/A	0,998	4,07	4,22	4,49	2,67	2,78
Z-score		4,12	5,68	7,15	4,75	15,16
Ohrožen?		NE	NE	NE	NE	NE

Z dat v tabulce vyplývá, že podnik v žádném ze sledovaných období nedosáhl hodnoty 1,23 či nižší, která představuje ohrožení bankrotem a rovněž v žádném ze sledovaných období se hodnoty nepohybovaly v intervalu 1,23-2,9, který značí tzv. šedou zónu. Oceňovaný podnik tedy není ohrožen bankrotem.

Model IN05

Dalším použitým souhrnným ukazatelem byl model IN05. Jelikož Společnost nemá úročený cizí kapitál a tedy nákladové úroky jsou rovny nule, nelze vypočítat ukazatel úrokového krytí (EBIT/NÚ), protože nulou dělit nelze. Z toho důvodu byla všech obdobích byla použita doporučená hodnota 9.

Tabulka 12: Výsledky modelu IN05 (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

Ukazatel	Váha	2014	2015	2016	2017	2018
A/CZ	0,13	1,07	1,49	2,69	2,69	25,65
EBIT/NÚ	0,04	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
EBIT/A	3,97	0,01	0,34	0,43	0,23	0,26
V/A	0,21	4,32	4,25	4,52	2,69	2,81
OA/KZ	0,09	1,22	1,49	2,64	2,35	23,13
IN05		1,55	2,92	3,59	2,38	7,38
Situace fin. zdraví		šedá zóna	tvoří	Tvoří	tvoří	tvoří

Z tabulky vyplývá, že kromě prvního sledovaného období, byla výsledná hodnota ukazatele IN06 vyšší než 1,6. To znamená, že Oceňovaný podnik je bonitní, tedy tvoří hodnotu pro vlastníky. V prvním sledovaném období se Oceňovaný podnik nacházel v tzv. šedé zóně, kdy nelze podnik označit ani za bonitní, ani za bankrotní, ale výslednou hodnotou se velmi blížil k hranici, kdy už lze podnik považovat za bonitní.

3.3 SWOT analýza

Na základě výsledků strategické a finanční analýzy Oceňovaného podniku byla vypracována SWOT analýza, která hodnotí vnitřní a vnější faktory, které představují potenciál podniku.

Tabulka 13: SWOT analýza Oceňovaného podniku (vlastní zpracování)

Silné stránky – STRENGTHS	Slabé stránky - WEAKNESSES
<ul style="list-style-type: none"> • nízká úroveň zadlužení • dostatek finančních zdrojů pro investování • není ohrožen bankrotem • velmi dobré obchodní vztahy s dodavateli • nadstandardní služby zákazníkům (poradenství, opravy zařízení) • široký sortiment • loajalita zaměstnanců 	<ul style="list-style-type: none"> • klesající tržby (uzavření několika poboček v posledních letech) • zákaz reklamy • některé prodejny jsou umístěny v nevhodné lokalitě • zisk nevyužívá k rozvoji podnikání
Příležitosti – OPPORTUNITIES	Hrozby - THREATS
<ul style="list-style-type: none"> • možnost stát se velkoobchodním prodejcem • oslovení nových zákazníků, které přilákají elektronické cigarety tabákových firem • znovuotevření nové prodejny v krajském městě ve frekventovanější lokalitě 	<ul style="list-style-type: none"> • vstup tabákových společností na trh s elektronickými cigaretami • noví prodejci s agresivní prodejní strategií • zavedení spotřební daně z náplní do elektronických cigaret

<ul style="list-style-type: none">• přestěhování stávajících prodejen na frekventovanější místa	
---	--

Na základě strategické a finanční analýzy podniku lze předpokládat neomezené trvání podniku.

4 VLASTNÍ NÁVRHY ŘEŠENÍ

Tato část diplomové práce se zabývá oceněním podniku. Prvním krokem ocenění bude rozdělení majetku Oceňovaného podniku na provozně nutný a provozně nepotřebný. Dále bude provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty. Na základě generátorů hodnoty bude stanoveno předběžné ocenění podniku a dále bude vytvořen finanční plán na období 2019-2022. Posledním krokem bude stanovení výsledného ocenění podniku k 1.1.2019 za použití dvou výnosových metod, kterými jsou metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty.

4.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro ocenění Společnosti je nutné rozdělit majetek společnosti na provozně potřebný a provozně nepotřebný. Rozdělení majetku je zobrazeno v následující tabulce. Hodnoty v jsou dány v tisících Kč.

Tabulka 14: Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

Rozdělení majetku	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	372	279
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek provozně nutný	0	0	0	372	279
Zásoby	880	1 717	1 399	1 333	988
Pohledávky	355	489	297	429	480
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1	3	59	57	112
Krátkodobé závazky	1 498	1 940	1 247	1 890	155
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	-16	0
<i>Peníze (pokladna + účet) v rozvaze</i>	<i>587</i>	<i>680</i>	<i>1 598</i>	<i>2 685</i>	<i>2 122</i>
<i>Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)</i>	<i>0,39</i>	<i>0,35</i>	<i>1,28</i>	<i>1,42</i>	<i>13,67</i>
<i>Provozně nutná likvidita</i>	<i>0,39</i>	<i>0,39</i>	<i>0,39</i>	<i>0,39</i>	<i>0,39</i>
Provozně nutné peněžní prostředky	584	757	486	737	61
Pracovní kapitál provozně nutný	322	1 026	994	681	1 486
Investovaný kapitál provozně nutný	322	1 026	994	1 053	1 764

Dlouhodobý hmotný majetek podniku tvoří pouze osobní automobil, který je pro fungování podniku nutný. Společnost neviduje žádný dlouhodobý nehmotný ani finanční majetek. Veškerý dlouhodobý majetek Společnosti je tedy provozně potřebný.

Společnost nemá žádné neprodejné zásoby zboží, veškeré zásoby jsou tedy provozně potřebné. Stejně tak jsou provozně potřebné všechny pohledávky, jelikož Společnost neviduje žádné pohledávky, které nesouvisí s činností podniku. Veškeré krátkodobé závazky souvisejí s činností podniku a jsou tedy také provozně potřebné. Dlouhodobé závazky Společnost nemá.

Jediný provozně nepotřebný majetek, kterým Společnost disponuje, je část peněžních prostředků. Společnost má na bankovních účtech a v pokladně daleko víc peněžních prostředků, než potřebuje pro své fungování, proto byla část peněžních prostředků označena za provozně nepotřebné. Výše provozně nutných prostředků byla odvozena od průměrné okamžité likvidity v oboru.

Provozně nutný pracovní kapitál byl vypočítán jako součet provozně nutných zásob, pohledávek, ostatních aktiv a provozně nutných peněžních prostředků, od kterých byla odečtena hodnota provozně nutných závazků a ostatních aktiv. Provozně nutný investovaný kapitál pak představuje sumu provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku.

4.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této části bude provedena analýza faktorů, které významně ovlivňují hodnotu podniku, tzv. generátory hodnoty. Těmito generátory jsou tržby, provozní zisková marže, pracovní kapitál a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Následná prognóza generátorů hodnoty bude východiskem pro sestavení finančního plánu Oceňovaného podniku pro období 2019-2022.

4.2.1 Tržby

Prognóza tržeb podniku je základním kamenem ocenění podniku. Součástí prognózy tržeb podniku je prognóza tržeb celého trhu, ve kterém daný podnik působí, tedy oboru dle CZ NACE 47 Maloobchod, kromě motorových vozidel. Prognóza tržeb byla

stanovena na základě regresní analýzy, jejíž parametry byly stanoveny z historických tržeb v oboru Maloobchod, kromě motorových vozidel, které jsou zveřejňovány Ministerstvem průmyslu a obchodu a vývoje ovlivňujícího faktoru za minulé období. Ovlivňující faktor byl vybrán pomocí Pearsonova korelačního koeficientu.

Zkoumanými faktory byl vývoj HDP a spotřeby ve stálých cenách i běžných cenách, průměrné míry inflace a zaměstnanosti. Historický vývoj makroekonomických ukazatelů byl převzat z webových stránek Ministerstva financí ČR.

Tabulka 15: Pearsonův korelační koeficient (vlastní zpracování dle MFČR, 2009-2018)

		korelace
Hrubý domácí produkt v s.c.	mld. Kč	0,96214
Hrubý domácí produkt v b.c.	mld. Kč	0,97081
Spotřeba domácností v s.c.	mld. Kč	0,91058
Spotřeba domácností v b.c.	mld. Kč	0,96469
Deflátor HDP	růst v %	0,38526
Průměrná míra inflace	%	0,07981
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	0,82598

Pomocí Pearsonova korelačního koeficientu byl vybrán hrubý domácí produkt v běžných cenách jako veličina s nejvyšší závislostí na tržbách v oboru Maloobchod, kromě motorových vozidel. Dále bylo zjištěno jaký trend je nejvhodnější použít pro prognózu budoucích hodnot. Analyzován byl lineární trend, kvadratický trend a exponenciální trend. Nejvyšší koeficient determinace R^2 vykazovala funkce kvadratická a po dosažení HDP v běžných cenách vykazovala nejmenší rozdíl mezi teoretickými a skutečnými hodnotami.

Výslednou funkcí, která byla použita pro prognózu tržeb v oboru Maloobchod, kromě motorových vozidel je kvadratická funkce:

$$y = -42,123208x^2 + 510830,917978x - 969525904,208249$$

kde x je HDP v běžných cenách a y jsou tržby trhu v tis. Kč.

Budoucí tržby trhu Maloobchod, kromě motorových vozidel byly odvozeny od prognózovaných hodnot HDP v běžných cenách v letech 2019-2022. Tyto údaje byly

převzaty z makroekonomické predikce zveřejněné Ministerstvem financí České republiky v lednu 2020.

Tabulka 16: Prognóza tržeb trhu v letech 2019-2022 (vlastní zpracování dle MFČR, 2020)

		2019	2020	2021	2022
Hrubý domácí produkt, b.c.	mld. Kč	5 652	5 913	6 168	6 424
Tržby trhu	tis. Kč	572 060 184	578 239 624	578 734 437	573 720 801

Tržby Oceňovaného podniku byly následně prognózovány na základě vývoje tržního podílu. Index růstu tržního podílu pro prognózované období byl stanoven jako vážený průměr indexů minulého období. Váha jednotlivých pozorování je závislá na jejich vzdálenosti od okamžiku ocenění, kdy nejvyšší váhu mají hodnoty roku 2018, nejnižší váhu pak hodnoty roku 2014.

Tabulka 17: Prognóza tržeb Oceňovaného podniku (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Tržby Oceňovaný podnik (tis. Kč)	11 383	11 275	11 059	10 743
<i>index růstu tržního podílu</i>	0,9799459	0,9799459	0,9799459	0,9799459
<i>index růstu tržeb podniku</i>	0,0079680	-0,0094687	-0,0192156	-0,0285435

4.2.2 Provozní zisková marže

Prognóza provozní ziskové marže byla provedena jak postupem shora, tak zdola. Cílem je dosáhnout stejné provozní ziskové marže za použití obou postupů.

Provozní zisková marže shora

Provozní zisková marže za minulost vypočítána shora odpovídá podílu korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy (KPVH) a tržeb podniku. Z následující tabulky je patrné, že ve sledovaném období měla provozní zisková marže rostoucí tendenci. Průměrná provozní zisková marže v letech 2015-2018 byla 9,24 %. Rok 2014 byl pro výpočet průměru záměrně vyloučen, jelikož KPVH v roce 2014 byla výrazně nižší než v ostatních letech, pokud by tedy hodnota z roku 2014 byla do průměru zahrnuta, průměrná hodnota by byla zkreslená.

Tabulka 18: Analýza provozní ziskové marže za minulost metodou shora (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (tis. Kč)	7 426	12 185	15 041	13 028	11 068
KPVH před odpisy (tis. Kč)	17	974	1 456	1 172	1 138
Zisková marže	0,23%	7,99%	9,68%	8,99%	10,28%
Průměr		9,24%			

V posledním roce byla hodnota provozní ziskové marže rovna 10,28 %. Jelikož v minulosti měla provozní zisková marže rostoucí průběh, je možné očekávat, že tomu tak bude i v prognózovaném období. Pro prognózované období byla odhadnuta provozní zisková marže 10,94 %.

Tabulka 19: Prognóza provozní ziskové marže metodou shora (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Tržby (tis. Kč)	11 383	11 275	11 059	10 743
KPVH před odpisy (tis. Kč)	1 245	1 233	1 210	1 175
Zisková marže	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%
Průměr	10,94%			

Provozní zisková marže zdola

Pro výpočet provozní ziskové marže metodou byla sestavena analýza a prognóza hlavních provozních nákladových položek, která byla doplněna o méně významné provozní nákladové či výnosové položky. Z těchto položek byl následně vypočítán korigovaný provozní výsledek hospodaření a provozní zisková marže. Hodnoty jednotlivých nákladových položek v následujících tabulkách jsou uvedeny v tis. Kč.

Tabulka 20: Analýza provozní ziskové marže za minulost metodou zdola (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
Náklady vynaložené na prodané zboží	6 073	9 235	11 162	9 662	8 476
<i>Podíl z tržeb</i>	<i>81,78%</i>	<i>75,79%</i>	<i>74,21%</i>	<i>74,16%</i>	<i>76,58%</i>
Spotřeba materiálu a energie	154	133	130	150	126
<i>Podíl z tržeb</i>	<i>2,07%</i>	<i>1,09%</i>	<i>0,87%</i>	<i>1,15%</i>	<i>1,14%</i>
Služby	415	916	946	800	493
<i>Podíl z tržeb</i>	<i>5,59%</i>	<i>7,51%</i>	<i>6,29%</i>	<i>6,14%</i>	<i>4,45%</i>
Osobní náklady (tis. Kč)	1 206	988	1 437	1 301	915
<i>Podíl z tržeb</i>	<i>16,24%</i>	<i>8,11%</i>	<i>9,55%</i>	<i>9,98%</i>	<i>8,27%</i>
Daně a poplatky	3	3	3	4	2

<i>Podíl z tržeb</i>	0,04%	0,02%	0,02%	0,03%	0,02%
Ostatní provozní výnosy	447	75	108	81	98
<i>Podíl z tržeb</i>	6,02%	0,62%	0,72%	0,62%	0,88%
Ostatní provozní náklady	5	11	14	21	16
<i>Podíl z tržeb</i>	0,07%	0,09%	0,09%	0,16%	0,14%
KPVH před odpisy	17	974	1 456	1 172	1 138
Zisková marže	0,2%	8,0%	9,7%	9,0%	10,3%
Průměr				9,24%	

Tabulka 21: Prognóza provozní ziskové marže metodou zdola (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Náklady vynaložené na prodané zboží	8 558	8 477	8 314	8 077
<i>Podíl z tržeb</i>	75,18%	75,18%	75,18%	75,18%
Spotřeba materiálu a energie	120	119	117	113
<i>Podíl z tržeb</i>	1,06%	1,06%	1,06%	1,06%
Služby	507	502	492	478
<i>Podíl z tržeb</i>	4,45%	4,45%	4,45%	4,45%
Osobní náklady (tis. Kč)	1 018	1 008	989	961
<i>Podíl z tržeb</i>	8,94%	8,94%	8,94%	8,94%
Daně a poplatky	3	3	2	2
<i>Podíl z tržeb</i>	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Ostatní provozní výnosy	81	80	78	76
<i>Podíl z tržeb</i>	0,71%	0,71%	0,71%	0,71%
Ostatní provozní náklady	14	14	13	13
<i>Podíl z tržeb</i>	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
KPVH před odpisy	1 245	1 233	1 210	1 175
Zisková marže	10,94%	10,94%	10,94%	10,94%
Průměr				10,94%

Prognóza provozních nákladových položek vychází z analýzy jejich vývoje za minulé období. Prognózované hodnoty jsou stanoveny na základě aritmetického či geometrického průměru hodnot z let 2015-2018. Rok 2014 byl z výpočtu průměru opět záměrně vyloučen, jelikož hodnoty tohoto roku se výrazně liší od hodnot let 2015-2018.

Korekce proběhla pouze u nákladové položky služby, kde bylo pro prognózu použito procento z tržeb stejné jako v roce 2018, jelikož vedení Společnosti do budoucna předpokládá, že náklady na služby budou na stejné úrovni nebo nižší. Jedním z důvodů je například to, že byla zrušena prodejna s velmi vysokým nájemným, dále se také snížily náklady na náhrady zaměstnancům za použití soukromého vozidla, jelikož Společnost zakoupila vlastní automobil.

Výsledky výpočtu ziskové marže metodou shora i metodou zdola se ve všech letech shodují.

4.2.3 Čistý pracovní kapitál

Dalšími prognózovanými položkami jsou položky pracovního kapitálu, tedy zásoby, pohledávky, závazky, provozně nutné peněžní prostředky a položky časového rozlišení.

Prognózované hodnoty zásob, pohledávek a závazků byly odvozeny od ukazatelů doby obratu.

Tabulka 22: Analýza a prognóza doby obratu (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

Doba obratu	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	42,68	50,73	33,48	36,82	32,14	34,09	34,09	34,09	34,09
Pohledávky	17,22	14,45	7,12	11,85	15,63	11,75	11,75	11,75	11,75
Krátkodobé závazky neúročené	72,63	57,31	29,84	52,21	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05

U zásob lze pozorovat, že se společnost snaží dobu obratu snižovat. Pro prognózu byla doba obratu zásob stanovena jako geometrický průměr hodnot z let 2016 až 2018. U pohledávek byla doba obratu v celém sledovaném období proměnlivá, proto byla doba obratu pro prognózované období stanovena jako geometrický průměr za celé minulé období. Krátkodobé neúročené závazky zahrnovaly půjčku společníka, která byla klasifikována jako krátkodobá a v roce 2018 byla zcela splacena. Jelikož má Oceňovaný podnik dostatek vlastních peněžních prostředků, neočekává se přijetí dalších půjček a proto byla hodnota doby obratu krátkodobých neúročených závazků pro prognózované období stanovena na úrovni hodnoty doby obratu z roku 2018.

Výše provozně nutných peněžních prostředků byla odvozena od průměrné hodnoty provozně nutné okamžité likvidity v odvětví a hodnoty krátkodobých závazků.

Tabulka 23: Analýza a prognóza provozně nutných peněžních prostředků (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Peněžní prostředky	587	680	1 598	2 685	2 122				
Okamžitá likvidita	0,39	0,35	1,28	1,42	13,67				
Provozně nutná likvidita	0,39	0,35	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39
Provozně nutné peníze	584	757	486	737	61	63	61	60	58

Upravený pracovní kapitál za období 2014-2018 je převzat z kapitoly Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

Tabulka 24: Upravený pracovní kapitál za minulost (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby	880	1 717	1 399	1 333	988
Pohledávky	355	489	297	429	480
Peněžní prostředky provozně nutné	584	757	486	737	61
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	1	3	59	57	112
Krátkodobé závazky neúročené	1 498	1 940	1 247	1 890	155
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	-16	0
Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)	322	1 026	994	681	1 486

Pro prognózované období byly hodnoty zásob, pohledávek a krátkodobých neúročených závazků stanoveny jako součin denních tržeb a prognózované doby obratu. Hodnota provozně nutných peněžních prostředků byla převzata z plánu v tabulce výše, jedná se o součin provozně nutné okamžité likvidity a krátkodobých závazků. Položky časového rozlišení byly převzaty z rozvahy a ponechány ve stejné výši jako hodnoty z posledního roku.

Tabulka 25: Prognóza upraveného pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
Zásoby	1 078	1 068	1 047	1 017
Pohledávky	371	368	361	351
Peněžní prostředky provozně nutné	62	62	60	59
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	112	112	112	112
Krátkodobé závazky neúročené	160	158	155	151
Dlouhodobé závazky neúročené	0	0	0	0
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0	0	0	0
Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)	1 464	1 451	1 425	1 388

Výsledkem je upravený pracovní kapitál, který se mění úměrně k výši tržeb.

4.2.4 Investice do dlouhodobého majetku

Budoucí investice byly konzultovány s vedením Společnosti. Společnost nevlastní žádný dlouhodobý nehmotný majetek, jelikož software, který používá nepřesahuje pořizovací cenu 60 tis. Kč, a do budoucna neplánuje žádné investice do softwaru nebo jiného dlouhodobého nehmotného majetku. Jelikož se jedná o prodejní společnost, nikoliv

výrobní, Společnost nemusí investovat do strojů ani jiných zařízení. Dlouhodobý hmotný majetek Společnosti tvoří pouze osobní automobil, který byl zakoupen v roce 2017. Tento majetek Společnosti bude sloužit několik dalších let, proto Společnost v prognózovaném období neplánuje ani žádné investice do dlouhodobého hmotného majetku. Veškeré další vybavení, které Společnost potřebuje ke svému fungování jako jsou počítače, kasy a nábytek do prodejen, nepřesahuje pořizovací cenu 40 tis. Kč a jeho pořízení je tedy účtováno na vrub nákladů v roce pořízení, nikoliv jako pořízení dlouhodobého hmotného majetku.

Plánované investice do dlouhodobého majetku jsou tedy rovny nule.

4.2.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Provozně nutný investovaný kapitál je tvořen provozně nutným dlouhodobým majetkem a upraveným pracovním kapitálem. Jeho rentabilita má značný vliv na hodnotu podniku a analýza rentability je nutná pro prognózu parametrů pro výpočet pokračující hodnoty. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu je součinem ziskové marže z korigovaného provozního zisku hospodaření po odpisech a dani a obratu provozně nutného investovaného kapitálu. Obrat provozně nutného investovaného kapitálu se vypočítá jako poměr tržeb daného roku a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu k začátku tohoto roku.

Tabulka 26: Rentabilita investovaného kapitálu za minulost (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	2014	2015	2016	2017	2018
<i>daňová sazba</i>	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
KPVH po odpisech a po dani	14	789	1 180	875	771
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	0,19%	6,48%	7,84%	6,71%	6,97%
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	322	1 026	994	1 053	1 764
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného		37,78	14,66	13,10	10,51
Rentabilita investovaného kapitálu		244,66%	115,03%	87,97%	73,24%

Zisková marže ve sledovaném období byla s výjimkou roku 2014 poměrně stabilní s mírně rostoucí tendencí a pohybovala se mezi 6,48 a 7,84 procenty. Obrat investovaného kapitálu je vysoký a má klesající tendenci, stejně tak rentabilita investovaného kapitálu. I přes klesající tendenci byla rentabilita investovaného kapitálu v posledním roce velmi vysoká a činí 73,24 procent.

Tabulka 27: Rentabilita investovaného kapitálu pro prognózované období (vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022
daňová sazba	0,19	0,19	0,19	0,19
KPVH po odpisech a po dani	933	924	904	952
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	8,20%	8,19%	8,18%	8,86%
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	1 650	1 544	1 425	1 388
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	6,45	6,84	7,16	7,54
Rentabilita investovaného kapitálu	52,89%	55,99%	58,58%	66,78%

Zisková marže pro prognózované období dosahuje stabilních hodnot mezi 8 a 9 procenty. Plánovaná zisková marže je tedy o něco vyšší než zisková marže v minulosti. Obrat provozně nutného investovaného kapitálu meziročně klesl z hodnoty 10,51 v roce 2018 na 6,45 v roce 2019. Důvodem je výrazný meziroční nárůst investovaného kapitálu, který byl způsoben splacením půjčky společníka. Změna v obratu investovaného kapitálu rovněž zapříčinila pokles rentability investovaného kapitálu. V prognózovaném období pak provozně nutný investovaný kapitál meziročně mírně klesá, což způsobuje růst jeho obratu a zároveň růst rentability investovaného kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu v prognózovaném období je stále nadprůměrná.

4.3 Předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty

Na základě generátorů hodnoty bylo provedeno předběžné ocenění Oceňovaného podniku. Klíčovými veličinami pro předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty jsou tempo růstu tržeb, zisková marže po odpisech a dani, náročnost růstu tržeb na investice a diskontní míra. Byla zpracována pesimistická, střední a optimistická prognóza.

Tabulka 28: Předběžné ocenění Oceňovaného podniku na základě generátorů hodnoty (vlastní zpracování)

Generátor hodnoty	Označení	Prognóza		
		pesimistická	střední	optimistická
Tržby roku 2018	T_{t-1}	11 068 tis. Kč		
Tempo růstu tržeb	g	1,00%	2,20%	3,00%
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZM}	8,00%	8,36%	8,86%
Náročnost růstu tržeb na:				
- růst pracovního kapitálu	$k_{\text{ČPK}}$	35,00%	30,00%	25,00%
- růst dlouhodobého majetku	k_{DM}	0,00%	0,00%	0,00%
- investice netto celkem		35,00%	30,00%	25,00%

Diskontní míra	i	14,00%	12,00%	10,00%
Hodnota podniku brutto (v tis. Kč)		6 581	8 904	13 244
Hodnota neprovozního majetku		2 061	2 061	2 061
Hodnota podniku netto (v tis. Kč)	H_n	8 643	10 966	15 305

Pro střední prognózu bylo stanoveno tempo růstu tržeb na hodnotu 2,2 %, které bylo odvozeno od výše očekávané inflace. Zisková marže po odpisech a dani byla stanovena jako průměr hodnot za prognózované období a její hodnota je 8,36 %. Diskontní míra byla pro střední prognózu stanovena podle průměrné diskontní míry v odvětví Maloobchod, kromě motorových vozidel v roce 2018 a to na hodnotu 12 %. Při této úrokové míře byla stanovena brutto hodnota Oceňovaného podniku na 8 904 tis. Kč. Po přičtení neprovozního majetku je výsledná netto hodnota Oceňovaného podniku vypočtena na základě generátorů hodnotu rovna 10 966 tis. Kč.

Hodnoty generátorů hodnoty pro pesimistickou a optimistickou hodnoty byly odhadem odvozeny od střední hodnoty. Výsledná netto hodnota Oceňovaného podniku pro pesimistickou variantu je rovna 8 643 tis. Kč a pro optimistickou variantu 15 305 tis. Kč.

Dále byla pro střední prognózu zpracována analýza citlivosti klíčových generátorů hodnoty, kterými jsou zisková marže po odpisech a dani a diskontní míra. V následující tabulce je zobrazeno, jak se změní brutto hodnota podniku, změní-li se hodnota jednoho z těchto faktorů.

Tabulka 29: Předběžné ocenění Oceňovaného podniku na základě generátorů hodnoty - analýza citlivosti klíčových faktorů (vlastní zpracování)

Analýza citlivosti – faktor zisková marže		ZM původní	ZM + 10%	ZM + 20%	ZM + 30%
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{zm}	8,36%	9,20%	10,12%	11,13%
Hodnota podniku brutto (=H _b)		8 904	9 869	10 931	12 098
Změna hodnoty podniku o (%)		0%	10,84%	22,76%	35,87%
Analýza citlivosti – faktor diskontní míra		ZM původní	DM + 10%	DM + 20%	DM + 30%
Diskontní míra	i	12,00%	13,20%	14,52%	15,97%
Hodnota podniku brutto (=H _b)		8 904	7 933	7 083	6 336
Změna hodnoty podniku o (%)		0%	-11%	-20%	-29%

4.4 Návrh finančního plánu

Pro ocenění podniku výnosovými metodami je zapotřebí sestavit finanční plán. Pro Oceňovaný podnik byl sestaven finanční plán na období 2019-2022 skládající se z plánované rozvahy, výsledovku a výkazu cash flow. Jednotlivé položky finančního plánu byly převzaty z prognózy generátorů hodnoty.

4.4.1 Finanční plán rozvahy

Následující tabulka zobrazuje plánovanou rozvahu Oceňovaného podniku na období 2019-2022.

Tabulka 30: Finanční plán rozvahy (vlastní zpracování)

A K T I V A	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	3 981	4 918	5 840	6 742	7 689
Dlouhodobý majetek	279	186	93	0	0
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	279	186	93	0	0
Hmotné movité věci a jejich soubory	279	186	93	0	0
Oběžná aktiva	3 590	4 621	5 636	6 630	7 577
<i>Zásoby</i>	988	1 078	1 068	1 047	1 017
<i>Pohledávky</i>	480	371	368	361	351
<i>Peněžní prostředky</i>	2 122	3 171	4 200	5 222	6 210
a) Provozně potřebné	61	62	62	60	59
b) Provozně nepotřebné	2 061	3 109	4 138	5 162	6 151
Časové rozlišení	112	112	112	112	112
P A S I V A	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	3 981	4 918	5 841	6 742	7 689
Vlastní kapitál	3 826	4 759	5 682	6 587	7 539
<i>Základní kapitál</i>	200	200	200	200	200
<i>Kapitálové fondy</i>	0	0	0	0	0
<i>Fondy ze zisku</i>	7	7	7	7	7
Ostatní rezervní fondy	7	7	7	7	7
<i>Výsledek hospodaření minulých let</i>	2 794	3 619	4 552	5 475	6 380
<i>Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-)</i>	825	933	924	904	952
Cizí zdroje	155	160	158	155	151
<i>Rezervy</i>	0	0	0	0	0
<i>Dlouhodobé závazky</i>	0	0	0	0	0
<i>Krátkodobé závazky</i>	155	160	158	155	151
<i>Závazky k úvěrovým institucím</i>	0	0	0	0	
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Investice do dlouhodobého majetku pro Oceňovaný podnik nejsou potřebné, proto v plánu nedochází k jeho růstu. Dlouhodobý hmotný majetek v aktivech představuje pouze osobní automobil, který byl zakoupen v minulosti a jeho hodnota meziročně snižuje o odpisy až do úplného odepsání v roce 2020.

Jednotlivé položky oběžných aktiv byly převzaty z plánu pracovního kapitálu, který byl vytvořen v rámci prognózy generátorů hodnoty. Výše zásob a pohledávek byla odvozena od plánovaných denních tržeb a plánované doby obratu těchto položek. Výše provozně nutných peněžních prostředků byla odvozena od průměrné okamžité likvidity v odvětví a plánované hodnoty krátkodobých závazků. Časové rozlišení aktiv bylo ponecháno na stejné úrovni jako v roce 2018.

Do budoucnosti Společnost neuvažuje o navýšení základního kapitálu, proto byla pro plán ponechána stejná výše základního kapitálu jako v předchozích letech. V minulosti nedošlo k vyplacení zisku společníkovi ani k převodu do kapitálových fondů a stejný přístup je předpokládán i v prognózovaném období. Nerozdělený zisk účetního období tedy tvoří nerozdělený zisk z minulých let a výsledek hospodaření z předchozího roku. Důsledkem toho dochází k meziročnímu zvyšování vlastního kapitálu.

Cizí zdroje jsou tvořeny pouze krátkodobými závazky. Hodnota krátkodobých závazků rovněž vychází z plánu pracovního kapitálu a je odvozena od plánované doby obratu krátkodobých závazků a plánovaných denních tržeb. Hodnota časového rozlišení pasiv byla převzata z roku 2018.

4.4.2 Finanční plán výsledovky

V následující tabulce je zobrazena plánovaná výsledovka Oceňovaného podniku na období 2019-2022.

Tabulka 31: Finanční plán výsledovky Oceňovaného podniku (vlastní zpracování)

Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem					
Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodej zboží a služeb	11 068	11 383	11 275	11 059	10 743
Náklady vynaložené na prodané zboží	8 476	8 558	8 477	8 314	8 077
Spotřeba materiálu a energie	126	120	119	117	113
Služby	493	507	502	492	478
Osobní náklady	915	1 018	1 008	989	961

Daně a poplatky	2	3	3	2	2
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmot. a hmotného maj.-trvalé	93	93	93	93	0
Ostatní provozní náklady	16	14	14	13	13
Ostatní provozní výnosy	98	81	80	78	76
KPVH po odpisech před daní	1 045	1 152	1 140	1 117	1 175
Náklady na cizí kapitál					
Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Nákladové úroky a podobné náklady	0	0	0	0	0
Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem					
Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
VH z neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření					
Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Celkový výsledek hospodaření před daní	1 045	1 152	1 140	1 117	1 175
Daň	193	219	217	212	223
VH za účetní období po dani	852	933	924	904	952

Tržby Oceňovaného podniku jsou odvozeny od prognózovaných tržeb v oboru, které jsou závislé na budoucím vývoji HDP v běžných cenách, a vývoje tržního podílu Oceňovaného podniku. Tržby vykazovaly v posledních několika letech klesající tendenci a stejně tomu tak je i v prognózovaném období. Klesající tendenci mají také náklady na prodané zboží, spotřeba materiálu a energie, služby i osobní náklady. Hlavní provozní nákladové položky byly převzaty z prognózy ziskové marže metodou zdola s výjimkou odpisů, které byly převzaty z vnitropodnikového plánu odpisů.

Náklady na cizí kapitál jsou nulové, jelikož společnost nemá žádné úvěry ani jiný úročený cizí kapitál. Nulové jsou také náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem, jelikož společnost nedisponuje žádným neprovozním majetkem s výjimkou přebytečných peněžních prostředků uložených na běžném účtu, ze kterých však neplynou žádné výnosové úroky.

Sazba daně z příjmu právnických osob byla stanovena na 19 %.

4.4.3 Finanční plán cash flow

Následující tabulka zobrazuje plán cash flow Oceňovaného podniku na období 2019-2022.

Tabulka 32: Finanční plán cash flow Oceňovaného podniku (vlastní zpracování)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022
Stav peněžních prostředků provozně nutných	1 948	2 061	3 109	4 138	5 162
a) Peněžní tok z provozního majetku					
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU					
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	1 045	1 152	1 140	1 117	1 175
Daň připadající na korigovaný VH	199	219	217	212	223
Korigovaný provozní VH po dani	846	933	924	904	952
Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)	93	93	93	93	0
Úpravy hodnot dlouhodobého majetku-trvalé	93	93	93	93	
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)	-762	22	13	26	37
Změna stavu provozně nutných peněz	676	-2	1	1	2
Změna stavu pohledávek	-51	109	4	7	10
Změna stavu krátkodobých závazků	-1 733	4	-2	-3	-4
Změna stavu zásob	346	-90	10	21	30
Změna stavu ČR	-69	0	0	0	0
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	108	1 048	1 029	1 023	989
2) INVESTIČNÍ ČINNOST					
Nabytí dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU	108	1 048	1 029	1 023	989
b) Náklady na cizí kapitál					
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	0	0	0	0	0
c) Peněžní tok z neprovozního majetku					
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	5	0	0	0	0
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	5	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Snížení dlouhodobého fin. Majetku	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJETKU	5	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	0		0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI	0	0	0	0	0
e) Peněžní tok celkem					
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	113	1 048	1 029	1 023	989
Stav provozně nutných peněz na konci období	2 061	3 109	4 138	5 162	6 151

Peněžní tok z provozní činnosti zahrnuje korigovaný provozní výsledek hospodaření, který byl převzat z výsledovky. Následně byl korigovaný provozní výsledek hospodaření upraven o daň z příjmu. Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani byl dále upraven o výši odpisů, která byla rovněž převzata z výsledovky a o meziroční změnu provozně nutných oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

Jelikož společnost neplánuje žádné investice do dlouhodobého majetku, peněžní tok z investiční činnosti je nulový.

Společnost nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem, proto jsou nákladové úroky rovny nule. Diference v platbě daně představuje rozdíl daně uvedené ve finančních výkazech a daně z korigovaného provozního výsledku hospodaření. Společnost nedisponuje žádným neprovozním majetkem, proto neexistují další peněžní toky z neprovozního majetku.

Jelikož společnost nevyplácí podíly na zisku, je peněžní tok z finanční činnosti rovněž roven nule.

4.5 Finanční analýza plánu

Pro zhodnocení a kontrolu finančního plánu byla provedena jeho analýza. Sledovány byly ukazatele likvidity, zadluženosti, rentability a aktivity.

Tabulka 33: Finanční analýza plánu (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatele likvidity					
Okamžitá likvidita	13,67	19,87	26,56	33,67	41,22
Pohotová likvidita	16,77	22,19	28,89	36,00	43,54
Běžná likvidita	23,13	28,95	35,64	42,75	50,30
Ukazatele zadluženosti					
Míra zadluženosti	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02
Koeficient samofinancování	96,11%	96,75%	97,29%	97,70%	98,04%
Celková zadluženost	3,90%	3,25%	2,71%	2,30%	1,96%
Ukazatele rentability					
ROA	25,6%	23,4%	19,5%	16,6%	15,3%
ROE	21,6%	19,6%	16,3%	13,7%	12,6%
ROS	9,2%	10,1%	10,1%	10,1%	10,9%
Ukazatele aktivity					
Obrat aktiv	2,78	2,31	1,93	1,64	1,40

Finanční analýza plánu ukázala, že hodnoty ukazatelů likvidity, které byly již v minulém období velmi vysoké i nadále porostou. Je to způsobeno konzervativním přístupem podniku, kdy Oceňovaný podnik nerozděluje zisk, zcela jej ponechává pro potřeby společnosti a financuje svou činnost výhradně z vlastních zdrojů. Volné peněžní prostředky však nejsou investovány a zůstávají na bankovním účtu. Jelikož se do budoucna neočekává nárůst cizích zdrojů, protože Oceňovaný podnik má dostatek vlastních finančních prostředků, bude v plánovaném období také nadále růst hodnota ukazatele koeficient samofinancování a klesat míra zadluženosti.

Rentabilita aktiv i rentabilita vlastního kapitálu bude v prognózovaném období klesat. Důvodem je opět to, že Společnost veškerý zisk ponechává podniku, volné peněžní prostředky dále neinvestuje do rozvoje podnikání, nechává je uložené na bankovním účtu a zároveň nepoužívá k financování činnosti podniku žádné cizí zdroje. Celková aktiva a vlastní zdroje tedy meziročně rostou a tím se snižuje jejich rentabilita. Rentabilita tržeb dle finančního plánu oproti roku 2018 mírně vzroste a v plánovaném období bude dosahovat stabilních hodnot.

Obrat aktiv bude v prognózovaném období klesat, důvodem je opět meziroční nárůst celkových aktiv.

4.6 Náklady kapitálu

Pro účely odhadu hodnoty podniku je nutné vypočítat takzvanou diskontní míru, pomocí které se do výsledného ocenění promítne faktor času a rizika. Při ocenění založeném na metodě diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty se stanovuje diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál. Jelikož však Oceňovaný podnik nedisponuje žádnými úročenými cizími zdroji, bude v tomto případě diskontní míra stanovena na úrovni nákladů na vlastní kapitál.

4.6.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny modifikovaného modelu CAPM pro neamerické ekonomiky, vytvořeného profesorem Damodaranem. Modifikace spočívá v přidání rizikové přírážky dané země, tedy České republiky (Mařík, 2018).

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM bylo nutné zjistit následující hodnoty:

- bezriziková výnosnost (r_f) určena na základě výnosnosti desetiletých vládních dluhopisů USA a k datu ocenění 1.1.2019 činí 2,69 procent (U.S. Department of treasury, 2019),
- beta nezadlužená (β_n) pro evropské společnosti v oboru maloobchod, která činí k 5.1.2019 0,32 (Damodaran online, 2019),
- riziková prémie kapitálového trhu USA, která byla stanovena jako průměr z let 1928-2018 a činí 4,66% (Damodaran online, 2019),
- rating České republiky Aa3 byl převzat z hodnocení ratingové agentury Moody's (Moody's, 2019),
- riziko selhání země bylo převzato ze stránek profesora Damodarana a je rovno 0,60 procent (Damodaran online, 2019),
- odhad poměru rizikové premie u akcií proti dluhopisům byla rovněž převzata od profesora Damodarana a činí 2,8 (Damodaran online, 2019),
- inflace České republiky byla stanovena jako aritmetický průměr hodnot dle makroekonomické předpovědi za období 2019-2021 a činí 2,6 procent (MFČR, 2020),
- inflace USA byla stanovena jako aritmetický průměr hodnot dle Mezinárodního měnového fondu za období 2019-2021 a činí 2,3 procent (IMF, 2019).

Celková beta je v případě Oceňovaného podniku rovna betě nezadlužené, jelikož nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem.

V případě Oceňovaného podniku bude ve výpočtu výsledné diskontní míry také zohledněna přírážka za menší společnost (R_1) a přírážka za společnost s nejasnou budoucností (R_2), které se vyznačují vysokým podílem vlastního kapitálu. Tyto přírážky

byly stanoveny odhadem. Dle Mařika (2018) by hodnota těchto přírůžek měla být přibližně do 3 procent.

Výsledná rovnice pro výpočet diskontní míry pro Oceňovaný podnik má tento tvar:

$$n_{VK} = r_f + \beta \times RPT_{USA} + RPZ + R_1 + R_2$$

Tabulka 34: Výpočet nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,69%
Beta nezadlužené pro maloobchod (Evropa)	0,32
Riziková prémie kap. trhu USA (1928-2018)	4,66%
Rating České republiky	Aa3
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů Aa3 oproti AAA)	0,60%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	2,8
Riziková prémie země	1,68%
Odhad rozdílu v inflaci ČR a USA	0,30%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (0,30%)	1,98%
Riziková přírůžka za menší společnost - odhad	3,00%
Riziková přírůžka pro společnost s nejasnou budoucností - odhad	3,00%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0%
Beta zadlužené	0,32
Náklady vlastního kapitálu	12,16%

Diskontní míra pro provedení odhadu výsledného ocenění Oceňovaného podniku byla stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu ve výši 12,16 %.

4.7 Návrh výsledného ocenění

Pro odhad výsledného ocenění Oceňovaného podniku k datu 1.1.2019 budou použity dvě výnosové metody, kterými jsou metoda DCF entity a metoda ekonomické přidané hodnoty.

4.7.1 Ocenění metodou DCF

První z metod, která bude použita pro ocenění podniku, je metoda DCF entity, která je založena na současné hodnotě budoucích peněžních toků. Pro tuto diplomovou práci byla použita dvoufázová metoda. V první fázi jsou prognózované volné peněžní toky v období

2019-2022 převedeny na jejich současnou hodnotu pomocí diskontní míry. Následuje druhá fáze, která je založena na stanovení pokračující hodnoty od konce prognózovaného období do nekonečna.

Tabulka 35: Výpočet současné hodnoty 1. fáze metodou DCF entity (vlastní zpracování)

Volné cash flow pro 1. fázi	2019	2020	2021	2022
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	1 152	1 140	1 117	1 175
Upravená daň	219	217	212	223
Korigovaný provozní VH po dani	933	924	904	952
Odpisy	93	93	93	0
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	0	0	0	0
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	22	13	26	37
FCFF (free cash flow to firm)	1 048	1 029	1 023	989
Odúročitel pro diskontní míru	89,16%	79,49%	70,87%	63,19%
Diskontované FCFF k 1. 1. 2019	934	818	725	625
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	3 103			

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z finančního plánu na prognózované období, stejně tak daň a odpisy. Investice do provozně nutného majetku jsou nulové, jelikož Oceňovaný podnik v prognózovaném období nebude pořizovat žádný dlouhodobý majetek. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu odpovídají meziroční změně provozně nutného pracovního kapitálu. Součtem korigovaného výsledku hospodaření po dani, odpisů a změny investic do provozně nutného pracovního kapitálu je výsledná hodnota volného cash flow do firmy. Ta je následně pomocí odúročitele diskontována na současnou hodnotu. Výsledná současná hodnota první fáze je součtem diskontovaných volných cash flow jednotlivých let, který činí 3 103 tis. Kč.

Pro stanovení pokračující hodnoty pro druhou fázi byl použit Gordonův a parametrický vzorec.

Tabulka 36: Parametry pro výpočet pokračující hodnoty metodou DCF entity (vlastní zpracování)

Parametry pro pokračující hodnotu		
Tempo růstu	2,20%	
Rentabilita investic netto	66,78%	
Míra investic netto do PK	3,29%	
KPVH po dani pro rok 2023	973	
Investice netto pro rok 2023	31	
FCFF 2023	942	tis. Kč

Tempo růstu pro pokračující hodnotu bylo odvozeno od předpokládané míry inflace v posledním období první fáze. Rentabilita investic netto byla převzata z posledního roku prognózovaného období. Míra investic je podílem rentability investic a tempa růstu. Z těchto parametrů byl vypočítán korigovaný výsledek hospodaření po dani a investice netto pro rok 2023. Součtem těchto dvou hodnot byl získán volný cash flow pro rok 2023, který činí 942 tis. Kč.

Parametry z tabulky výše byly dosazeny do Gordonova a parametrického vzorce, které byly uvedeny v teoretické části této diplomové práce. Výsledkem je pokračující hodnota pro druhou fázi, která je rovna 9 459 tis. Kč. Diskontováním této hodnoty byla vypočítána současná hodnota druhé fáze, která činí 5 977 tis. Kč.

Sečtením současné hodnoty první a druhé fáze byla získána brutto provozní hodnota podniku. Jelikož Oceňovaný podnik nedisponuje k datu ocenění žádným úročeným cizím kapitálem, jedná se zároveň o netto provozní hodnotu podniku. Výsledná hodnota Oceňovaného podniku byla získána přičtením hodnoty neprovozního majetku k datu ocenění k provozní netto hodnotě podniku a činí 11 141 tis. Kč.

Tabulka 37: Výsledná hodnota vlastního kapitálu Oceňovaného podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění k 1. 1. 2019		
Současná hodnota 1. fáze	3 103	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	5 977	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	9 080	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodnota netto	9 080	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 061	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	11 141	tis. Kč

4.7.2 Ocenění metodou EVA

Stejně jako u metody DCF entity se ocenění podniku dle metody EVA skládá ze dvou fází. V první fázi byla z prognózovaných dat vypočtena podle vzorce uvedeného v teoretické části této diplomové práce EVA za jednotlivé roky a následně pomocí odůročitele diskontovaná na současnou hodnotu. Současná hodnota první fáze je tedy

součtem diskontovaných hodnot EVA v jednotlivých letech. V následující tabulce jsou uvedena data, která byla použita pro výpočet hodnoty EVA v letech 2019-2022. NOPAT odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po dani a NOA provozně nutnému investovanému kapitálu.

Tabulka 38: Výpočet současné hodnoty 1. fáze metodou EVA (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	771	933	924	904	952
NOA (ke konci období)	1 764	1 650	1 544	1 425	1 388
WACC * NOA _{t-1}		215	201	188	173
EVA		719	723	717	778
Odúročitel pro diskontní míru		89,16%	79,49%	70,87%	63,19%
EVA diskontovaná		641	575	508	492
Současná hodnota 1. fáze (v tis. Kč)	2 215				

Stejně jako u metody DCF entity je nutné stanovit parametry pro výpočet pokračující hodnoty. Klíčovými parametry jsou EVA pro první rok pokračujícího období, tempo růst a diskontní míra.

Tabulka 39: Parametry pro výpočet pokračující hodnoty metodou EVA (vlastní zpracování)

Parametry pro pokračující hodnotu		
Tempo růstu	2,20%	
NOPAT pro rok 2023	973	
NOA pro rok 2022	1388	
EVA pro rok 2023	804	tis. Kč

Z hodnoty EVA pro rok 2023 byla následně vypočítána pokračující hodnota:

$$PH = \frac{EVA_{2023}}{WACC - g} = \frac{804}{(0,1216 - 0,022)} = 8\,072 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním pokračující hodnoty byla získána současná hodnota druhé fáze, která činí 5 100 tis. Kč. Sečtením současné hodnoty první a druhé fáze byla získána tržní přidaná hodnota podniku. Součtem tržní přidané hodnoty a hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu k datu ocenění byla získána brutto provozní hodnota podniku. Jelikož podnik nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem, jedná se zároveň o netto provozní hodnotu podniku. Po přičtení hodnoty neprovozních aktiv byla získána výsledná

hodnota Oceňovaného podniku metodou EVA, která k datu ocenění činí 11 141 tis. Kč.
 Výpočet výsledné hodnoty je rovněž zobrazen v následující tabulce.

Tabulka 40: Výsledná hodnota vlastního kapitálu Oceňovaného podniku metodou EVA (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění k 1.1. 2019		
Současná hodnota 1. fáze	2 215	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	5 100	tis. Kč
MVA	7 315	tis. Kč
NOA k datu ocenění	1 764	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	9 080	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodnota netto	9 080	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 061	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	11 141	tis. Kč

ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo provedení odhadu objektivizované hodnoty Oceňovaného podniku k 1.1.2019 na základě zvolené oceňovací metody. Oceňování bylo provedeno pro potenciální prodej neznámému kupujícímu a proto byly pro ocenění zvoleny výnosové metody, konkrétně metoda DCF entity a metoda ekonomické přidané hodnoty.

V analytické části práce byla představena Oceňovaná společnost a následně provedena strategická a finanční analýza. Pomocí strategické analýzy byly charakterizovány faktory vnitřního a vnějšího prostředí, které ovlivňují chod podniku. Finanční situace podniku byla zhodnocena pomocí finanční analýzy a vybrané finanční ukazatele byly porovnány s konkurenčními podniky. Výsledky strategické a finanční analýzy byly shrnuty ve SWOT analýze, jejíž výsledkem je předpoklad o neomezeném trvání Oceňovaného podniku.

V následující části práce byla rozdělena aktiva společnosti na provozně potřebná a nepotřebná, dále byla provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty a na jejich základě byl sestaven finanční plán pro prognózované období. Finanční plán se skládá z prognózované rozvahy, výsledovky a výkazu cash flow. Základním kamenem pro návrh finančního plánu byla prognóza tržeb. Tržby podniku pro prognózované období byly odvozeny od tržeb v odvětví, ve kterém Oceňovaný podnik působí, a předpokládaného vývoje tržního podílu. Odhadované tržby pro prognózované období jsou poměrně stabilní, stejně tak jednotlivé položky provozních nákladů, jejichž predikce vychází z průměrného historického podílu těchto položek na tržbách. Predikce jednotlivých položek čistého pracovního kapitálu je rovněž poměrně stabilní, jelikož je odvozena od historické doby obratu těchto položek. Použití průměrných historických hodnot pro odhad budoucí výše jednotlivých položek čistého pracovního kapitálu a jednotlivých provozních nákladových položek je limitem dosažených výsledků. Diskontní míra byla stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, jelikož Oceňovaný podnik nedisponuje žádným úročným cizím kapitálem. Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu byl použit upravený model CAPM.

Na základě prognózovaných volných peněžních toků byl proveden odhad hodnoty Oceňovaného podniku pomocí metod DCF entity a ekonomické přidané hodnoty. Odhad hodnoty Oceňovaného podniku činí 11 141 tis. Kč.

Ocenění podniku bylo učiněno k datu 1.1.2019 a vychází z dat, která byla známa v okamžiku ocenění. Platnost odhadu ocenění by mohla být ovlivněna například v případě, že by Oceňovaný podnik byl součástí skupiny podniků a jiný podnik ze skupiny by poskytoval Oceňovanému podniku zázemí, případně Oceňovaný podnik užíval aktiva, která nejsou zachycena v rozvaze podniku. V okamžiku ocenění nebyly takové skutečnosti známy.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Hlavní makroekonomické ukazatele. Český statistický úřad [online]. 2019 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

CIMBÁLNÍKOVÁ, Lenka. Strategické řízení: proč je želva rychlejší než zajíc. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2012. Monografie. ISBN 978-80-244-2963-2.

CIKRT, Tomáš. Zabijely ilegální směsi, nikoliv samotné e-cigarety a není to téma pro Česko, míní profesorka Králíková. In: Zdravotnický deník [online]. 27.9.2019 [cit. 2020-02-26]. Dostupné z: <https://www.zdravotnickydenik.cz/2019/09/zabijely-ilegalni-smesi-nikoliv-samotne-e-cigarety-neni-tema-cesko-mini-profesorka-kralikova/>

DAMODARAN, Aswath. Damodaran On-line: Data:Tools & Support. Damodaran On-line [online]. 2018 [cit. 2019-10-28]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datatools.html#tools

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 2nd ed. New York: Wiley, c2002. Wiley finance series. ISBN 0471414883.

DAMODARAN ONLINE. Data:Archives. Damodaran online [online]. [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html#region

DEDOUCHOVÁ, Marcela, Helena SEDLÁČKOVÁ a Josef KRAUSE. 3PE425 Strategie podniku: (pomůcka pro distanční formu studia). Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 80-245-1155-X.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.

FARSALINOS, Konstantinos E. a Riccardo POLOSA. Safety evaluation and risk assessment of electronic cigarettes as tobacco cigarette substitutes: a systematic review. Therapeutic Advances in Drug Safety [online]. 2014, 5(2), 67-86 [cit. 2020-02-08]. DOI: 10.1177/2042098614524430. ISSN 2042-0986. Dostupné z: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/2042098614524430>

GOMER, Justin a Jackson HILLE. An Essential Guide to SWOT Analysis [online]. 2012 [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <http://mci.ei.columbia.edu/files/2012/12/An-Essential-Guide-to-SWOT-Analysis.pdf>

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 97880-251-2621-9.

HANZELKOVÁ, Alena, Miloslav KERŤKOVSKÝ a Oldřich VYKYPĚL. Strategické řízení: teorie pro praxi. 3. přepracované vydání. V Praze: C.H. Beck, 2017, 232 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-637-1.

HITCHNER, James R. Financial valuation: applications and models. 3rd ed. with Website. Hoboken, N.J.: Wiley, c2011. ISBN 978-0-470-50687-5.

Jednatel Oceňovaného podniku, 2020. Interview s jednatelem Oceňovaného podniku, Brno 26.2.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Inflation rate, average consumer prices. International monetary fund [online]. [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/USA>

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. IVS 104: Bases of value. International valuation standards council [online]. 2016 [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/646>

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. Completely rev. and updated 4th ed., University ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, c2005. ISBN 978-0-471-70221-4.

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

MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: IOM-VŠE, 2007. 242 s. ISBN: 978-80-245-1242-6.

MCNEILL, A., L.S. BROSE, R. CALDER, S.C. HITCHMAN, P. HAJEK a H. MCROBBIE. E-cigarettes: an evidence update: A report commissioned by Public Health

England. In: GOV.UK [online]. 2015 [cit. 2020-02-08]. Dostupné z: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/733022/Ecigarettes_an_evidence_update_A_report_commissioned_by_Public_Health_England_FINAL.pdf

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. Makroekonomická predikce - leden 2020. Ministerstvo financí ČR [online]. 2020 [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-leden-2020-37433>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2018. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2019 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2018--248883/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2017. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2018 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2017--237570/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2017 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za 1. – 4. čtvrtletí 2015. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2016 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-1--4--ctvrtleti-2015--221221/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2015 [cit. 2020-05-04]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/dokument157262.html>

MLČOCH, Jan. Oceňování podniku: ekonomické aspekty. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky. Daně, účetnictví, ekonomie. ISBN 80-7201-145-6.

MOODY'S. Sovereign and Supranational Rating List. MOODY'S [online]. [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: https://www.moody's.com/research/Sovereign-Supranational-Rating-List--PBC_186519

RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ. Finanční management. Praha: Grada, 2012. Finance. ISBN 978-80-247-4047-8.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.

SCHOLLEOVÁ, Hana. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2424-9.

SEDLÁČKOVÁ, Helena. Strategická analýza. Praha: C.H. Beck, 2000. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-422-8.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. xi, 121 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. Podniková ekonomika. 5., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-336-3.

Tisková zpráva: IQOS je nejdůvěryhodnější značkou na českém trhu. In: Philip Morris International [online]. Praha: Philip Morris ČR, 2019, 8.11.2019 [cit. 2020-02-15]. Dostupné z: https://www.pmi.com/resources/docs/default-source/czech-market/news/08-11-2019-tz---iqos-je-nejd%C5%AFv%C4%9Bryhodn%C4%9Bj%C5%A1%C3%AD- zna%C4%8Dkou-na-%C4%8Desk%C3%A9m-trhu.pdf?sfvrsn=37074cb4_4

U.S. DEPARTMENT OF TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. U.S. Department of treasury [online]. [cit. 2020-04-03]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018>

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

Vyhláška č. 37/2017 Sb., o elektronických cigaretách, náhradních náplních do nich a bylinných výrobcích určených ke kouření.

Zákon č. 350/2011 Sb., o chemických látkách a chemických směsích a o změně některých zákonů.

Zákon č. 379/2005 Sb., o opatřeních k ochraně před škodami způsobenými tabákovými výrobky, alkoholem a jinými návykovými látkami.

Zákon č. 40/1995 Sb., o regulaci reklamy a o změně a doplnění zákona č. 468/1991 Sb., o provozování rozhlasového a televizního vysílání, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání (živnostenský zákon), ve znění pozdějších předpisů.

Zákon č. 65/2017 Sb., o ochraně zdraví před škodlivými účinky návykových látek.

Zpráva komise radě o směrnici 2011/64/EU o struktuře a sazbách spotřební daně z tabákových výrobků. In: Evropská komise - oficiální internetová stránka [online]. 2018 [cit. 2020-02-26]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/CS/COM-2018-17-F1-CS-MAIN-PART-1.PDF>

SEZNAM POUŽITÝCH TABULEK

Tabulka 1: Položky pracovního kapitálu	42
Tabulka 2: Vývoj makroekonomických ukazatelů v letech 2009-2018	63
Tabulka 3: Horizontální analýza rozvahy	72
Tabulka 4: Vertikální analýza rozvahy	73
Tabulka 5: Horizontální analýza Výkazu zisku a ztráty	75
Tabulka 6: Vertikální analýza Výkazu zisku a ztráty	76
Tabulka 7: Analýza ukazatelů rentability	77
Tabulka 8: Analýza ukazatelů likvidity	80
Tabulka 9: Analýza ukazatelů aktivity	80
Tabulka 10: Analýza ukazatelů zadluženosti	82
Tabulka 11: Výsledky Altmanova modelu	84
Tabulka 12: Výsledky modelu IN05	84
Tabulka 13: SWOT analýza Oceňovaného podniku	85
Tabulka 14: Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný	87
Tabulka 15: Pearsonův korelační koeficient	89
Tabulka 16: Prognóza tržeb trhu v letech 2019-2022	90
Tabulka 17: Prognóza tržeb Oceňovaného podniku	90
Tabulka 18: Analýza provozní ziskové marže za minulost metodou shora	91
Tabulka 19: Prognóza provozní ziskové marže metodou shora	91
Tabulka 20: Analýza provozní ziskové marže za minulost metodou zdola	91
Tabulka 21: Prognóza provozní ziskové marže metodou zdola	92
Tabulka 22: Analýza a prognóza doby obratu	93
Tabulka 23: Analýza a prognóza provozně nutných peněžních prostředků	93
Tabulka 24: Upravený pracovní kapitál za minulost)	94
Tabulka 25: Prognóza upraveného pracovního kapitálu	94
Tabulka 26: Rentabilita investovaného kapitálu za minulost	95
Tabulka 27: Rentabilita investovaného kapitálu pro prognózované období	96
Tabulka 28: Předběžné ocenění Oceňovaného podniku na základě generátorů hodnoty	96
Tabulka 29: Předběžné ocenění Oceňovaného podniku na základě generátorů hodnoty - analýza citlivosti klíčových faktorů	97
Tabulka 30: Finanční plán rozvahy	98

Tabulka 31: Finanční plán výsledovky Oceňovaného podniku.....	99
Tabulka 32: Finanční plán cash flow Oceňovaného podniku.....	101
Tabulka 33: Finanční analýza plánu	102
Tabulka 34: Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	105
Tabulka 35: Výpočet současné hodnoty 1. fáze metodou DCF entity.....	106
Tabulka 36: Parametry pro výpočet pokračující hodnoty metodou DCF entity	106
Tabulka 37: Výsledná hodnota vlastního kapitálu Oceňovaného podniku metodou DCF entity	107
Tabulka 38: Výpočet současné hodnoty 1. fáze metodou EVA	108
Tabulka 39: Parametry pro výpočet pokračující hodnoty metodou EVA	108
Tabulka 40: Výsledná hodnota vlastního kapitálu Oceňovaného podniku metodou EVA	109

SEZNAM POUŽITÝCH OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Model 7S	28
Obrázek 2: Matice SWOT a TOWS	30
Obrázek 3: Porovnání piktogramů standardní náplně do el. cigaret a uzavřeného systému	67

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha Oceňovaného podniku v tis. Kč za období 2014-2018

Příloha 2: Výsledovka Oceňovaného podniku v tis. Kč za období 2014-2018

PŘÍLOHY

Příloha 1: Rozvaha Oceňovaného podniku v tis. Kč za období 2014-2018 (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

	AKTIVA	2014	2015	2016	2017	2018
	AKTIVA CELKEM	1 823	2 889	3 353	4 875	3 981
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	0	0	0	372	279
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	372	279
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí				372	279
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	1 823	2 887	3 294	4 447	3 590
C.I.	Zásoby	880	1 717	1 399	1 333	988
C.I.5.	Zboží	880	1 717	1 399	1 333	988
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	134	97	77	77	77
C.II.6.	Jiné pohledávky	134	97	77	77	77
C.III.	Krátkodobé pohledávky	221	392	220	352	403
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	42	254	92	217	208
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	3	0	0	0	0
C.III.5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
C.III.6.	Stát – daňové pohledávky	42		14	1	4
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	134	138	114	134	131
C.III.9.	Jiné pohledávky					61
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	587	680	1 598	2 685	2 122
C.IV.1.	Peníze	159	150	576	491	476
C.IV.2.	Účty v bankách	428	531	1 022	2 194	1 646
D.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	1	3	59	57	112
D.I.1.	Náklady příštích období	1	3	59	57	112
	PASIVA	2014	2015	2016	2017	2018
	PASIVA CELKEM	1 823	2 889	3 353	4 875	3 981
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	125	949	2 106	3 001	3 826
A.I.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.I.1.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	7	7	7	7	7
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	7	7	7	7	7
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-98	-82	742	1 899	2 794
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	0	0	742	1 899	2 794
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-98	-82	0	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	15	824	1 157	895	825
B.	CIZÍ ZDROJE	1 698	1 940	1 247	1 890	155

B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	1 498	1 940	1 247	1 890	155
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	24	87	128	73	9
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	1 366	1 521	730	1 610	0
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	34	62	83	69	15
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	18	20	31	22	3
B.III.7.	Stát – daňové závazky a dotace	10	168	270	83	122
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	2	6	6
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	45	81	0	26	0
B.III.11.	Jiné závazky	2	1	1	1	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	200	0	0	0	0
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	200	0	0	0	0
C.I.	ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0	0	0	-16	0
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0	0	-16	0

Příloha 2: Výsledovka Oceňovaného podniku v tis. Kč za období 2014-2018 (vlastní zpracování dle účetních výkazů Oceňovaného podniku)

		2014	2015	2016	2017	2018
I.	Tržby za prodej zboží					
		7 310	12 029	14 916	12 889	10 915
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	6 073	9 235	11 162	9 662	8 476
+	obchodní marže	1 237	2 793	3 754	3 227	2 439
II.	Výkony	116	156	125	140	153
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	116	156	125	140	153
B.	Výkonová spotřeba	569	1 048	1 077	950	619
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	154	133	130	150	126
B.2.	Služby	415	916	946	800	493
+	přidaná hodnota	784	1 901	2 802	2 417	1 973
C.	Osobní náklady	1 206	988	1 437	1 301	915
C.1.	Mzdové náklady	918	739	1 113	1 006	738
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	288	249	323	295	177
C.4.	Sociální náklady	0	0	0	0	0
D.	Daně a poplatky	3	3	3	4	2
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0	0	0	46	93
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	447	75	108	81	98

H.	Ostatní provozní náklady	5	11	14	21	16
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	provozní výsledek hospodaření	17	974	1 456	1 126	1 045
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	5	1	1	1
O.	Ostatní finanční náklady	2	0	29	26	28
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-2	4	-28	-26	-27
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	155	272	205	193
Q 1.	– splatná	0	155	272	205	193
***	výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	15	824	1 157	895	825
****	výsledek hospodaření před zdaněním	15	979	1 429	1 100	1 018