

Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku v odvětví strojírenství

Diplomová práce

Vedoucí práce:

doc. Ing. Daniela Špírková, PhD.

Bc. Pavla Rozkydálková

Brno 2017

Chtěla bych vyjádřit poděkování vedoucí mé diplomové práce doc. Ing. Daniele Špiřkové, PhD. za její ochotu a vstřícný přístup, poskytnutou odbornou pomoc a připomínky při zpracování diplomové práce. Poděkování rovněž patří oceňovaným společnostem za poskytnutí vybraných účetních a jiných podkladových materiálů.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku v odvětví strojírenství** vypracovala samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

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

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

V Brně dne 18. května 2017

Abstract

ROZKYDÁLKOVÁ, Pavla. The influence of the capital structure on market value of the company. Brno: Mendel University, 2017.

The aim of diploma thesis is to determine the impact of the capital structure on the market value of business entities in the engineering sector. The secondary objective is to estimate the value of analyzed enterprises. In the enterprise valuation, strategic and financial analysis, the division of assets into operationally necessary and operationally unnecessary and the analysis and prognosis of value generators is executed. The valuation itself is done using the discounted cash flow methods DCF Entity and DCF APV. In the end of the thesis the influence of the capital structure on the market value of the company at different levels of debt is modeled.

Keywords

Market value of the company, capital structure, valuation of the company, strategic analysis, financial analysis, generators of value, discount cash flow.

Abstrakt

ROZKYDÁLKOVÁ, Pavla. Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku v odvětví strojírenství. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2017.

Cílem diplomové práce je stanovení vlivu kapitálové struktury na tržní hodnotu podnikatelských subjektů v odvětví strojírenském. Dílčím cílem je odhad hodnoty oceňovaných podniků. V rámci ocenění podniků je provedena strategická a finanční analýza, rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný a analýza a prognóza generátorů hodnoty. Samotné ocenění je provedeno pomocí výnosových metod diskontovaných peněžních toků DCF Entity a DCF APV. Závěrem je modelován vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniku při rozdílných úrovních zadlužení.

Klíčová slova

Tržní hodnota podniku, kapitálová struktura, ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, diskontované peněžní toky.

Obsah

1	Úvod	11
2	Cíl práce a metodika	12
2.1	Cíl práce a metodika	12
3	Tržní hodnota podniku a jeho vliv na kapitálovou strukturu	14
3.1	Podnik jako předmět ocenění a jeho hodnota.....	14
3.1.1	Důvody oceňování.....	14
3.1.2	Hodnota podniku.....	15
3.2	Metody využívané pro oceňování podniku	17
3.2.1	Výnosové metody	17
3.2.2	Majetkové metody	17
3.2.3	Tržní metody.....	18
3.3	Postup oceňování podniku	18
3.3.1	Sběr vstupních dat	18
3.3.2	Strategická analýza.....	19
3.3.3	Finanční analýza	21
3.3.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	25
3.3.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	26
3.3.6	Finanční plán.....	29
3.3.7	Ocenění na základě analýzy výnosů.....	29
3.4	Kapitálová struktura	34
3.4.1	Optimální kapitálová struktura	34
3.4.2	Teorie vlivu kapitálové struktury podniku na jeho hodnotu.....	35
4	Praktická část	39
4.1	Charakteristika společností.....	39
4.2	Strategická analýza.....	40
4.2.1	Charakteristika odvětví	40
4.2.2	Analýza vnějšího potenciálu	41
4.2.3	Analýza vnitřního potenciálu	51

4.2.4	Prognóza tržeb podniků	55
4.3	Finanční analýza	56
4.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	57
4.3.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	62
4.3.3	Komplexní zhodnocení finančního zdraví	69
4.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	70
4.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	73
4.5.1	Tržby	73
4.5.2	Provozní zisková marže.....	74
4.5.3	Pracovní kapitál	76
4.5.4	Investice do dlouhodobého majetku.....	78
4.5.5	Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	79
4.5.6	Diskontní míra.....	81
4.6	Ocenění výnosovými metodami.....	83
4.6.1	Metoda DCF entity.....	84
4.6.2	Metoda DCF APV.....	88
4.6.3	Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniků.....	90
5	Diskuze	95
6	Závěr	98
7	Literatura	100
8	Seznam obrázků, tabulek a vzorců	104
A	Přílohy	107

1 Úvod

Každý jedinec, ať už v osobním či pracovním životě, se snaží vytvořit nějakou hodnotu. Pojem hodnota podniku vyjadřuje téměř všechno o firmě v jednom snadno srozumitelném čísle. Mnozí majitelé podniků předpokládají, že by se měli starat o to, jaká je hodnota jejich podniku, jen tehdy, chtějí-li podnik prodat nebo procházejí obtížnou situací, jako je například hrozící rozpad jejich podnikání. Bohužel to je velmi střídmý pohled na problematiku oceňování.

Každý majitel firmy by měl mít přehled o tom, jak cenné je jejich podnikání, protože proces ocenění je jedno z nejdůležitějších opatření, které bere v úvahu, jak na tom jejich společnost byla v minulosti, kde je dnes, a především, kam směřuje do budoucna. Každý podnikatel by měl tedy o hodnotě podniku něco vědět a měl by jí věnovat patřičnou pozornost.

Hodnota podniku je dána mnoha faktory, mezi které patří i kapitálová struktura. Nejde zdaleka o zanedbatelný faktor, protože může mít na hodnotu podniku značný vliv.

V praxi představuje ocenění hodnoty společnosti poměrně složitý proces, protože každý podnik je jedinečný, je tvořen složitou vnitřní strukturou a působí na něj rozdílné vlivy závislé na odvětví, ve kterém podnik hospodaří. Cílem oceňovatele by měl být co nejpřesnější odhad hodnoty podniku. V současné době existuje řada postupů a metod oceňování. V rámci diplomové práce budou využity výnosové metody, které jsou nejvíce uznávané a nejčastěji využívané nejen v České republice. Výsledná hodnota podniku se může u různých oceňovatelů lišit, protože nelze vyloučit subjektivní pohled oceňovatele.

Strojírenský průmysl byl již před druhou světovou válkou nejvýznamnějším průmyslovým odvětvím Československa. Po druhé světové válce došlo v důsledku společenských změn spojených s nástupem socialistického zařízení k centrálně řízenému hospodářství orientovanému spíše na trhy východního bloku. Po roce 1989 v Československu přišla vlna návratu k tržní ekonomice, čímž po rozpadu trhů s východním blokem ztratily strojírenské výrobky svoje odbytiště. Přišla změna a země začala usilovat o získávání nových obchodních partnerů i mezi vyspělými světovými ekonomikami. V dnešní době je strojírenský průmysl velmi rozšířený a tvoří významnou část na celkových tržbách průmyslu České republiky.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce a metodika

Hlavním cílem diplomové práce je stanovení vlivu kapitálové struktury na tržní hodnotu podnikatelských subjektů v odvětví strojírenském. V návaznosti na hlavní cíl práce jsou stanoveny cíle dílčí, kterými jsou vypracování strategické a finanční analýzy a následné ocenění podniků pomocí výnosových metod.

Diplomová práce je členěna na dvě části. První část sestává z teoretického přehledu, který je vypracován na základě české i zahraniční odborné literatury, věnující se problematice oceňování a kapitálové struktury. V této části jsou definovány důležité pojmy, zásady a postupy z oblasti oceňování. Zdroje využitých odborných publikací jsou uvedeny na konci diplomové práce v seznamu použité literatury.

V druhé části práce jsou využity poznatky a postupy z teoretického přehledu, které jsou aplikovány na dvou společnostech podnikajících v odvětví strojírenském. Důležitým bodem pro ocenění je vypracování strategické analýzy, jejímž cílem je vymezení postavení oceňovaných společností na trhu působnosti a zhodnocení budoucí perspektivy obou podniků. V rámci strategické analýzy je provedena analýza vnějšího a vnitřního prostředí. Analýza vnějšího prostředí je provedena pomocí PESTE analýzy, dále je stanoven relevantní trh a provedena prognóza tržeb relevantního trhu, která je stanovena pomocí regresní analýzy za pomoci programu Gretl. K prognózování tržeb odvětví jsou využity predikce makroekonomických ukazatelů. V rámci analýzy vnitřního prostředí jsou identifikovány tržní podíly, hlavní konkurenti a faktory konkurenční síly společností. Na základě analýzy vnitřního a vnějšího prostředí jsou stanoveny prognózy tržeb oceňovaných společností.

Dalším krokem je finanční analýza, která má za cíl zhodnotit stávající finanční situace a výkonnosti podniků. Je provedena analýza absolutních a poměrových ukazatelů. Závěrem finanční analýzy je provedeno komplexní zhodnocení finančního zdraví obou společností, kde je provedena predikce finanční tísně pomocí indexu manželů Neumaierových IN05.

Po finanční analýze následuje rozdělení majetku obou oceňovaných společností na majetek, který je provozně potřebný a na ten, který ke své hlavní podnikatelské činnosti podniky nepotřebují. Dále jsou vyřazeny výnosy a náklady, které souvisí právě s provozně nepotřebným majetkem. Výstupem této kapitoly je vyčíslení korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu.

Posledním krokem před samotným oceněním je analýza a prognóza generátorů hodnoty, mezi které patří tržby, provozní zisková marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Cílem této části je predikování budoucího vývoje výše uvedených generátorů potřebných pro ocenění podniků. V závěru této části je vyčíslena diskontní míra, která je stanovena pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál. Ty sestávají z nákladů na vlastní a cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou vyčísleny na základě

metody oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny jako podíl nákladových úroků a váženého aritmetického průměru zpoplatněného cizího kapitálu za poslední dva roky.

Ocenění obou společností je provedeno pomocí zvolených výnosových metod DCF entity a DCF APV. Pro výpočet hodnoty je u obou společností zvolena metoda třífázová. Prvním krokem ocenění je stanovení volných peněžních toků pro všechny budoucí fáze. Hodnoty všech fází jsou u obou metod diskontovány na současnou hodnotu. Je stanovena hodnota brutto i hodnota netto obou oceňovaných společností. Vliv kapitálové struktury na hodnotu podniků je analyzován již při samotném ocenění. Dále je zkoumán při různých modelových situacích při různých stádiích zadlužení společností.

Na základě všech předešlých analýz a kroků je provedena diskuze získaných výsledků, kde jsou podány návrhy a doporučení k růstu hodnoty oceňovaných společností v odvětví strojírenském. Výpočty jsou prováděny pomocí programu Excel. Zdrojem dat jsou veřejně přístupné účetní výkazy a výroční zprávy společností a interní údaje poskytnuté firmami. Dále je čerpáno z dat získaných z Ministerstva průmyslu a obchodu, Českého statistického úřadu, České národní banky a dalších důležitých zdrojů uvedených v seznamu použité literatury.

3 Tržní hodnota podniku a jeho vliv na kapitálovou strukturu

3.1 Podnik jako předmět ocenění a jeho hodnota

Pojem podnik je odlišně definován různými autory po celém světě. V podmínkách České republiky můžeme za nejdůležitější definici považovat tu, kterou uvádí občanský zákoník. (Mařík a kol., 2011, str. 15) Dle § 502 zákona 89/2012 Sb. Je podnik vymezen takto:

„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Z výše uvedené definice vyplývá, že podnik není soubor hmotného majetku, ale je komplexem i majetku nehmotného, pracovní síly, znalostí a zkušeností zaměstnanců. Všechny jmenované faktory se podílí na funkčnosti podniku, a měly by být do ocenění zahrnuty. (Kislingerová, 2001, str. 8) Mařík a kol. (2011, str. 16) ještě ve své knize dodává, že nezbytnou součástí podnikání je kromě výše uvedeného i využívání závazků, proto je nutné brát v potaz jejich rozsah. Z ekonomického hlediska podnik považujeme za funkční celek a ne jen jako hromadu věcí.

3.1.1 Důvody oceňování

Ocenění je vždy realizováno z nějakého důvodu a účelu. Ve své podstatě se jedná o službu, která přináší jistý užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle toho, kdo je zákazníkem. Podnětem k ocenění může být např. koupě, prodej, fúze či jenom přeměna podniku, apod. Mařík a kol. (2011, str. 35) rozlišuje důvody oceňování z hlediska vlastnických změn na ocenění související a nesouvisející s vlastnickými změnami.

Vochozka (2011, str. 9) dělí hlavní důvody ocenění na:

- **Hodnocení podniku podnikem samotným**

K hodnocení podniku podnikem samotným dochází především z potřeby managementu a majitelů podniku. Jedná se především o informativní důvod, kdy management podniku využívá hodnocení jako zpětnou vazbu své činnosti a majitele zajímá spíše informace, jakým směrem se vyvíjí jejich „bohatství“.

- **Ocenění z důvodů vlastnické změny ve společnosti**

Vlastnické změny se týkají případů, kdy je podnik oceňován právě z důvodů koupě/prodeje na základě smlouvy, nepřetržitého vkladu do obchodní společnosti, dále se jedná o ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením společnosti, atd.

- **Hodnocení podniku ze strany externích subjektů**

Touto skupinou oceňovatelů jsou externí subjekty, které s oceňovaným podnikem spolupracují. Může se jednat zejména o banky, pojišťovny, dodavatele, odběratele, kooperující partnery, zaměstnance, odporové a oborové organizace, atd. V dnešní literatuře se těmto externím subjektům, které jsou do jisté míry podnikem ovlivňovány nebo jej sami ovlivňují, říká „stakeholdeři“.

3.1.2 Hodnota podniku

Oceňujeme-li podnik, odhadujeme jeho hodnotu vyjádřenou v peněžních jednotkách. Je důležité rozlišovat pojem hodnota podniku a cena podniku. V rámci oceňování se tyto dva pojmy rovnají jen výjimečně. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, může být výsledkem mnoha dalších faktorů, které mají na cenu podstatný vliv (můžou jimi být například časová tíseň, psychologické faktory, osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím, atd.). (Kislingerová, 2001, str. 11)

Výstupem samotného procesu oceňování je tedy stanovení hodnoty podniku. Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy, které jsou převedeny na jejich současnou hodnotu. (Mařík a kol, 2011, str. 20)

Teorie oceňování rozděluje hladiny hodnoty na dvě hladiny. První hladinou je hodnota **brutto**, která nám určuje hodnotu podniku jako celku, jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Je to hodnota celé podnikatelské jednotky (entity). Hodnota **netto** je pak hodnota pouze na úrovni vlastníků podniku. V podstatě oceňujeme pouze vlastní kapitál, na který se ale dá dívat z více úhlů. Vymezení těchto hladin najdeme také v obchodním zákoníku, kde definici hodnoty brutto nalezneme pod pojmem obchodní majetek a hodnota netto je označena jako čistý obchodní majetek. (Mařík, 2011, str. 16-17; Sabolovič, 2011, str. 12)

Tab. 1 Základní kategorie pojmů

Právní pojmy	Účetní pojmy	Teorie oceňování
<i>Obchodní majetek</i>	<i>Aktiva celkem</i>	<i>Hodnota Brutto (Entity)</i>
<i>Čistý obchodní majetek</i> = obchodní majetek - závazky	Aktiva celkem - cizí zdroje - ostatní pasiva = <i>Vlastní kapitál</i>	<i>Hodnota netto (Equity)</i>
<i>Obchodní jmění</i> = obchodní majetek + závazky	Aktiva celkem + cizí zdroje + ostatní pasiva	

Zdroj: Sabolovič, 2011, str. 13

Z hlediska specifických účelů oceňování podniku má své opodstatnění kategorizace hodnot. V rámci těchto kategorizací se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy (standards) k oceňování podniku. Jedná se o tržní hodnotu, subjektivní (investiční

hodnotu), objektivizovanou hodnotu a o takzvaný komplexní přístup na základě Kollínské školy. (Mařík a kol, 2011, str. 22)

Tržní hodnota

Dle mezinárodních oceňovacích standardů (International Valuation Standards Council, 2014, str. 82) je tržní hodnota definována takto:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Z výše uvedené definice vyplývá, že hodnota vzniká tehdy, existuje-li trh s podniky nebo s jejich podíly, a zda na tomto trhu figuruje více kupujících a prodávajících. Tržní hodnota podniku odpovídá především na otázku, kolik je za podnik ochoten běžný zájemce zaplatit. (Mařík a kol, 2011, str. 22)

Podle Saboloviče (2008, str. 20) by výsledkem ocenění měla být tržní hodnota zejména v následujících případech:

- při uvádění podniku na burzu,
- při prodeji podniku pro neznámého kupujícího (vlastník chce znát odhad ceny, za kterou by podnik mohl prodat).

Subjektivní (investiční) hodnota

Investiční hodnota odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. (Mařík a kol., 2011, str. 26) Je tedy dána individuálním názorem účastníka transakce, čili očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího či současné vlastníky. Tato hodnota může nabývat vyšších či nižších hodnot, než je tržní hodnota. V praxi se často setkáváme se zaměřováním těchto dvou hodnot. (International Valuation Standards Council, 2014, str. 94)

Subjektivní hodnota je v praxi využívána pro ocenění zejména v případech, kdy se při koupi či prodeji podniku daný subjekt snaží zjistit efektivnost operace, nebo při rozhodování mezi likvidací a sanací. (Sabolovič, 2008, str. 21)

Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota neexistuje, protože je to relativní pojem. V této souvislosti se setkáváme s pojmem objektivizovaná hodnota. Tato hodnota se v podstatě snaží unifikovat odhad relativně nesporné hodnoty pro co nejširší okruh uživatelů. (Petrík, 2009, str. 305)

Mařík a kol. (2011, str. 28) uvádí, že objektivizovaná hodnota je ve své podstatě odpovědí na základní otázku, která zní:

„Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?“

Sabolovič (2008, str. 22) ve své knize uvádí dvě situace, kdy by měla být výsledkem ocenění objektivizovaná hodnota. Tyto situace mohou nastat například při poskytování úvěru nebo při zjišťování reálné bonity firmy.

Kolínská škola

Komplexní přístup Kolínské školy je založen na subjektivním postoji, kdy při prodeji podniku je základním východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na straně druhé je subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. O tržní hodnotě lze podle Kolínské školy hovořit pouze v případě akciových společností, které vstupují kapitálový (reálný) trh. (Mařík a kol., 2011, str. 30)

3.2 Metody využívané pro oceňování podniku

V dnešní době existuje široké spektrum metod, které lze využít k ocenění podniku. Jediná a „správná“ metoda neexistuje, proto je třeba při volbě metody brát v úvahu především účel ocenění a charakter aktiv, které podnik vlastní. Výsledná hodnota podniku, kterou hledáme, se většinou opírá o použití více oceňovacích metod. (Kislingerová, 2001, str. 22)

Podle Maříka a kol. (2011, str. 37) existují tři základní metody, které je nejvhodnější zkombinovat. Jedná se o metody výnosové, majetkové a tržní.

3.2.1 Výnosové metody

Výnosové metody fungují na principu stanovení současné hodnoty budoucích výnosů generovaných aktivy oceňovaného podniku. (Petřík, 2009, str. 303).

Podle Kislingerové (2001, str. 23) mezi nejznámější výnosové metody patří:

- Metoda kapitalizovaných výnosů (KČV),
- Dividendový diskontní model,
- Metody diskontovaného volného peněžního toku
 - volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – Free Cash Flow to Equity)
 - volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF – Free Cash Flow to the Firm)
- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – Discounted Cash Flows)
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA – Economic Value Added)

3.2.2 Majetkové metody

Při použití majetkových metod pracujeme se stavovými veličinami. Tyto metody vychází z rozvahy podniku k určitému datu a vyjadřují jeho stav majetku a závazků. (Kislingerová, 2001, str. 23)

Mařík a kol. (2011, str. 37) rozlišuje metody podle toho, v jakých hodnotách pracujeme:

- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen,
- substanční hodnota na principu úspory nákladů,
- likvidační hodnota,
- majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

3.2.3 Tržní metody

Třetí skupinou jsou metody, které pracují na principu tržní analýzy. U tržních metod používáme údaje získané přímo z aktivního a reálného trhu, případně je z těchto trhů odvozujeme. Odvíjíme hodnotu podniku z již oceněných srovnatelných podniků. Problémem této metody je nedostačující množství relevantních informací, proto je tato metoda v České republice využívána spíše jen doplňkově a podpůrně. (Petřík, 2009, str. 303)

Do skupiny ocenění pomocí tržních metod, které se využívají především ve vyspělých ekonomikách, podle Maříka a kol. (2011, str. 37) patří ocenění na základě:

- tržní kapitalizace,
- srovnatelných podniků,
- údajů o podnicích uváděných na burzu,
- srovnatelných transakcí,
- odvětvových multiplikátorů.

Mařík a kol. (2011, str. 37) ve své knize ještě zdůrazňuje, že danému účelu je potřeba podřídit nejen volbu metody, ale i její konkrétní modifikace a samotné hodnoty. Konkrétněji uvádí, že pro subjektivní a tržní ocenění je vhodné použít například metodu diskontovaných peněžních toků a pro získání hodnoty objektivizované bude vhodnější použít konzervativnější a průkaznější metody, jako je například metoda čistých kapitalizovaných výnosů.

3.3 Postup oceňování podniku

Jediný a správný postup při oceňování podniku neexistuje, protože rozlišujeme postupy ocenění podle jednotlivých účelů ocenění. Následující body znázorňují obecný postup, který je doporučován využít. (Mařík a kol., 2011, str. 36)

3.3.1 Sběr vstupních dat

Abychom mohli kvalitně ocenit podnik, je potřeba mít kromě vnitřních informací z podniku k dispozici i informace z prostředí, ve kterém se podnik vyskytuje, a které ho i výrazně ovlivňuje. (Kislingerová, 2001, str. 25)

Podle Maříka a kol. (2011, str. 54) se potřebné informace k ocenění podniku dají rozdělit do následujících skupin:

- **Základní data** o podniku, do kterých spadají informace identifikující podnik, jako jsou název, právní forma, předmět podnikání, řídicí struktura společnosti či informace o historii podniku.
- **Ekonomická data**, zahrnující účetní výkazy, výroční zprávy, popřípadě zprávy auditorů a podnikové plány.
- **Relevantní trh** určující rozsah trhu, kde se podnik nachází, velikost trhu, jeho atraktivitu a vývoj.

- **Konkurenční struktura relevantního trhu**, se zaměřuje na informace o největších konkurentech, možných substitutech výrobků nebo o bariérách vstupu do odvětví.
- **Odbyt a marketing**, shromažďující data o struktuře odbytu, zabývající se cenovou politikou, reklamou a jejími výdaji, do této kategorie také spadá věda a výzkum. Všechny tyto data je důležité srovnávat s konkurencí.
- **Výroba a dodavatelé**. Do této skupiny, jak již název napovídá, spadají informace o řízení kvality, charakteru výroby, kapacity a jejího využití, dodavatelích a struktuře dodávkového systému.
- **Pracovníci** jsou poslední důležitou skupinou, skrývající informace ohledně struktury zaměstnanců, kvalifikace a fluktuace pracovníků, situace na trhu práce, personálních nákladech a produktivity práce ve srovnání s konkurencí.

3.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je podle Maříka a kol. (2011, str. 56) klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost.

Podle Maříka a kol. (2011, str. 57) by k výsledkům strategické analýzy měly patřit odpovědi alespoň na následující tři otázky:

1. *Jaké jsou **perspektivy podniku** z dlouhodobého hlediska?*
2. *Jaký vývoj trhu, konkurence a především **vývoj podnikových tržeb** lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?*
3. *Jaká **rizika** jsou s podnikem spojena?*

Proces strategické analýzy je velmi složitý proces, který vyžaduje systematický přístup pro identifikaci a analýzu vnějších faktorů působících na podnik a jejich konfrontaci se zdroji a schopnostmi podniku. K analýze vnějších faktorů jsou využívány různé analytické techniky využívané pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnujícím makroprostředí, odvětví, trh, konkurenty a zdrojový potenciál podniku. (Sedláčková, Buchta; 2006, str. 8)

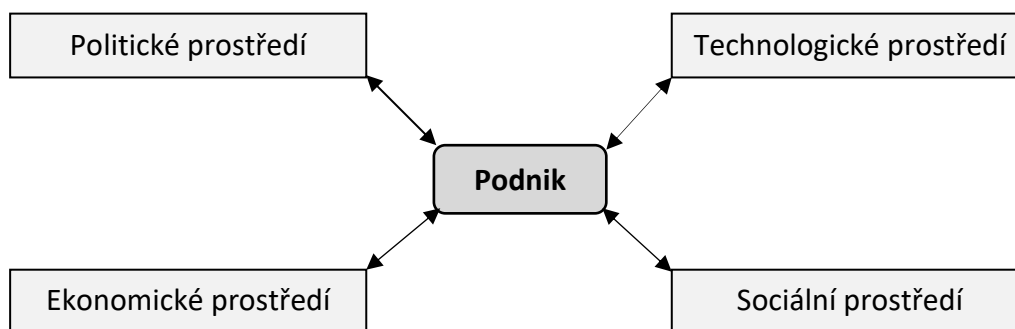
Analýza a prognóza relevantního trhu

Prvním krokem v rámci strategické analýzy je vymezení trhu, ve kterém se oceňovaný podnik pohybuje. Výsledkem by měla být základní data o tomto trhu, zhodnocení atraktivity a následná prognóza vývoje trhu do budoucna. Toto vymezení ovšem není tak jednoduché, jak se na první pohled zdá, protože je často velmi těžké pro podnik specifikovat relevantní trh. V každém případě by se na začátku strategické analýzy měl relevantní trh specifikovat z hlediska:

- věcného, tj. z hlediska produktu,
- území,
- zákazníků,
- konkurentů. (Mařík a kol., 2011, str. 59)

Pro analýzu vnějšího okolí je často využívána **PEST analýza**. Můžeme se také setkat s názvy jako PESTE, STEPE, PESTEL analýza, kdy jsou přidávány nebo ubírány jednotlivé faktory podle účelu analýzy. Hlavní princip avšak u všech zůstává stejný, a to identifikace hlavních faktorů působících na podnik z hlediska makrookolí. Do PEST analýzy spadají následující faktory, jejímž výstupem je komplexní přehled o stavu vnějšího prostředí (Sedláčková, Buchta; 2006, str. 16):

- **Politické a legislativní faktory (P)** – zákony, státní regulace, daňové zákony, pracovní právo, stabilita politického prostředí a další.
- **Ekonomické faktory (E)** – stav hospodářství, vývoj HDP, inflace, mára nezaměstnanosti, kupní síla obyvatelstva, měnové kurzy, úroková míra, atd.
- **Sociální faktory (S)** – demografický vývoj, podpory v nezaměstnanosti, průměrná mzda, vzdělání obyvatel, velikost migrace pracovní síly atp.
- **Technologické faktory (T)** – výzkum a vývoj, technologická úroveň vynálezy, patenty, informační systémy apod.



Obr. 1 Postavení podniku v rámci makroprostředí

Zdroj: Kislíngrová, 2001, str. 29.

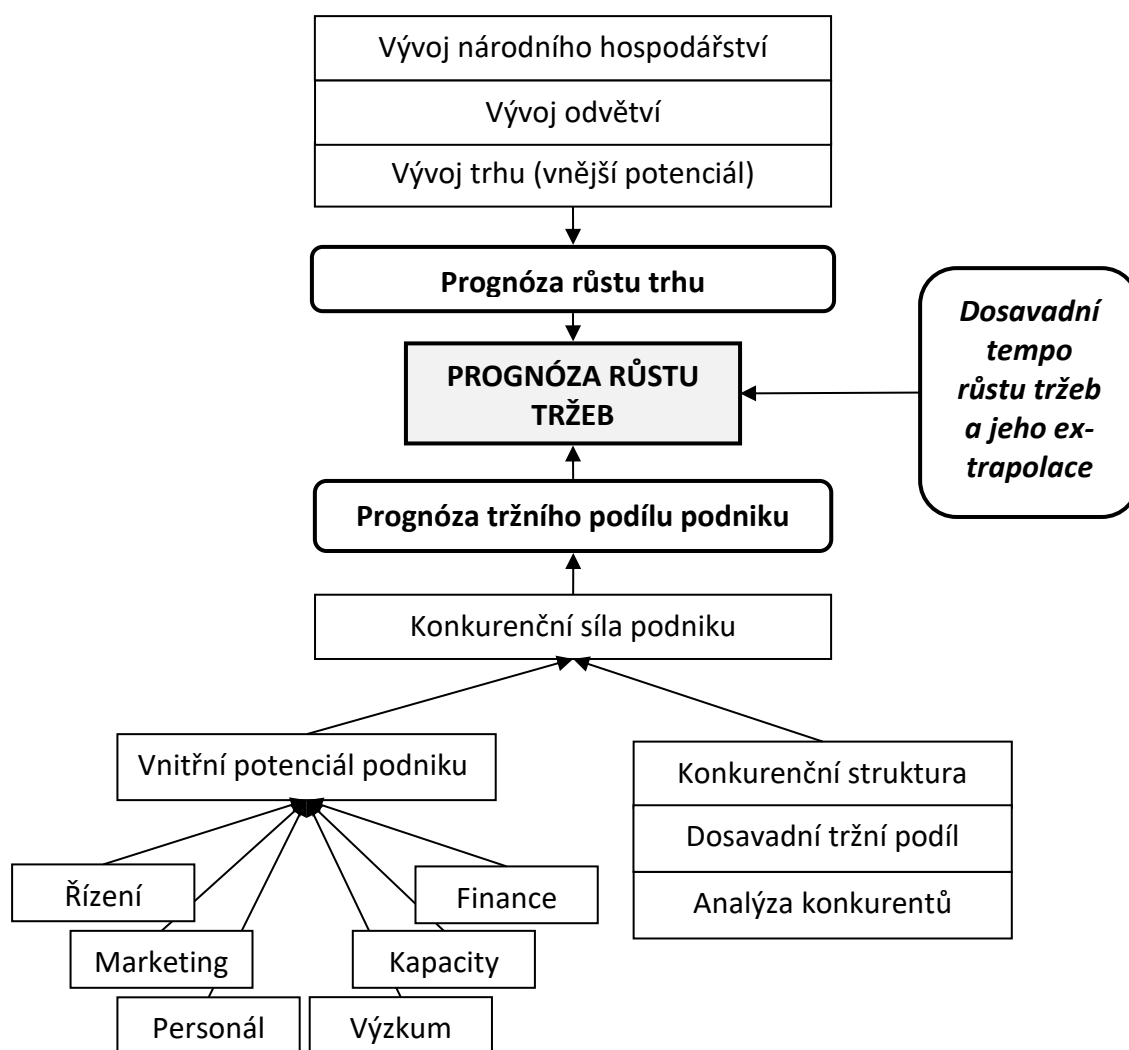
Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

V této části strategické analýzy je hlavním cílem odhadnutí tržního podílu oceňované firmy do budoucnosti. Postupuje se tak, že se nejdříve stanoví dosavadní tržní podíl oceňovaného podniku, dále se identifikují největší konkurenti podniku. Následuje analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly, z jejichž výsledků můžeme nakonec prognózovat tržní podíly. (Mařík a kol. 2011, str. 74)

Prognóza tržeb

Při určování prognózy tržeb oceňovaného podniku by se mělo vycházet z předchozích analýz, tedy z analýzy a prognózy relevantního trhu, analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku se zohledněním dosavadního tempa růstu tržeb. U analýzy dosavadního tempa růstu tržeb se vycházíme z průměrného růstu předchozích let. (Mařík a kol, 2011, str. 93)

Celý postup odvození prognózy růstu tržeb graficky znázorňuje následující obrázek č. 2



Obr. 2 Odvození prognózy tržeb
Zdroj: Mařík a kol., 2011, str. 94.

3.3.3 Finanční analýza

Hlavním účelem finanční analýzy je komplexní zhodnocení finanční situace podniku. Pomocí finanční analýzy můžeme zjistit, zda je podnik ziskový, zda je jeho kapitálová struktura vhodně rozložena, zda jsou efektivně využívány jeho aktiva, zda je podnik schopen splácet včasné svoje závazky a mnohé jiné důležité informace o finanční stránce podniku. (Knápková a kol., 2013, str. 17)

Výhodou finanční analýzy je možnost analyzovat a hodnotit samostatně jednotlivé činnosti podniku. Můžeme hodnotit samostatně zadluženost, likviditu, aktivitu či rentabilitu. Velmi důležité jsou především znalosti a zkušenosti hodnotitele, který by měl umět interpretovat nejen výsledky jednotlivých ukazatelů, ale navíc „měl by z takovýchto střípků poskládat mozaiku, která předá příslušným skupinám informaci o stavu společnosti“. (Vochozka, 2011, str. 12)

Vlastníci podniku se budou především zajímat o ziskovost jimi vložených prostředků, o tzv. hodnocení rentability vloženého kapitálu. Věřitelé se zase budou zaměřovat hlavně na likviditu svých obchodních partnerů, zda jsou schopni splácet své závazky. Když by se věřitelé o tuto oblast nezajímali, mohli by být velmi nemile překvapeni, když by jejich dlužníci nebyli schopni dostát svým závazkům. Mohlo by se to negativně odrazit na jejich výsledku hospodaření. (Knápková a kol., 2013, str. 17).

Základním informačním zdrojem pro finanční analýzu je především účetní závěrka firmy. Účetní závěrku v soustavě podvojného účetnictví tvoří podle zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví **rozvaha, výkaz zisku a ztrát a příloha k účetní závěrce**. Příloha tvoří podstatnou část účetní závěrky, protože je důležitá pro plné porozumění výsledků podniku. Měla by obsahovat následující části:

- obecné údaje o účetní jednotce,
- informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování,
- doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztrát,
- Cash flow (výkaz o peněžních tocích). (Kislingerová, 2001, str. 40)

Účetní závěrky podléhají tzv. zveřejňovací povinnosti, a proto je můžeme nalézt v obchodním věstníku, obchodním rejstříku či v komisi pro cenné papíry a SCP.

Vertikální a horizontální analýza

Podle Kislingerové a Hnilici (2008, str. 11) se vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů dá považovat za výchozí bod finanční analýzy. Oba modely nám umožňují vidět původní absolutní hodnoty v určitých souvislostech, relacích.

V případě **vertikální analýzy** sledujeme strukturu finančních výkazů a zkoumáme, jak se dílčí veličiny podílí na celkové (smysluplné) veličině. Při vertikální analýze rozvahy, za celkovou veličinu můžeme považovat například celkovou bilanční sumu, a jednotlivé položky (dílčí) pak ukazují, z kolika procent se podílejí na celkové sumě bilanční. Vztahy při vertikální analýze nám ukazuje následující vzorec (Kislingerová, Hnilica, 2008, str.15):

$$P_i = \frac{B_i}{\sum B_i} \quad (1)$$

kde: P_i – hledaný vztah vertikální analýzy
 B_i – velikost položky bilance
 $\sum B_i$ – suma hodnot položek v rámci určitého celku

Horizontální analýza se zabývá vývojem jednotlivých položek výkazů v časové posloupnosti. Nejčastěji se jedná o kvantifikování meziroční změny, která je vyjádřena buď v absolutních číslech, nebo v procentech. (Knápková a kol., 2013, str. 68)

$$D_{t/t-1} = B_i(t) - B_i(t-1) \quad (2)$$

kde: $D_{t/t-1}$ – změna oproti minulému období,
 t – čas,
 B_i – hodnota bilanční položky i . (Kislingerová, Hnilica; 2008, str. 13)

Analýza poměrových ukazatelů

Poměrová analýza nám umožňuje analyzovat vzájemné vazby v souvislosti mezi ukazateli, díky vzájemným poměrům jednotlivých absolutních hodnot. Poměrových ukazatelů existuje velké množství. Pro potřeby finanční analýzy se setkáváme se skupováním jednotlivých ukazatelů do skupin. K základním a tradičním ukazatelům používaným pro měření finanční výkonnosti společnosti patří především ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatele kapitálového trhu. (Kislingerová. 2001, str. 68)

• Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (výnosnosti) nám ukazují schopnost podniku dosahovat zisku. Patří v praxi k nejsledovanějším ukazatelům, protože informují o výnosnosti vloženého kapitálu (Kislingerová, Hnilica; 2008, str. 31)

Mezi nejdůležitější ukazatele výnosnosti patří:

- Rentabilita tržeb ROS (Return On Sales)
- Rentabilita vlastního kapitálu ROE (Return On Equity)
- Rentabilita aktiv ROA (Return On Assets)
- Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu ROCE (Return On Capital Employed)

• Ukazatele aktivity (řízení aktiv)

Poskytují informace o tom, jak úspěšně management podniku využívá aktiva. Tyto ukazatele je důležité porovnávat s odvětvím, ve kterém se analyzovaný podnik nachází, protože řízení aktiv u jednotlivých odvětví se pohybuje v rozdílných mezích. Při analýze aktivity poměrujeme nejčastěji tokovou veličinu (tržby) k veličině stavové (aktiva), proto můžeme ukazatele vyjádřit dvěma typy, jeden nám ukazuje obrátkovost, druhý dobu obratu.

Základní ukazatele aktivity jsou:

- Obrat aktiv
- Obrat dlouhodobého majetku
- Obrat zásob
- Doba obratu zásob,
- Doba obratu pohledávek,
- Doba splatnosti krátkodobých závazků (Knápková a kol., 2013, str. 103-105)

- **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti informují o tom, jak podnik využívá vlastní a cizí zdroje. Vysoká zadluženost ještě nemusí znamenat krizi v podniku. Při analýze zadluženosti je důležité z výroční zprávy zjistit velikost majetku, který má firma pořízený na finanční leasing. Aktiva takto pořízená v majetku rozvahy totiž nenajdeme, avšak se objevují jako náklady ve výkazu zisku a ztráty. (Kislingerová, Hnilica; 2008, str. 34)

Mezi nejčastější ukazatele zadluženosti řadíme:

- ukazatel zadluženosti (debt ratio),
- koeficient samofinancování (equity ratio),
- ukazatel úrokového krytí (interest coverage).

- **Ukazatele likvidity**

Likvidita je důležitá z hlediska finanční rovnováhy podniku a dlouhodobého fungování. Je důležité, aby podnik dokázal dostát svým závazkům, což při nízké míře likvidity jde těžko. Na druhou stranu nadměrné množství likvidních aktiv snižuje rentabilitu podniku. (Kisinglerová, 2001, str. 74-75)

Podle Vochozky (2011, str. 26) dělíme oběžný majetek z hlediska likvidnosti na krátkodobý finanční majetek (nejvyšší likvidnost), krátkodobé pohledávky a zásoby. Dále uvádí základní ukazatele likvidity, které při analýze likvidity budeme potřebovat. Jsou jimi:

- běžná likvidita (Current ratio),
- pohotová likvidita (quick ratio),
- hotovostní (peněžní) likvidita (cash ratio).

Ross a kol. (1999, str. 53) ve své knize uvádí, že při analýze poměrových ukazatelů je problém v tom, že mohou existovat odlišnosti ve výpočtech jednotlivých analytiků, a tím může dojít k lehce rozdílným výsledkům a interpretacím.

Mařík a kol. (2011, str. 105) ještě dodává, že mezi jednotlivými skupinami ukazatelů existují vzájemné vazby, na které by se při interpretaci nemělo zapomínat.

Komplexní pohled na finanční zdraví

Pro ocenění podniku je závěrem finanční analýzy potřeba vyhodnotit, zda je podnik ve své podstatě „zdravý“ a zda můžeme počítat s jeho dlouhodobou existencí. Pokud jsou výsledky finanční analýzy pozitivní a podnik má z dlouhodobého hlediska dobré vyhlídky, lze k ocenění využít výnosových metod. Pokud by byla existence podniku ohrožena, je potřeba zjistit likvidační hodnotu. (Mařík a kol. 2011, str. 109)

Kromě finanční analýzy existují i modely, které určí finanční situaci podniku pomocí jednoho čísla, které ohodnotí finanční zdraví podniku. Jedná se o indexy souhrnného hodnocení. Jejich vypovídací schopnost je ovšem o něco nižší, než u komplexních výsledků finanční analýzy. Proto by tyto indexy měly být spíše jen doplňkem samotné finanční analýzy. (Vochozka, 2011, str. 39)

Mezi modely hodnotící komplexní finanční zdraví podniku patří například Altmanovo Z-score nebo index manželů Neumaierových z roku 2005 IN05. Index IN05 je pro české podniky vhodnější než jiné modely, protože byl zkonstruován

přímo pro specifické české prostředí. K výpočtu IN05 se používá následující vzorec (Neumaierová, Neumaier, 2005, str. 1-10):

$$IN05 = 0,13 \times \frac{A}{CZ} + 0,04 \times \frac{EBIT}{NÚ} + 3,97 \times \frac{EBIT}{A} + 0,21 \times \frac{V}{A} + 0,09 \times \frac{OA}{KZ+KBÚ} \quad (3)$$

kde: *A* – aktiva,
CZ – cizí zdroje,
EBIT – zisk před úroky a zdaněním,
NÚ – nákladové úroky,
VÝN – celkové výnosy,
KZ – krátkodobé závazky,
KBÚ – krátkodobé bankovní úvěry.

3.3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Jak již bylo zmíněno mnohokrát, každý podnik má své primární podnikatelské zaměření, pro které byl založen. Při rozdělování aktiv na provozně nutná a nenutná je důležité tento primární účel podniku znát. Pokud má oceňovaný podnik více podnikatelských aktivit, pak by měl být oceňován jako soubor podnikatelských jednotek, kde by každá z nich měla být oceňována zvlášť. (Mařík a kol., 2011, str. 118)

V rámci podnikatelského zaměření dochází k rozdělování aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Provozně potřebná jsou ta, která jsou potřebná (nutná) pro hlavní podnikatelské zaměření. Veškerý ostatní majetek je provozně nepotřebný (nenutný). Toto rozdělení se provádí podle Maříka a kol. (2011, str. 119) z několika důvodů, kterými jsou:

- Část majetku se nemusí využívat a neplynou z něj tedy žádné příjmy. Patří mezi ně například nevyužitá pozemky, dlouhodobě držené akcie (nevyplácející dividendy), peněžní prostředky ve větším množství, než je k provozní činnosti potřeba, apod.,
- Některý majetek nesouvisí s provozem,
- Aktiva nesouvisející s hlavním provozem, je vhodnější oceňovat samostatně. Výsledná hodnota jejich ocenění by se pak měla přičíst až do konečné hodnoty podniku.

Do provozně nepotřebných aktiv jsou nejčastěji řazena následující aktiva:

- **Krátkodobý finanční majetek**, konkrétně ta část KFM, který přesahuje úroveň, která je z hlediska zajištění likvidity a provozu nezbytná. Provozně nutnou část KFM je možné zjistit ze zkušeností z minulých let nebo pomocí poměrového ukazatele okamžité likvidity, jehož žádoucí hodnota se pohybuje kolem 0,2. (Knápková a kol., 2013; Mařík a kol., 2011 str. 121)

V případě, že podnik vlastní krátkodobé cenné papíry či podíly, které nemají povahu strategické rezervy (neslouží např. pro splácení úvěrů či financování investic), neslouží jako provozně nutná aktiva a měly by se z aktiv vyřadit.

- **Dlouhodobý finanční majetek** zahrnuje především podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, dluhové cenné papíry, půjčky, úvěry a další.
- Mezi **jiná provozně nepotřebná aktiva** spadají aktiva nebo pohledávky nesusouvisející s provozní činností podniku. Jsou jimi například nemovitosti, pozemky, nepotřebné zásoby, nadbytečné kapacity, nedobytné pohledávky a ostatní nepotřebný dlouhodobý i krátkodobý majetek. (Knápková a kol., 2013; Mařík a kol., 2011 str. 122)

V souvislosti s rozdělením majetku na provozně potřebná a nepotřebná, je nutné vyloučit i související výnosy a náklady. Po odečtení těchto výnosů a nákladů od provozního výsledku hospodaření dostaneme korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH), který je potřeba ke správnému ocenění podniku.

3.3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V rámci dalšího kroku vedoucího k určení hodnoty podniku je důležité pochopit, čím je vlastně samotná hodnota tvořena. K tomuto slouží proces identifikace generátorů hodnoty (tzv. „value drivers“). Takových generátorů můžou být i stovky a celková hodnota podniku je pak tvořena sumou těchto dílčích hodnot. Při oceňování podniku je ovšem prakticky nemožné, abychom dokázali identifikovat, analyzovat a pochopit úplně všechny generátory hodnoty, které se k podniku vážou. Z tohoto důvodu se v praxi oceňovatelé zaměřují pouze na generátory, které na tvorbě hodnoty mají největší podíl (tzv. klíčové generátory). Vymezení konkrétních klíčových generátorů hodnoty potom závisí na vybraném podniku a odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Liší se tedy případ od případu. (Frykman, Tolleryd, 2003, str.95)

Podle Maříka a kol. (2011, str. 125-126) lze za klíčové generátory hodnoty považovat:

- tržby a jejich růst,
- provozní zisková marže,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- dobu existence podniku.

Přičemž se nejčastěji pracuje s prvními čtyřmi klíčovými generátory hodnoty, které jsou v následujících odstavcích popsány.

Tržby a jejich růst

Prvním klíčovým generátorem hodnoty jsou tržby, jejichž predikce by měla být založena na výsledcích strategické analýzy. Tato předpověď vyplývající ze strategické analýzy nemusí být definitivní, protože se jedná pouze o odhady. Tyto odhady můžou být posléze korigovány v návaznosti na kapacitní možnosti daného podnikatelského subjektu, nebo plánované investice, jejich financování a rychlost uvedení investic podniku do provozu. (Sabolovič, 2011, str.16)

Provozní zisková marže

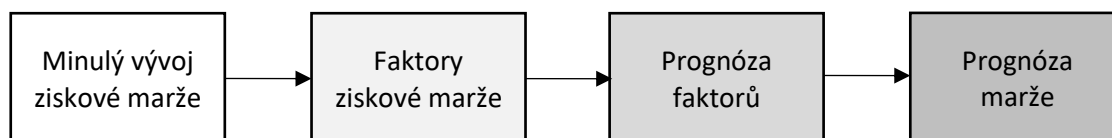
Dalším důležitým generátorem hodnoty, který je využíván pro stanovení hodnoty podniku, je provozní zisková marže (v anglické literatuře známo jako NOPBT – net operating profit before tax), která se vypočítá jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy tržeb. Odpisy zde nemáme zahrnutý proto, že je vhodnější provádět jejich analýzu až v souvislosti s investicemi do dlouhodobého majetku.

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{KPVH před daní}}{\text{Tržby}} \quad (4)$$

Aby bylo dosaženo co nejpřesnějších výsledků prognózy provozní ziskové marže, zpracovávají se dvě nezávislé prognózy, které se poté mezi sebou korigují a sladují. (Mařík a kol, 2011, str. 127,131)

1. Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora je základní metodou, vycházející z předchozího vývoje ziskové marže, na který navazuje její zdůvodněná predikce do budoucnosti. Nejdříve se vypočítá KPVH (korigovaný provozní výsledek hospodaření) za minulé roky, ze kterého se následně odvodí zisková marže. Ta je poté vystavěna analýze, na jejímž základě bude odhadnuta budoucí hodnota ziskové marže. V posledním kroku je dopočítán KPVH v budoucích letech jako součin již dříve odhadnuté ziskové marže a naplánovaných tržeb. Z pohledu oceňování podniku lze tuto metodu považovat za důležitější. (Mařík a kol., 2011, str. 127)



Obr. 3 Prognóza ziskové marže
Zdroj: Mařík a kol., 2011, str. 128

2. Prognóza ziskové marže zdola

Oproti tomu, při využití metody prognózování marže zdola se nejdříve sestaví prognóza hlavních nákladových položek (náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba a ostatní náklady). KPVH je následně vypočítán rozdílem provozních výnosů a nákladů. Z tohoto zisku lze posléze dopočítat zisková marže. (Mařík a kol, 2011, str. 128)

Investice do pracovního kapitálu

Smyslem tohoto generátoru hodnoty je zjistit náročnost výkonů podniku na pracovní kapitál, tedy zda zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky rostou stejně rychle jako tržby (výkony), nebo pomaleji, či rychleji. Pracovní kapitál, se kterým pracujeme jako s generátorem hodnoty, a který používáme jako nástroj pro sestavení finančního plánu, se nazývá čistý pracovní kapitál. Tento čistý pracovní kapitál se oproti klasickému pracovnímu kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobý cizí kapitál) liší v tom, že od oběžných aktiv odečítáme neúročený cizí kapitál a všechny veličiny započítáváme jen v rozsahu provozně nutném. (Mařík a kol., 2011, str. 132)

Výpočet upraveného pracovního kapitálu je uveden v následující tabulce:

Tab. 2 Výpočet upraveného pracovního kapitálu

Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Časové rozlišení aktiv
+ Časové rozlišení pasiv
= Pracovní kapitál

Zdroj: Mařík, (2011, str. 132)

Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Plánování investic do dlouhodobého provozně nutného majetku je považována za nejobtížnější část analýzy generátorů hodnoty. Je tomu tak především z důvodu nestálosti vývoje investic a toho, že investice jsou v dnešní době stále více neodmyslitelnou jednotkou každého prosperujícího podniku. V rámci této části pracujeme opět pouze s dlouhodobým majetkem, který je k provozní činnosti nezbytný. Pro dlouhodobou životnost podniku je rozhodující to, zda si dokáže vydělat na investice, které jsou nutné pro jeho přežití. (Mařík a kol, 2011, str. 136,138)

Dle Maříka (2011, str. 136) lze rozdělit přístup k plánování investiční náročnosti do tří variant:

1. Globální přístup

Globální přístup je vhodný u podniků, u nichž investice do dlouhodobého provozně nutného majetku mají především průběžný charakter (např. časté obnovení dlouhodobého majetku – dopravní podnik). V rámci tohoto přístupu vycházíme z relace přírůstků provozně nutného dlouhodobého majetku a tržeb.

Získáme tím koeficient náročnosti růstu tržeb na růst investičního majetku, díky kterému můžeme odhadnout potřebné přírůstky majetku.

2. *Přístup podle hlavních položek*

V tomto případě se vychází z konkrétních investičních plánů oceňovaného podniku. Přístup podle hlavních položek je použitelný pro blízkou budoucnost.

3. *Přístup založená na odpisech*

Při provádění přístupu založeného na odpisech je třeba brát v úvahu to, že investice, které budou pod úrovní odpisů propočtených z historických cen, budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobějšímu přežití či růstu. Bohužel tyto případy nelze zcela vyloučit a proto je žádoucí takovouto možnost prověřit.

3.3.6 Finanční plán

Při sestavování finančního plánu vycházíme především ze strategických cílů podniku, dosavadního vývoje a z dosažené úrovně finančního zdraví podniku. (Kocmanová, 2013, str. 190)

Finanční plán se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků (cash flow) a měl by být sestaven vždy, když je podnik oceňován pomocí výnosové metody. Při sestavování finančního plánu pro účely ocenění obvykle neplánujeme změny časového rozlišení, nákladových rezerv a opravných položek. (Mařík a kol., 2011, str. 149)

Podle Mariniče (2008) by výsledkem finančního plánu měly být odpovědi na následující čtyři otázky:

1. *Jaké budou tržby za prodané výrobky a služby?*
2. *Jaké budou nároky na investice a provozní kapitál*
3. *Z jakých finančních prostředků budou investice financovány a za jakých podmínek?*
4. *Je podnik schopen tvořit zisk a zhodnocovat investovaný kapitál?*

Na první dvě otázky známe odpověď již z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Třetí a čtvrtou otázku dokážeme zodpovědět po provedení samotného finančního plánu. Zvolení prostředků pro financování investic se nám promítne jak do rozvahy, výsledovky i cash-flow. Zda bude podnik ziskový, dokážeme vyčíst z plánovaného výsledku zisku a ztrát. Plán peněžních toků nám umožní především zhodnotit budoucí likviditu podniku.

3.3.7 Ocenění na základě analýzy výnosů

Při oceňování založených na základě analýzy výnosů o tržní hodnotě uvažujeme jako o investici. Tedy předpokládáme, že hodnota statku je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. (Kislingerová, 2001, str. 145)

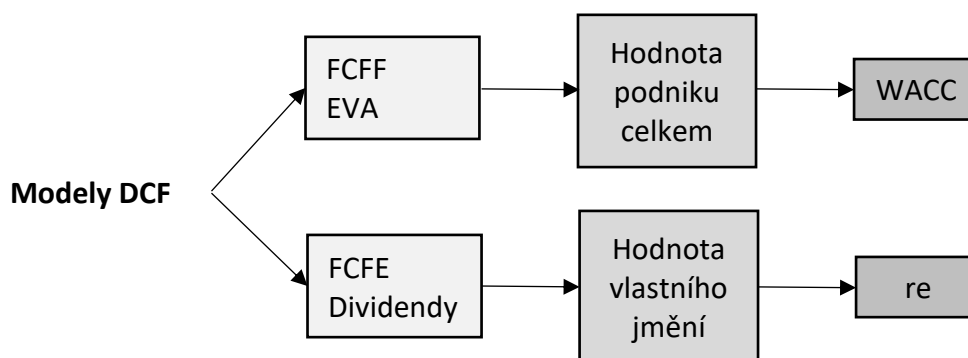
Výnosové metody oceňování podniku, jak je již zmíněno v kapitole 1.2.1, jsou založeny na principu stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných příjmů

generovaných podnikem. Za výnosy lze považovat diskontované peněžní toky, kapitalizovaný zisk, dividendový výnos nebo i ekonomickou přidanou hodnotu. Zásadním problémem, při využití těchto metod, může být stanovení diskontní míry. Diskontní míra může být tvořena průměrnými kapitálovými náklady, reálnou úrokovou mírou či očekávanou (požadovanou) výnosností akcií. (Nývltová, Marinič, 2010, str. 183)

Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Jednou ze základních výnosových metod je metoda diskontovaných peněžních toků (cash flow). Její podstatou je, že hodnota aktiv je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních toků, jinak řečeno je základem současná hodnota budoucích výnosů. (Kislingerová, 2001, str. 157)

Kislingerová (2001, str. 160) k problematice peněžního toku dodává, že je důležité si uvědomit, že výběr peněžního toku se promítá ve vypovídací schopnosti výsledné hodnoty, jak můžeme vidět na obrázku č. 4.



Obr. 4 Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídající schopnosti výsledné hodnoty (podnik jako celek, hodnota vlastního jmění)
Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 160

Metoda DCF se může vyskytovat ve třech variantách, jejichž smyslem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku (vlastního kapitálu). Samotné metody se však liší podle toho, jakým způsobem hodnotu vlastního kapitálu získáme. (Mařík a kol., 2011, str. 165)

- **Metoda DCF entity** – vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici podniku jako celku, tedy jak vlastníkům, tak i věřitelům. Jedná se o takzvaný volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF – *free cash flow to the firm*). Nejdříve pomocí diskontování tohoto peněžního toku získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto – H_b), od které pak odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění, čímž získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto – H_n).

- **Metoda DCF ekvity** – u této metody se pak vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze pro vlastníky podniku, neboli volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – *free cash flow to the equity*). Jejich diskontováním dostaneme přímo hodnotu netto (H_n), tedy hodnotu vlastního kapitálu.
- **Metoda DCF APV** – u metody DCF APV stejně jako u metody DCF entity nejdříve zjišťuje hodnota brutto (H_b), ale u DCF APV je rozdíl v tom, že k hodnotě brutto se dostaneme součtem hodnoty podniku (za předpokladu nulového zadlužení) a současné hodnoty daňových úspor z úroků (daňových štítů). Od této hodnoty pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu a získáme opět výslednou hodnotu netto (H_n). Tato metoda je v praxi ovšem méně obvyklá.

Před samotným oceněním je potřeba provést následující tři kroky (Kislingerová, 2001, str. 157):

1. stanovit diskontní míru,
2. odhadnout budoucí volné peněžní toky,
3. vybrat vhodný model pro ocenění.

1. Stanovení diskontní míry

Diskontní míra se stanoví na základě průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je následující (Mařík a kol., 2011, str. 206):

$$WACC = n_{CK} \times (1 - d) \times \frac{CK}{K} + n_{VK} \times \frac{VK}{K} \quad (5)$$

kde:	n_{CK}	–	náklady na cizí kapitál
	d	–	sazba daně
	CK	–	hodnota úročeného cizího kapitálu
	K	–	celková hodnota investovaného kapitálu
	$n_{VK(Z)}$	–	náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení
	VK	–	hodnota vlastního kapitálu

Nejdříve se určí váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Dalším krokem je stanovení nákladů na cizí kapitál, které jsou přepočteny jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb. Nejtěžším krokem je stanovení nákladů na vlastní kapitál, které jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. (Mařík a kol., 2011, str. 207, 212 a 215)

Jedním z nástrojů, které je používáno pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je model oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tento model vypočítá požadovaný výnos založený na měření rizika. Model se spoléhá na multiplikátor rizika nazývaný koeficient beta. Beta je vyjádřením úrovně rizika cenného papíru (akcie) k riziku kapitálového trhu jako celku. Důležitým poznatkem při stanovování nákladů na vlastní kapitál je, že tyto náklady závisí především na využití finančních prostředků, nikoli na zdroji. (Ross a kol., 1999, str. 322)

2. Odhadnutí budoucích volných peněžních toků

V tomto kroku je třeba stanovit budoucí provozní peněžní tok. Nejedná se o cash-flow, které máme k dispozici z účetních výkazů, ale o peněžní toky snížené na takovou úroveň, aniž by byl narušen předpokládaný vývoj podniku. Jedná se o takzvané volné cash-flow FCF (Free Cash Flow). (Kislingerová, 2001, str. 161)

Výpočet volného cash-flow je znázorněno v následujícím schématu.

Tab. 3 Schéma výpočtu volného peněžního toku FCF

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík a kol., 2011, str. 170

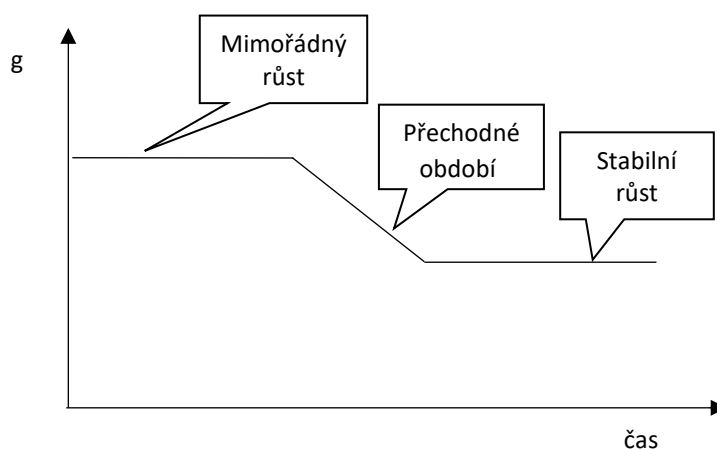
3. Výběr vhodného modelu pro ocenění

Podle Kislingerové (2001, str. 166-169) existují tři základní tvary modelů DCF. Mezi tyto základní tvary patří model stabilního růstu, model dvoufázového výpočtu a model třífázového propočtu. Při výběru je třeba zvážit růstové možnosti podniku, schopnost určení budoucích výnosů a také je třeba porovnat výši plánovaných investic s odpisy.

Metoda třífázového propočtu rozděluje budoucnost na tři fáze:

- fáze rychlého růstu (*2. fáze*)
- fáze přechodná (*mezidobí*)
- fáze stability (*3. fáze*)

pro fázi rychlého růstu se sestavují finanční plány. V přechodné fázi dochází ke zpomalování růstu a k postupné stabilizaci. Odhad se stanovuje pomocí stanovených ročních temp růstu. Poslední fáze stability je charakteristická úplnou stabilizací parametrů, počítáme ji jako perpetuitu. (Mařík a kol., 2011, str. 200)



Obr. 5 Třífázový propočtení hodnoty
Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 168

Formální podoba vzorce při stanovení hodnoty pomocí třífázového propočtu pak vypadá následovně:

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \times (i_k - g)} \quad (6)$$

- kde: FCF – volný peněžní tok
 i_k – diskontní úroková míra
 g – stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi
 $T1$ – počet let rychlého růstu
 $T2$ – součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu
 H – hodnota podniku

Kislingerová (2001, str. 168) ještě dodává, že neexistuje žádné pravidlo, které by definovalo, jak správně určit délku jednotlivých fází. V tomto případě si to odhadce musí stanovit sám, přičemž musí brát v potaz, že čím kratší bude druhá fáze, ve které jsou specifikovány peněžní toky pro jednotlivé roky, tím větší význam bude mít ve výsledné hodnotě fáze třetí.

Takto se získá povozní hodnota podniku brutto, která zachycuje jen provozní část podniku a je očištěná o neúročený cizí kapitál. Aby byla získána výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňovaného subjektu, je nutné od hodnoty brutto odečíst úročený cizí kapitál a následně přičíst hodnotu provozně nepotřebných aktiv. (Mařík a kol. 2011, str. 201)

3.4 Kapitálová struktura

Za kapitálovou strukturu podniku můžeme považovat strukturu zdrojů, z nichž byl majetek podniku vytvořen. Podle Valacha a kol. (2011, str. 311) ovšem existuje rozdíl mezi finanční a kapitálovou strukturou. Kapitálovou strukturou rozumí strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho dlouhodobý majetek a trvalá část oběžného majetku, jedná se tedy o strukturu dlouhodobého kapitálu podniku. Proto lze v tomto pojetí považovat kapitálovou strukturu pouze za část finanční struktury podniku.

Kapitál lze rozlišovat podle různých specifických vlastností, jako je například rozlišení kapitálu podle vlastnictví či doby splatnosti. Primárním rozdělením je rozlišení kapitálu podle vlastnictví, tedy podle způsobu získání kapitálových zdrojů. V tomto pojetí dělíme kapitál na vlastní a cizí. O **vlastním kapitálu** hovoříme tehdy, pokud ho do podniku vložil sám majitel (základní kapitál, kapitálové fondy) nebo na který si vydělal vlastní podnikatelskou činností (fondy ze zisku, nerozdělený výsledek hospodaření z minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období). Dalším důležitým zdrojem je **kapitál cizí**. O cizím kapitálu mluvíme tehdy, je-li do podniku vložen pomocí věřitelů (např. banka). Tomuto financování se také říká dluhové či úvěrové. (Synek 2006, str. 124-125)

3.4.1 Optimální kapitálová struktura

Podle Martinovičové (2006, str. 58) by měl podnik mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Valach a kol (2010, str. 317) dodává, že teoretické přístupy ke stanovení optimální kapitálové struktury podniku jsou velmi různorodé. Přičemž nejvíce převládá klasický přístup stanovení kapitálové struktury, který stanovuje optimální složení dlouhodobého kapitálu podniku, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální. Poté lze předpokládat, že takové složení kapitálu maximalizuje tržní hodnotu podniku.

Vývoj nákladů dluhu vychází z následujících úvah (Valach a kol., 2010, str. 318):

- náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu,
- náklady dluhu s růstem zadlužení stoupají,
- s růstem zadlužení stoupají nejen náklady dluhu, ale i náklady vlastního kapitálu.

V minulosti tak docházelo k závěrům, že je pro podnik nejvýhodnější co nejvyšší míra zadlužení. Praxe ale dokázala, že existují náklady finanční tísně, které významně ovlivňují vývoj nákladů dluhu. Z toho plyne, že pro podnik není vhodné usilovat o co nejvyšší zadluženost, ale o zadlužení optimální. Tržní hodnota zadlužené firmy se může odvodit jako součet tržní hodnoty nezadluženého podniku a současná hodnota úrokového daňového štítu, od které se odečte současná hodnota nákladů finanční tísně. (Valach a kol., 2010, str. 319)

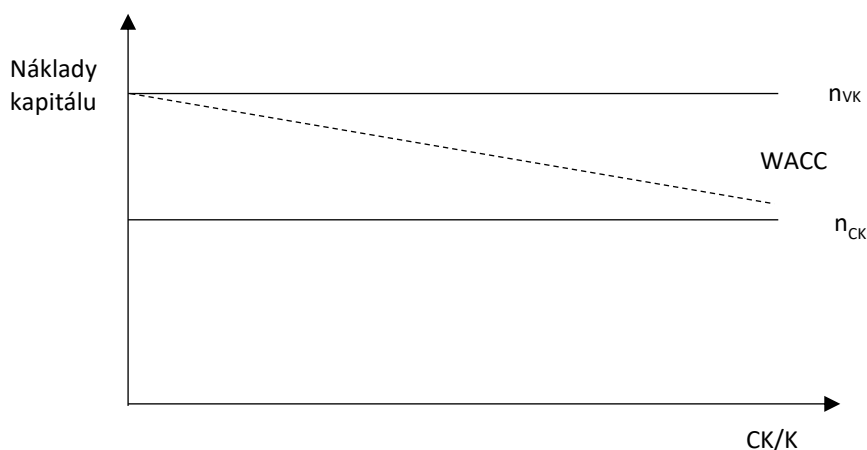
3.4.2 Teorie vlivu kapitálové struktury podniku na jeho hodnotu

Vliv zadlužení na hodnotu podniku zkoumají tři modely, které odpovídají na to, jaký je typický vztah mezi kapitálovou strukturou a hodnotou podniku. Jedná se o následující modely (Mařík, Maříková, 2011, str. 112):

1. *naivní model,*
2. *tradiční model,*
3. *modelové řešení autorů Miller-Modigliani.*

Naivní model

Tento model vychází z představy, že se nároky vlastníků a věřitelů s růstem zadlužení nemění. Nároky věřitelů jsou vždy nižší, než nároky vlastníků, protože náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na kapitál cizí. Je to dáno tím, že vlastníci nesou větší riziko než věřitelé. Z tohoto důvodu se průměrné vážené náklady kapitálu snižují a hodnota podniku za stejných podmínek roste. Tento vztah je znázorněn na obrázku č. 6.



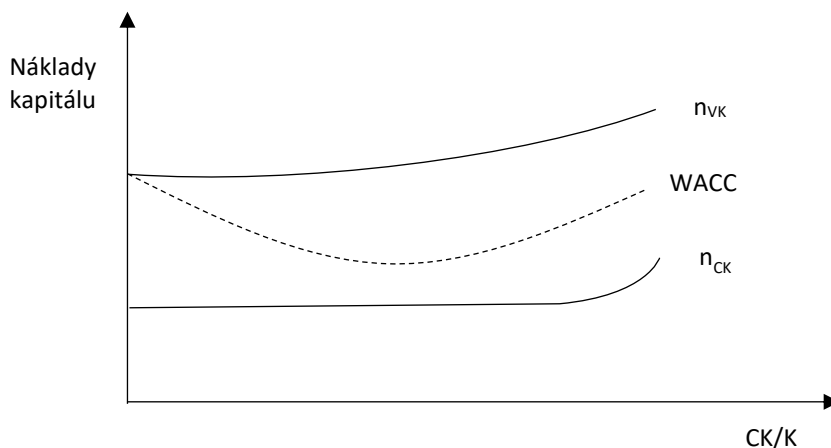
Obr. 6 Naivní model vlivu kapitálové struktury na náklady kapitálu
Zdroj: Mařík, Maříková, 2011, str. 112

Tento model předpokládá, že jsou investoři averzní k riziku, tedy nároky vlastníků by se měly s růstem zadlužení zvyšovat, protože vyšší zadlužení představuje vyšší riziko. V důsledku toho by podle naivního modelu mělo být nejvhodnější maximální zadlužení. Tento model ovšem příliš neodpovídá realitě. (Mařík, Maříková, 2011, str. 111-112)

Tradiční model

Tradiční model na rozdíl od modelu naivního předpokládá, že náklady na vlastní kapitál a po čase i náklady na cizí kapitál se zvyšujícím se zadlužením rostou. Tento model vychází z optimální kapitálové struktury, při které jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Křivka průměrných nákladů se v tomto pojetí nazývá „U“ křivka,

tedy v určitém bodě má své minimum. Tento bod znázorňuje optimální kapitálovou strukturu. (Valach a kol., 2010, str. 317, 318)



Obr. 7 Tradiční model vlivu kapitálové struktury na náklady a hodnotu kapitálu
Zdroj: Mařík, Maříková, 2011, str. 112

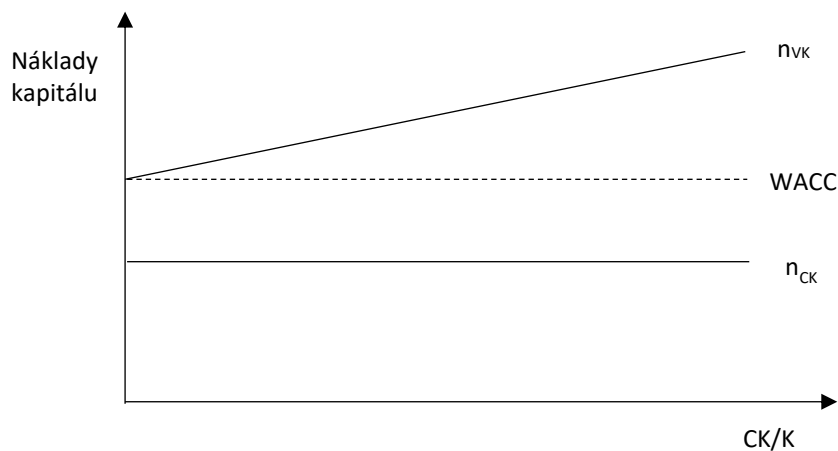
Zadlužení, při kterém je WACC minimální vyjadřuje zároveň maximální hodnotu podniku. Tradiční model je praktičtější a dlouhodobě reprezentuje nejrozšířenější představu o vlivu zadlužení na hodnotu podniku. V rámci tohoto modelu ovšem chybí propracovanější teoretický základ a matematický aparát. (Mařík, Maříková, 2011, str. 113)

Model Miller – Modigliani

Franco Modigliani a Merton Miller v letech 1958-65 přišli se závěrem, že průměrné náklady kapitálu jsou nezávislé na kapitálové struktuře, tím pádem i tržní hodnota firmy. Toto tvrzení je označováno jako M-M tvrzení I, které je aplikovatelné za předpokladů, že (Valach a kol., 2010, str. 323):

1. *existuje dokonalý kapitálový trh a dokonalá informovanost,*
2. *neexistuje zdanění zisku,*
3. *neexistují náklady finanční tísně,*
4. *všichni investoři očekávají stejnou velikost zisku před zdaněním a úroky.*

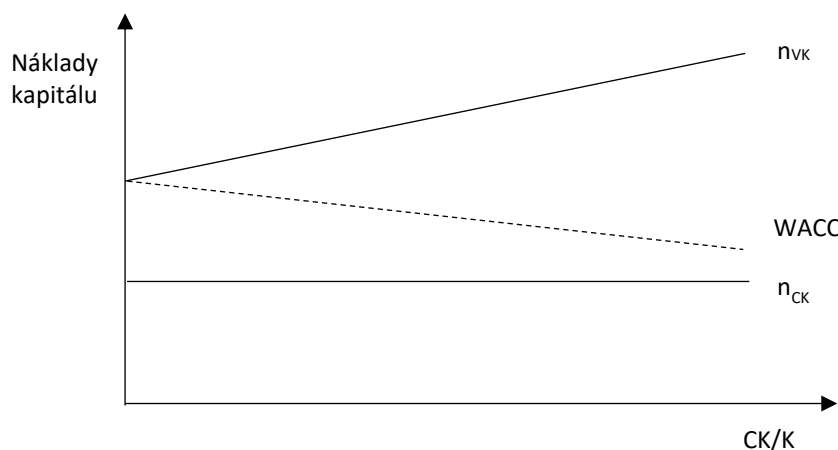
Z výše uvedených předpokladů plyne, že s rostoucím zadlužením náklady vlastního kapitálu rostou a náklady cizího kapitálu spolu s průměrnými váženými náklady kapitálu zůstávají stejné. Tvrzení M-M I je znázorněno na obrázku č. 8.



Obr. 8 Tvzení M-M I

Zdroj: Valach a kol., 2010, str. 323

Tvrzení M-M I nebylo akceptováno mnoha finančními teoretiky, kteří zdůrazňovali, že toto tvrzení nebere v úvahu daň ze zisku a náklady finanční tísně, což jsou dva velmi důležité faktory. Miller-Modigliani sami uznali vliv daní ze zisku a upravili své původní tvrzení na tvrzení M-M II, které říká, že průměrné náklady na kapitál důsledkem působení úrokového daňového štítu při vyšším zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste. (Valach a kol., 2010, str. 326)



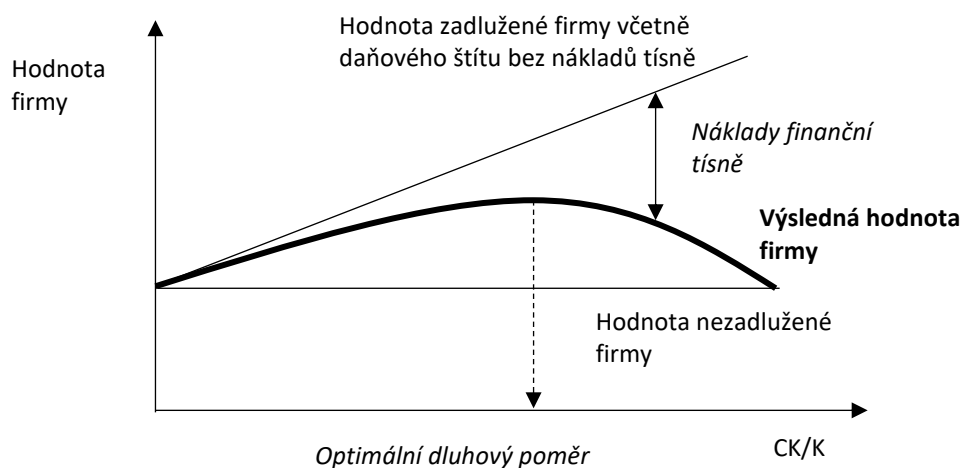
Obr. 9 Tvzení M-M II

Zdroj: Valach a kol., 2010, str. 327

Následně byl tento model upraven a bylo opuštěno i od tvrzení M-M II. V novém upraveném modelu jsou původní předpoklady upraveny takto:

- existují daně,
- existují náklady finanční tísně.

Náklady finanční tísně ruší pozitivní vliv daňového štítu, z čehož plyne, že firma může být ohrožena bankrotem, pokud zadlužení překročí přiměřenou úroveň. (Mařík, Maříková, 2011, str. 117)



Obr. 10 Upravený model M-M

Zdroj: Mařík, Maříková, 2011, str. 118

Poměr kapitálové struktury, při kterém je hodnota podniku maximální, můžeme považovat za optimální. V tomto bodě by byly průměrné vážené náklady na kapitál minimální. Modely M-M ovlivnily oceňovací praxi především tím, že z nich byly odvozeny matematické vzorce pro výpočet zadlužených a nezadlužených nákladů vlastního kapitálu v závislosti na změně kapitálové struktury. (Mařík, Maříková, 2011, str. 118)

4 Praktická část

V praktické části diplomové práce bude nejdříve stručná charakteristika vybraných podniků působících v odvětví strojírenském. Následně bude zpracována strategická a finanční analýza, na které bude navazovat rozdělení majetku na provozně nutný a nenutný. Poté dojde k ocenění podniků pomocí výnosových metod. Posledním krokem bude analýza vlivu kapitálové struktury na hodnotu podniku. Při zpracovávání vlastní práce budu vycházet z teoretických východisek uvedených v teoretické části této diplomové práce.

4.1 Charakteristika společností

Na základě požadavků vedení společností na zachování anonymity budou zaměněny názvy podniků na společnost ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. Společnost ABC s.r.o. i společnost XYZ s.r.o. se zabývají výrobou strojů a zařízení pro úpravu a čištění vod, ekologii a výrobu filtračních zařízení.

Identifikace společnosti ABC s.r.o.

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Datum zápisu do OR: 1993

Základní kapitál: 500 000,- Kč

Sídlo: Jihomoravský kraj

Klasifikace CZ-NACE: 28.2 Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely j.n.

Klasifikace OKEČ: 29240 Výroba ostatních strojů pro všeobecné účely

Předmět podnikání:

- projektová činnost ve výstavbě,
- zámečnictví, nástrojářství,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- montáž, opravy a rekonstrukce chladících zařízení a tepelných čerpadel,
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování.

Společnost ABC s.r.o. je česká inženýrsko-dodavatelská společnost s mezinárodní působností. Společnost pracuje především v oboru výroby a dodávek technologií pro čištění odpadních vod, úpravu vod a čištění vzduchu.

Identifikace společnosti XYZ s.r.o.

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Datum zápisu do OR: 1990

Základní kapitál: 2 000 000,- Kč

Sídlo: Jihomoravský kraj

Klasifikace CZ-NACE: 28.2 Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely j.n.

Klasifikace OKEČ: 29240 Výroba ostatních strojů pro všeobecné účely

Předmět podnikání:

- provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- projektová činnost ve výstavbě,
- zámečnictví, nástrojářství,
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení.

Společnost XYZ s.r.o. se specializuje především na vývoj a výrobu čističů odpadních vod neboli plachetkových filtračních lisů. Celková nabídka firmy zahrnuje i kompletní inženýrské služby od poradenství, zpracování technologického průzkumu, přes vývoj, konstrukci a komplexní dodávku technologických celků.

4.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy bude zhodnocena atraktivita strojírenského odvětví. Bude analyzováno jak vnější, tak vnitřní prostředí obou podniků. Nakonec bude prognózován vývoj trhu a tržeb jednotlivých podniků. Cílem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaných podniků.

4.2.1 Charakteristika odvětví

Hlavním předmětem činnosti oceňovaných podniků je výroba strojů pro čištění odpadních vod. Tyto stroje se podle Českého statistického úřadu řadí v klasifikaci ekonomických činností do oddílu CZ-NACE 28. Výroba strojů a zařízení tvoří v České republice významnou část zpracovatelského průmyslu.

CZ-NACE 28 se dále dělí na 5 výrobních skupin. Oceňované podniky můžeme zařadit do skupiny 28.2 Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely.

Po ekonomické recesi z roku 2009 u oddílu CZ-NACE 28 zaměstnanost klesala až do roku 2011, kdy nastal obrat a zaměstnanost začala opět stabilně růst, jak můžeme vidět i v následující tabulce. Počet zaměstnaných v roce 2015 však zatím ještě nedosáhl na předkrizovou úroveň roku 2008, kdy byla zaměstnanost větší (43 529 zaměstnaných). Z tabulky také můžeme vidět, že zaměstnanost roste i přes pokles ekonomických subjektů podnikajících v tomto odvětví.

V roce 2015 se oddíl CZ-NACE 28 podílel 8% na celkových tržbách za vlastní výrobky a služby zpracovatelského průmyslu a obsadil tak třetí místo v rámci tohoto průmyslu. Tržby v CZ-NACE 28.2 v letech od roku 2011 - 2015 byly nejnižší v roce 2012 a pak postupně rostly. V roce 2012 byl pokles tržeb o - 0,69%, ale v dalších letech bylo tempo růstu tržeb v průměru kolem 9% za rok. Z tabulky č. 4, která dokumentuje i vývoj investic v rozmezí let 2011 - 2015, je patrný konstantní růst

těchto investic. V roce 2015 investice dosáhly částky 6,4 mld. Kč, kdy se podařilo dorovnat předkrizovým hodnotám z roku 2008, kde činily investice 6,3 mld. Kč. Z tabulky je patrné, že v roce 2012 se tržby v odvětví snížily, ale realizované investice a počet zaměstnanců v tomto roce rostl. Nižší tržby byly dány sníženou poptávkou po ostatních strojích a zařízeních jinde neuvedených spadajících do kategorie CZ-NACE 28.2.

Tab. 4 Vybrané ukazatele v rámci odvětví CZ-NACE 28.2 v letech 2011-2015

CZ-NACE 28.2	2011	2012	2013	2014	2015
Počet jednotek	3 571	3 476	3 351	3 259	3 189
Počet zaměstnanců	38 531	39 389	39 902	40 526	41 960
Tržby (mil. Kč)	84 419	83 834	93 890	99 947	110 260
Investice (mil. Kč)	4 752	4 965	5 760	5 626	6 482

Zdroj: MPO, 2015

V tabulce č. 5 můžeme vidět vývoj vývozu, dovozu a salda zahraničního obchodu dle CZ-NACE 28 v letech 2011 – 2015. Podle Ministerstva průmyslu a obchodu ČR je kladné saldo a postupně narůstající objemy vývozu výrobků CZ-NACE 28 důkazem o trvale se zlepšující kvalitě, technické úrovni a konkurenceschopnosti výrobků. Tento pozitivní vývoj exportu je z největší části zapříčiněn investicemi do výzkumu a vývoje, narůstající odbornost pracovníků a přizpůsobení se konkurenčnímu prostředí. (MPO, 2015, str. 159)

Tab. 5 Vývoz, dovoz a saldo zahraničního obchodu s produkty dle CZ-NACE 28 (v mil. Kč)

CZ-NACE 28	2011	2012	2013	2014	2015
Vývoz	335 796	350 663	376 372	416 506	444 465
Dovoz	240 350	247 104	255 054	310 036	339 113
Saldo	95 446	103 558	121 319	106 471	105 352

Zdroj: MPO, 2015

4.2.2 Analýza vnějšího potenciálu

Každý podnik neexistuje jako samostatný subjekt, ale je svázán různorodými vazbami s prostředím, ve kterém existuje. K analýze vnějšího potenciálu bude využita PEST(E) analýza, která se podrobněji zaměří na jednotlivé faktory působící na podnik z vnějšku. V dalším kroku bude vymezen relevantní trh a zkoumána jeho atraktivita. Závěrem dojde k prognózování budoucího vývoje relevantního trhu.

Politické a právní prostředí

V České republice se v posledních letech projevují časté změny vlády, což značí politickou nestabilitu. Politická nestabilita by mohla mít dopad na důvěru zahraničních investorů, protože s častými změnami ve vládě mohou přijít i časté legislativní změny, což by se investorům nelíbilo.

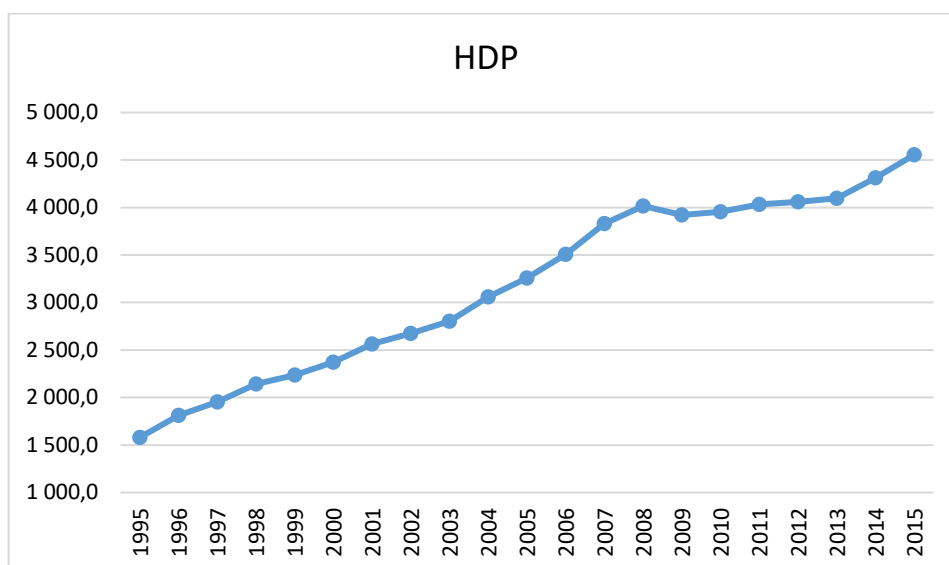
Podniky, které vykonávají podnikatelskou činnost na území České republiky, se musí řídit jak zákony České republiky, tak i legislativou Evropské Unie. Základní přehled zákonů, které musí podnikatelské subjekty působící v ČR dodržovat, jsou následující:

- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích,
- Zákon č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník,
- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce,
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví,
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu,
- Zákon č. 143/2001 Sb., o ochraně hospodářské soutěže,
- Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele,
- Zákon č. 102/2001 Sb., o obecné bezpečnosti výrobků,
- Zákon č. 22/1997 Sb., o technických požadavcích na výrobky.

Česká republika od roku 2004 je povinna respektovat společná ustanovení v rámci Evropské Unie. Velmi důležitým milníkem, který výrazně ovlivnil politické a právní prostředí ČR, byl vstup České republiky do vnitřního trhu EU. Došlo ke vzniku volného pohybu osob, zboží, služeb a kapitálu, což velmi pozitivně ovlivnilo export a import nejen zboží a kapitálu. Usnadnilo to firmám zahraniční obchod, který se od té doby velmi rozrostl.

Ekonomické prostředí

Mezi základní ukazatele, které svým vývojem silně ovlivňují podnikatelské subjekty působící v České republice, patří Hrubý Domácí Produkt (HDP). Slouží k vyjádření výkonnosti ekonomiky dané země. Růst HDP je pozitivní jak z hlediska občana, kdy v zásadě nějakým způsobem pozitivně souvisí se životní úrovní, tak tak z hlediska investora, protože má za následek vyšší zisky ekonomických subjektů. Důležitý ukazatel je i HDP vztažený k počtu obyvatel. Ke konci roku 2015 byla Česká republika na 42. místě v rámci celého světa v porovnání HDP na obyvatele. Následující graf, který je znázorněn na obrázku č. 11, nám ukazuje, jak se HDP vyvíjel v letech od roku 1995 do roku 2015.



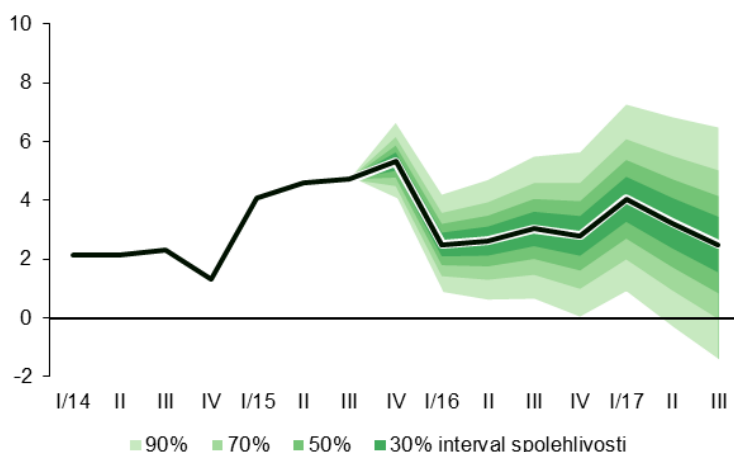
Obr. 11 Vývoj HDP v letech 1996-2015 v mld. Kč

Zdroj: ČSÚ, 2017, vlastní zpracování

Z grafu můžeme vidět, že HDP v letech od 1996 do roku 2008 vykazoval konstantní meziroční růst. Průměrný růst v těchto letech byl 4,8%. Od roku 2008 se na HDP projevila ekonomická krize, která přerušila jeho rostoucí trend. V roce 2009 tedy zaznamenáváme pokles HDP o 93,5 mld. Kč. Tato krize výkonnosti ekonomiky se promítla po celém světě a vážně poznamenala i zpracovatelský průmysl, což mělo mimo jiné vliv i na oceňované společnosti. V následujících letech se ekonomika postupně zotavovala a docházelo opět k meziročnímu růstu HDP, který ovšem nedosahoval stejného tempa, jako tomu bylo před krizí. V roce 2012 jsme zaznamenali opět pokles hrubého domácího produktu o 1,1%. To bylo způsobeno především nízkou investiční aktivitou podniků a vládního sektoru v oblasti stavebního a zpracovatelského průmyslu a pokles výdajů na konečnou spotřebu. V roce 2013 byl HDP poznamenán pokračující recesí. Meziroční pokles HDP byl z roku 2012 na 2013 o 0,9%. Tato recese byla ovlivněna především výsledkem zahraničního obchodu a poklesem investic, který přetrvával z roku 2012. V roce 2014 nastalo oživení ekonomiky České republiky, kdy se HDP ČR zvýšil o 2%. Největším dílem k tomu přispěl právě zpracovatelský průmysl orientovaný silně na zahraniční poptávku. Od roku 2014 má HDP ČR zase růstový trend, v roce 2015 vzrostl dokonce o 4,3%.

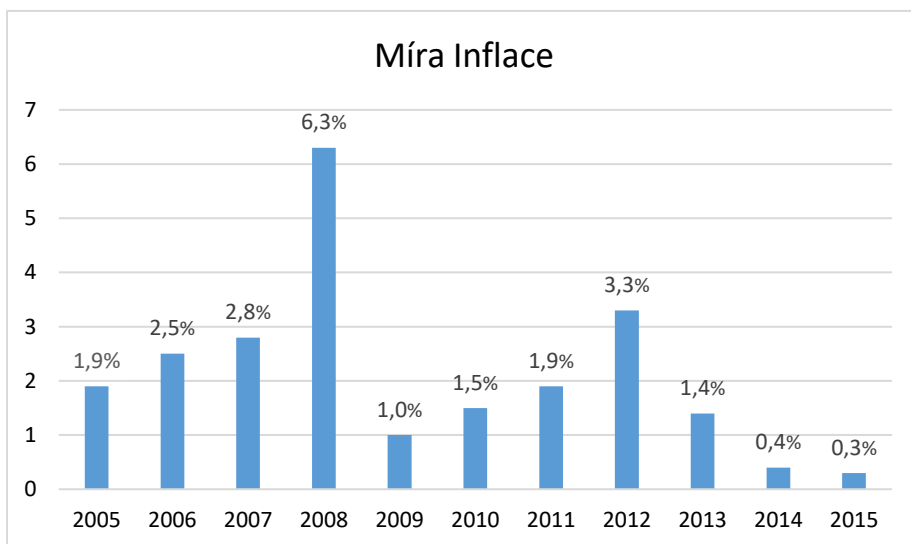
Jihomoravský kraj, ve kterém společnost ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. sídlí, patří k regionům s významným ekonomickým potenciálem. Vytvořený HDP kraje představuje jednu desetinu HDP České republiky. Brno a okolí má dominantní postavení v ekonomice ČR především díky zpracovatelskému průmyslu.

ČNB na konci roku 2015 prognózovala růst HDP i v roce 2016 s tím, že dojde ke zpomalení meziročního růstu na 2,7%. Prognóza vývoje HDP k začátku roku 2016 je zachycena na obrázku č. 12.



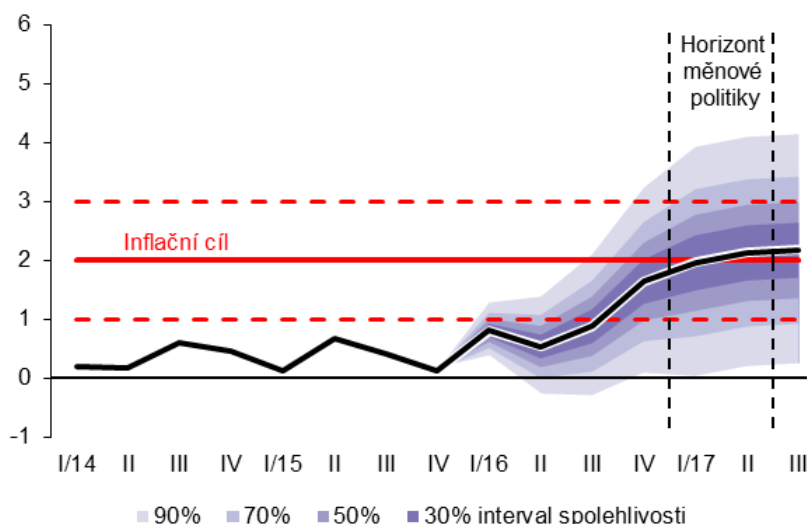
Obr. 12 Prognóza vývoje HDP
Zdroj: ČNB, 2016

Dalším důležitým ekonomickým faktorem je inflace. Vývoj míry inflace v letech 2005 až 2015 je zobrazen v grafu na obrázku č. 13. Na začátku sledovaných let se inflace pohybovala pod hranicí 3%, ale v roce 2007 se k ní velmi blížila. V roce 2008 se inflace vyhoupla až na 6,3%, což šlo ruku v ruce s již výše zmíněnou ekonomickou krizí. V roce 2009 růst cenové hladiny spadl na hodnotu 1%. Od tohoto roku jsme zaznamenávali stabilní téměř stabilní růst inflace, která se vyšplhala na hodnotu 3%. Od roku 2013 pak opět klesla, přičemž v letech 2014 a 2015 dosahovala nízkých hodnot 0,4% a 0,3%. Vzhledem k tomu, že ČNB měla v těchto letech inflační cíl 2%, v letech 2014 a 2015 byla míra inflace mnohem nižší, než bylo předpokládáno.



Obr. 13 Míra inflace v ČR v letech 2005 – 2015
Zdroj: vlastní zpracování na základě ČSÚ, 2017

Následující obrázek nám opět ukazuje prognózu ČNB, tentokrát se jedná o prognózu vývoje inflace, kterou se bude ČNB snažit dostat do rozmezí inflačního pásma pomocí měnové politiky. Tuto měnovou politiku provádí ČNB již od roku 1998.



Obr. 14 Prognóza inflace
Zdroj: ČNB, 2016

Měnovou politiku může ČNB provádět mimo jiné i pomocí devizových intervencí. Pomocí těchto intervencí se ČNB snaží ovlivňovat výši kurzu koruny vůči ostatním kurzům. Od konce roku 2013 používala ČNB devizové intervence k oslabení koruny vůči euru. Snažila se udržovat pevný kurz kolem hladiny 27 CZK/EUR. Tyto intervence byly ukončeny na konci prvního čtvrtletí roku 2017, i přes původní plán ČNB, který počítal s ukončením oslabování koruny nejdříve na konci první poloviny roku 2017.

Sociokulturní prostředí

Sociokulturní faktory působí na podnik zejména prostřednictvím faktorů demografických, sociálních a kulturních. Jakákoli změna v sociálním prostředí může mít vliv na poptávku i nabídku výrobků podniku.

Celkový počet obyvatel se v České republice příliš neměnil. Jak můžeme vidět z tabulky č. 6, počet obyvatel ČR v letech 2011 – 2015 byl lehce nad hranicí 10,5 milionů obyvatel. Populace ČR v těchto letech rostla jen v řádech desetitisíců. V roce 2013 byl počet obyvatel naměřen dokonce o 4 tisíce nižší než v roce 2012.

Struktura obyvatelstva v letech 2011 až 2015 je znázorněna v relativním vyjádření taktéž v tabulce č. 5. Největší podíl v České republice tvoří populace věkově vymezená od 15 do 64 let. Tuto skupinu lidí můžeme nazvat ekonomicky aktivní. Druhou nejvíce hojnou skupinou jsou obyvatelé důchodového věku, tedy lidé staří 65 a více let. Děti ve věku 0 až 14 let tvoří nejmenší podíl na celkovém počtu obyva-

telstva ČR. Když se podíváme na meziroční vývoj těchto skupin, tak vidíme, že obyvatel ve věku 15-64 každoročně ubývá, což pro ekonomiku ČR není příliš pozitivní. Důchodců i dětí každoročně přibývá. Index stáří vyjadřuje, kolik je v populaci obyvatel ve věku 64 a více na 100 dětí ve věku od narození do 14 let. Tento index převyšuje 100%, což značí, že v ČR je více starších lidí než dětí. Dalším faktem je, že tento index se každoročně zvyšuje, což znamená, že populace České republiky stárne. Stárnutí populace je problémem nejen v ČR, ale v podstatě ve všech vyspělejších zemích. Pro ekonomiku je to negativní zejména z toho důvodu, že poměr nepracujících obyvatel přibývá a pracujících postupně klesá.

Tab. 6 Demografické ukazatele ČR v letech 2011-2015.

	2011	2012	2013	2014	2015
Počet obyvatel v ČR (tis. osob)	10 505	10 516	10 512	10 538	10 554
Z toho ve věku	2011	2012	2013	2014	2015
0 – 14 (%)	14,7	14,8	15,0	15,2	15,4
15 – 64 (%)	69,1	68,4	67,6	67,0	66,3
65 a více (%)	16,2	16,8	17,4	17,8	18,3
Index stáří (%)	110,4	113,3	115,7	117,4	119,0

Zdroj: ČSÚ, 2017

Vybrané společnosti mají, jak již bylo zmíněno výše, sídla v Jihomoravském kraji. V jihomoravském kraji se průměrný věk obyvatelstva se v roce 2015 pohyboval kolem věku 40 let. Počet obyvatel byl v roce 2015 v tomto kraji 1,1 milionů obyvatel s hustotou osídlení 163 obyvatel na km². Dle počtu obyvatel se řadil na čtvrté místo v republice. Poloha tohoto kraje je z geografického hlediska velmi výhodná, díky dobrému propojení s ostatními kraji a s Rakouskem. Ekonomická aktivita v tomto kraji sice nedosahovala republikového průměru, ale nejvyšší podíl na jejich počtu měl a doposud má hlavně průmysl. Míra nezaměstnanosti byla v kraji klesající a platové ohodnocení dosahovala lehkého nadprůměru.

Když se zaměříme na konkrétní odvětví podle rozdělení CZ-NACE, tak v oblasti výroby strojů a zařízení jinde nezařazených se průměrný evidenční počet zaměstnanců za období od roku 2011 do roku 2015 pohyboval v průměru okolo 40 tisíc obyvatel. Z tabulky č. 6 můžeme vidět, že průměrný počet zaměstnaných osob v tomto odvětví se každoročně zvyšuje. V roce 2015 byl počet zaměstnaných nejvyšší za posledních pět sledovaných let, což značí rozvoj tohoto odvětví. Průměrná mzda v odvětví CZ-NACE 28.2 se v letech 2011-2015 pohybovala v průměru kolem 27 tisíc Kč za měsíc. Meziročně průměrná mzda rostla ve všech sledovaných letech a v roce 2015 dosáhla v průměru na 28,8 tisíc Kč. Průměrný evidenční počet zaměstnanců a průměrnou mzdu v rámci CZ-NACE 28.2 v letech 2011-2013 jsou uvedeny v tabulce č. 7.

Tab. 7 Vybrané demografické údaje týkající se CZ-NACE 28.2 v letech 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnaných osob	38 531	39 389	39 902	40 526	41 960
Průměrná mzda (Kč)	25 360	26 189	26 846	27 856	28 829

Zdroj: MPO, 2015

Technické a technologické prostředí

Do technického a technologického prostředí zařazujeme oblast výzkumu, vývoje a technickou vybavenost odvětví. Oba tyto faktory jsou důležitým předpokladem pro budoucí rozvoj a udržení konkurenceschopnosti zpracovatelského průmyslu. Kvalitní výzkum, vývoj a technická vybavenost s sebou přináší značné investice, jak ze soukromých, tak veřejných zdrojů. V dnešní době, kdy je technický pokrok velmi rozvinutý, je nutné, aby podniky nezaostávaly za ostatními.

Výrobu strojů pro čištění odpadních vod lze označit za technologicky velmi náročné odvětví. Úspěch na těchto trzích je podmíněn rostoucími nároky na kvalifikaci managementu i pracovníků, dále na vývoj, řízení projektů a jiné.

Obě společnosti se angažují v oblasti vývoje technologií pro čištění odpadních vod a úpravu vod. V rámci vývoje spolupracuje firma ABC s.r.o. s mnohými akademickými institucemi a vysokými školami, jako jsou například vysoké školy stavební a chemicko-technologické. Takto je naplňována vize firmy vyjadřující internacionalnost, inovativnost, udržitelnost, odbornost, důvěru a odpovědnost. Společnost XYZ s.r.o. dodává především čističe odpadních vod z vlastní produkce. Manažeři společnosti XYZ s. r.o. tvrdí, že důležitým krokem pro vytváření těchto strojů je neustálá koncentrace na vývoj a inovaci.

Obě společnosti mají certifikát v oblasti jakosti. Jedná se o certifikáty ČSN EN ISO 9001 a ČSN EN ISO 14001.

Ekologické prostředí

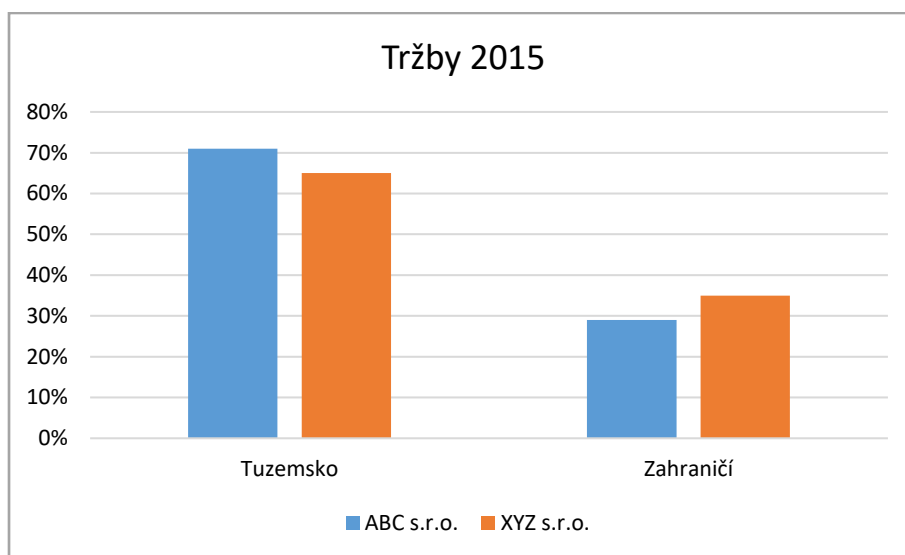
Vzhledem k tomu, že společnosti podnikající v oblasti zpracovatelského průmyslu často pracují s nebezpečnými látkami a zpracovávají velké množství odpadů, je na ně kladen velký důraz na dodržování ekologických norem a předpisů. Důležité zákony v oblasti ekologie, kterými se průmyslové podniky musí řídit, jsou:

- Zákon č. 350/2011 Sb., o chemických látkách a chemických směsích,
- Zákon č. 229/2014 Sb., o odpadech,
- Zákon č. 477/2001 Sb., o obalech,
- Zákon č. 254/2001 Sb., o vodách,
- Zákon č. 201/2012 Sb., o ovzduší.

Podnikající společnosti, které produkují nad určité množství, mají ohlašovací povinnost na základě výše uvedených zákonů. Musí pravidelně zasílat hlášení o tom, jak společnost nakládá s odpady, chemickými látkami, podzemními nebo povrchovými vodami (odběr vod), atd. Při nedodržení pravidelného hlášení nebo při nahlášení zkreslených údajů hrozí firmám vysoká pokuta od České inspekce životního prostředí, která může být pro střední a malé firmy i likvidační.

Vymezení relevantního trhu

Společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. mají zákazníky jak po celé České republice, tak i Evropě. Nelze tedy relevantní trh konkretizovat pouze na určité území. Proto bude z věcného hlediska pro účely ocenění obou podniků používán trh České republiky. Z grafu, který je zobrazen na obrázku č. 15, vidíme, jak se v roce 2015 na celkovém obratu podílel trh tuzemský a trh zahraniční. U obou podniků byly tržby v roce 2015 tvořeny z větší části obchodními aktivitami plynoucí z trhu domácího.



Obr. 15 Podíl tuzemských a zahraničních tržeb v roce 2015
Zdroj: vlastní zpracování

Relevantní trh bude vymezen pomocí ukazatele tržeb v odvětví, které bylo charakterizováno už kapitole 2.2.1. Jedná se o odvětví CZ-NACE 28.2 - Výroba ostatních strojů a zařízení pro všeobecné účely jinde neuvedených. V tabulce č. 8 jsou znázorněny tržby odvětví CZ-NACE 28.2 v porovnání s tržbami podniku ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. Dále jsou vypočítány tempa růstů tržeb podniků i celého odvětví.

Tab. 8 Vývoj tržeb odvětví a podniků ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. v letech 2011-2015

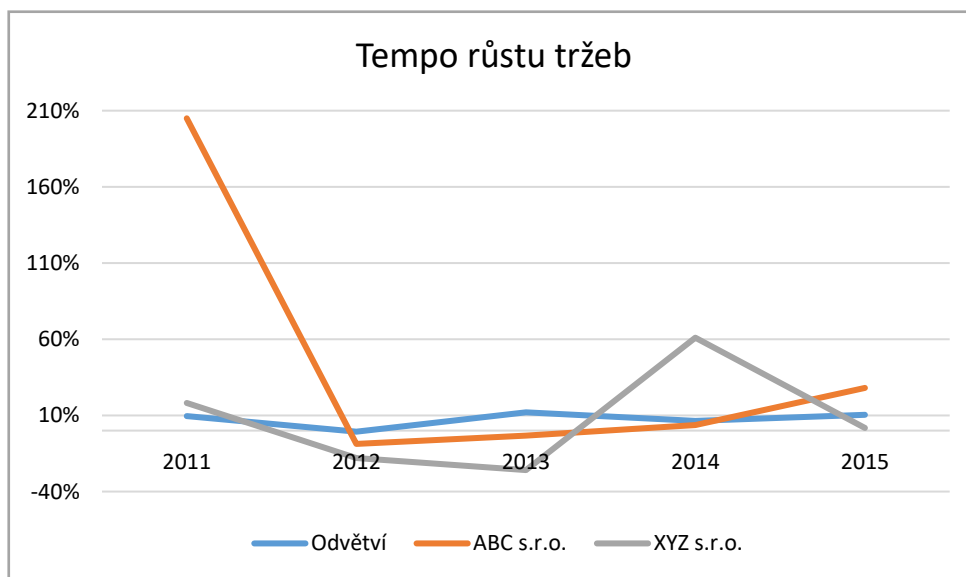
	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby v odvětví (mil. Kč)	84 419	83 834	93 890	99 947	110 260
Tempo růstu tržeb odvětví	9,52%	-0,69%	12,00%	6,45%	10,32%
Tržby ABC s.r.o. (tis. Kč)	254 447	232 260	224 664	232 907	298 298
Tempo růstu tržeb ABC s.r.o.	204,96%	-8,72%	-3,27%	3,67%	28,08%
Tržby XYZ s.r.o. (tis. Kč)	134 863	110 732	82 044	132 080	134 366
Tempo růstu tržeb XYZ s.r.o.	18,11%	-17,89%	-25,91%	60,99%	1,73%

Zdroj: vlastní zpracování na základě MPO (2015)

Jak již bylo uvedeno v kapitole zabývající se charakteristikou odvětví, tržby v odvětví výroby ostatních strojů a zařízení jinde neuvedených v letech od roku 2011 - 2015 byly nejnižší v roce 2012 a pak postupně rostly. V roce 2012 byl pokles tržeb o 585 milionů Kč, ale v dalších letech tržby rostly v průměru kolem 9% za rok. Podle ministerstva průmyslu a obchodu za nepříznivým vývojem v letech 2012 stály prohlubující se problémy v průmyslu vyvolané slabou zahraniční poptávkou a propadem domácí poptávky. V následujících letech došlo k oživení exportních a domácích zakázek, což se projevilo na růstu průmyslové produkce i na růstu tržeb v tomto odvětví.

Tržby za vlastní výrobky a služby u společnosti ABC s.r.o. byly v roce 2011 254 milionů Kč. Nutno podotknout, že v roce 2010 společnost vykazovala tržby 3 krát nižší. Pro společnost ABC s.r.o. byl rok 2011 přelomový, z tohoto důvodu dosahuje tempo růstu tržeb hodnoty 205%. Od roku 2011 zaznamenáváme mírný pokles tržeb až do roku 2013. V roce 2014 a 2015 je tempo růstu tržeb opět kladné.

U společnosti XYZ s.r.o. pozorujeme v letech 2011-2014 veliké výkyvy, co se tempa růstu tržeb týče. Toto velké rozpětí je znatelné z následujícího grafu, který je znázorněn na obrázku č. 16. V roce 2012 a 2013 bylo tempo růstu tržeb záporné. V roce 2013 se tržby snížily o více než 25%, oproti roku 2012. V roce 2014 pak tržby vzrostly o necelých 61%. Vývoj tržeb příliš nekopíruje vývoj tržeb v odvětví a dosahuje mnohem větší variability. Obrázek č. 10 znázorňuje grafické porovnání tempa růstu tržeb celého odvětví a oceňovaných podniků.



Obr. 16 Tempa růstu tržeb odvětví a podniků v letech 2011-2015

Zdroj: vlastní zpracování

Atraktivita trhu

Pro komplexní zhodnocení relevantního trhu bude provedena analýza atraktivity trhu. Analýza atraktivity trhu je subjektivní hodnocení, které by mělo přispět k poznání příležitostí a rizik souvisejících s relevantním trhem. Dalším východiskem by mělo být stanovení rizikové přírážky pro zjištění diskontní míry.

Nejdříve byly stanoveny jednotlivé faktory, které byly v analýze atraktivitu trhu posuzovány. Tyto faktory byly ohodnoceny vahami v rozmezí 1-3, dle důležitosti. Vyšší hodnota znamená vyšší důležitost. Každý faktor byl následně ohodnocen body od 0 do 6, podle aktuální situace na trhu. Na základě konzultace s managementem podniku XYZ s.r.o. byly stanoveny jednotlivým faktorům konkrétní váhy a bylo přiřazeno bodové ohodnocení. Výsledky analýzy atraktivitu trhu jsou zobrazeny v tabulce č. 9 na následující straně.

Maximální počet bodů, který mohl být dosažen, je 114 bodů. Atraktivita trhu byla vypočítána na 80 bodů, což představuje 70,17% z celkového počtu bodů. Výsledky této analýzy svědčí o tom, že atraktivita relevantního trhu je spíše nad průměrem. Důležitým faktorem, který přispívá k atraktivitě trhu, je především výnosnost trhu. Ta úzce souvisí s bariérami vstupu a možnostmi substituce. Bariéry vstupu jsou v tomto odvětví vysoké a existují nižší možnosti substituce, což pozitivně přispívá k vyšší průměrné rentabilitě.

Tab. 9 Atraktivita relevantního trhu

Kritéria	Váha	Bodové hodnocení							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3						x		15
Velikost trhu	2					x			8
Intenzita konkurence	3						x		15
Průměrná rentabilita	3					x			12
Bariéry vstupu	2						x		10
Možnosti substituce	1							x	6
Citlivost na hosp. cykly	2			x					4
Struktura zákazníků	2					x			8
Vlivy prostředí	1			x					2
Celkem	19	-	-	-	-	-	-	-	80
Max počet bodů		114							

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka (2011, str. 66)

Prognóza vývoje trhu

Pro prognózu vývoje trhu byly použity jednoduché regresní analýzy. Vzhledem k menší šíři datového souboru byl použit jeden regresor. Při použití více regresorů by nešlo odhadnout význam jednotlivých proměnných. Vhodným regresorem se ukázal být HDP v běžných cenách, vzhledem k silné míře korelace mezi ním a tržbami v odvětví. HDP bylo vypočítáno podle prognózovaného tempa růstu v letech 2016 – 2019. Byly testovány modely lineární, logaritmický, exponenciální a lineární v závislosti na čase. Za nejvhodnější modely byly zvoleny lineární a logaritmický model. Výsledky regresních analýz můžeme vidět v tabulce č. 10.

Tab. 10 Kvantitativní analýza prognózy růstu tržeb na základě korelační analýzy

	Rok	HDP v b.c.		Tržby		Tržby (logaritmická fce)		Tržby (lineární fce)	
		mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu	mil. Kč	Tempo růstu
Skutečnost	2008	4 015	x	87 567	x	82 758		82 756	
	2009	3 922	-2,32%	71 342	-18,53%	77 214		77 581	
	2010	3 954	0,82%	77 084	8,05%	79 136		79 362	
	2011	4 034	2,03%	84 419	9,52%	83 875		83 813	
	2012	4 060	0,65%	83 834	-0,69%	85 395		85 260	
	2013	4 098	0,94%	93 890	12,00%	87 599		87 374	
	2014	4 314	5,26%	99 947	6,45%	99 752		99 393	
	2015	4 555	5,58%	110 260	10,32%	112 613		112 802	
Prognóza	2016	4 669	2,50%			118 455	7,43%	119 139	8,05%
	2017	4 790	2,60%			124 527	5,13%	125 893	5,67%
	2018	4 910	2,50%			130 369	4,69%	132 557	5,29%
	2019	5 023	2,30%			135 749	4,13%	138 840	4,74%
Průměr. tempo růstu					3,87%		5,34%		5,94%
Korelační koeficient						0,94		0,94	

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka (2011, str. 70-74)

Regresní funkce pro prognózu relevantního trhu u logaritmického a lineárního modelu jsou následující:

$$y = -1\,880\,400 + 236\,588 \cdot \ln(\text{HDP})$$

$$y = -140\,645 + 55,6416 \cdot \text{HDP}$$

Při využití HDP jako nezávislé proměnné vyšel nejlépe model logaritmický, vzhledem k jeho nejmenší odchylce od skutečných hodnot. Průměrné tempo růstu prognózovaných tržeb je 5,34%, přičemž reálné tempo růstu prognózovaných tržeb bude po odečtení inflace nižší.

4.2.3 Analýza vnitřního potenciálu

Stanovení tržního podílu

Společnost ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. nedosahují velkého tržního podílu na trhu výroby strojů a zařízení jinde neuvedených. Ani jedna oceňovaná společnost nedosahovala tržního podílu nad 1%. Větší tržní podíl tvořila firma ABC s.r.o., která v letech 2011 – 2015 dosahovala průměrného podílu v hodnotě 0,26%. Společnost XYZ s.r.o. měla ve sledovaných letech průměrný tržní podíl jen 0,13% z celkového trhu.

Tab. 11 Tržní podíl oceňovaných podniků v letech 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby v odvětví (mil. Kč)	84 419	83 834	93 890	99 947	110 260
Tržby ABC s.r.o. (tis. Kč)	254 447	232 260	224 664	232 907	298 298
Tržní podíl ABC s.r.o.	0,30%	0,28%	0,24%	0,23%	0,27%
Tržby XYZ s.r.o. (tis. Kč)	134 863	110 732	82 044	132 080	134 366
Tržní podíl XYZ s.r.o.	0,16%	0,13%	0,09%	0,13%	0,12%

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza konkurenční síly podniku

Vzhledem k tomu, že obě oceňované společnosti podnikají ve stejném oboru, dalo by se říci, že si jsou sami navzájem konkurencí. Záleží ale na hlavních produktech, na které se firmy zaměřují. Firma ABC s.r.o. se zaměřuje především na výrobu plastových nádrží z polypropylenu a polyetylenů a na čištění odpadních vod pomocí membránových technologií. Mezi své produktové portfolio řadí i mnoho dalších produktů, ale koncentruje se především na výše uvedené. Společnost XYZ s.r.o. za svůj hlavní produkt považuje výrobu plachetkových filtračních lisů, takzvaných kalolisů. Z výše uvedeného vyplývá, že si oceňované podniky navzájem konkurenty jsou, ale jen v malé míře. V rámci relevantního trhu existuje mnoho konkurentů obou firem, to vyplývá i z nízkých tržních podílů, kterých společnosti dosahují.

Mezi největší konkurenty společnosti ABC s.r.o. patří následující firmy:

- **ENVI-PUR, s.r.o.**

Společnost ENVI-PUR, s.r.o. byla založena roku 1997 a má sídlo v Praze. Vyrábí, prodává a instaluje malé čističky odpadních vod pro domácnosti, kompaktní čistírny pro města a obce, či drenážní systémy pro průmysl a energetiku. Společnost má 100% podíl ve firmě ENVI-PUR.SK s.r.o. a 25% podíl v přidružené společnosti OOO ENVI-PUR Belogorod. Čistý zisk společnosti ENVI-PUR, s.r.o. v roce 2015 klesl o 30 milionů Kč. Zisková marže v roce 2014 činila 8,8% a v roce 2015 2,5%. Výše obrátu byla v roce 2014 vy výši 462 milionů Kč a v roce 2015 klesla na 372 milionů Kč. Aktiva společnosti k 31.12.2015 byly ve výši 198 milionů Kč.

- **QUINS spol. s r.o.**

Společnost QUINS spol. s r.o. je dalším významným konkurentem společnosti ABC s.r.o. Jedná se o rodinnou firmu, která byla založena v roce 1991. V prvních letech se společnost orientovala pouze na zařízení pro čištění průmyslových odpadních vod, ale postupem času došlo k rozšíření nabízeného sortimentu o průmyslové odmašťovací stroje, plastové nádrže a o domovní čistírny odpadních vod. Společnost sídlí v Plzni a v roce 2015 vykazovala majetek v hodnotě 15,7 milionů Kč. V roce 2014 dosahovala firma QUINS spol. s r.o. zisku v hodnotě 921 tisíc Kč, který v roce 2015 narostl na hodnotu 2,6 milionů Kč. Zisková marže činila v roce 2014 3,8% a v roce 2015 byl se zisk podílel 7,4% na celkovém obrátu firmy.

- **EKOSYSTEM s.r.o.**

Firma EKOSYSTEM s.r.o. byla založena roku 1992 se sídlem v Praze. Zabývá se komplexním řešením problematiky vodního hospodářství. Nabízí komplexní dodávky na klíč v rámci čištění odpadních vod. Mezi hlavní produkty výroby patří plastová technologická zařízení, horizontální provzdušňovací reaktory, retenční a zásobní nádrže a další. Vzhledem k tomu, že společnost EKOSYSTEM s.r.o. nemá zveřejněny výsledky za poslední roky, nemůžu porovnat výkony společnosti s ostatními konkurenty.

Mezi největší konkurenty společnosti XYZ s.r.o. patří následující firmy:

- **ANTARES – AZV s.r.o.**

Společnost ANTARES – AZV s.r.o. je největším konkurentem společnosti XYZ s.r.o. Hlavním produktem jsou filtrační lisy, které nově vyrábí i pro vinařský sektor. Kromě filtračních lisů v jejich nabídce nalezneme i akumulární, koagulační, flokulační, neutralizační, zahušťovací a sedimentační nádrže, zařízení pro chemické hospodářství, filtrační plachetky a jiné. Společnost byla založena v roce 1991 se sídlem v Přerově. Hodnota aktiv ke konci roku 2015 činila necelých 21 milionů Kč, obrat firmy byl v témže roce 40 milionů Kč, ale zisk po zdanění činil pouhých 100 tisíc Kč.

- **KOVOFINIŠ s.r.o.**

Dalším důležitým konkurentem společnosti XYZ s.r.o. byla společnost AQUACOMP HARD s.r.o., která se k 1.1.2017 sloučila se společností KOVOFINIŠ s.r.o. Společnost AQUACOMP HARD s.r.o. byla založena v roce 1992 a nyní pod názvem KOVOFINIŠ s.r.o. nabízí širší sortiment, zaměřený nejen na čističe odpadních vod. V rámci čističů odpadních vod nabízí deemulgační stanice, membránové separace, pískové, pásové a sorpční filtry, a jiné. Finanční výsledky z roku 2015 spadají ještě pod společnost AQUACOMP HARD s.r.o., kdy společnost dosahovala čistého zisku ve výši 149 milionů Kč. Zisková marže v roce 2014 i 2015 činila 17%. Aktiva společnosti byly k 31.12.2015 ve výši 1 372 milionů Kč.

- **ARKO TECHNOLOGY, a.s.**

Společnost AKRO TECHNOLOGY, a.s. byla založena v roce 1991 se sídlem v Brně. Firma vyrábí a dodává jak malé, tak velké čistírny odpadních vod. Společnost funguje jako dodavatel celých stavebních celků, ale také provádí sanace, rekonstrukce, přístavby či rozšíření stávajících provozů. Společnost v roce 2014 dosahovala zisku 53 milionů Kč, v roce 2015 se zisk snížil na 14 milionů Kč. S tímto meziročním poklesem tržeb se snížila i zisková marže, která v roce 2014 činila 6,4% a v roce 2015 2,4%. Aktiva společnosti AKRO TECHNOLOGY, a.s. byla ke konci roku 2015 vyčíslena ve výši 217 milionů Kč.

V rámci analýzy konkurenční síly byly stanoveny faktory, které mohou mít vliv na udržení, či růst tržního podílu podniku. Princip této analýzy je stejný, jako u analýzy atraktivity, která byla provedena v předchozí kapitole. Vybraným faktorům byly sta-

noveny váhy. Bodové ohodnocení jednotlivých faktorů bylo konzultováno s manažery oceňovaných podniků. Výsledky analýzy konkurenční síly společnosti ABC s.r.o. zachycuje tabulka č. 12.

Tab. 12 Analýza konkurenční síly podniku ABC s.r.o.

Kritéria	Váha	Bodové hodnocení							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Kvalita výrobků	3						X		15
Tech. úroveň výrobku	3					X			12
Cenová úroveň	2				X				6
Zaměření na zákazníka	2					X			8
Intenzita reklamy	1							X	6
Servis a služby	2						X		10
Kvalita managementu	3						X		15
Majetek a investice	2					X			8
Výzkum a vývoj	3						X		15
Finanční situace	3					X			12
Celkem	24								107
Max počet bodů		144							

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka (2011, str. 74-92)

Nejvíce bodovaným kritériem byla zvolena intenzita reklamy. Společnost ABC s.r.o. vynakládá poměrně vysoké náklady na reklamu. Většina analyzovaných kritérií byla obodována pozitivně nebo jako lepší průměr. Společnost ABC s.r.o. získala celkově 107 bodů, což je více než 74% z maximálního počtu získaných bodů.

Další tabulka nám ukazuje výsledky analýzy konkurenční síly podniku XYZ s.r.o.

Tab. 13 Analýza konkurenční síly podniku XYZ s.r.o.

Kritéria	Váha	Bodové hodnocení							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Kvalita výrobků	3						X		15
Tech. úroveň výrobku	3						X		15
Cenová úroveň	2					X			8
Zaměření na zákazníka	2						X		10
Intenzita reklamy	1			X					2
Servis a služby	2					X			8
Kvalita managementu	3						X		15
Majetek a investice	2				X				6
Výzkum a vývoj	3					X			12
Finanční situace	3						X		15
Celkem	24								106
Max počet bodů		144							

Zdroj: vlastní zpracování na základě Maříka (2011, str. 74-92)

Společnost XYZ s.r.o. dosáhla velmi podobného výsledku, konkrétně 106 z celkových 144 bodů. Firma XYZ s.r.o. na rozdíl od společnosti ABC s.r.o. nevynakládá velké náklady do reklam, proto bylo toto kritérium obodováno jako nižší průměr. Většina zbylých kritérií pak byly ohodnoceny spíše pozitivně nebo jako lepší průměr. Finanční situace shrnuje závěry finanční analýzy, která je součástí následující kapitoly. Výsledky analýzy konkurenční síly jsou u obou podniků velmi podobné. To dokazuje, že odvětví je dosti vyrovnané.

4.2.4 Prognóza tržeb podniků

Posledním krokem v rámci strategické analýzy je prognóza tržeb a tržního podílu. Tržní podíly oceňovaných firem byly již stanoveny v rámci strategické analýzy. U společnosti ABC s.r.o. se tržní podíl v letech 2011-2015 pohyboval kolem průměru 0,26% z celkového trhu. V následujících letech bude predikovaný tržní podíl stanoven na průměrnou hodnotu 0,28%. Společnost XYZ s.r.o. se v letech 2011-2015 v průměru podílela na celkových tržbách 0,12 procenty. V tomto duchu byl stanoven i prognózovaný tržní podíl, kdy v letech 2016 a 2017 bude tržní podíl 0,12% a v letech 2018 a 2019 bude nárůst tržního podílu na 0,14%. Prognózované tržní podíly nám zachycuje tabulka č. 14.

Tab. 14 Prognóza tržních podílů v letech 2016 – 2019 v %

	Skutečnost					Prognóza			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Tržní podíl ABC s.r.o.	0,30	0,28	0,24	0,23	0,27	0,28	0,28	0,28	0,30
Tržní podíl XYZ s.r.o.	0,16	0,13	0,09	0,13	0,12	0,12	0,12	0,14	0,14

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem bylo stanovení budoucích tržeb oceňovaných podniků. Tyto tržby byly stanoveny na základě prognózovaného tržního podílu a prognózovaných tržeb odvětví. Dále byla vypočítána tempa růstu, jak u minulých, tak u plánovaných let. Prognózované tržby můžeme vidět v následující tabulce č. 15.

Tab. 15 Prognóza tržeb společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. v letech 2016 - 2019

	Tržby odvětví		Tržby ABC s.r.o.			Tržby XYZ s.r.o.		
	mil. Kč	Tempo růstu	tis. Kč	Tržní podíl	Tempo růstu	tis. Kč	Tržní podíl	Tempo růstu
2011	84 419	3,87%	254 447	0,30%	4,94%	134 863	0,16%	4,73%
2012	83 814		232 260	0,28%		110 732	0,13%	
2013	93 890		224 664	0,24%		82 044	0,09%	
2014	99 947		232 907	0,23%		132 080	0,13%	
2015	110 260		298 298	0,27%		134 366	0,12%	
2016	118 455	5,34%	331 673	0,28%	8,14%	142 146	0,12%	9,75%
2017	124 527		348 677	0,28%		149 433	0,12%	
2018	130 369		365 034	0,28%		182 517	0,14%	
2019	135 749		407 248	0,30%		190 049	0,14%	

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě strategické analýzy lze konstatovat, že situace na relevantním trhu vypadá pro podniky příznivě. V nejbližších letech lze očekávat rostoucí tržby, které budou ovlivněny růstem celého zpracovatelského průmyslu i relevantního trhu. Konkurenční síly oceňovaných podniků byly ohodnoceny pozitivně, můžeme tedy obě společnosti zařadit do skupiny podniků s přijatelnou perspektivou. Ze strategické analýzy tedy vyplývá, že se prozatím nevyklučuje možnost ocenění podniků výnosovými metodami, má tedy cenu u obou podniků zpracovat finanční analýzu.

4.3 Finanční analýza

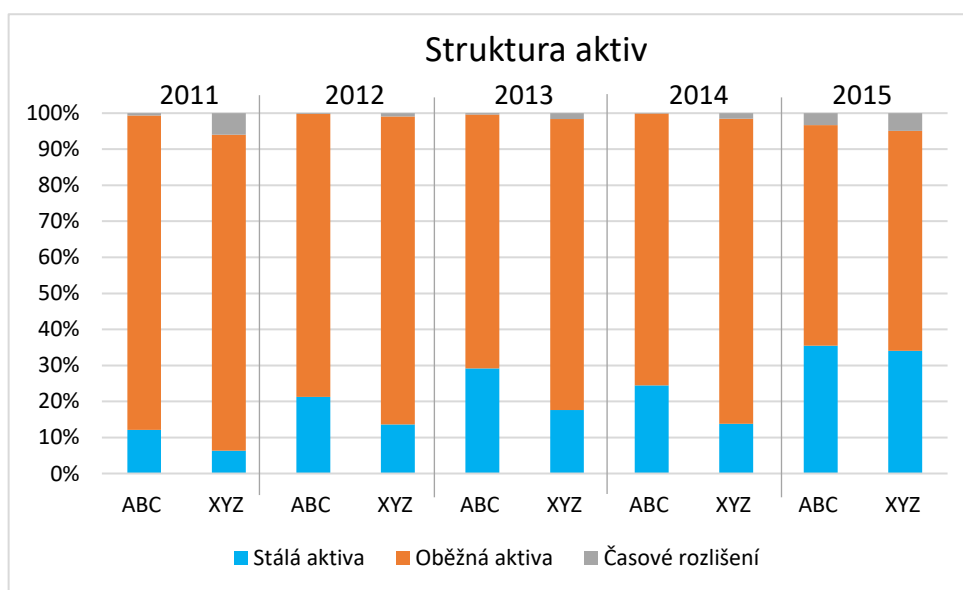
V rámci finanční analýzy bude provedena analýza absolutních a poměrových ukazatelů společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. V posledním kroku bude zpracována analýza celkového finančního zdraví obou oceňovaných společností. Výsledky budou porovnány s odvětvím. Cílem finanční analýzy je posouzení finančního zdraví podniků a zhodnocení jejich perspektivnosti do budoucna.

4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

V analýze absolutních ukazatelů bude provedena horizontální a vertikální analýza aktiv a pasiv podniků, dále budou analyzovány výkazy zisků a ztrát oceňovaných firem a nakonec bude provedena analýza cash-flow.

Analýza aktiv

U obou analyzovaných společností, jak můžeme vidět v následujícím grafu, v majetkové struktuře převažují ve všech letech oběžná aktiva nad majetkem dlouhodobým. V roce 2011 se hodnota stálých aktiv pohybovala u hranice 10%, a u společnosti XYZ s.r.o. dokonce 6%. Oběžná aktiva tak tvořila 90% z celkových aktiv obou firem. V následujících letech se poměr dlouhodobých aktiv lehce zvyšoval u obou firem, avšak zatím stály rozdílné důvody. Společnost ABC s.r.o. od roku 2012 začala zvyšovat stav dlouhodobého hmotného majetku, kdy se zvyšovala hodnota staveb. Krátkodobá aktiva se příliš neměnila. U firmy XYZ s.r.o. dlouhodobá aktiva zůstávají na téměř stejných hodnotách, ale výrazně klesá stav krátkodobých pohledávek, což způsobovalo i skokový pokles celkových aktiv. V roce 2015 je poměr oběžných aktiv u obou podniků téměř identický a dosahuje 60%, z čehož plyne, že stálá aktiva zastávají 35% podíl na celkových aktivech. Zbýlých 5% patří časovému rozlišení, které oproti předešlým rokům značně narostlo. Rok 2015 se nejvíce přibližuje hodnotám celkového odvětví. Oběžná aktiva v průměru tvořila na celkových aktivech v celém odvětví 54%, stálá aktiva 45% a časové rozlišení 1%. (MPO, 2015)



Obr. 17 Struktura aktiv v letech 2011-2015

Zdroj: vlastní zpracování

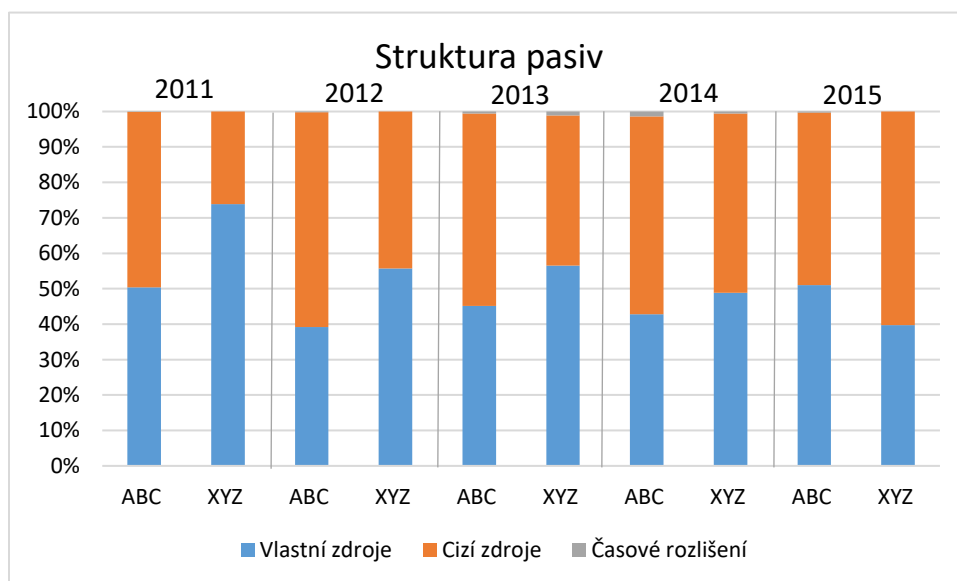
Analýza pasiv

Kapitálová struktura podniků je znázorněna v následujícím grafu. U společnosti ABC s.r.o. tvořil vlastní kapitál ve sledovaných letech v průměru 45,69%. Cizí zdroje pak

tvořily v průměru 53,8 procentní podíl na pasivech podniku. Zbýlých 0,5% patřilo časovému rozlišení. V roce 2011 a 2015 jako v jediných sledovaných letech byl podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů téměř vyrovnaný a pohyboval se kolem hodnoty 50%. Ve zbylých letech u společnosti převládalo, i když jen v malé míře, financování cizími zdroji.

Společnost XYZ s.r.o. v letech 2011 až 2015 vykazovala v průměru 54,93 procentní podíl vlastních zdrojů na pasivech. Cizí zdroje tvořily průměrně 44,724% na pasivech. Zbýlé 0,4% tvořilo opět časové rozlišení. Podle těchto údajů by se dalo říci, že financování u společnosti XYZ s.r.o. ve sledovaných letech probíhalo především pomocí vlastních zdrojů, které byly tvořeny z největší části nerozděleným ziskem z minulých let. V průměru sice převažuje vlastní financování, ale když se podíváme na grafické znázornění struktury pasiv, tak v jednotlivých letech se tento poměr vlastních a cizích zdrojů značně liší. V roce 2011 značně převažovaly zdroje vlastní, které dosahovaly téměř 74%. V následujících letech začala zadluženost společnosti XYZ s.r.o. postupně růst, a v roce 2015 byla kapitálová struktura 40% vlastních zdrojů a 60% cizích. Když by firma pokračovala v tomto trendu i v následujících letech, využívala by k financování převážně cizí zdroje. Tento růst cizích zdrojů je způsoben především nárůstem krátkodobých bankovních úvěrů a v roce 2015 i dlouhodobými závazky.

V celém odvětví ve sledovaných letech vypadala kapitálová struktura následovně. Vlastní zdroje tvořily v průměru 49%, cizí 50% a zbylé procento tvořilo časové rozlišení. (MPO, 2015)



Obr. 18 Struktura pasiv v letech 2011-2015

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza výkazu zisku a ztráty

U společnosti ABC s.r.o. byly výnosy v letech 2011 až 2015 tvořeny z největší části tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. Tyto tržby tvořily v průměru 82%

z celkových výnosů. Druhým největším příjmem firmy byly tržby za prodej zboží, které dosahovaly v průměru 11% podíl na celkových výnosech. Zbylé výnosy byly tvořeny tržbami z prodeje dlouhodobého majetku, ostatními provozními výnosy, ostatními finančními výnosy a z malé části i výnosovými úroky. Co se celkových nákladů týče, tak největší podíl na nich měla spotřeba materiálu a energií, v průměru tvořila 50 procentní podíl z celkových nákladů. Další důležitou nákladovou položkou byly služby, které se podílely na celkových nákladech v průměru 25%. Důležitými provozními náklady byly i osobní náklady, které v letech 2011 až 2015 dosahovaly průměrně 13% podílu na celkových nákladech. Zbylé náklady byly tvořeny náklady za prodej zboží, odpisy, ostatními provozními a finančními náklady, výnosovými úroky, změnou stavu rezerv a opravných položek a daní z příjmu za běžnou činnost.

V následující tabulce č. 16 je zpracován rozbor nejdůležitějších položek výkazu zisku a ztrát z hlediska horizontální analýzy. Můžeme zde vidět, jak se v čase měnily položky výsledovky mezi roky let 2010-2015.

Tab. 16 Horizontální analýza VZZ společnosti ABC s.r.o. v letech 2010-2015

ABC s.r.o.	2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)
Celkové výnosy	39 934	17,87	16 821	6,38	14 159	5,05
Celkové náklady	37 892	17,30	21 086	8,21	9 481	3,41
Přidaná hodnota	-4 829	-9,94	-1 735	-3,96	-9 232	-21,97
VH za účetní období	2 042	46,05	-4 265	-65,86	4 678	211,58
ABC s.r.o.	2013/2014		2014/2015			
	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)		
Celkové výnosy	23 692	8,05	48 545	15,26		
Celkové náklady	20 305	7,06	58 012	18,84		
Přidaná hodnota	9 445	28,80	-11 121	-26,33		
VH za účetní období	3 387	49,17	-9 467	-92,13		

Zdroj: vlastní zpracování

Celkové výnosy společnosti ABC s.r.o. mají podobný vývoj jako její celkové náklady. Když došlo k růstu výnosů, rostly i celkové náklady podobným tempem a naopak. Ve všech letech byly celkové náklady nižší než výnosy, takže společnost ABC s.r.o. vykazovala ve všech sledovaných letech zisk. Průměrný výsledek hospodaření po zdanění byl v letech 2011-2015 5 milionů Kč. Společnost dosahovala v roce 2014 dokonce zisk 10 milionů Kč, ale výrazný pokles nastal v roce 2015, kdy výsledek hospodaření po zdanění klesl o 92% na hodnotu 809 tisíc Kč. Tento nízký výsledek hospodaření byl způsoben především vyšším nárůstem nákladů než výnosů.

U společnosti XYZ s.r.o. měly jednoznačně nejvyšší podíl na celkových výnosech tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Jejich podíl v průměru za sledované období tvořil 97% celkových výnosů. Zbylé výnosy byly tvořeny ostatními provozními

a finančními výnosy, tržbami za prodej dlouhodobého majetku, výnosovými úroky, v roce 2011 také mimořádnými výnosy a od roku 2013 se na výnosech v malé míře podílely i výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů. Náklady tvořila zejména položka spotřeba materiálu a energií, která v průměru dosahovala 56% z celkových nákladů. Druhou nejzásadnější položkou byly osobní náklady, které se podílely 21 procenty na celkových nákladech. Náklady vynaložené na služby tvořily průměrně 20% celkových nákladů. Zbylé náklady tvořily ostatní provozní a finanční náklady, odpisy, nákladové úroky, změna stavu rezerv a opravných položek, od roku 2013 náklady z přecenění cenných papírů a derivátů a v posledním roce se do celkových nákladů promítla i zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku.

Tabulka č. 17 nám ukazuje absolutní a procentní změny nejdůležitějších položek výsledku zisku a ztrát v letech 2010-2015.

Tab. 17 Horizontální analýza VZZ společnosti XYZ s.r.o. v letech 2010-2015

XYZ s.r.o.	2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)
Celkové výnosy	26 086	23,53	-18 695	-13,65	-33 352	-28,20
Celkové náklady	20 059	19,82	-16 615	-13,70	-22 374	-21,38
Přidaná hodnota	16 902	72,35	-2 835	-7,04	-13 165	-35,18
VH za účetní období	6 027	62,40	-2 080	-13,26	-10 978	-80,68
XYZ s.r.o.	2013/2014		2014/2015			
	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)	Změna (v tis. Kč)	Změna (v %)		
Celkové výnosy	39 810	46,88	20 391	16,35		
Celkové náklady	33 797	41,07	19 524	16,82		
Přidaná hodnota	13 549	55,84	7 125	18,84		
VH za účetní období	6 013	228,81	867	10,03		

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledek hospodaření po zdanění byl nejvyšší v roce 2011, kdy společnost XYZ s.r.o. dosahovala zisku 15,6 milionů Kč. Velký skok byl mezi rokem 2012 a 2013, kdy v roce 2012 firma vykazovala zisk 13,6 milionů Kč a v roce 2013 jen 2,6 milionů Kč. Společnost XYZ s.r.o. v roce 2013 utrpěla meziroční propad o 80%. Bylo to dáno především tím, že výkony se snížily ve větší míře, než v jaké míře se snížily náklady firmy. V posledních letech se zisk firmy opět zvedl nad hranici 10 milionů Kč. Firma v roce 2015 zaznamenala nejvyšší výkony za posledních 6 let, které samozřejmě měli vliv i na nárůst provozních nákladů a to především na spotřebu materiálu a energie.

Celkové odvětví zaznamenává od roku 2009 každoroční růst zisku po zdanění, proto horší výsledky v roce 2015 u firmy ABC s.r.o. a v roce 2012 u firmy XYZ s.r.o. nelze ztotožňovat s vlivy, které by ovlivňovaly celé odvětví.

Analýza cash-flow

Analýza peněžních toků ukáže, zda byli vybrané společnosti schopny generovaný zisk přeměnit ve finanční prostředky a jak s nimi vynakládaly.

Společnost ABC s.r.o. vykazovala, kromě roku 2014, pozitivní cash-flow z provozní činnosti. Vzhledem k tomu, že provozní výsledky byly ve všech letech kladné, můžeme konstatovat, že podnik nemá problémy v této oblasti. V roce 2014 společnosti ABC s.r.o. výrazně narostl stav zásob na konci roku, ve kterém zůstalo vázané značné množství peněz. V oblasti investiční činnosti společnost ABC s.r.o. vykazovala záporné cash-flow ve všech analyzovaných letech z důvodů investic do dlouhodobého majetku. Nejvíce podnik investoval do dlouhodobého majetku v roce 2012 a 2013. U peněžního toku z finanční činnosti sledujeme kladné hodnoty kromě roku 2014 a 2015. Záporný peněžní tok v těchto letech je způsoben vyšším splácením úvěrů než přijetím nových.

U společnosti XYZ s.r.o. pozorujeme v letech 2011, 2013 a 2014 záporný peněžní tok z provozní činnosti. To, že podnik v těchto letech generoval kladný provozní zisk a peněžní tok z provozní oblasti byl záporný, ukazuje, že se podniku nedařilo dostatečně rychle inkasovat tržby. V roce 2012 a 2015 bylo cash-flow z provozní činnosti kladné, především díky snížení stavu krátkodobých pohledávek. Kdyby se do budoucna stav provozního cash-flow vrátil do záporných čísel, společnost XYZ s.r.o. by mohla mít problémy se zajištěním dostatku hotových peněz pro splácení svých dluhů. Cash-flow z investiční činnosti bylo ve všech letech záporné, což je pozitivní, protože podnik vynakládal své peněžní prostředky na aktiva, ze kterých by v budoucnu mohl plynout zisk. Největší investice se uskutečnila v roce 2015, kdy firma XYZ s.r.o. investovala do dlouhodobého hmotného majetku, konkrétně navýšila stav pozemků na hodnotu 15,6 milionů Kč. Finanční provozní toky byly v letech 2011-2013 záporné, v letech 2014 a 2015 vykazovala společnost kladné cash-flow z této činnosti. V roce 2012 dosahoval finanční peněžní tok dokonce extrémně nízké hodnoty, a to -72,8 milionů Kč. Tento údaj nám říká, že u společnosti XYZ s.r.o. v roce 2012 převažovalo splácení úvěrů nad přijímáním nových. V roce 2012 totiž firma XYZ s.r.o. splatila téměř 2,5 milionu Kč z dlouhodobého úvěru, který pořídila v roce 2011. Od roku 2013 každoročně narůstal stav krátkodobých úvěrů, proto byl finanční cash-flow v těchto letech kladný a značil nový přísun peněžních prostředků jdoucích do firmy.

Následující tabulka zachycuje zkrácený výkaz peněžních toků v letech 2011 až 2015 u firem ABC s.r.o. a XYZ s.r.o.

Tab. 18 Zkrácená forma cash-flow (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Cash-flow z provozní činnosti	666	25 215	18 563	-1 045	7 994
Cash-flow z investiční činnosti	-1 550	-20 701	-15 997	-2 726	-11 409
Cash-flow z finanční činnosti	540	12 157	10 855	-7 303	-6 986
Zvýšení (snížení) peněžních prostředků	-344	16 671	13 421	-11 074	-10 401
Stav peněžních prostředků ke konci období	8 777	25 448	38 869	27 795	17 394
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Cash-flow z provozní činnosti	-9 890	89 901	-5 715	-710	24 577
Cash-flow z investiční činnosti	-774	-1 668	-509	-2 165	-19 871
Cash-flow z finanční činnosti	-1 073	-72 850	-13 745	3 683	3 405
Zvýšení (snížení) peněžních prostředků	-11 737	15 383	-19 969	808	8 111
Stav peněžních prostředků ke konci období	7 077	22 460	2 491	3 299	11 410

Zdroj: účetní závěrky podniků, vlastní zpracování

Z tabulky č. 18 vidíme, jak se v letech 2011 až 2015 vyvíjel stav peněžních prostředků u obou firem. U společnosti ABC s.r.o. v letech 2012 a 2013 pozorujeme čisté zvýšení peněžních prostředků hlavně díky vysokým peněžním tokům, z provozní činnosti. Od roku 2014 se peněžní prostředky snižovaly, v roce 2014 kvůli zápornému provoznímu toku a v roce 2015 především kvůli vyšším investicím firmy.

Společnost XYZ s.r.o. v roce 2011 a 2013 vykazovala čisté snížení peněžních prostředků, v obou těchto letech dosahovaly toky z provozní, investiční i finanční činnosti záporných hodnot, což mělo vliv na celkové snížení finančních prostředků. V roce 2012, 2014 a 2015 se dostalo čistého zvýšení peněžních prostředků, jinak řečeno v těchto letech narostl stav peněžních prostředků na bankovních účtech.

4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů dává do vzájemných poměrů položky z rozvahy a výsledovky. V této kapitole budou analyzovány ukazatele zadluženosti, rentability, aktivity a likvidity.

Ukazatele zadluženosti

Koeficient samofinancování a celková zadluženost jsou dva důležité ukazatele v oblasti zadluženosti, které se navzájem doplňují. U společnosti ABC s.r.o. se koeficient zadluženosti v roce 2011 pohyboval lehce nad hranici 50%. V následujících letech se finanční nezávislost podniku snižovala až k horní hranici 30% a v roce 2015 opět lehce překonala hranici 50%. Z toho vyplývá, že v letech 2012 až 2014 společnost ABC s.r.o. využívala k financování spíše vlastních než cizích zdrojů. Pochopitelně vývoj ukazatele celkové zadluženosti se pohyboval v opačném charakteru. V letech

2011 a 2015 byl nejnižší a mezi tímto obdobím se pohyboval nad hranicí 50%. Ukazatel úrokového krytí se pohybuje v kladných hodnotách, což značí, že zisk převyšuje placené úroky v dostačující míře. Jen v roce 2015 je hodnota ukazatele úrokového krytí 2,96, což je podle odborné literatury na spodní hranici doporučených hodnot.

Zadluženost společnosti XYZ s.r.o. se také pohybuje v průměru kolem 50%, ale zaznamenáváme u ní výrazně rostoucí trend. V roce 2011 byla zadluženost pouhých 26%, ale na konci sledovaného období se vyšplhala až k 60%. To z velké části zapříčinil nákup pozemku pro výstavbu nového areálu firmy financovaný formou účelového úvěru. Z ukazatele zadluženosti také vyplývá opačný trend koeficientu samofinancování a klesající ukazatel úrokového krytí. Ten ovšem v roce 2011 nabyl opravdu vysokých čísel, což bylo zapříčiněno především nejvyššími tržbami podniku XYZ s.r.o.

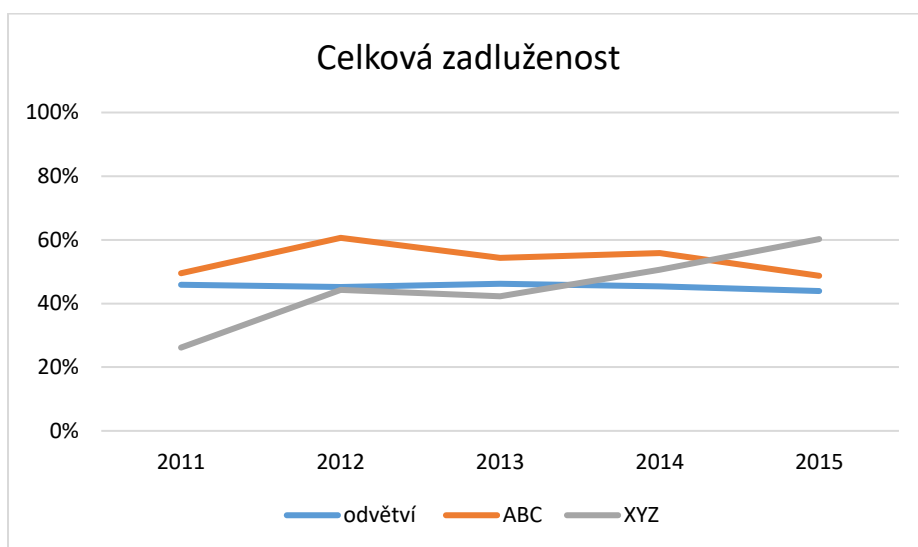
Následující tabulka nám znázorňuje výše jmenované ukazatele v jednotlivých letech u obou firem.

Tab. 19 Ukazatele zadluženosti

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	50,36%	39,17%	45,12%	42,76%	51,04%
Celková zadluženost	49,51%	60,63%	54,30%	55,89%	48,71%
Úrokové krytí	29,77	8,30	10,55	14,55	2,96
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	73,84%	55,67%	56,56%	48,82%	39,76%
Celková zadluženost	26,16%	44,33%	42,30%	50,59%	60,24%
Úrokové krytí	2845,00	34,21	8,29	12,90	9,15

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo výše zmíněno, zadluženost obou podniků se letech 2011 až 2015 pohybovala v průměru kolem 50%. Vývojové trendy celkového zadlužení podniku ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. můžeme názorně vidět v porovnání s odvětvím v následujícím grafu. Celková zadluženost odvětví se nachází těsně pod hranicí 50%. Můžeme tedy říct, že vybrané podniky se od odvětvových hodnot moc neliší.



Obr. 19 Celková zadluženost v porovnání s odvětvím

Zdroj: panorama zpracovatelského průmyslu 2015, MPO, vlastní zpracování

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability nemají žádné správné či doporučené hodnoty, podle kterých by se firmy měly řídit. Pro správné analyzování výsledků rentability by se měly srovnávat hodnoty podniku s odpovídajícím odvětvím. Výsledné hodnoty analýzy rentability oceňovaných podniků a odvětví můžeme vidět v tabulce č. 20.

Rentabilita aktiv (ROA) byla počítána se ziskem očištěným o daně a nákladové úroky, který odpovídá přibližně provoznímu zisku. Z tohoto důvodu se ukazateli ROA také říká produkční síla. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) pomáhá vlastníkům zjišťovat, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Pro investory je především důležité, aby byl tento ukazatel vyšší než úroky, které by vlastníci dostali z jiných forem financování. ROS je rentabilita tržeb, jinak řečeno nám charakterizuje zisk vztažený k tržbám. ROE i ROS byly počítány ze zisku po zdanění.

Společnost ABC s.r.o. má oproti odvětví nižší hodnoty. Dalo by se tedy říci, že rentabilita podniku je podprůměrná. U všech tří ukazatelů vidíme výrazný pokles v roce 2012 a 2015, kdy v těchto letech firma zaznamenávala nižší zisk, než v letech ostatních. V především v roce 2015 byl zisk velmi nízký, dokonce téměř 14krát nižší než byl v roce 2014.

V rámci analýzy rentability je na tom mnohem lépe společnost XYZ s.r.o., kdy, kromě roku 2013, zaznamenáváme ve všech směrech lepší hodnoty než odvětvové. V roce 2013 se zisky společnosti XYZ s.r.o. propadly téměř 5krát, kdy měla firma oproti ostatním rokům slabší celou provozní činnost.

Hodnoty celého odvětví nevykazují žádné výrazné kolísání, jak je tomu u obou analyzovaných firem, z čehož vyplývá, že za nižšími zisky ve slabších letech mohou především různé vnitřní faktory firem, a ne vnější.

Tab. 20 Ukazatele rentability

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita aktiv (ROA)	6,53%	2,33%	4,89%	6,55%	1,12%
Rentabilita VK (ROE)	9,84%	2,95%	8,17%	11,06%	0,83%
Rentabilita tržeb (ROS)	2,55%	0,95%	3,06%	4,32%	0,28%
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Rentabilita aktiv (ROA)	14,49%	15,86%	4,95%	20,80%	16,77%
Rentabilita VK (ROE)	17,54%	20,71%	8,92%	31,63%	30,86%
Rentabilita tržeb (ROS)	11,62%	11,66%	3,14%	7,02%	6,68%
odvětví	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Rentabilita aktiv (ROA)</i>	<i>8,05%</i>	<i>8,04%</i>	<i>7,95%</i>	<i>10,14%</i>	<i>10,30%</i>
<i>Rentabilita VK (ROE)</i>	<i>12,98%</i>	<i>12,42%</i>	<i>12,49%</i>	<i>16,24%</i>	<i>16,14%</i>
<i>Rentabilita tržeb (ROS)</i>	<i>4,54%</i>	<i>4,46%</i>	<i>4,67%</i>	<i>5,84%</i>	<i>5,72%</i>

Zdroj: MPO, 2015, vlastní zpracování

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nám udávají, jak efektivně umí podnik hospodařit se svými aktivy. Důležité ukazatele aktivity, které byly počítány, jsou obrat aktiv, zásob, pohledávek a závazků. Hodnota obrátů by se měla pohybovat nad hranicí hodnoty 1. Pro lepší představu jsou pak počítány doby obratu, které nám vykreslují obraty ve dnech. Vývoj ukazatelů aktivity je zachycen v následující tabulce.

Tab. 21 Ukazatele aktivity

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	2,03	1,35	1,12	1,12	1,40
Doba obratu aktiv (dny)	177,58	265,93	320,79	320,33	256,20
Obrat zásob	21,56	24,34	24,81	15,75	16,08
Doba obratu zásob (dny)	16,69	14,79	14,51	22,85	22,39
Doba obratu pohledávek (dny)	122,33	151,96	143,62	125,13	107,83
Doba obratu závazků (dny)	82,95	138,14	154,55	145,58	115,61
Obchodní deficit (dny)	39,37	13,82	-10,93	-20,45	-7,78
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat celkových aktiv	1,15	1,21	1,59	2,34	2,02
Doba obratu aktiv (dny)	314,28	298,12	226,52	153,60	178,15
Obrat zásob	12,10	8,33	5,06	10,11	11,89
Doba obratu zásob (dny)	29,76	43,24	71,19	35,60	30,29
Doba obratu pohledávek (dny)	214,77	166,47	59,15	79,91	75,25
Doba obratu závazků (dny)	63,16	71,44	65,08	30,69	34,95
Obchodní deficit (dny)	151,61	95,03	-5,93	49,22	40,29

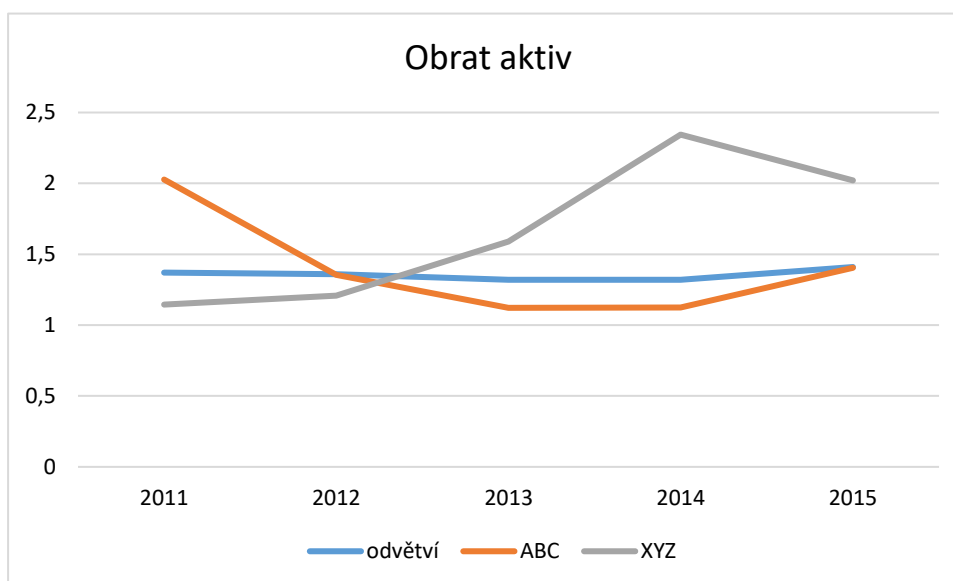
Zdroj: vlastní zpracování

Společnost ABC s.r.o. svá aktiva využívala nejlépe v roce 2011, kdy se obrat celkových aktiv pohybuje nad úrovní dvou obrátek za rok, pak ukazatel postupně klesal především kvůli růstu aktiv, kdy se do růstu promítl růst jak stálých, tak oběžných aktiv. V letech 2012 až 2015 se hodnoty snížily, ale stále se pohybují nad úrovní jedné obrátky za rok, což značí, že se celková aktiva firmy ABC s.r.o. přemění aspoň jednou ročně v tržby. U společnosti XYZ s.r.o. má obrat celkových zásob naopak rostoucí trend a v roce 2014 převyšuje úroveň dvou obrátek za rok, což pozitivně ovlivnilo i rentabilitu podniku.

U analýzy zásob platí pravidlo, že pokud obratovost zásob roste a doba obratu klesá, je to pro firmu ideální stav. Toto pravidlo můžeme aplikovat pro každý druh doby obratu. Když se podíváme na předchozí tabulku, tak vidíme, že situaci u společnosti ABC s.r.o. nemůžeme podle pravidla považovat za ideální, protože obrátkovost zásob spíše klesá a doba obratu zásob roste. Podnik by se měl zaměřit na efektivnější řízení skladových zásob. U společnosti XYZ s.r.o. můžeme vidět podobný stav od roku 2011 do roku 2013, kdy obrat zásob výrazně klesá a doba obratu výrazně roste. Od roku 2013 společnost začala svůj sklad využívat efektivněji a zaměřila se na snižování doby obratu.

Obchodní deficit se vypočítá jako rozdíl mezi dobou obratu pohledávek a dobou obratu krátkodobých závazků a říká nám, zda podnik zvládá inkasovat pohledávky dříve, než vyplácí závazky dodavatelům. Hodnota obchodního deficitu by měla vycházet záporně. Společnost ABC s.r.o. měla v prvních dvou analyzovaných letech obchodní deficit kladný, tedy musela platit svým dodavatelům dříve, než inkasovala pohledávky. Tento nepříznivý stav se naštěstí od roku 2013 zlepšil a doba obratu pohledávek byla nižší než doba obratu závazků. Firma XYZ s.r.o. má vážný problém s inkasováním pohledávek. Kromě roku 2013 musí platit své dodavatele z vlastních zdrojů, protože existují časové úseky, než podnik inkasuje pohledávky od svých zákazníků. Největší krize byla v roce 2011, kdy se obchodní deficit vyhoupl až nad hranici 150 dnů. Vedení společnosti XYZ s.r.o. by se mělo do budoucna zaměřit na platební morálku svých zákazníků.

Když se ještě vrátíme k tématu obratu aktiv, tak v následujícím grafu můžeme vidět porovnání s odvětvím. Prokresluje se tam rozdílný vývoj obratu aktiv u obou podniků. Klesající a následně rostoucí u podniku ABC s.r.o. a rostoucí hodnoty, které následně klesají u společnosti XYZ s.r.o. Hodnoty odvětví jsou téměř konstantní pohybující se kolem hodnoty 1,4 obrátek za rok.



Obr. 20 Obrat aktiv v porovnání s odvětvím

Zdroj: panorama zpracovatelského průmyslu 2015, MPO, vlastní zpracování

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity značí, kolikrát krátkodobá aktiva pokryjí krátkodobé závazky. Čím vyšší hodnoty budou, tím vyšší platební schopnosti dokáže konkrétní podnik dosáhnout. Běžná likvidita se počítá s celkovými oběžnými aktivy a za ideální hodnotu se doporučuje interval mezi 2-3. Z následující tabulky můžeme vyzorovat, že běžná likvidita podniku ABC s.r.o. má konstantní průběh a pohybuje se pod spodní hranicí doporučené hodnoty. U společnosti XYZ s.r.o. vidíme kolísající průběh, kdy se hodnoty pohybují spíše ve vyšších hodnotách, a to v intervalu od 2,5 do 4,6.

Pohotová likvidita na rozdíl od běžné likvidity do výpočtu nezahrnuje nejméně likvidní krátkodobé aktivum, kterým jsou zásoby. Doporučená hodnota by se měla nacházet zhruba v intervalu od 1 do 1,5. Společnost ABC s.r.o. tyto doporučené hodnoty krásně kopíruje, pohybuje se u horní hranice 1,5, kterou v roce 2011 a 2014 lehce překračuje, ale můžeme vidět, že hodnoty jsou opět téměř konstantní a neznamenávají žádné výrazné výkyvy. To se ovšem nedá říct o pohotovosti podniku XYZ s.r.o., kdy nejen, že všechny hodnoty přesahují doporučený interval, ale opět v roce 2011 a 2014 zaznamenáváme vysoké hodnoty, které dosahují 4,1 a 3,7. Vysoké hodnoty v tomto případě znamenají, že má společnost XYZ s.r.o. vysoké množství pohotových prostředků a nedochází tak k jejich zhodnocování a efektivnímu využívání.

U okamžité likvidity se nám doporučené hodnoty snižují na interval mezi 0,2 – 0,5. Zde počítáme už jen s nejlídnějším aktivem, což je krátkodobý finanční majetek. Podnik ABC s.r.o. se opět pohybuje svými čísly u spodní hranice, tedy u hodnoty 0,2. Jen v roce 2011 byla okamžitá likvidita podniku 0,1, což znamenalo, že společnost držela menší množství finančních prostředků, než tomu bylo v následujících letech. U společnosti XYZ s.r.o. se vyšší hodnoty překvapivě nevyskytovaly v letech 2011 a 2014, jak tomu bylo v předešlých letech, ale nadměrnou okamžitou likviditu

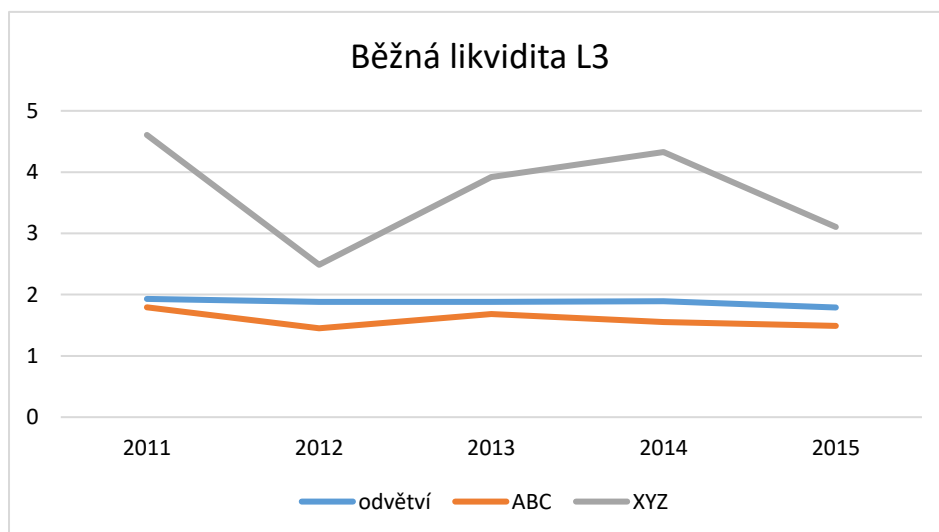
zaznamenáváme v roce 2012 a 2015. V těchto letech společnost držela nadměrné množství finančních prostředků na bankovních účtech. Tyto vysoké hodnoty značí, že společnost XYZ s.r.o. v roce 2012 a 2015 se svým kapitálem moc dobře nehospodařila. V ostatních letech firma drží doporučené množství peněžních prostředků.

Tab. 22 Ukazatele likvidity

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita L3	1,79	1,45	1,68	1,55	1,49
Pohotová likvidita L2	1,64	1,35	1,56	1,31	1,30
Okamžitá likvidita L1	0,13	0,23	0,48	0,25	0,22
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita L3	4,61	2,49	3,92	4,33	3,10
Pohotová likvidita L2	4,13	1,73	2,01	3,72	2,04
Okamžitá likvidita L1	0,28	1,05	0,28	0,27	0,74

Zdroj: vlastní zpracování

V následujícím grafu můžeme porovnat běžnou likviditu obou podniků spolu s odvětvím. Jak již bylo výše zmíněno, tak společnost ABC s.r.o. dosahovala konstantních hodnot, které jsou velmi blízké hodnotám celého odvětví. Běžná likvidita odvětví se pohybuje u dolní hranice hodnoty 2. U společnosti XYZ s.r.o. si můžeme ověřit, že oproti odvětví jsou hodnoty velmi vysoké a kolísající.



Obr. 21 Běžná likvidita v porovnání s odvětvím

Zdroj: panorama zpracovatelského průmyslu 2015, MPO, vlastní zpracování

4.3.3 Komplexní zhodnocení finančního zdraví

Komplexní zhodnocení finančního zdraví podniků bude provedeno pomocí souhrnného indexu manželů Neumaierových IN05, který je považován za nejvhodnější pro hodnocení českých podniků. Výsledné hodnoty indexu IN05 jsou znázorněny v tabulce č. 23.

Tab. 23 Index důvěryhodnosti IN05 v letech 2011-2015

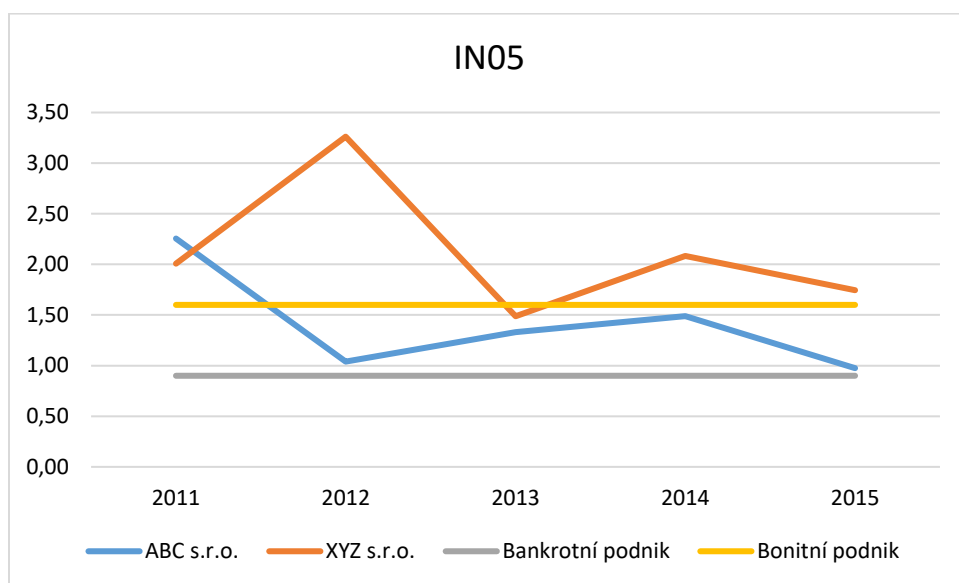
Index IN05	2011	2012	2013	2014	2015
ABC s.r.o.	2,26	1,04	1,33	1,49	0,97
XYZ s.r.o.	2,01	3,26	1,49	2,08	1,74

Zdroj: vlastní práce

Dolní hranice indexu je nastavena na úrovni 0,9 a horní hranice stanovena hodnotou 1,6. Firmy, u nichž je index IN05 pod minimální hodnotou s největší pravděpodobností spějí k bankrotu. Pokud se index IN05 nachází v rozmezí 0,9 a 1,6, tak existuje 50% šance, že dojde ke krachu, ale se 70 procentní pravděpodobností budou tvořit hodnotu. Firmy, nad hranicí 1,6 s největší pravděpodobností nezkrachují a budou tvořit hodnotu. (IN05, 2011)

Z tabulky č. 23 je zřejmé, že ve sledovaných letech nebyla firma ABC s.r.o. ani firma XYZ s.r.o. ohrožena bankrotem. Společnost ABC s.r.o. se kromě roku 2011 nacházela v šedé zóně. V roce 2015 měl podnik blízko ke spodní hranici 0,9.

Společnost XYZ s.r.o. na tom byla v letech 2011-2015 lépe. Ve sledovaném období, kromě roku 2013, dosahovala hodnot převyšujících úroveň 1,6. V roce 2013 byla hodnota indexu IN05 1,49, což se nachází již v šedé zóně, ale u její horní hranice. V případě, že by se nákladové úroky firmy blížily k nule, manželé Neumaierovi doporučují ukazatel K2 – EBIT/Nákladové úroky nahradit číslem 9. Tento případ se týkal podniku XYZ s.r.o. v roce 2011, kdy společnost vykazovala nákladové úroky 6 tisíc Kč. Místo výše zmíněného ukazatele byla podle odborné literatury použita hodnota 9. Index IN05 společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. nám graficky znázorňuje obrázek č. 22. Na grafu jsou zvýrazněny i hraniční hodnoty.



Obr. 22 Index IN05 v porovnání s dolní a horní hranicí
Zdroj: Neumaierová, Neumaier 2005, vlastní zpracování

Podnik ABC s.r.o. byl v roce 2015 na dolní hranici šedé zóny, ale stále byl nad hranicí bankrotního podniku. Tedy má stále docela velkou pravděpodobnost, že bude tvořit hodnotu. Podnik XYZ s.r.o. tvořil hodnotu ve všech letech a s velkou pravděpodobností ji bude tvořit i v budoucnu.

Z výše uvedené finanční analýzy vyplývá, že společnost ABC s.r.o. i společnost XYZ s.r.o. dosahují zisku a jsou schopny tvořit hodnotu. Z tohoto důvodu se opět nevyklučuje možnost ocenění podniků výnosovými metodami.

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

V této kapitole bude u sledovaných podniků vyloučen majetek, který nesouvisí s hlavním podnikatelským zaměřením, nebo majetek, který podniky drží v nadbytečné míře. Zároveň budou vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy.

Mezi nejčastěji provozně nepotřebná aktiva patří dlouhodobý finanční majetek. Společnost ABC s.r.o. v letech 2011-2015 vykazovala dlouhodobý finanční majetek formou podílů v ovládaných a řízených osobách. Jednalo se o dlouhodobé majetkové cenné papíry a majetkové účasti v tuzemsku a v zahraničí. Ve sledovaných letech z těchto účastí neplynuly žádné výnosy. Tento dlouhodobý finanční majetek firmy ABC s.r.o. nesloužil k základnímu účelu podniku a proto nebude do provozně potřebného majetku dále kalkulován. Společnost XYZ s.r.o. žádný dlouhodobý finanční majetek ve sledovaných letech nevlastnila.

Dalším aktivem, které často spadá do provozně nepotřebných aktiv, je krátkodobý finanční majetek. Provozně nutná výše krátkodobého finančního majetku byla vyčíslena na základě doporučené hodnoty okamžité likvidity ve výši 20% z krátkodobých závazků. V případě, že okamžitá likvidita u analyzovaných nedosahovala

hodnoty 0,2, byla započítána v celé své výši jako provozně nutná. V letech, kdy krátkodobý finanční majetek přesahoval hodnotu 20% z krátkodobých závazků, byl snížen na hodnotu 20%. U společnosti ABC s.r.o. se okamžitá likvidita, jak již bylo zmíněno v analýze poměrových ukazatelů, pohybovala kolem hodnoty 20%. Výsledné hodnoty provozně nutného krátkodobého finančního majetku jsou zachyceny v tabulce č. 24, ze které je patrné, že kromě roku 2011 u společnosti ABC s.r.o., byl krátkodobý finanční majetek vždy ponížěn. V roce 2011 byl stav peněz v hotovosti a na bankovním účtu společnosti ABC s.r.o. nižší než doporučená hodnota 20% z krátkodobých závazků, proto byl tento majetek ponechán v celé své výši.

Tab. 24 Provozně nutný krátkodobý finanční majetek v letech 2011-2015

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobý finanční majetek (tis. Kč)	8 777	25 448	38 869	27 795	17 394
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	66 703	111 434	81 626	110 895	77 777
Likvidita L1	0,13	0,23	0,48	0,25	0,22
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutný KFM (tis. Kč)	8 777	22 287	16 325	22 179	15 555
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Krátkodobý finanční majetek (tis. Kč)	7 077	22 460	2 491	3 299	11 410
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	24 936	21 378	8 849	12 150	15 474
Likvidita L1	0,28	1,05	0,28	0,27	0,74
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutný KFM (tis. Kč)	4 987	4 276	1 770	2 430	3 095

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším krokem při rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je stanovení provozně nutného provozního kapitálu. Vypočítá se jako součet provozně potřebného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu u firem ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. je vykresleno v následující tabulce. Do tabulky je dosazen i výše vypočítaný provozní krátkodobý finanční majetek.

Tab. 25 Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Provozně nutný DHM	12 516	29 995	39 946	42 005	41 085
Provozně nutný DNM	323	124	228	116	50
Provozně nutný DM	12 839	30 119	40 174	42 121	41 135
Zásoby	10 599	11 303	10 198	27 305	14 477
Provozně nutné pohledávky	94 708	119 132	82 485	117 278	77 447
Provozně nutný KFM	8 777	22 287	16 325	22 179	15 555
Časové rozlišení aktiv	911	436	820	362	6 274
Neúročené krátkodobé závazky (-)	66 703	111 434	81 626	110 895	77 777
Časové rozlišení pasiv (-)	179	411	1 128	3 083	475
Provozně nutný pracovní kapitál	48 113	41 313	27 074	53 146	35 501
Provozně nutný investovaný kapitál	60 952	71 432	67 248	95 267	76 636
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Provozně nutný DHM	8 149	8 236	7 434	8 146	25 073
Provozně nutný DNM	142	248	154	439	1 706
Provozně nutný DM	8 291	8 484	7 588	8 585	26 779
Zásoby	11 895	16 136	16 928	7 429	16 507
Provozně nutné pohledávky	34 225	13 561	13 902	40 223	18 708
Provozně nutný KFM	4 987	4 276	1 770	2 430	3 095
Časové rozlišení aktiv	7 878	571	704	951	3 892
Neúročené krátkodobé závazky (-)	24 936	21 378	8 849	12 150	15 474
Časové rozlišení pasiv (-)	0	0	490	367	0
Provozně nutný pracovní kapitál	34 049	13 166	23 965	38 516	26 728
Provozně nutný investovaný kapitál	42 340	21 650	31 553	47 101	53 507

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý nehmotný majetek byl započítán v celé své výši. V rámci dlouhodobého nehmotného majetku se jednalo pouze o software, který je provozně potřebný. Dlouhodobý hmotný majetek byl zastoupen především stroji a zařízeními, pozemky i stavbami. Všechny tyto položky byly využívány k provoznímu chodu firem. U společnosti XYZ s.r.o. v roce 2015 narostl dlouhodobý hmotný majetek o téměř 17 milionů korun. Jednalo se o investici do pozemků. Tyto pozemky budou sloužit k vystavení nového sídla společnosti. Společnost ABC s.r.o. vykazovala ve svém majetku v letech 2012-2015 nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Tento majetek byl z provozně nutného majetku vyřazen.

Zásoby jsou počítány jako provozně nutné v celé své výši, protože je tvořily položky určené k zajištění konkrétních zakázek.

Časové rozlišení u společnosti ABC s.r.o. je složeno především budoucími výnosy a náklady souvisejícími s provozní činností. Jedná se především o fakturace za vodu a elektřinu. U společnosti XYZ s.r.o. zahrnuje časové rozlišení pasivní především fakturace za hovorné a v roce 2012 i fakturaci na výkony za zakázku se zdani-

telným plněním na konci roku 2011. Časové rozlišení aktivní pak zahrnuje především fakturace za energie a služby. Proto je časové rozlišení obou firem posuzováno za provozně nutné v plné výši.

Poslední položky potřebné k výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu jsou provozně nutné pohledávky a neúročené krátkodobé závazky. Z pohledávek byly odečteny dlouhodobé pohledávky (odložená daňová pohledávka), pohledávky za ovládanými a řízenými osobami, pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem a u společnosti XYZ s.r.o. byly v letech 2014 a 2016 odečteny i pohledávky po splatnosti, které trvaly více než 2 roky.

Tabulka č. 26 zachycuje korigovaný provozní výsledek hospodaření, který byl vypočítán jako provozní výsledek hospodaření očištěný o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a ke kterému byly přičteny náklady spojené s tímto prodejem. K těmto peněžním operacím u obou firem docházelo v malém množství a jen v některých letech. Z tohoto důvodu se provozní výsledek hospodaření a korigovaný provozní výsledek hospodaření příliš neliší.

Tab. 26 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	10 004	5 596	8 713	16 038	5 572
Tržby z prodeje DM (-)	17	300	372	65	106
Zůstatková cena prodaného DM (+)	0	0	271	28	67
KPVH	9 987	5 296	8 612	16 001	5 533
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	16 471	14 848	3 183	11 540	12 412
Tržby z prodeje DM (-)	105	30	0	8	189
Zůstatková cena prodaného DM (+)	0	0	0	0	62
KPVH	16 366	14 818	3 183	11 532	12 285

Zdroj: vlastní zpracování

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této kapitole budou stanoveny generátory hodnoty, které byly definovány v teoretické části diplomové práce. Tyto generátory budou dále sloužit ke stanovení hodnoty oceňovaných společností.

4.5.1 Tržby

Tržby byly analyzovány již v rámci strategické analýzy, v souvislosti s tržbami relevantního trhu. Tržby odvětví byly prognózovány pomocí jednoduché regresní analýzy v závislosti na vývoji HDP. Pomocí tržeb relevantního trhu pak byly odvozeny budoucí tržby oceňovaných podniků.

Prognózované tržby společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. jsou uvedeny v tabulce č. 15 na straně 56. V této tabulce je znázorněno i tempo růstu tržeb oceňovaných firem, které v prognózovaných letech dosahují hodnot 8,14% u firmy ABC s.r.o. a

9,75% u společnosti XYZ s.r.o. Prognózované období vykazuje stabilní růst tržeb jak v rámci relevantního trhu, tak v rámci oceňovaných společností.

4.5.2 Provozní zisková marže

V rámci prognózy ziskové marže byla provedena prognóza výpočtu shora a zdola.

U metody shora byl nejdříve stanoven korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy a zdaněním. Z něj pak byla odvozena provozní zisková marže. Metoda zdola je založena na stanovení nákladových položek, ze kterých je pak vypočítán korigovaný provozní výsledek hospodaření. Provozní zisková marže byla vypočtena jako podíl korigovaného výsledku hospodaření a tržeb.

Tab. 27 Analýza provozní ziskové marže shora v letech 2011-2015

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	254 447	232 260	224 664	232 907	298 298
KPVH před odpisy a daněmi (tis. Kč)	12 727	9 128	12 367	19 526	8 980
Zisková marže	5,00%	3,93%	5,50%	8,38%	3,01%
Průměrná zisková marže	5,17%				
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	134 863	110 732	82 044	132 080	134 366
KPVH před odpisy a daněmi (tis. Kč)	17 617	16 388	4 646	12 775	14 180
Zisková marže	13,06%	14,80%	5,66%	9,67%	10,55%
Průměrná zisková marže	10,75%				

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže byla u obou oceňovaných podniků v letech 2011-2015 kladná. U společnosti ABC s.r.o. se zisková marže pohybovala v rozmezí od 3 do 8,3 procent. V roce 2015 byla zisková marže nejnižší, především kvůli většímu meziročnímu nárůstu výkonové spotřeby oproti výkonům. Průměrná zisková marže u společnosti ABC s.r.o. ve sledovaných letech byla 5,17%.

Společnost XYZ s.r.o. dosahovala, jak již bylo zmíněno v kapitole finanční analýzy, vyšších zisků ve všech analyzovaných letech. To je hlavním důvodem, že i provozní zisková marže dosahuje vyšších hodnot. Průměrná zisková marže v letech 2011-2015 byla 10,75%, což není vůbec špatné. Zisková marže společnosti XYZ s.r.o. byla nejvyšší v letech 2011 a 2012. V roce 2013 pak klesla na hodnotu 5,66%, což bylo především ovlivněno nejnižšími tržbami podniku ve sledovaných letech. Od roku 2014 zisková marže opět roste a v roce 2015 dosáhla téměř průměrné hodnoty 10,75%.

Podrobněji rozepsanou analýzu ziskové marže provedenou metodou „zdola“ můžeme vidět v tabulce č. 28, která zachycuje nákladové položky vynaložené na provozní činnost společností.

Tab. 28 Analýza provozní ziskové marže zdola v letech 2011-2015

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	210 512	197 621	205 903	219 809	279 602
Osobní náklady (tis. Kč)	36 893	38 205	36 447	42 144	45 027
Náklady na prodej zboží (tis. Kč)	0	34 458	41 954	57 358	42 155
Změna rezerv a oprav. položek (tis. Kč)	-850	3 883	3 961	628	157
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	1 751	2 239	2 344	1 346	6 278
KVPH zjištěný dopočtem	12 727	9 128	12 367	19 526	8 980
Zisková marže zjištěná dopočtem	5,00%	3,93%	5,50%	8,38%	3,01%
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	94 726	79 262	59 339	85 346	97 327
Osobní náklady (tis. Kč)	15 391	24 596	23 378	22 290	30 853
Změna rezerv a oprav. položek (tis. Kč)	6 818	-13 309	-4 093	3 577	724
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	502	9 874	865	361	1 423
KVPH zjištěný dopočtem	17 617	16 388	4 646	12 775	14 180
Zisková marže zjištěná dopočtem	13,06%	14,80%	5,66%	9,67%	10,55%

Zdroj: vlastní zpracování

Korigovaný provozní výsledek hospodaření zjištěný metodou zdola by měl dosahovat stejné hodnoty, jako KPVH zjištěný metodou shora. V rámci této metody byly stanoveny náklady na provozní činnost, které byly odečteny od výnosových položek souvisejících též s hlavním podnikatelským zaměřením. Struktura jednotlivých nákladových položek byla podrobněji specifikována v kapitole 4.3.1 v rámci analýzy výkazu zisku a ztrát. Z hlediska nákladů týkajících se provozní činnosti se jejich celková hodnota příliš neměnila. U obou společností nebylo ve výpočtech provozního korigovaného výsledku hospodaření kalkulováno pouze se zůstatkovými hodnotami prodaného dlouhodobého majetku, které ale na celkových nákladech tvořily minimální podíl.

Z analýzy ziskové marže v minulosti pak byla predikována zisková marže do budoucna. Budoucí zisková marže byla stanovena pomocí obou výše uvedených metod, které byly potom vzájemně sladěny tak, aby dospěly ke stejným hodnotám. Prognózané výsledky výpočtu provozní ziskové marže v letech 2016-2019 jsou znázorněny v tabulce č. 29.

Tab. 29 Prognóza provozní ziskové marže v letech 2016-2019

ABC s.r.o.	2016	2017	2018	2019
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	308 487	320 813	332 209	362 523
Osobní náklady (tis. Kč)	46 107	48 819	51 474	57 841
Náklady na prodej zboží (tis. Kč)	22 855	24 026	25 153	28 065
Změna rezerv a oprav. položek (tis. Kč)	157	157	157	157
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	6278	6278	6278	6278
KVPH zjištěný dopočtem	13 303	14 096	15 274	17 946
Prognózovaná zisková marže	4,01%	4,04%	4,18%	4,41%
Průměrná zisková marže	4,16%			
XYZ s.r.o.	2016	2017	2018	2019
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	97 856	101 925	126 499	129 972
Osobní náklady (tis. Kč)	31 021	32 311	40 101	41 202
Změna rezerv a oprav. položek (tis. Kč)	724	724	724	724
Ostatní provozní náklady (tis. Kč)	1423	1423	1423	1423
KVPH zjištěný dopočtem	14 256	14 845	18 401	18 904
Prognózovaná zisková marže	10,03%	10,70%	10,08%	9,95%
Průměrná zisková marže	10,19%			

Zdroj: vlastní zpracování

Při plánování nákladových položek v letech 2016-2019 byl brán ohled na to, jaký podíl tyto náklady tvořily v minulosti na celkových tržbách. Položky, které se tolik nepodílí na celkových nákladech, byly ponechány ve výši, která byla v posledním známém roce vykázána. Po sladění obou metod byly vypočítány průměrné provozní ziskové marže obou společností, které budou využity při ocenění podniků. U společnosti ABC s.r.o. byla na roky 2016-2019 provozní zisková marže stanovena 4,16% a 10,19% u firmy XYZ s.r.o.

4.5.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je dalším důležitým generátorem hodnoty, který je třeba analyzovat a následně prognózovat do budoucna. Provozně nutný pracovní kapitál byl stanoven již v kapitole 2.4, kde byla aktiva rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná. Jednotlivé hodnoty provozně potřebného pracovního kapitálu jsou zobrazeny v téže kapitole v tabulce č. 25 na straně 72.

Tento pracovní kapitál byl převeden na dobu obratu, podle které byly stanoveny obrátky pracovního kapitálu v letech 2016-2019. Pracovní kapitál podle doby obratu je znázorněn v tabulce č. 30.

Tab. 30 Analýza a prognóza pracovního kapitálu podle doby obratu (ve dnech)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Materiál	14,6	15,5	15,9	34,6	17,0	15,6	15,6	15,6	15,6
Nedokončená výroba	0,0	0,0	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Výrobky	0,6	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zboží	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé pohledávky	135,9	187,2	134,0	183,8	94,8	94,8	94,8	94,8	94,8
Krátkodobé závazky	95,7	175,1	132,6	173,8	95,2	95,2	96,2	97,2	98,2
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Materiál	17,2	15,4	17,5	9,3	10,7	10,6	9,5	8,2	9,1
Nedokončená výroba	15,0	37,8	57,8	11,2	32,4	32,9	30,2	29,5	28,2
Krátkodobé pohledávky	92,6	44,7	61,8	111,2	50,8	50,3	47,2	45,3	43,2
Krátkodobé závazky	67,5	70,5	39,4	33,6	42,0	42,0	43,5	45,8	47,2

Zdroj: vlastní zpracování

U společnosti ABC s.r.o. byly stanoveny budoucí hodnoty pracovního kapitálu podle obrátkovosti roku 2015. Doba obratu materiálu byla pro budoucí roky stanovena na 15,6 dnech. Rok 2014 byla doba obratu materiálu mnohem vyšší než v letech ostatních - bylo to tím, že na skladě bylo vykazováno větší množství materiálu. Z tohoto důvodu byla stanovena hodnota materiálu podle ostatních let, kdy materiál na skladu tvořil v průměru 13 milionů. V roce 2015 byla doba obratu pohledávek 94,8 dnů, stejná doba byla stanovena i pro prognózované roky. Co se závazků týče, tak zde byla snaha o mírné prodlužování doby obratu závazků v letech 2016-2019.

U společnosti XYZ s.r.o. bude snaha o postupné snižování doby obratů u položek zásob i krátkodobých pohledávek. Naopak zde bude mírný nárůst doby obratu u krátkodobých závazků. Snaha managementu bude snižovat obchodní deficit, se kterým, jak bylo uvedeno v kapitole finanční analýzy, má firma XYZ s.r.o. problém. Kdyby do budoucna byla nadále doba obratu pohledávek delší, než doba obratu závazků, mohla by mít společnost problém dostát svým závazkům.

Časové rozlišení aktiv i pasiv bylo u obou oceňovaných společností v letech 2016-2019 ponecháno na hodnotě, která byla vykázána v roce 2015. V tabulce č. 31 je vypočítán provozně nutný pracovní kapitál pro prognózované období. Tento pracovní kapitál je uveden bez peněz, tedy provozně nutného finančního majetku. Ten byl v letech 2016-2019 vypočítán v doporučené míře, tedy ve výši 20% okamžité likvidní částky vzhledem ke krátkodobým závazkům.

Tab. 31 Prognóza pracovního kapitálu v letech 2016-2019 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2016	2017	2018	2019
Materiál	12 540	13 183	13 801	15 397
Výrobky	636	669	700	781
Krátkodobé pohledávky	86 144	90 560	94 809	105 773
Krátkodobé závazky	86 508	90 943	95 209	106 219
Časové rozlišení aktiv	632	632	632	632
Časové rozlišení pasiv	475	475	475	475
Provozně nutný PK (bez peněz)	30 271	31 815	33 300	37 133
XYZ s.r.o.	2016	2017	2018	2019
Materiál	4 128	3 889	4 100	4 738
Nedokončená výroba	12 813	12 364	14 751	14 683
Krátkodobé pohledávky	18 343	19 283	23 552	24 524
Krátkodobé závazky	15 149	15 926	19 452	20 255
Časové rozlišení aktiv	3 892	3 892	3 892	3 892
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0
Provozně nutný PK (bez peněz)	24 026	23 503	26 844	27 583

Zdroj: vlastní zpracování

4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou posledním z generátorů hodnoty. Bylo zde počítáno pouze s provozně potřebným hmotným a nehmotným dlouhodobým majetkem, který byl opět převzatý z kapitoly 2.4, kde byla jeho výše stanovena. Z účetních výkazů byla převzata výše odpisů a investic brutto. Investice netto byly dány jako rozdíl mezi investicemi brutto a odpisy dlouhodobého majetku. V tabulce č. 32 jsou vyčísleny hodnoty za celý dlouhodobý majetek v letech 2011-2019.

Tab. 32 Analýza a prognóza investic do dlouhodobého nutného majetku (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DM	12 839	30 119	40 174	42 121	41 135	44 775	48 685	53 735	59 655
Odpisy DHM a DNM	2 540	2 209	3 417	3 224	3 053	3 104	3 713	3 561	2 776
Investice netto		17 280	10 054	1 947	-986	3 640	3 910	5 050	5 920
Investice brutto		20 526	13 729	5 199	2 134	6 744	7 623	8 611	8 796
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DM	8 291	8 484	7 588	8 351	26 779	27 684	29 079	30 020	30 414
Odpisy DHM a DNM	1 171	1 505	1 405	1 128	1 865	1 865	2 566	3 294	3 117
Investice netto	-295	193	-896	997	18 194	1 638	1 828	1 304	651
Investice brutto	878	1 708	509	3 997	20 295	4 206	4 394	4 598	3 768

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že od firem nebyly získány informace týkající se plánovaných investic, ke stanovení byl zvolen globální přístup. Tento přístup plánování je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají spíše průběžný charakter. Globální přístup plánování investiční náročnosti je vhodné použít u firem strojírenského průmyslu, kde jsou stroje relativně pravidelně pořizovány a obnovovány. Nejdříve byl vypočítán koeficient náročnosti tržeb na investice, který se vypočítá jako podíl investic na přírůstu tržeb. Podle tohoto koeficientu pak byly stanoveny investice do budoucna.

4.5.5 Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

V této části diplomové práce byla analyzována rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu. Nejdříve byl vyčíslen korigovaný výsledek hospodaření po odpisech a zdanění. Ze kterého byla vypočítána zisková marže a samotné tempo růstu KPVH. Všechny vstupní údaje byly již stanoveny v minulých kapitolách, sazba daně z příjmu právnických osob je k dnešnímu dni 19% a nejsou informace, že by mělo v nejbližší době dojít ke změně.

V minulých letech byly u obou oceňovaných společností ziskové marže, počítané z korigovaného provozního výsledku hospodaření sníženého o odpisy a daň, kladné. Tempa růstu měla velkou variabilitu, dosahovala jak kladných, tak záporných hodnot. Průměrné tempo růstu KPVH po odpisech a zdanění bylo u společnosti ABC s.r.o. 3,9%. U společnosti XYZ s.r.o. bylo průměrné tempo růstu 44,3%, ale jen díky vysokému nárůstu KPVH v roce 2014, kdy tento provozní výsledek hospodaření vzrostl o více než 200%. Výsledky minulých let jsou znázorněny v tabulce č. 33.

Tab. 33 Analýza KPVH po odpisech a zdanění v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před odpisy a zdaněním	12 727	9 128	12 367	19 526	8 980
Odpisy	2 540	2 209	3 417	3 224	3 053
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a zdanění	8 251	5 604	7 250	13 205	4 801
Zisková marže	3,24%	2,41%	3,23%	5,67%	1,61%
Tempo růstu KPVH	x	-32,08%	29,35%	82,15%	-63,64%
XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
KPVH před odpisy a zdaněním	17 617	16 388	4 646	12 775	14 180
Odpisy	1 171	1 505	1 405	1 128	1 865
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a zdanění	13 321	12 055	2 625	9 434	9 975
Zisková marže	9,88%	10,89%	3,20%	7,14%	7,42%
Tempo růstu KPVH	x	-9,50%	-78,22%	259,36%	5,74%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro budoucí období bylo ve všech směrech počítáno se stabilnějšími výsledky, které reflektují pozvolný růst tržeb. Tabulka č. 34 nám ukazuje tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření po odečtení odpisů a daní v letech 2016-2019. Průměrné tempo růstu KPVH v prognózovaných letech je 26% u společnosti ABC s.r.o. a 6,5% u firmy XYZ s.r.o.

Tab. 34 Prognóza KPVH po odpisech a zdanění v letech 2016-2019 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2016	2017	2018	2019
KPVH před odpisy a zdaněním	13 303	14 096	15 274	17 946
Odpisy	3 104	3 713	3 561	2 776
Sazba daně	19%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a zdanění	8 261	8 410	9 487	12 287
Zisková marže	2,49%	2,41%	2,60%	3,02%
Tempo růstu KPVH	72,07%	1,81%	12,80%	29,51%
XYZ s.r.o.	2016	2017	2018	2019
KPVH před odpisy a zdaněním	14 256	15 987	18 401	18 904
Odpisy	1 865	2 566	3 294	3 117
Sazba daně	19%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a zdanění	10 037	10 871	12 237	12 787
Zisková marže	7,06%	7,27%	6,70%	6,73%
Tempo růstu KPVH	0,62%	8,31%	12,56%	4,50%

Zdroj: vlastní zpracování

Po vyčíslení korigovaného provozního výsledku hospodaření očištěného o odpisy a daň byla vypočítána samotná rentabilita investovaného kapitálu. V minulých letech byl investovaný kapitál stanoven již v tabulce č. 25 nacházející se na straně 72. Pro prognózované období byl vypočítán jako součet prognózovaného provozně nutného dlouhodobého majetku a plánovaného provozně nutného pracovního kapitálu. Tabulka č. 34 zachycuje provozně nutný investovaný kapitál, jeho obrátku a rentabilitu u společností ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. v letech 2011-2019.

Tab. 35 Analýza a prognóza rentability investovaného kapitálu

ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Provozně nutný inv. kapitál (tis. Kč)	60 952	71 432	67 248	95 267	76 636	75 046	80 500	87 035	96 788
Obrátka inv. kapitálu	x	3,25	3,34	2,44	3,89	4,42	4,33	4,19	4,21
Rentabilita inv. kapitálu (%)	x	7,85	10,78	13,86	6,26	11,01	10,45	10,90	12,70

XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Provozně nutný inv. kapitál (tis. Kč)	42 340	21 650	31 553	46 867	52 873	54 740	55 767	60 755	62 048
Obrátka inv. kapitálu	x	5,11	2,60	2,82	2,54	2,60	2,68	3,00	3,06
Rentabilita inv. kapitálu (%)	x	55,68	8,32	20,13	18,87	18,34	19,49	20,14	20,61

Zdroj: vlastní zpracování

Obrátka investovaného kapitálu byla vypočítána jako podíl tržeb a provozně nutného investovaného kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu byla stanovena součinem obrátky investovaného kapitálu a provozní ziskové marže stanovené v tabulce č. 33 na straně 80. Společnost ABC s.r.o. vykazovala v minulých letech průměrnou rentabilitu investovaného kapitálu ve výši 9,7%, která měla spíše rostoucí trend. Jediný propad byl v roce 2015, kdy byla hodnota rentability ve výši 6,26%, což bylo dáno především vyššími provozními náklady, které se odrazily v nižší ziskové marži. Pro prognózované období byla vypočítána průměrná rentabilita investovaného kapitálu v hodnotě 11,2%.

U společnosti XYZ s.r.o. byla nejvyšší rentabilita stanovena v roce 2012, kdy dosahovala hodnoty téměř 56%. V roce 2012 měla společnost XYZ s.r.o. nejvyšší zisky za sledované období. V letech 2013-2015 se rentabilita investovaného kapitálu pohybovala v průměru kolem 15,7% a v prognózovaných letech se zvýšila na 19,6%. U obou oceňovaných společností je pozitivní to, že rentabilita investovaného provozního kapitálu má v budoucích letech spíše rostoucí trend.

4.5.6 Diskontní míra

Diskontní míra neboli kalkulovaná úroková míra je dalším prvkem potřebným ke stanovení tržní hodnoty podniku. Diskontní míra byla stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC), ovšem nejdříve byly stanoveny náklady na vlastní a cizí kapitál.

Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tabulka č. 36 zachycuje výpočet nákladů na vlastní kapitál u společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. stanovené k roku 2015.

Tab. 36 Stanovení nákladů na vlastní kapitál podle metody CAPM

	2015
R_f (aktuální výnosnost 10letých státních dluhopisů)	0,49%
Beta nezadlužené pro odvětví	1,1
RPT (riziková prémie kap. trhu USA)	4,24%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	0,71%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
RPZ (riziková prémie země)	1,07%
Rozdíl v inflaci	0,80%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	1,87%
Odhad rizikové přírážky za menší společnost	2,00%
Odhad rizikové přírážky za menší likviditu vlastnických podílů	1,50%
d (sazba daně z příjmů)	19%
ABC s.r.o.	
Beta zadlužené	1,23
n_{VK} (náklady na vlastní kapitál)	10,28%
XYZ s.r.o.	
Beta zadlužené	1,83
n_{VK} (náklady na vlastní kapitál)	12,81%

Zdroj: Damodaran, 2017; vlastní zpracování

Informace týkající se amerického kapitálového trhu a indexu beta byly zjištěny z internetových stránek profesora Damodarana. Tyto údaje byly upraveny o riziko České republiky jako státu s ratingem A1. Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány podle následujícího vzorce:

$$n_{VK} = r_f + \beta_{zadlužené} \times RPT + RPZ + \text{přirážka za menší společnost} + \text{přirážka za menší likviditu} \quad (7)$$

Beta zadlužené pro společnost ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. bylo vypočítáno následovně:

$$\beta_{zadlužené} = \beta_{nezadlužené} \times \left[1 + \frac{CK \times (1-d)}{VK} \right] \quad (8)$$

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako podíl nákladových úroků z roku 2015 a zpoplatněného cizího kapitálu za rok 2015.

Výsledná diskontní míra byla vypočítána podle vzorce č. 5, který je znázorněn na straně 31 v rámci teoretického výkladu. Výsledky výpočtu vážených nákladů na kapitál pro společnost ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 37 Výpočet diskontní míry WACC u společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o.

	ABC s.r.o.	XYZ s.r.o.
n_{CK}	5,45%	5,04%
CK/K	13,03%	44,99%
n_{VK}	10,28%	12,81%
VK/K	86,97%	55,01%
WACC	9,52%	9,32%

Zdroj: vlastní zpracování

V rámci výpočtu diskontní míry bylo počítáno pouze s úročeným cizím kapitálem, který sestával z bankovních úvěrů a dlouhodobých závazků, které obsahovaly především závazky plynoucí z leasingových smluv. Výsledná diskontní míra pro společnost ABC s.r.o. byla vypočítána v hodnotě 9,52% a pro firmu XYZ s.r.o. 9,32%.

4.6 Ocenění výnosovými metodami

K ocenění podniků byly zvoleny výnosové metody DCF entity a DCF APV. V rámci obou metod je potřeba nejdříve stanovit volné peněžní toky plynoucí do podniku FCFF (Free Cash Flow to the Firm). Tyto peněžní prostředky vychází z korigovaného provozního výsledku upraveného o odpisy, nepeněžní operace a o investice do provozně potřebného majetku. Výpočet volného peněžního toku na prognózované období je zobrazen v tabulce č. 38. Vzhledem k využití třífázové metody je prognózované období takzvanou první fází.

Tab. 38 Prognóza volného peněžního toku v letech 2016-2019 (v tis. Kč)

ABC s.r.o.	2016	2017	2018	2019
KPVH před daněmi	13 303	14 096	15 274	17 946
Upravená daň z příjmů (19%)	2 528	2 678	2 902	3 410
KPVH po zdanění	10 775	11 418	12 372	14 536
Odpisy	3 104	3 713	3 561	2 776
Předběžné CF	13 879	15 131	15 933	17 312
Investice do DM	5 230	-1 544	-1 485	-3 833
Investice do PK	-6744	-7623	-8611	-8796
Volné cash-flow 1. fáze (FCFF)	12 365	5 964	5 837	4 683
XYZ s.r.o.	2016	2017	2018	2019
KPVH před daněmi	14 256	15 987	18 401	18 904
Upravená daň z příjmů (19%)	2 709	3 038	3 496	3 592
KPVH po odpisech a zdanění 13,24%	11 547	12 949	14 905	15 312
Odpisy	1 865	2 566	3 294	3 117
Předběžné CF	13 412	15 515	18 199	18 429
Investice do DM	-962	368	-4 047	-899

Investice do PK	-4206	-4394	-4598	-3768
Volné cash-flow 1. fáze (FCFF)	8 244	11 490	9 554	13 762

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším důležitým krokem je stanovení peněžních toků pro přechodné období a pro třetí fázi. Peněžní toky pro meziobdobí, byly stanoveny na základě průměrného tempa růstu, které bylo stanoveno pro firmu ABC s.r.o. ve výši 8,14% a 9,75% pro společnost XYZ s.r.o. Ve třetí fázi je volný peněžní tok vyměřen na základě předpokládaného stabilního růstu podle očekávaného tempa růstu HDP v běžných cenách, tedy 2,5%. Volné peněžní toky pro přechodné období a pro fázi třetí pro obě oceňované společnosti jsou znázorněny v tabulce č. 39.

Tab. 39 Prognóza volného peněžního toku v mezidobí a ve 3. fázi (v tis. Kč)

	2020	2021	2022	2023	3.fáze
Volný peněžní tok (FCFF) ABC s.r.o.	5 064	5 476	5 922	6 404	6 564
Volný peněžní tok (FCFF) XYZ s.r.o.	15 104	16 576	18 192	19 966	20 465

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.1 Metoda DCF entity

Po stanovení volných peněžních toků došlo k diskontování těchto toků na úrovni vážených nákladů kapitálu stanovených v kapitole 2.5.6 pojednávající o diskontní míře. Následující tabulka ukazuje výpočet hodnoty pro podnik ABC s.r.o.

Tab. 40 Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF entity (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
CK/K	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	
VK/K	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%	
CK/VK	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
π_{CK} po dani	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	
π_{VKZ}	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	
WACC	9,52%	9,52%	9,52%	9,52%	
FCFF	3 424	8 859	8 364	7 967	
Hodnota brutto k 1.1.	100 530	106 678	107 977	109 894	
CK k 1.1.	14 481	14 629	11 629	10 129	
Hodnota netto k 1.1.	86 049	92 049	96 348	99 765	
Výsledná struktura CK/H _b	14,40%	13,71%	10,77%	9,22%	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
CK/K	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
VK/K	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%	87,00%
CK/VK	14,94%	14,94%	14,94%	14,94%	14,94%
π_{CK} po dani	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
π_{VKZ}	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%	10,28%
WACC	9,52%	9,52%	9,52%	9,52%	9,52%
FCFF	8 615	9 317	10 075	10 895	11 168
Hodnota brutto k 1.1.	112 391	114 477	116 061	117 037	117 285
CK k 1.1.	7 629	5 129	5 129	5 129	5 129
Hodnota netto k 1.1.	104 762	109 348	110 932	111 908	112 156
Výsledná struktura CK/H _b	6,79%	4,48%	4,42%	4,38%	4,37%

Zdroj: vlastní zpracování

Diskontování peněžních toků bylo provedeno od posledního roku (3. fáze) a pokračovalo se směrem k 1. 1. 2016. K diskontování posledního roku bylo využito Gordonova vzorce. V dalších letech byl k získané diskontované hodnotě přičten volný peněžní tok daného roku a diskontován náklady téhož roku. Po diskontování peněžních toků byla získána hodnota brutto, od které pak byl odečten úročený cizí kapitál a tím získána hodnota netto. Závěrem by byla přičtena hodnota provozně nepotřebného majetku, jenže vzhledem k tomu, že se nejedná o finální verzi, provozně nepotřebný majetek prozatím nebyl přičten. Společnost XYZ s.r.o. byla oceněna stejným postupem. Výsledky ocenění pomocí metody DCF Entity můžeme vidět v tabulce č. 41. Při porovnání obou podniků vidíme, že v rámci ocenění metodou DCF Entity je na tom lépe společnost XYZ s.r.o., které vyšla výsledná hodnota netto (před přičtením provozně nenutného majetku) 155 milionů Kč. Společnost ABC s.r.o. byla oceněna touto metodou na hodnotu pro vlastníky, která dosahovala 104,8 milionů Kč.

Tab. 41 Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF entity (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
CK/K	44,00%	44,00%	44,00%	44,00%	
VK/K	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%	
CK/VK	82,00%	82,00%	82,00%	82,00%	
n_{CK} po dani	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	
n_{VKZ}	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%	
WACC	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	
FCFF	8244	11490	9554	13762	
Hodnota brutto k 1.1.	180 715	189 310	195 461	204 120	
CK k 1.1.	25 588	23 500	21 000	19 800	
Hodnota netto k 1.1.	155 127	165 810	174 461	184 320	
Výsledná struktura CK/ H_b	14,16%	12,41%	10,74%	9,70%	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
CK/K	44,00%	44,00%	44,00%	44,00%	44,00%
VK/K	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%
CK/VK	82,00%	82,00%	82,00%	82,00%	82,00%
n_{CK} po dani	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%
n_{VKZ}	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%	12,81%
WACC	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%
FCFF	15 104	16 576	18 192	19 966	20 465
Hodnota brutto k 1.1.	209 379	213 786	217 130	219 171	219 627
CK k 1.1.	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Hodnota netto k 1.1.	191 379	195 786	199 130	201 171	201 627
Výsledná struktura CK/ H_b	8,60%	8,42%	8,29%	8,21%	8,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je z výše uvedených výpočtů patrné, výsledná struktura neodpovídá té vstupní, proto nemůžeme výše uvedené ocenění považovat za správné. Vzhledem k tomu, že tato metoda pracuje a kapitálovou strukturou, kterou je potřeba vyladovat tak, aby odpovídala výslednému ocenění. Z tohoto důvodu byly v rámci metody DCF entity u oceňovaných společností prováděny iterační postupy, pomocí kterých byla laděna kapitálová struktura. Stejně jako výpočet hodnoty, vyladování struktury bylo prováděno od posledního roku. Použije se výsledná struktura, která vyšla při ocenění metodou DCF entity a vloží se do výpočtu jako struktura vstupní. Podle této nové struktury byly opraveny i náklady na vlastní kapitál a tím i WACC. Změna vážených nákladů na kapitál ovlivní výslednou hodnotu a tím i kapitálovou strukturu. Tento proces se opakuje do té doby, dokud se vstupní i výstupní struktura kapitálu nerovnejí. Pak se přejde k roku předcházejícímu a provádí se iterace pro tento rok. Výsledná hodnota společnosti ABC s.r.o. po iteračním vyladění struktury je zobrazena v tabulce č. 42.

Tab. 42 Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF entity po provedení iterací (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
CK/K	14,56%	13,87%	10,91%	9,34%	
VK/K	85,44%	86,13%	89,09%	90,66%	
CK/VK	17,05%	16,11%	12,24%	10,30%	
n_{CK} po dani	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	
n_{VKZ}	10,36%	10,33%	10,18%	10,11%	
WACC	9,50%	9,51%	9,55%	9,58%	
FCFF	3 424	8 859	8 364	7 967	
Hodnota brutto k 1.1.	99 440	105 459	106 626	108 448	
CK k 1.1.	14 481	14 629	11 629	10 129	
Hodnota netto k 1.1.	84 959	90 830	94 997	98 319	
Výsledná struktura CK/H _b	14,56%	13,87%	10,91%	9,34%	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
CK/K	6,88%	4,54%	4,48%	4,44%	4,43%
VK/K	93,12%	95,46%	95,52%	95,56%	95,57%
CK/VK	7,39%	4,76%	4,69%	4,65%	4,64%
n_{CK} po dani	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%	4,41%
n_{VKZ}	10,00%	9,90%	9,90%	9,89%	9,89%
WACC	9,61%	9,65%	9,65%	9,65%	9,65%
FCFF	8 615	9 317	10 075	10 895	11 168
Hodnota brutto k 1.1.	110 866	112 909	114 488	115 462	115 710
CK k 1.1.	7 629	5 129	5 129	5 129	5 129
Hodnota netto k 1.1.	103 237	107 780	109 359	110 333	110 581
Výsledná struktura CK/H _b	6,88%	4,54%	4,48%	4,44%	4,43%

Zdroj: vlastní zpracování

U společnosti ABC s.r.o. i XYZ s.r.o. byly v každém roce provedeny 2-3 iterace, po kterých se předpokládaná struktura shodovala s výslednou. Při porovnání výsledných hodnot stanovených vyladěnou a nevyladěnou metodou DCF Entity můžeme vidět, že po vyladění kapitálové struktury, došlo u společnosti ABC s.r.o. k poklesu na hodnotu 85 milionů Kč. K poklesu došlo i u společnosti XYZ s.r.o., jejíž výsledek můžeme vidět na následující straně v tabulce č. 43. Výsledná hodnota společnosti XYZ s.r.o. stanovená metodou DCF entity po vyladění kapitálové struktury je 150 milionů Kč. Po přičtení provozně nepotřebného majetku se hodnoty zvýšily u společnosti **ABC s.r.o.** o 34 milionů Kč **na hodnotu 119 milionů Kč** a u společnosti **XYZ s.r.o.** došlo k růstu hodnoty o 10 milionů Kč, **na hodnotu 160 milionů Kč.**

Tab. 43 Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF entity po provedení iterací (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
CK/K	14,56%	12,76%	11,05%	9,97%	
VK/K	85,44%	87,24%	88,95%	90,03%	
CK/VK	17,04%	14,63%	12,42%	11,07%	
n_{CK} po dani	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	
n_{VKZ}	10,36%	10,27%	10,19%	10,14%	
WACC	9,45%	9,48%	9,51%	9,53%	
FCFF	8244	11490	9554	13762	
Hodnota brutto k 1.1.	175 784	184 148	190 119	198 652	
CK k 1.1.	25 588	23 500	21 000	19 800	
Hodnota netto k 1.1.	150 196	160 648	169 119	178 852	
Výsledná struktura CK/ H_b	14,56%	14,13%	11,05%	9,97%	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
CK/K	8,83%	8,65%	8,51%	8,43%	8,41%
VK/K	91,17%	91,35%	91,49%	91,57%	91,59%
CK/VK	9,69%	9,46%	9,30%	9,20%	9,18%
n_{CK} po dani	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%	4,08%
n_{VKZ}	10,08%	10,08%	10,07%	10,07%	10,07%
WACC	9,55%	9,56%	9,56%	9,56%	9,56%
FCFF	15 104	16 576	18 192	19 966	20 465
Hodnota brutto k 1.1.	203 829	208 201	211 526	213 557	214 012
CK k 1.1.	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Hodnota netto k 1.1.	185 829	190 201	193 526	195 557	196 012
Výsledná struktura CK/ H_b	8,83%	8,65%	8,51%	8,43%	8,41%

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.2 Metoda DCF APV

Jako druhá výnosová metoda stanovení hodnoty podniku byla zvolena metoda DCF APV. Tato metoda rozděluje hodnotu podniku brutto na hodnotu nezadluženého podniku a na současnou hodnotu daňových štítů. Hodnota nezadluženého podniku byla vypočítána jako současná hodnota budoucích peněžních toků diskontovaných náklady na vlastní kapitál při nulovém zadlužení. Současná hodnota úrokových daňových štítů byla vypočítána jako hodnota ročních daňových štítů diskontovaných náklady cizího kapitálu v daném roce. Daňové štíty byly vypočítány podle následujícího vzorce:

$$\text{Daňový štít v roce } t = CK_{t-1} \times n_{CKt} \times d_t \quad (9)$$

Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV je uvedeno v tabulce č. 44 na následující straně.

Tab. 44 Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
FCFF	3 424	8 859	8 364	7 967	
ρ_{VKn}	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%	
Hodnota nezadluž. podniku	98 232	104 354	105 638	107 541	
ρ_{CK}	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	
Daňový štít (roční)	151	120	105	79	
SH daňového štítu	1 193	1 107	1 047	999	
Hodnota brutto k 1.1.	99 425	105 461	106 685	108 540	
CK k 1.1.	14 481	14 629	11 629	10 129	
Hodnota netto k 1.1.	84 944	90 832	95 056	98 411	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
FCFF	8 615	9 317	10 075	10 895	11 168
ρ_{VKn}	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%
Hodnota nezadluž. podniku	110 026	112 104	113 682	114 656	114 904
ρ_{CK}	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Daňový štít (roční)	53	53	53	53	53
SH daňového štítu	975	975	975	975	975
Hodnota brutto k 1.1.	111 000	113 078	114 657	115 631	115 879
CK k 1.1.	7 629	5 129	5 129	5 129	5 129
Hodnota netto k 1.1.	103 371	107 949	109 528	110 502	110 750

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota netto podniku ABC s.r.o. stanovená metodou DCF APV vyšla jen s rozdílem 10 tisíc Kč oproti vyladěné metodě DCF entity. Výhodou této metody je, že zde není třeba provádět vyladění kapitálové struktury, protože tato metoda s kapitálovou strukturou ve formě podílu cizího kapitálu na vlastním vůbec nepracuje. U společnosti XYZ s.r.o. byla hodnota podniku stanovena touto metodou na hodnotu 150 050 tisíc Kč, což je cca o 40 tisíc méně, než u vyladěné metody DCF entity. Jak byla hodnota společnosti XYZ s.r.o. vypočítána můžeme vidět v tabulce č. 46. Při porovnání obou podniků můžeme vidět, že zadlužení společnosti ABC s.r.o. je menší než u společnosti XYZ s.r.o. Hodnota brutto u podniku ABC s.r.o. je tvořena z 99% hodnotou nezadluženého podniku a pouze 1 procentem současnou hodnotou daňových úspor. U společnosti XYZ s.r.o. je současná hodnota daňového štítu vyšší, proto se podílí i z větší části na hodnotě brutto, než tomu bylo u společnosti ABC s.r.o.

Tab. 45 Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
FCFF	8 244	11 490	9 554	13 762	
π_{VKn}	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%	
Hodnota nezadluž. podniku	172 062	180 541	186 598	195 179	
π_{CK}	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	
Daňový štít (roční)	245	225	201	190	
SH daňového štítu	3 576	3 511	3 463	3 436	
Hodnota brutto k 1.1.	175 638	184 052	190 061	198 616	
CK k 1.1.	25 588	23 500	21 000	19 800	
Hodnota netto k 1.1.	150 050	160 552	169 061	178 816	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
FCFF	15 104	16 576	18 192	19 966	20 465
π_{VKn}	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%	9,72%
Hodnota nezadluž. podniku	200 387	204 759	208 083	210 115	210 569
π_{CK}	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
Daňový štít (roční)	172	172	172	172	172
SH daňového štítu	3 420	3 420	3 420	3 420	3 420
Hodnota brutto k 1.1.	203 807	208 179	211 503	213 535	213 989
CK k 1.1.	18 000	18 000	18 000	18 000	18 000
Hodnota netto k 1.1.	185 807	190 179	193 503	195 535	195 989

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.3 Vliv kapitálové struktury na tržní hodnotu podniků

V této části bude modelována měnící se kapitálová struktura a její vliv na hodnotu podniků. Vzhledem k tomu, že výpočet hodnoty metodou DCF APV je rychlejší a bez nutnosti iterací, bude k modelování kapitálové struktury využita právě tato metoda. Nejdříve u obou podniků budeme praktikovat situaci, kdy každoročně dojde ke zvyšování cizího úročeného kapitálu. Výpočty hodnoty při rostoucím zadlužení jsou zobrazeny v tabulce č. 46 pro podnik ABC s.r.o. a v tabulce č. 47 pro společnost XYZ s.r.o. Hodnoty nezadluženého podniku zůstaly stejné s předchozím oceněním, protože tato hodnota, jak již sám název napovídá, není změnou zadlužení ovlivněna. S větším zadlužením se mění pouze ta část hodnoty brutto, která je ovlivněna daňovými štíty podniku. Celková hodnota brutto k 1. 1. 2016 s růstem zadlužení u společnosti ABC s.r.o. i u firmy XYZ s.r.o. vzrostla cca o 3 miliony Kč právě díky daňovým štítům.

Tab. 46 Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
Hodnota nezadluž. podniku	98 232	104 354	105 638	107 541	
n_{CK}	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	
Daňový štít (roční)	151	160	171	181	
SH daňového štítu	3 959	4 023	4 082	4 134	
Hodnota brutto k 1.1.	102 190	108 378	109 720	111 675	
CK k 1.1.	15 481	16 481	17 481	18 481	
Hodnota netto k 1.1.	86 709	91 897	92 239	93 194	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
Hodnota nezadluž. podniku	110 026	112 104	113 682	114 656	114 904
n_{CK}	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%	5,45%
Daňový štít (roční)	191	202	212	222	233
SH daňového štítu	4 178	4 214	4 242	4 262	4 271
Hodnota brutto k 1.1.	114 204	116 318	117 925	118 918	119 176
CK k 1.1.	19 481	20 481	21 481	22 481	23 481
Hodnota netto k 1.1.	94 723	95 837	96 444	96 437	95 695

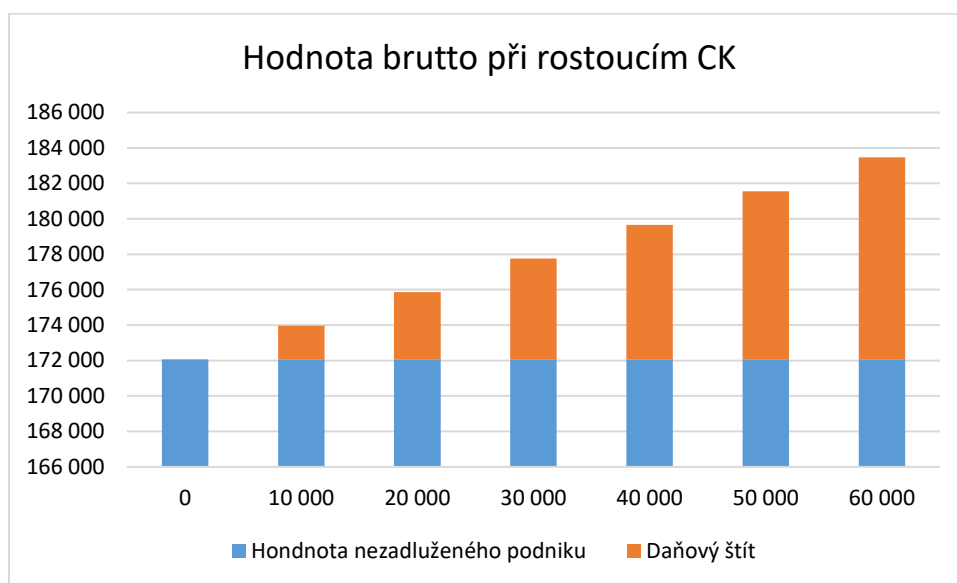
Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 47 Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
Hodnota nezadluž. podniku	172 062	180 541	186 598	195 179	
n_{CK}	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	
Daňový štít (roční)	245	255	264	274	
SH daňového štítu	6 088	6 150	6 205	6 253	
Hodnota brutto k 1.1.	178 150	186 690	192 803	201 433	
CK k 1.1.	26 588	27 588	28 588	29 588	
Hodnota netto k 1.1.	151 562	159 102	164 215	171 845	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
Hodnota nezadluž. podniku	200 387	204 759	208 083	210 115	210 569
n_{CK}	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%	5,04%
Daňový štít (roční)	283	293	302	312	322
SH daňového štítu	6 295	6 329	6 355	6 373	6 382
Hodnota brutto k 1.1.	206 682	211 088	214 438	216 487	216 951
CK k 1.1.	30 588	31 588	32 588	33 588	34 588
Hodnota netto k 1.1.	176 094	179 500	181 850	182 899	182 363

Zdroj: vlastní zpracování

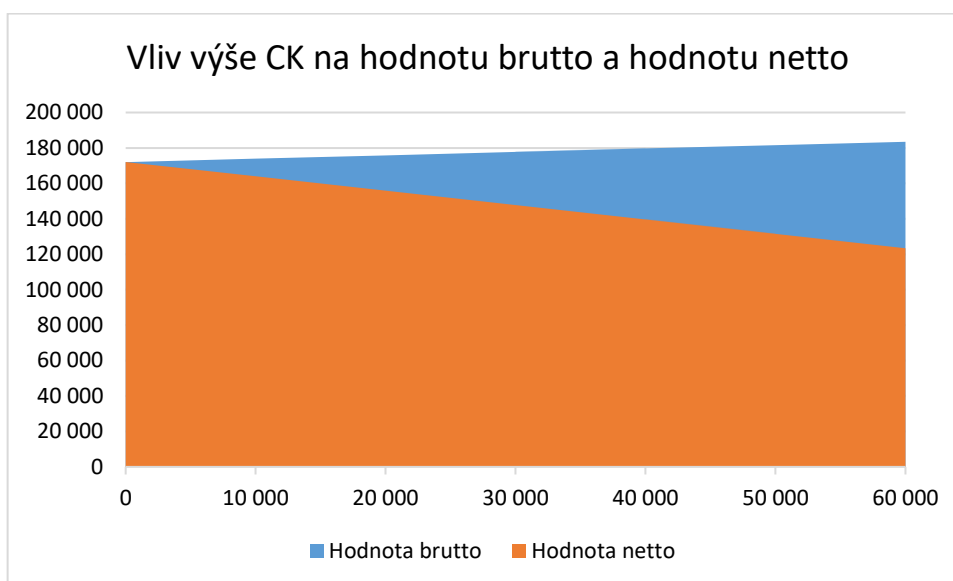
Jak se mění hodnota brutto s nárůstem cizího kapitálu, můžeme vidět na následujícím obrázku. Tato hodnota je demonstrována na hodnotě společnosti XYZ s.r.o.



Obr. 23 Vliv výše CK na hodnotu brutto podniku XYZ s.r.o. při konstantních n_{ck} (v tis. Kč)
Zdroj: vlastní zpracování

Z obrázku 23 je patrné, že hodnota nezadlužené firmy XYZ s.r.o. je 172 milionů Kč. S růstem zadlužení, jak již bylo zmíněno výše, roste pouze hodnota daňových štítů. Maximální hodnota daňového štítu při zadlužení 60 milionů Kč je 11,4 milionů Kč. V případě jistých daňových štítů roste hodnota brutto velmi výrazně, důsledkem růstu těchto daňových výhod.

Hodnota brutto sice s větší zadlužeností roste, ale hodnota pro vlastníky klesá. Při dané výši investovaného kapitálu bude hodnota netto s růstem cizího kapitálu klesat. Rozdíl vývoje hodnoty brutto a hodnoty netto při měnícím se zadlužení je znázorněn na obrázku č. 24, kde byly hodnoty opět aplikovány na společnosti XYZ s.r.o.



Obr. 24 Vliv výše CK na hodnotu brutto a hodnotu netto společnosti XYZ s.r.o. (v tis. Kč)
Zdroj: vlastní zpracování

U výše uvedených výpočtů byl zkoumán růst cizího kapitálu, za předpokladu konstantních nákladů na cizí kapitál. V reálné praxi je ale pravděpodobnější, že vyšší míry zadlužení povedou k vyššímu riziku. Z tohoto důvodu lze očekávat i vyšší náklady na cizí kapitál. Pro následující výpočty bude předpokládáno, že náklady na cizí kapitál pro menší až střední firmy v odvětví strojírenském by se mohly pohybovat v rozmezí od 2,5% do 7,5%. Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny v závislosti na poměru cizího a celkového kapitálu podle následujícího vzorečku¹:

$$n_{CKt} = 2,5\% + \frac{CKt}{K_{3.f\acute{a}ze}} \times \frac{(7,5\% - 2,5\%)}{CK_{3.f\acute{a}ze} / K_{3.f\acute{a}ze}} \quad (10)$$

Vypočítané měnící se náklady na cizí kapitál a výsledná hodnota podniku při růstu zadlužení jsou u společnosti ABC s.r.o. zobrazeny v tabulce č. 48 a v tabulce č. 49 můžeme vidět výsledky týkající se společnosti XYZ s.r.o.

¹ MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. Reagenční funkce a hodnota podniku – vliv výše zadlužení a nákladů vlastního kapitálu. ODHADCE: Odborný čtvrtletník určený nejen pro ohadce majetku. 2012, č. 2. ISSN 1213-8223.

Tab. 48 Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení a rostoucích nákladech na cizí kapitál (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
Hodnota nezadluž. podniku	98 232	104 354	105 638	107 541	
n_{CK}	5,46%	5,66%	5,87%	6,07%	
Daňový štít (roční)	150	150	160	171	
SH daňového štítu	3 044	3 067	3 097	3 124	
Hodnota brutto k 1.1.	101 276	107 421	108 734	110 665	
CK k 1.1.	14 481	15 481	16 481	17 481	
Hodnota netto k 1.1.	86 795	91 940	92 253	93 184	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
Hodnota nezadluž. podniku	110 026	112 104	113 682	114 656	114 904
n_{CK}	6,48%	6,68%	7,09%	7,30%	7,50%
Daňový štít (roční)	181	202	212	233	243
SH daňového štítu	3 156	3 186	3 210	3 232	3 242
Hodnota brutto k 1.1.	113 182	115 290	116 893	117 888	118 146
CK k 1.1.	19 481	20 481	22 481	23 481	24 481
Hodnota netto k 1.1.	93 701	94 809	94 412	94 407	93 665

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 49 Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení a rostoucích nákladech na cizí kapitál (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	
Hodnota nezadluž. podniku	172 062	180 541	186 598	195 179	
n_{CK}	6,34%	6,49%	6,63%	6,78%	
Daňový štít (roční)	308	328	348	368	
SH daňového štítu	5 957	6 036	6 108	6 174	
Hodnota brutto k 1.1.	178 020	186 576	192 706	201 354	
CK k 1.1.	26 588	27 588	28 588	29 588	
Hodnota netto k 1.1.	151 432	158 988	164 118	171 766	
	2020	2021	2022	2023	3.fáze
Hodnota nezadluž. podniku	200 387	204 759	208 083	210 115	210 569
n_{CK}	6,92%	7,07%	7,21%	7,36%	7,50%
Daňový štít (roční)	389	411	433	455	479
SH daňového štítu	6 234	6 285	6 327	6 360	6 382
Hodnota brutto k 1.1.	206 620	211 044	214 411	216 475	216 951
CK k 1.1.	30 588	31 588	32 588	33 588	34 588
Hodnota netto k 1.1.	176 032	179 456	181 823	182 887	182 363

Zdroj: vlastní zpracování

V tomto případě je hodnota brutto u obou oceňovaných společností nižší, protože jsou nižší i daňové štíty.

5 Diskuze

Hlavním problémem při ocenění bylo stanovení diskontní míry. U varianty DCF entity bylo kalkulováno s diskontní mírou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, u varianty DCF APV jen na úrovni nákladů kapitálu vlastního.

U kalkulace nákladů vlastního kapitálu se dostáváme do bludného krutu, protože pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bylo potřeba znát tržní hodnoty vlastního kapitálu. Pokud bych ale znala tržní hodnotu vlastního kapitálu předem, bylo by použití výnosové metody ocenění podniku vlastně zbytečné. Proto bylo potřeba sladovat kapitálovou strukturu pomocí iterací. Tyto iterace byly nezbytné pro správné ocenění. Výsledné hodnoty ocenění jsou zobrazeny v tabulce č. 50.

Tab. 50 Výsledné hodnoty netto společností k 1. 1. 2016 (v tis. Kč)

	ABC s.r.o.	XYZ s.r.o.
Metoda DCF entity (původní verze)	86 049	155 127
Metoda DCF entity (po provedení iterací)	84 959	150 196
Metoda DCF APV	84 944	150 050

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky můžeme vidět, jak se lišily výsledky ocenění pomocí jednotlivých metod. Kdybych po ocenění podniků metodou DCF entity neprovedla vyladění kapitálové struktury, lišila by se výsledná hodnota podniku o více jak milion Kč u společnosti ABC s.r.o. a o 5 milionů u společnosti XYZ s.r.o. Proto je doporučováno pro přesnější výsledky tyto iterace provést. Výsledná tržní hodnota společnosti ABC s.r.o. činí 84,9 milionů Kč a hodnota společnosti XYZ s.r.o. je vyčíslena na 150 milionů Kč.

V dnešní době existuje jednodušší verze, jak přibližně stanovit cenu podniku, a to pomocí násobku roční výkonnosti firmy stanovené před daněmi, odpisy a úroky, tzv. EBITDA. Výsledná cena firmy se obvykle pohybuje mezi 5-10 násobkem tohoto výsledku hospodaření. Po vypočítání hodnoty pomocí této jednoduché metody byly zjištěny výsledky podobné, ale o pár milionů nižší. Je to tím, že tato metoda bere v potaz pouze jeden parametr, a to výkonnost firmy v jednom roce, což značí o větší nepřesnosti výsledků v porovnání s metodami DCF entity a DCF APV.

Při zkoumání vlivu změny zadlužení na hodnotu podniků bylo prokázáno, že s růstem zadlužení roste i hodnota podniku. Při vyšším zadlužení podniku a při konstantních nákladech na cizí kapitál byla hodnota podniku zvyšována jen díky daňovým štítům plynoucích z úvěrů, protože hodnota nezadluženého podniku byla při různých poměrech kapitálové struktury stejná. Daňový štít působí tak, že úroky z cizího kapitálu jako součást nákladů snižují zisk, ze kterého se platí daň, čímž snižují daňové zatížení podniku a výsledná výnosnost vlastního kapitálu se zvyší.

Při vyšším zadlužení podniku se sice zvyšovala hodnota brutto, ale docházelo ke snižování hodnoty netto, protože při vyšším množství cizího kapitálu hodnota netto postupně klesala.

Následně bylo počítáno s tím, že při vyšším zadlužení rostou i náklady na cizí kapitál. Hodnota společností byla nižší, protože se kvůli vyšším nákladům na cizí kapitál snížily daňové štíty společností.

Zvyšování hodnoty pomocí většího dluhového financování je možné, jen do určité míry. Zadlužení společností nesmí být příliš velké, aby nebyla ohrožena finanční stabilita podniku. Při vysokém zadlužení rostou náklady finanční tísně, které jsou spojeny s přijatými úvěry a povinnostmi platit úrokové a umořovací splátky.

Nejlepší cestou zvýšení hodnoty podniku v odvětví strojírenském by mohlo být stanovení optimální kapitálové struktury, což není vůbec snadný úkol. Vzhledem k tomu, že hodnotu podniku tvoří v převážné části hodnota nezadluženého podniku, měl by se každý podnik zaměřit převážně na zvyšování nástrojů, které hodnotu nezadluženého podniku ovlivňují. Jedná se především o volné peněžní toky plynoucí do podniku. Ty jsou ovlivněny především zisky, které by podnik neměl zdržovat a měl by je využívat k následným investicím. Tyto investice by mohly být financovány pomocí úvěrů, ale jen do jisté míry, aby nebyla ohrožena stabilita a likvidita podniku. Dalším faktorem, na který by se každý podnik měl zaměřit je řízení zásob. Zásoby by měly být v takové míře, aby nebyla ohrožena výroba, ale zároveň by v nich nemělo být vázáno příliš mnoho finančních prostředků. To stejné platí i u samotných peněžních prostředků, podnik by jich měl mít jen v provozně potřebné výši, protože vyšší množství peněžních prostředků ležících na bankovních účtech značí, že podnik neumí těmito prostředky nakládat. Společnost XYZ s.r.o. vykazuje nadměrné množství finančních prostředků, které se zadají být provozně nepotřebné. Je to znát i z vysokých hodnot ukazatele okamžité likvidity. Jenže v případě společnosti XYZ s.r.o. je tomu tak s největší pravděpodobností z důvodu toho, že společnost tyto prostředky na účtech potřebuje pro splácení závazků. Společnost XYZ s.r.o. vykazuje ve většině let kladný obchodní deficit. Znamená to, že platí své závazky dříve, než inkasuje pohledávky, a tento časový úsek zvaný obchodní deficit musí profinancovat z vlastních zdrojů. Management podniku by se měl hlavně zaměřit na zlepšení platební morálky svých zákazníků, a to například zavedením úroků z prodlení nebo skonta, které by mohlo motivovat zákazníky k dřívějšímu splácení. Mezi další důležité nástroje, které by mohly ovlivnit růst hodnoty podniku, patří zaměření se na zvyšování ziskové marže u zboží, hledání nových (dlouhodobých) dodavatelů a odběratelů nebo efektivní řízení nákladů. Na lepší řízení nákladů by se měl zaměřit management společnosti ABC s.r.o., společnost by pak mohla tvořit větší zisky a tím i vyšší celkovou hodnotu podniku.

V rámci strategické analýzy byl trh, na kterém společnosti působí zaměřen z geografického hlediska pouze na trh České republiky, který tvoří většinu celkových tržeb podniků. Ovšem část tržeb pochází i ze zahraničí, konkrétně ze zemí Evropské Unie, kde mají společnosti taky své odběratele. Vzhledem k tomu, že strategická analýza byla prováděna pro konec roku 2015, bylo zmíněno, že ČNB provádí intervence koruny vůči euru. ČNB však dne 6. dubna 2017 ukončila režim devizových intervencí, což by mohlo mít za následek posílení koruny vůči euru. Silnější měna pak v obecné rovině stimuluje import a může snížit vývozní konkurenceschopnost. Prů-

myslová odvětví, která jsou vysoce exportně orientovaná, jako je například strojírenský průmysl, tak můžou být zdecimovaná nepřiměřeně silnou měnou. K dnešnímu dni se kurz pohybuje kolem hodnoty 26,5 korun za 1 euro, kdyby ale došlo k výraznějšímu posílení koruny, mohlo by to pro strojírenský průmysl znamenat snížení exportu.

Závěrem diskuze bych chtěla podotknout, že každé ocenění podniku je závislé na subjektivním pohledu samotného oceňovatele a množství dostupných informací potřebných k ocenění a k odhadu generátorů hodnoty. Strojírenský průmysl je jedním z nejrozšířenějších průmyslů v České republice. Společnosti působí na trhu, který je atraktivní, ziskový a stále se rozvíjející, což ještě více umocňuje společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. jejich růstový potenciál. Nutno ale říci, že trh je velmi závislý na hospodářských faktorech, které se mohou v budoucnosti měnit rychle a nepředvídatelně. Veškeré predikce budoucnosti jsou tedy v současnosti nejisté. Pokud by se jen nepatrně změnila jakékoliv předpoklady, mohlo by to mít na hodnotu podniku v tomto odvětví zásadní vliv.

6 Závěr

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení vlivu kapitálové struktury na tržní hodnotu podnikatelských subjektů v odvětví strojírenském. V návaznosti na hlavní cíl práce byly stanoveny cíle dílčí, v rámci kterých byla vypracována strategická a finanční analýza a následné ocenění podniků pomocí výnosových metod.

U obou oceňovaných společností byla zachována anonymita a z toho důvodu byly zvoleny alternativní názvy společností ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. Obě společnosti se zabývají výrobou čističek odpadních vod, čímž spadají do stejného odvětví.

Ke splnění hlavního cíle byla provedena řada nezbytných kroků, které se podílely velkou mírou na stanovení výsledné hodnoty oceňovaných společností. Nejdříve byla provedena strategická analýza, na základě které byly vymezeny celkové výnosové potenciály obou firem. V této části byla provedena stručná charakteristika strojírenského průmyslu, ve kterém obě společnosti podnikají, konkrétně se jednalo o odvětví spadající do CZ-NACE 28.2 Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených. Vnější okolí podniků bylo zkoumáno pomocí analýzy PESTE. Následně byl charakterizován relevantní trh, ve kterém obě společnosti působí a který byl aproximován jen na území České republiky. Dalším krokem bylo zhodnocení atraktivity relevantního trhu. Atraktivita trhu byla vyčíslena na 70%, což je velmi pozitivní výsledek a svědčí o dobré perspektivě do budoucna a s tím i související možnosti růstu tržeb. Posledním krokem strategické analýzy bylo prognózování tržeb relevantního trhu do budoucna na základě regresní analýzy, kde byly zkoumány právě tržby a významné makroekonomické ukazatele. Nakonec byl zvolen model logaritmický s využitím HDP v běžných cenách jako nezávisle proměnnou.

V rámci vnitřního potenciálu firmy byli analyzováni největší konkurenti obou společností. Vzhledem k tomu, že se obě společnosti zabývají výrobou čističek odpadních vod, dalo by se říci, že jsou si sami sobě vzájemnými konkurenty. Na jednu stranu ano, ale vzhledem k tomu, že se každá firma zaměřuje na jiný specifitější produkt, nejsou si úhlavními konkurenty. Výsledky analýzy konkurenční síly dopadly spíše nadprůměrně u obou společností, proto byla firma ABC s.r.o. i XYZ s.r.o. ohodnocena jako podnik s přijatelnou perspektivou do budoucna. Posledním závěrečným krokem strategické analýzy byla analýza tržního podílu obou společností, na základě kterých pak byly stanoveny prognózované tržby potřebné pro prognózování generátorů hodnoty do budoucna.

Po strategické analýze byla provedena analýza finanční situace obou oceňovaných společností. Finanční analýza byla provedena za roky 2011-2015, při jejím zpracování se vycházelo z účetních výkazů a příloh k účetním závěrkám společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. Finanční analýza byla provedena na základě absolutních a poměrových ukazatelů a závěrem bylo komplexně zhodnoceno finanční zdraví společností. Vypočítané hodnoty vybraných finančních ukazatelů byly srovnány s hodnotami odvětvovými. V rámci provedení finanční analýzy vyšlo, že finanční situace obou společností je dobrá, avšak někde lehce pokulhává. Společnost ABC s.r.o. by se měla především zaměřit na snižování nákladů. Náklady u společnosti ABC s.r.o. tvoří poměrně velkou část na celkovém obratu firmy, takže celkový zisk je především

ovlivňován výší nákladů v jednotlivých letech. V roce 2015 se výkonová spotřeba podílela 95% na celkových výkonech, což způsobilo nejmenší ziskovou marži za posledních 5 let. S tím souvisí i nižší ukazatele rentability. Společnosti XYZ s.r.o. měla největší problém v oblasti aktivity. Doba obratu pohledávek byla ve většině let delší než doba obratu závazků, což zapříčinilo negativní vývoj obchodního deficitu. S tím souvisí i nadměrné hodnoty ukazatelů likvidity, protože firma si drží nadměrně vysoké množství peněžních prostředků na bankovních účtech. Celkově ale podniky vykazují dobré finanční výsledky, což potvrdil i model finanční tísně IN05. Na základě tohoto modelu i předchozích analýz byly oba podniky zařazeny do kategorie tvořící hodnotu.

Po finanční analýze následovalo rozdělení majetku obou oceňovaných společností na majetek, který byl v letech 2011-2015 provozně potřebný a na ten, který ke své hlavní podnikatelské činnosti podniky nepotřebovaly. Taky byly vyřazeny výnosy a náklady, které souvisely právě s provozně nepotřebným majetkem. Výstupem této kapitoly bylo vyčíslení korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu.

Posledním krokem před samotným oceněním byla analýza a prognóza generátorů hodnoty, mezi které patří tržby, provozní zisková marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Cílem této části bylo predikování budoucího vývoje výše uvedených generátorů potřebných pro ocenění podniků. V závěru této části byla vyčíslena diskontní míra, která byla stanovena pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál. Náklady na vlastní kapitál byly vyčísleny na základě metody oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako podíl nákladových úroků a váženého aritmetického průměru zpoplatněného cizího kapitálu za poslední dva roky. Kalkulovaná úroková míra činila 9,52% u společnosti ABC s.r.o. a 9,32 u společnosti XYZ s.r.o.

Samotné ocenění společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. k datu 1. 1. 2016 bylo provedeno pomocí metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a APV. Hodnota podniku ABC s.r.o. byla k 1. 1. 2016 vyčíslena na 85 milionů Kč a společnost XYZ s.r.o. má hodnotu 150 milionů Kč. Již při samotném ocenění byla prezentována kapitálová struktura a její vliv na hodnotu. Především tomu tak bylo u metody DCF entity, kde bylo nutné provádět iterace neboli vyladování kapitálové struktury. Metoda DCF APV došla k výsledné hodnotě podniku hned bez nutnosti jakéhokoliv ladění kapitálové struktury. Z tohoto důvodu byla metoda DCF entity zvolena jako časově a početně náročnější a s vyšší pravděpodobností chyby.

Při dalším zkoumání vlivu kapitálové struktury na hodnotu společností podnikajících v odvětví strojírenském bylo prokázáno, že vyšší zadlužení může sloužit v určité míře jako nástroj, díky kterému se hodnota podniku zvyšuje. Tento nástroj ovšem nelze uplatit vždy a podnik strojírenského zaměření by měl primárně využívat jiné nástroje, protože při zvyšování hodnoty pomocí většího zadlužení podniku může následně dojít k finanční tísně podniku. Nejvhodnějšími nástroji pro zvyšování hodnoty podniku jsou položky, které zvyšují volné peněžní toky do podniku.

7 Literatura

Publikace

FRYKMAN, D. a J.TOLLERYD. *The Financial Times guide to corporate valuation*. 2nd ed. Harlow, England: Financial Times Prentice Hall, 2010. ISBN 9780273729105.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, E. aj. HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.

KOCMANOVÁ, A. *Ekonomické řízení podniku*. Praha: Linde Praha, 2013. Monografie. ISBN 978-80-7201-932-8.

MARTINOVIČOVÁ, D. *Základy ekonomiky podniku*. Praha: Alfa Publishing, 2006. Ekonomie studium. ISBN 80-86851-50-8.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 9788086929675.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 9788086929804.

NÝVLTOVÁ, R. a P. MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 9788024731582.

PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-3024-0.

ROSS, S. A., R. WESTERFIELD a B. D. JORDAN. *Essentials of corporate finance*. 2nd ed., International ed. Boston: Irwin/McGraw-Hill, c1999. ISBN 0073039195.

SABOLOVIČ, M. *Stanovení hodnoty podniku: Business valuation : monografie*. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2011. Folia Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis. ISBN 978-80-7375-503-4.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

SYNEK, Miloslav. *Podniková ekonomika*. 4., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 8071798924.

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

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

Internetové zdroje a články

ARES [online]. [cit. 2017-4-17]. *Ekonomické subjekty*. Webová stránka. Dostupné z: http://www.info.mfcr.cz/ares/ares_es.html

BUSINESS CENTER. [online]. [cit. 2016-11-09]. *Nový občanský zákoník*. Webová stránka. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>

BUSINESS INFO [online]. [cit. 2017-04-29]. *Přehled zákonů ovlivňující podnikatele*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/legislativa-pravo/prehled-zakonu.html>

BUSINESS VIZE [online]. [cit. 2017-4-23]. *Index IN 05*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/in05-bankrotni-index-z-ceska-ktery-funguje-na-ceske-firmy>

ČESKÁ INSPEKCE ŽIVOTNÍHO PROSTŘEDÍ [online]. [cit. 2017-4-26]. *Právní normy při podnikání*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.cizp.cz/Pravni-normy-1>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA [online]. [cit. 2017-4-27]. *Prognózy měnové politiky*. Webová stránka. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_16_zoi_i.html

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [online]. [cit. 2017-4-28]. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2013*. Webová stránka. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20549933/110913q4a-1+po+uprave.pdf/5bb293d9-0744-4405-9d6a-4f8fd02c615c?version=1.0>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [online]. [cit. 2017-4-29]. *Vývoj počtu obyvatel v jihomoravském kraji*. Webová stránka. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/index.jsf?page=vystup-objekt&z=T&f=TABULKA&skupId=1187&filtr=G~F_M~F_Z~F_R~F_P~S~U~301_null_&katalog=31674&pvo=SCHIST01aobyv&pvo=SCHIST01aobyv&evo=v425!_VU-ZEMI97-100H_1

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. [online]. [cit. 2017-4-19]. *Makroekonomické údaje*. Webová stránka. Dostupné z: https://www.czso.cz/cs/czso/hmu_cr

- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. [online]. [cit. 2017-4-28]. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014*. Webová stránka. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/27285583/320193-14q4a.pdf/23b754fc-678c-405c-9648-f984717339ac?version=1.0>
- ESIPA [online]. [cit. 2017-4-17]. *Klasifikace OKEČ*. Webová stránka. Dostupné z: <https://esipa.cz/sbirka/sbsrv.dll/sezn?DR=OK&SORT=CP&ROK=0&OK=D29000>
- EUROSKOP. [online]. [cit. 2017-4-29]. *Průmysl a podnikání*. Webová stránka. Dostupné z: <https://www.euroskop.cz/682/sekce/prumysl-a-podnikani/>
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. [online]. 2016 [cit. 2016-11-12]. *International Valuation Glossary*. Webová stránka. Dostupné z: http://www.ivsc.org/glossary#let-ter_m
- JUSTICE [online]. [cit. 2017-4-17]. *Účetní závěrky společností v letech 2011-2015*. Webová stránka. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- KB TRADING [online]. [cit. 2017-5-1]. *Makroekonomická prognóza komerční banky*. Webová stránka. Dostupné z: <https://trading.kb.cz/commentsanalysis>
- MAKROEKONOMIE [online]. [cit. 2016-04-09]. *Světové pořadí HDP na obyvatele*. Webová stránka. Dostupné z: <http://makroekonomika.wz.cz/hdp2016.html>
- MARKET RISK PREMIA [online]. [cit. 2017-5-15]. *Riziková prémie kapitálového trhu*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.market-risk-premia.com/us.htm>
- MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK – ODHADCE: Odborný čtvrtletník určený nejen pro odhadce majetku [online]. [cit. 2017-5-12]. *Reagenční funkce a hodnota podniku – vliv výše zadlužení a nákladů vlastního kapitálu*. Webová stránka. 2011, č. 2. ISSN 1213-8223. Dostupné z: <http://docplayer.cz/24193519-Reagencni-funkce-a-hodnota-podniku-vliv-vyse-zadluzeni-a-nakladu-vlastniho-kapitalu.html>
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. [online]. [cit. 2017-5-1]. *Odborné výzkumy – prognóza makroekonomických údajů 2016*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2016/42-kolokvium-pruzkum-prognoz-makroekono-26749>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU [online]. [cit. 2017-4-17]. *Panorama zpracovatelského průmyslu*. Webová stránka. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
- NACE [online]. [cit. 2017-4-17]. *Rozdělní průmyslu podle klasifikace CZ-NACE*. Webová stránka. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/28-vyroba-stroju-a-zarizeni-j-n/>
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Index IN05. In: *Evropské finanční systémy*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005, s. 273. ISBN 80-210-3753-9. [online]. [cit. 2017-4-23]. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financnisystemy-2005.pdf>

THE DATA PAGE [online]. [cit. 2017-5-15]. *Damodaran online*. Webová stránka. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

8 Seznam obrázků, tabulek a vzorců

Obrázky

Obr. 1	Postavení podniku v rámci makroprostředí	20
Obr. 2	Odvození prognózy tržeb	21
Obr. 3	Prognóza ziskové marže	27
Obr. 4	Modely DCF z pohledu budoucích výnosů a vypovídající schopnosti výsledné hodnoty (podnik jako celek, hodnota vlastního jmění)	30
Obr. 5	Třífázový propočet hodnoty	33
Obr. 6	Naivní model vlivu kapitálové struktury na náklady kapitálu	35
Obr. 7	Tradiční model vlivu kapitálové struktury na náklady a hodnotu kapitálu	36
Obr. 8	Tvrzení M-M I	37
Obr. 9	Tvrzení M-M II	37
Obr. 10	Upravený model M-M	38
Obr. 11	Vývoj HDP v letech 1996-2015 v mld. Kč	43
Obr. 12	Prognóza vývoje HDP	44
Obr. 13	Míra inflace v ČR v letech 2005 – 2015	44
Obr. 14	Prognóza inflace	45
Obr. 15	Podíl tuzemských a zahraničních tržeb v roce 2015	48
Obr. 16	Tempa růstu tržeb odvětví a podniků v letech 2011-2015	49
Obr. 17	Struktura aktiv v letech 2011-2015	57
Obr. 18	Struktura pasiv v letech 2011-2015	58
Obr. 19	Celková zadluženost v porovnání s odvětvím	64
Obr. 20	Obrat aktiv v porovnání s odvětvím	67
Obr. 21	Běžná likvidita v porovnání s odvětvím	68
Obr. 22	Index IN05 v porovnání s dolní a horní hranicí	70
Obr. 23	Vliv výše CK na hodnotu brutto podniku XYZ s.r.o. při konstantních n_{ck}	92
Obr. 24	Vliv výše CK na hodnotu brutto a hodnotu netto společnosti XYZ s.r.o.	93

Tabulky

Tab. 1	Základní kategorie pojmů	15
Tab. 2	Výpočet upraveného pracovního kapitálu	28
Tab. 3	Schéma výpočtu volného peněžního toku FCF	32
Tab. 4	Vybrané ukazatele v rámci odvětví CZ-NACE 28.2 v letech 2011-2015	41
Tab. 5	Vývoz, dovoz a saldo zahraničního obchodu s produkty dle CZ-NACE 28	41
Tab. 6	Demografické ukazatele ČR v letech 2011-2015.	46
Tab. 7	Vybrané demografické údaje týkající se CZ-NACE 28.2 v letech 2011-2015	47

Tab. 8	Vývoj tržeb odvětví a podniků ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. v letech 2011-2015	48
Tab. 9	Atraktivita relevantního trhu	50
Tab. 10	Kvantitativní analýza prognózy růstu tržeb na základě korelační analýzy	51
Tab. 11	Tržní podíl oceňovaných podniků v letech 2011-2015	52
Tab. 12	Analýza konkurenční síly podniku ABC s.r.o.	54
Tab. 13	Analýza konkurenční síly podniku XYZ s.r.o.	55
Tab. 14	Prognóza tržních podílů v letech 2016 – 2019 v %	56
Tab. 15	Prognóza tržeb společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o. v letech 2016 - 2019	56
Tab. 16	Horizontální analýza VZZ společnosti ABC s.r.o. v letech 2010-2015	59
Tab. 17	Horizontální analýza VZZ společnosti XYZ s.r.o. v letech 2010-2015	60
Tab. 18	Zkrácená forma cash-flow	62
Tab. 19	Ukazatele zadluženosti	63
Tab. 20	Ukazatele rentability	65
Tab. 21	Ukazatele aktivity	65
Tab. 22	Ukazatele likvidity	68
Tab. 23	Index důvěryhodnosti IN05 v letech 2011-2015	69
Tab. 24	Provozně nutný krátkodobý finanční majetek v letech 2011-2015	71
Tab. 25	Provozně nutný investovaný kapitál v letech 2011-2015	72
Tab. 26	Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) v letech 2011-2015	73
Tab. 27	Analýza provozní ziskové marže shora v letech 2011-2015	74
Tab. 28	Analýza provozní ziskové marže zdola v letech 2011-2015	75
Tab. 29	Prognóza provozní ziskové marže v letech 2016-2019	76
Tab. 30	Analýza a prognóza pracovního kapitálu podle doby obratu	77
Tab. 31	Prognóza pracovního kapitálu v letech 2016-2019	78
Tab. 32	Analýza a prognóza investic do dlouhodobého nutného majetku	78
Tab. 33	Analýza KPVH po odpisech a zdanění v letech 2011-2015	79
Tab. 34	Prognóza KPVH po odpisech a zdanění v letech 2016-2019	80
Tab. 35	Analýza a prognóza rentability investovaného kapitálu	80
Tab. 36	Stanovení nákladů na vlastní kapitál podle metody CAPM	82
Tab. 37	Výpočet diskontní míry WACC u společnosti ABC s.r.o. a XYZ s.r.o.	83
Tab. 38	Prognóza volného peněžního toku v letech 2016-2019	83
Tab. 39	Prognóza volného peněžního toku v mezidobí a ve 3. fázi	84
Tab. 40	Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF entity	85
Tab. 41	Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF entity	86
Tab. 42	Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF entity po provedení iterací	87
Tab. 43	Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF entity po provedení iterací	88

Tab. 44	Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV	89
Tab. 45	Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV	90
Tab. 46	Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení	91
Tab. 47	Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení	91
Tab. 48	Výpočet hodnoty podniku ABC s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení a rostoucích nákladech na cizí kapitál	94
Tab. 49	Výpočet hodnoty podniku XYZ s.r.o. metodou DCF APV při rostoucím zadlužení a rostoucích nákladech na cizí kapitál	94
Tab. 50	Výsledné hodnoty netto společností k 1. 1. 2016	95
Seznam vzorců		
Vzorec 1	Vertikální analýza	22
Vzorec 2	Horizontální analýza	23
Vzorec 3	Komplexní pohled na finanční zdraví (IN05)	25
Vzorec 4	Zisková marže	27
Vzorec 5	Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)	31
Vzorec 6	Stanovení hodnoty pomocí třífázového propočtu	33
Vzorec 7	Náklady na vlastní kapitál	82
Vzorec 8	Výpočet beta zadlužené	82
Vzorec 9	Výpočet daňového štítu	88
Vzorec 10	Stanovení nákladů na cizí kapitál při růstu zadlužení	93

A Přílohy

Účetní výkazy společnosti ABC s.r.o. v letech 2011-2015

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	137 145	205 802	194 925	228 686	189 418
B	Dlouhodobý majetek	16 608	43 703	56 853	55 946	67 179
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	323	124	228	116	50
B.I 3	Software	323	124	228	116	50
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	12 516	30 453	42 995	42 646	51 128
B.II 1	Pozemky	111	7 206	7 206	7 206	7 206
B.II 2	Stavby	7 066	15 389	25 895	28 786	27 961
B.II 3	Samostatné movité věci	5 339	7 400	6 845	6 013	5 918
B.II 7	Nedokončený DHM		458	3 049	641	10 043
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	3 769	13 126	13 630	13 184	16 001
B.III 1	Podíly v ovl. a řízených osobách	3 729	13 126	13 619	13 184	16 001
B.III 2	Podíly pod podstatným vlivem	40		11		
C	Oběžná aktiva	119 626	161 663	137 252	172 378	115 965
C.I	Zásoby	10 599	11 303	10 198	27 305	14 477
C.I 1	Materiál	10 185	9 859	9 772	22 103	13 874
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary				4 758	
C.I 3	Výrobky	414	280	426	444	603
C.I 5	Zboží		1 164			
C.II	Dlouhodobé pohledávky	7	103	111		144
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	7	103	111		144
C.III	Krátkodobé pohledávky	100 243	124 809	88 074	117 278	83 950
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	85 691	112 611	77 716	101 964	68 174
C.III 2	Pohledávky za ovl. a říz. osobami	5 535	5 677	5 589		6 503
C.III 6	Stát - daňové pohledávky	3 954	2 703	456	1 949	5 932
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 755	1 001	314	3 169	1 751
C.III.8	Dohadné účty aktivní	2 303	667	419		
C.III.9	Jiné pohledávky	1 005	2 150	3 580	10 196	1 590
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	8 777	25 448	38 869	27 795	17 394
C.IV 1	Peníze	219	247	248	193	248
C.IV 2	Účty v bankách	8 558	25 201	38 621	27 602	17 146
D.I	Časové rozlišení	911	436	820	362	6 274
D.I 1	Náklady příštích období	899	412	731	255	273
D.I 3	Příjmy příštích období	12	24	89	107	6 001

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	113 713	137 145	205 802	194 925	228 686
A	Vlastní kapitál	62 601	69 072	80 609	87 951	97 788
A.I	Základní kapitál	500	500	500	500	500
A.I 1	Základní kapitál	500	500	500	500	500
A.II	Kapitálové fondy	-2 247	-2 234	7 056	7 526	7 080
A.II 3	Oceň. rozdíly z přecenění majetku	-2 247	-2 234	7 056	7 526	7 080
A.III	Rezervní fondy	128	110	147	130	87
A.III 1	Zákonný rezervní fond	50	50	50	50	
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	78	60	97	80	87
A.IV	Výsledek hospodaření z min. let	59 786	64 220	70 695	72 906	79 845
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	59 786	64 220	70 695	72 906	79 845
A.V	VH běžného účetního období	4 434	6 476	2 211	6 889	10 276
B	Cizí zdroje	51 112	67 894	124 782	105 846	127 815
B.II	Dlouhodobé závazky	633	1 191	1 609	1 666	1 269
B.II.9	Jiné závazky	633	1 191	1 609	1 666	1 259
B.II.10	Odložený daňový závazek					10
B.III	Krátkodobé závazky	50 479	66 703	111 434	81 626	110 895
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	28 223	44 212	76 635	48 449	75 320
B.III 4	Závazky ke společníkům	7557	11185	15 218	16 252	14 887
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	9 310	7 456	7 211	6 934	7 211
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	1 273	1 408	865	1 797	1 704
B.III 7	Stát - daňové závazky a dotace	1 287	893	691	2 466	1 417
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	788	1 210	9 604	3 615	9 133
B.III.10	Dohadné účty pasivní	2 041	275	672	589	313
B.III.11	Jiné závazky		64	538	1 524	910
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	11 739	22 554	15 651
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé			11 739	22 554	15 651
C.I	Časové rozlišení	0	179	411	1 128	3 083
C.I 2	Výnosy příštích období		179	411	1 128	3 083

	ABC s.r.o. - VZZ	2011	2012	2013	2014	2015
I	Tržby za prodej zboží		34 458	41 954	57 358	42 155
A	Náklady vynaložené na prodej zboží		26 938	28 108	33 345	25 181
+	Obchodní marže	0	7 520	13 846	24 013	16 974
II	Výkony	254 272	232 126	224 850	238 034	293 745
II. 1	Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	254 447	232 260	224 664	232 907	298 298
II. 2	Změna stavu zásob vl. výroby	-175	-134	146	4 793	-4 568
II. 3	Aktivace			40	334	15
B	Výkonová spotřeba	210 512	197 621	205 903	219 809	279 602
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	160 782	137 282	126 642	152 266	161 332
B. 2	Služby	49 730	60 339	79 261	67 543	118 270
+	Přidaná hodnota	43 760	42 025	32 793	42 238	31 117
C	Osobní náklady	36 893	38 205	36 447	42 144	45 027
C. 1	Mzdové náklady	28 006	29 121	26 728	30 989	33 258
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a ZP	8 688	8 890	9 520	10 945	11 561
C. 4	Sociální náklady	199	194	199	210	208
D	Daně a poplatky	200	599	337	301	394
E	Odpisy investičního majetku	2 540	3 233	3 418	3 224	3 053
III	Tržby z prodeje DM	17	300	372	65	106
III. 1	Tržby z prodeje DM	17	300	372	65	106
F	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	271	28	67
F.1	Zůstatková cena prodaného DM			271	28	67
G	Změna rezerv a opravných položek	-850	3 883	3 961	628	157
IV.	Ostatní provozní výnosy	6 761	11 430	22 326	21 406	29 325
H	Ostatní provozní náklady	1 751	2 239	2 344	1 346	6 278
*	Provozní výsledek hospodaření	10 004	5 596	8 713	16 038	5 572
X.	Výnosové úroky	10	17	55	79	96
N.	Nákladové úroky	275	482	929	953	789
XI.	Ostatní finanční výnosy	2 387	1 937	4 870	1 177	1 237
O	Ostatní finanční náklady	4 213	3 548	3 835	3 423	4 569
*	Finanční výsledek hospodaření	-2 091	-2 076	161	-3 120	-4 025
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 437	1 309	1 985	2 642	738
Q1.	splatná	588	1 405	1 993	2 521	891
Q2.	odložená	849	-96	-8	121	-153
**	VH za běžnou činnost	6 476	2 211	6 889	10 276	809
***	VH za účetní jednotku	6 476	2 211	6 889	10 276	809
	VH před zdaněním	7 913	3 520	8 874	12 918	1 547

Účetní výkazy společnosti XYZ s.r.o. v letech 2011-2015

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	131 035	62 228	42 977	62 120	78 681
B	Dlouhodobý majetek	8 291	8 484	7 588	8 585	26 779
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	142	248	154	439	1 706
B.I 3	Software	142	248	154	205	381
B.I 4	Ocenitelná práva					1 325
B.I 7	Nedokončený DNM				234	
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	8 149	8 236	7 434	8 146	25 073
B.II 1	Pozemky	585	585	585	585	15 636
B.II 2	Stavby	6 483	6 137	5 735	5 333	4 931
B.II 3	Samostatné movité věci	1 071	1 514	1 114	2 228	3 773
B.II 7	Nedokončený DHM					324
B.II 8	Poskytnuté zálohy na DHM	10				409
C	Oběžná aktiva	114 866	53 173	34 685	52 584	48 010
C.I	Zásoby	11 895	16 136	16 928	7 429	16 507
C.I 1	Materiál	6 362	4 681	3 929	3 378	3 950
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary	5 533	11 455	12 999	4 051	11 923
C.I 6	Poskytnuté zálohy na zásoby					634
C.II	Dlouhodobé pohledávky	1 537	1 016	1 354	1 094	1 385
C.II 1	Pohledávky z obchodních vztahů					161
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	1 537	1 016	1 354	1 094	1 224
C.III	Krátkodobé pohledávky	94 357	13 561	13 912	40 762	18 708
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	29 796	11 092	11 099	39 719	16 564
C.III 2	Pohledávky za ovládanými osobami	60 132				
C.III 6	Stát - daňové pohledávky		2 047	2 675	893	1 633
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	3 094	419	114	90	150
C.III.8	Dohadné účty aktivní		3	5	48	
C.III.9	Jiné pohledávky	1 335		19	12	361
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	7 077	22 460	2 491	3 299	11 410
C.IV 1	Peníze	294	316	268	290	305
C.IV 2	Účty v bankách	6 783	22 144	2 223	3009	11 105
D.I	Časové rozlišení	7 878	571	704	951	3 892
D.I 1	Náklady příštích období	231	569	702	949	901
D.I 3	Příjmy příštích období	7 647	2	2	2	2 991

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	131 035	62 228	42 977	62 120	78 681
A	Vlastní kapitál	96 759	34 644	24 308	30 329	31 287
A.I	Základní kapitál	100	2 000	2 000	2 000	2 000
A.I 1	Základní kapitál	100	2 000	2 000	2 000	2 000
A.II	Kapitálové fondy		-35			
A.II 3	Oceň. rozdíly z přecenění majetku		-35			
A.III	Rezervní fondy	1 135	1 135	1 135	1 125	1 125
A.III 1	Zákonný rezervní fond	10	10	10		
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	1 125	1 125	1 125	1 125	1 125
A.IV	VH z minulých let	79 838	17 938	18 545	18 563	18 654
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	79 838	17 938	18 545	18 563	18 654
A.V	VH běžného účetního období (+/-)	15 686	13 606	2 628	8 641	9 508
B	Cizí zdroje	34 276	27 584	18 179	31 424	47 394
B.I	Rezervy	6 650	5 270	2 000	5 641	6 332
B.I.4	Ostatní rezervy	6 650	5 270	2 000	5 641	6 332
B.II	Dlouhodobé závazky		586			16 000
B.II 1	Závazky z obchodních vztahů		586			
B.II.9	Jiné závazky					16 000
B.III	Krátkodobé závazky	24 936	21 378	8 849	12 150	15 474
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	8 146	4 938	2 644	5 220	5 694
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	1 429	1 925	1 219	2 099	1 241
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	879	1 203	697	1 307	677
B.III 7	Stát - daňově závazky a dotace	3 049	423	835	963	381
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	5 681	11 917	3 153	2 254	6 062
B.III.10	Dohadné účty pasivní	5 752	937	301	307	457
B.III.11	Jiné závazky		35			962
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	2 690	350	7 330	13 633	9 588
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	2 690	191	15	710	942
B.IV 2	Krátkodobé bankovní úvěry		159	7 315	12 923	8 646
C.I	Časové rozlišení			490	367	
C.I 2	Výnosy příštích období			490	367	

	XYZ s.r.o. - VZZ	2011	2012	2013	2014	2015
II	Výkony	134 988	116 689	83 601	123 157	142 263
II. 1	Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	134 863	110 732	82 044	132 080	134 366
II. 2	Změna stavu zásob vl. výroby	125	5 957	1 557	-8 923	7 897
B	Výkonová spotřeba	94 726	79 262	59 339	85 346	97 327
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	73 350	55 836	46 149	67 910	73 117
B. 2	Služby	21 376	23 426	13 190	17 436	24 210
+	Přidaná hodnota	40 262	37 427	24 262	37 811	44 936
C	Osobní náklady	15 391	24 596	23 378	22 290	30 853
C. 1	Mzdové náklady	11 359	18 161	17 263	16 339	22 695
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a ZP	3 802	6 200	5 750	5 568	7 622
C. 4	Sociální náklady	230	235	365	383	536
D	Daně a poplatky	78	66	59	66	92
E	Odpisy investičního majetku	1 173	1 504	1 404	1 177	1 803
III	Tržby z prodeje DM a materiálu	105	30	0	8	189
III. 1	Tržby z prodeje DM	105	30		8	189
F	Zůstatková cena prodaného DM	0	0	0	0	62
F.1	Zůstatková cena prodaného DM					62
G	Změna stavu rezerv	6 818	-13 309	-4 093	3 577	724
IV.	Ostatní provozní výnosy	66	122	534	1 192	2 244
H	Ostatní provozní náklady	502	9 874	865	361	1 423
*	Provozní výsledek hospodaření	16 471	14 848	3 183	11 540	12 412
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů			7	100	56
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů			417	22	47
X.	Výnosové úroky	360	918	6	4	1
N.	Nákladové úroky	6	448	314	847	1 289
XI.	Ostatní finanční výnosy	1 162	518	777	274	373
O	Ostatní finanční náklady	1 214	954	952	968	992
*	Finanční výsledek hospodaření	302	34	-893	-1 459	-1 898
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 378	1 276	-338	1 440	1 006
Q1.	splatná	2 915	755		1 180	1 135
Q2.	odložená	-1 537	521	-338	260	-129
**	VH za běžnou činnost	15 395	13 606	2 628	8 641	9 508
XIII.	Mimořádné výnosy	291				
*	Mimořádný výsledek hospodaření	291	0	0	0	0
***	VH za účetní jednotku	15 686	13 606	2 628	8 641	9 508
	VH před zdaněním	17 064	14 882	2 290	10 081	10 514

Horizontální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztrát společnosti ABC s.r.o. v relativním vyjádření v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	20,61%	50,06%	-5,29%	17,32%	-17,17%
B	Dlouhodobý majetek	-5,46%	163,14%	30,09%	-1,60%	20,08%
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	-61,61%	83,87%	-49,12%	-56,90%
B.I.3	Software	0,00%	-61,61%	83,87%	-49,12%	-56,90%
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	-7,21%	143,31%	41,18%	-0,81%	19,89%
B.II.1	Pozemky	0,00%	6391,89%	0,00%	0,00%	0,00%
B.II.2	Stavby	-3,96%	117,79%	68,27%	11,16%	-2,87%
B.II.3	Samostatné movité věci	-11,33%	38,60%	-7,50%	-12,15%	-1,58%
B.II.7	Nedokončený DHM	0,00%	100,00%	565,72%	-78,98%	1466,77%
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	0,35%	248,26%	3,84%	-3,27%	21,37%
B.III.1	Podíly v ovl. a řízených osobách	0,32%	252,00%	3,76%	-3,19%	21,37%
B.III.2	Podíly pod podstatným vlivem	2,56%	-100,00%	100,00%	-100,00%	0,00%
C	Oběžná aktiva	25,24%	35,14%	-15,10%	25,59%	-32,73%
C.I	Zásoby	-18,37%	6,64%	-9,78%	167,75%	-46,98%
C.I.1	Materiál	100,00%	-3,20%	-0,88%	126,19%	-37,23%
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-100,00%
C.I.3	Výrobky	-31,34%	-32,37%	52,14%	4,23%	35,81%
C.I.5	Zboží	-100,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
C.II	Dlouhodobé pohledávky	-99,18%	1371,43%	7,77%	-100,00%	100,00%
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	-99,18%	1371,43%	7,77%	-100,00%	100,00%
C.III	Krátkodobé pohledávky	38,16%	24,51%	-29,43%	33,16%	-28,42%
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	31,74%	31,42%	-30,99%	31,20%	-33,14%
C.III.2	Pohledávky za ovl. a říz. osobami	11,17%	2,57%	-1,55%	-100,00%	100,00%
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	339,82%	-31,64%	-83,13%	327,41%	204,36%
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	136,52%	-42,96%	-68,63%	909,24%	-44,75%
C.III.8	Dohadné účty aktivní	287,71%	-71,04%	-37,18%	-100,00%	0,00%
C.III.9	Jiné pohledávky	236,12%	113,93%	66,51%	184,80%	-84,41%
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	-3,77%	189,94%	52,74%	-28,49%	-37,42%
C.IV.1	Peníze	-17,05%	12,79%	0,40%	-22,18%	28,50%
C.IV.2	Účty v bankách	-3,38%	194,47%	53,25%	-28,53%	-37,88%
D.I	Časové rozlišení	45,53%	-52,14%	88,07%	-55,85%	1633,15%
D.I.1	Náklady příštích období	67,72%	-54,17%	77,43%	-65,12%	7,06%
D.I.3	Příjmy příštích období	-86,67%	100,00%	270,83%	20,22%	5508,41%

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	20,61%	50,06%	-5,29%	17,32%	-17,17%
A	Vlastní kapitál	10,34%	16,70%	9,11%	11,18%	-1,13%
A.I	Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.I 1	Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.II	Kapitálové fondy	-0,58%	-415,85%	6,66%	-5,93%	37,22%
A.II 3	Oceň. rozdíly z přecenění majetku	-0,58%	-415,85%	6,66%	-5,93%	37,22%
A.III	Rezervní fondy	-14,06%	33,64%	-11,56%	-33,08%	-54,02%
A.III 1	Zákonný rezervní fond	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	-23,08%	61,67%	-17,53%	8,75%	-54,02%
A.IV	Výsledek hospodaření z min. let	7,42%	10,08%	3,13%	9,52%	7,23%
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	7,42%	10,08%	3,13%	9,52%	7,23%
A.V	VH běžného účetního období	46,05%	-65,86%	211,58%	49,17%	-92,13%
B	Cizí zdroje	32,83%	83,79%	-15,18%	20,76%	-27,82%
B.II	Dlouhodobé závazky	88,15%	35,10%	3,54%	-23,83%	28,37%
B.II.9	Jiné závazky	88,15%	35,10%	3,54%	-24,43%	29,39%
B.II.10	Odložený daňový závazek	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-100,00%
B.III	Krátkodobé závazky	32,14%	67,06%	-26,75%	35,86%	-29,86%
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	56,65%	73,34%	-36,78%	55,46%	-35,81%
B.III 4	Závazky ke společníkům	48,01%	36,06%	6,79%	-8,40%	0,23%
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	-19,91%	-3,29%	-3,84%	3,99%	-16,13%
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	10,60%	-38,57%	107,75%	-5,18%	-37,03%
B.III 7	Stát - daňové závazky a dotace	-30,61%	-22,62%	256,87%	-42,54%	-80,45%
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	53,55%	693,72%	-62,36%	152,64%	-31,30%
B.III.10	Dohadné účty pasivní	-86,53%	144,36%	-12,35%	-46,86%	154,63%
B.III.11	Jiné závazky	100,00%	740,63%	183,27%	-40,29%	-95,49%
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	100,00%	92,13%	-30,61%	-17,88%
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	100,00%	92,13%	-30,61%	-17,88%
C.I	Časové rozlišení	100,00%	129,61%	174,45%	173,32%	-84,59%
C.I 2	Výnosy příštích období	100,00%	129,61%	174,45%	173,32%	-84,59%

	ABC s.r.o. - VZZ	2011	2012	2013	2014	2015
I	Tržby za prodej zboží	-100,00%	100,00%	21,75%	36,72%	-26,51%
A	Náklady na prodej zboží	-100,00%	100,00%	4,34%	18,63%	-24,48%
+	Obchodní marže	-100,00%	100,00%	84,12%	73,43%	-29,31%
II	Výkony	203,76%	-8,71%	-3,13%	5,86%	23,40%
II. 1	Tržby za prodej výrobků a sl.	204,96%	-8,72%	-3,27%	3,67%	28,08%
II. 2	Změna stavu zásob	-164,34%	-23,43%	-208,96%	3182,88%	-195,31%
II. 3	Aktivace	0,00%	0,00%	100,00%	735,00%	-95,51%
B	Výkonová spotřeba	244,88%	-6,12%	4,19%	6,75%	27,20%
B. 1	Spotřeba materiálu a en.	815,41%	-14,62%	-7,75%	20,23%	5,95%
B. 2	Služby	14,38%	21,33%	31,36%	-14,78%	75,10%
+	Přidaná hodnota	-9,94%	-3,96%	-21,97%	28,80%	-26,33%
C	Osobní náklady	11,88%	3,56%	-4,60%	15,63%	6,84%
C. 1	Mzdové náklady	11,58%	3,98%	-8,22%	15,94%	7,32%
C. 3	Náklady na soc. zab. a ZP	13,02%	2,33%	7,09%	14,97%	5,63%
C. 4	Sociální náklady	5,85%	-2,51%	2,58%	5,53%	-0,95%
D	Daně a poplatky	-21,88%	199,50%	-43,74%	-10,68%	30,90%
E	Odpisy investičního majetku	7,90%	27,28%	5,72%	-5,68%	-5,30%
III	Tržby z prodeje DM	13,33%	1664,71%	24,00%	-82,53%	63,08%
III. 1	Tržby z prodeje DM	13,33%	1664,71%	24,00%	-82,53%	63,08%
F	Zůstatková cena prod. DM	0,00%	0,00%	100,00%	-89,67%	139,29%
F.1	Zůstatková cena prod. DM	0,00%	0,00%	100,00%	-89,67%	139,29%
G	Změna rezerv	-117,65%	-556,82%	2,01%	-84,15%	-75,00%
IV.	Ostatní provozní výnosy	178,57%	69,06%	95,33%	-4,12%	36,99%
H	Ostatní provozní náklady	-32,39%	27,87%	4,69%	-42,58%	366,42%
*	Provozní VH	24,44%	-44,06%	55,70%	84,07%	-65,26%
X.	Výnosové úroky	-52,38%	70,00%	223,53%	43,64%	21,52%
N.	Nákladové úroky	-8,03%	75,27%	92,74%	2,58%	-17,21%
XI.	Ostatní finanční výnosy	459,02%	-18,85%	151,42%	-75,83%	5,10%
O	Ostatní finanční náklady	70,57%	-15,78%	8,09%	-10,74%	33,48%
*	Finanční VH	-9,91%	-0,72%	-107,76%	-2037,89%	29,01%
Q.	Daň z příjmů za běžnou č.	11,92%	-8,91%	51,64%	33,10%	-72,07%
Q1.	splatná	-73,37%	138,95%	41,85%	26,49%	-64,66%
Q2.	odložená	-191,88%	-111,31%	-91,67%	-1612,50%	-226,45%
**	VH za běžnou činnost	46,05%	-65,86%	211,58%	49,17%	-92,13%
***	VH za účetní jednotku	46,05%	-65,86%	211,58%	49,17%	-92,13%
	VH před zdaněním	38,39%	-55,52%	152,10%	45,57%	-88,02%

**Horizontální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztrát společnosti XYZ s.r.o.
v relativním vyjádření v letech 2011-2015 (v tis. Kč)**

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	25,21%	-52,51%	-30,94%	44,54%	26,66%
B	Dlouhodobý majetek	-3,44%	2,33%	-10,56%	13,14%	211,93%
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	-46,82%	74,65%	-37,90%	185,06%	288,61%
B.I 3	Software	-46,82%	74,65%	-37,90%	33,12%	85,85%
B.I 4	Ocenitelná práva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
B.I 7	Nedokončený DNM	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	-100,00%
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	-2,04%	1,07%	-9,74%	9,58%	207,80%
B.II 1	Pozemky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2 572,82%
B.II 2	Stavby	-5,83%	-5,34%	-6,55%	-7,01%	-7,54%
B.II 3	Samostatné movité věci	26,00%	41,36%	-26,42%	100,00%	69,34%
B.II 7	Nedokončený DHM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
B.II 8	Poskytnuté zálohy na DHM	100,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	100,00%
C	Oběžná aktiva	19,72%	-53,71%	-34,77%	51,60%	-8,70%
C.I	Zásoby	14,13%	35,65%	4,91%	-56,11%	122,20%
C.I 1	Materiál	27,80%	-26,42%	-16,06%	-14,02%	16,93%
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary	1,63%	107,03%	13,48%	-68,84%	194,32%
C.I 6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
C.II	Dlouhodobé pohledávky	100,00%	-33,90%	33,27%	-19,20%	26,60%
C.II 1	Pohledávky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	100,00%	-33,90%	33,27%	-19,20%	11,88%
C.III	Krátkodobé pohledávky	41,45%	-85,63%	2,59%	193,00%	-54,10%
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	-51,68%	-62,77%	0,06%	257,86%	-58,30%
C.III 2	Pohledávky za ovládanými osobami	100,00%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.III 6	Stát - daňové pohledávky	-100,00%	100,00%	30,68%	-66,62%	82,87%
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	320,95%	-86,46%	-72,79%	-21,05%	66,67%
C.III.8	Dohadné účty aktivní	0,00%	100,00%	66,67%	860,00%	-100,00%
C.III.9	Jiné pohledávky	100,00%	-100,00%	100,00%	-36,84%	2908,33%
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	-62,38%	217,37%	-88,91%	32,44%	245,86%
C.IV 1	Peníze	-56,12%	7,48%	-15,19%	8,21%	5,17%
C.IV 2	Účty v bankách	-62,62%	226,46%	-89,96%	35,36%	269,06%
D.I	Časové rozlišení	-92,48%	-92,75%	23,29%	35,09%	309,25%
D.I 1	Náklady příštích období	122,12%	146,32%	23,37%	35,19%	-5,06%
D.I 3	Příjmy příštích období	44 882%	-99,97%	0,00%	0,00%	149 450%

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	25,21%	-52,51%	-30,94%	44,54%	26,66%
A	Vlastní kapitál	17,79%	-64,20%	-29,83%	24,77%	3,16%
A.I	Základní kapitál	0,00%	1900,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.I 1	Základní kapitál	0,00%	1900,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.II	Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	-100,00%	100,00%	0,00%
A.II 3	Oceň. rozdíly z přecenění majetku	0,00%	0,00%	-100,00%	100,00%	0,00%
A.III	Rezervní fondy	0,00%	0,00%	0,00%	-0,88%	0,00%
A.III 1	Zákonný rezervní fond	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
A.IV	VH z minulých let	12,05%	-77,53%	3,38%	0,10%	0,49%
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	12,05%	-77,53%	3,38%	0,10%	0,49%
A.V	VH běžného účetního období (+/-)	62,40%	-13,26%	-80,68%	228,81%	10,03%
B	Cizí zdroje	52,81%	-19,52%	-34,10%	72,86%	50,82%
B.I	Rezervy	100,00%	-20,75%	-62,05%	182,05%	12,25%
B.I.4	Ostatní rezervy	100,00%	-20,75%	-62,05%	182,05%	12,25%
B.II	Dlouhodobé závazky	0,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	100,00%
B.II 1	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
B.II.9	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
B.III	Krátkodobé závazky	11,17%	-14,27%	-58,61%	37,30%	27,36%
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	-35,81%	-39,38%	-46,46%	97,43%	9,08%
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	1,28%	34,71%	-36,68%	72,19%	-40,88%
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	0,69%	36,86%	-42,06%	87,52%	-48,20%
B.III 7	Stát - daňově závazky a dotace	259,55%	-86,13%	97,40%	15,33%	-60,44%
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	10,48%	109,77%	-73,54%	-28,51%	168,94%
B.III.10	Dohadné účty pasivní	292,09%	-83,71%	-67,88%	1,99%	48,86%
B.III.11	Jiné závazky	0,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	100,00%	-86,99%	1994,29%	85,99%	-29,67%
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	100,00%	-92,90%	-92,15%	4633,33%	32,68%
B.IV 2	Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	100,00%	4500,63%	76,66%	-33,10%
C.I	Časové rozlišení	-100,00%	0,00%	100,00%	-25,10%	-100,00%
C.I 2	Výnosy příštích období	-100,00%	0,00%	100,00%	-25,10%	-100,00%

	XYZ s.r.o. - VZZ	2011	2012	2013	2014	2015
II	Výkony	22,77%	-13,56%	-28,36%	47,32%	15,51%
II. 1	Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	18,11%	-17,89%	-25,91%	60,99%	1,73%
II. 2	Změna stavu zásob vl. výroby	-102,95%	4665,60%	-73,86%	-673,09%	-188,50%
B	Výkonová spotřeba	9,39%	-16,32%	-25,14%	43,83%	14,04%
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	19,07%	-23,88%	-17,35%	47,15%	7,67%
B. 2	Služby	-14,46%	9,59%	-43,70%	32,19%	38,85%
+	Přidaná hodnota	72,35%	-7,04%	-35,18%	55,84%	18,84%
C	Osobní náklady	8,41%	59,81%	-4,95%	-4,65%	38,42%
C. 1	Mzdové náklady	8,72%	59,88%	-4,94%	-5,35%	38,90%
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a ZP	9,63%	63,07%	-7,26%	-3,17%	36,89%
C. 4	Sociální náklady	-18,15%	2,17%	55,32%	4,93%	39,95%
D	Daně a poplatky	9,86%	-15,38%	-10,61%	11,86%	39,39%
E	Odpisy investičního majetku	8,01%	28,22%	-6,65%	-16,17%	53,19%
III	Tržby z prodeje DM a materiálu	100,00%	-71,43%	-100,00%	100,00%	2262,50%
III. 1	Tržby z prodeje DM	100,00%	-71,43%	-100,00%	100,00%	2262,50%
F	Zůstatková cena prodaného DM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
F.1	Zůstatková cena prodaného DM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
G	Změna stavu rezerv	-291,62%	-295,20%	-69,25%	-187,39%	-79,76%
IV.	Ostatní provozní výnosy	-82,16%	84,85%	337,70%	123,22%	88,26%
H	Ostatní provozní náklady	-16,33%	1866,93%	-91,24%	-58,27%	294,18%
*	Provozní výsledek hospodaření	45,32%	-9,85%	-78,56%	262,55%	7,56%
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0,00%	0,00%	100,00%	1328,57%	-44,00%
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0,00%	0,00%	100,00%	-94,72%	113,64%
X.	Výnosové úroky	778,05%	155,00%	-99,35%	-33,33%	-75,00%
N.	Nákladové úroky	100,00%	7366,67%	-29,91%	169,75%	52,18%
XI.	Ostatní finanční výnosy	137,63%	-55,42%	50,00%	-64,74%	36,13%
O	Ostatní finanční náklady	-39,36%	-21,42%	-0,21%	1,68%	2,48%
*	Finanční výsledek hospodaření	-120,52%	-88,74%	-2 726%	63,38%	30,09%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	478,99%	-7,40%	-126,49%	-526,04%	-30,14%
Q1.	splatná	1124,79%	-74,10%	-100,00%	100,00%	-3,81%
Q2.	odložená	-100,00%	-133,90%	-164,88%	-176,92%	-149,62%
**	VH za běžnou činnost	59,96%	-11,62%	-80,68%	228,81%	10,03%
XIII.	Mimořádné výnosy	731,43%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
*	Mimořádný výsledek hospodaření	731,43%	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%
***	VH za účetní jednotku	62,40%	-13,26%	-80,68%	228,81%	10,03%
	VH před zdaněním	72,42%	-12,79%	-84,61%	340,22%	4,30%

Vertikální analýza aktiv a pasiv společnosti ABC s.r.o. v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
B	Dlouhodobý majetek	12,11%	21,24%	29,17%	24,46%	35,47%
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,24%	0,06%	0,12%	0,05%	0,03%
B.I 3	Software	0,24%	0,06%	0,12%	0,05%	0,03%
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	9,13%	14,80%	22,06%	18,65%	26,99%
B.II 1	Pozemky	0,08%	3,50%	3,70%	3,15%	3,80%
B.II 2	Stavby	5,15%	7,48%	13,28%	12,59%	14,76%
B.II 3	Samostatné movité věci	3,89%	3,60%	3,51%	2,63%	3,12%
B.II 7	Nedokončený DHM	0,00%	0,22%	1,56%	0,28%	5,30%
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	2,75%	6,38%	6,99%	5,77%	8,45%
B.III 1	Podíly v ovl. a řízených osobách	2,72%	6,38%	6,99%	5,77%	8,45%
B.III 2	Podíly pod podstatným vlivem	0,03%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%
C	Oběžná aktiva	87,23%	78,55%	70,41%	75,38%	61,22%
C.I	Zásoby	7,73%	5,49%	5,23%	11,94%	7,64%
C.I 1	Materiál	7,43%	4,79%	5,01%	9,67%	7,32%
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary	0,00%	0,00%	0,00%	2,08%	0,00%
C.I 3	Výrobky	0,30%	0,14%	0,22%	0,19%	0,32%
C.I 5	Zboží	0,00%	0,57%	0,00%	0,00%	0,00%
C.II	Dlouhodobé pohledávky	0,01%	0,05%	0,06%	0,00%	0,08%
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	0,01%	0,05%	0,06%	0,00%	0,08%
C.III	Krátkodobé pohledávky	73,09%	60,65%	45,18%	51,28%	44,32%
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	62,48%	54,72%	39,87%	44,59%	35,99%
C.III 2	Pohledávky za ovl. a říz. osobami	4,04%	2,76%	2,87%	0,00%	3,43%
C.III 6	Stát - daňové pohledávky	2,88%	1,31%	0,23%	0,85%	3,13%
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,28%	0,49%	0,16%	1,39%	0,92%
C.III.8	Dohadné účty aktivní	1,68%	0,32%	0,21%	0,00%	0,00%
C.III.9	Jiné pohledávky	0,73%	1,04%	1,84%	4,46%	0,84%
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	6,40%	12,37%	19,94%	12,15%	9,18%
C.IV 1	Peníze	0,16%	0,12%	0,13%	0,08%	0,13%
C.IV 2	Účty v bankách	6,24%	12,25%	19,81%	12,07%	9,05%
D.I	Časové rozlišení	0,66%	0,21%	0,42%	0,16%	3,31%
D.I 1	Náklady příštích období	0,66%	0,20%	0,38%	0,11%	0,14%
D.I 3	Příjmy příštích období	0,01%	0,01%	0,05%	0,05%	3,17%

	ABC s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A	Vlastní kapitál	50,36%	39,17%	45,12%	42,76%	51,04%
A.I	Základní kapitál	0,36%	0,24%	0,26%	0,22%	0,26%
A.I 1	Základní kapitál	0,36%	0,24%	0,26%	0,22%	0,26%
A.II	Kapitálové fondy	-1,63%	3,43%	3,86%	3,10%	5,13%
A.II 3	Oceň. rozdílů z přecenění majetku	-1,63%	3,43%	3,86%	3,10%	5,13%
A.III	Rezervní fondy	0,08%	0,07%	0,07%	0,04%	0,02%
A.III 1	Zákonný rezervní fond	0,04%	0,02%	0,03%	0,00%	0,00%
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	0,04%	0,05%	0,04%	0,04%	0,02%
A.IV	Výsledek hospodaření z min. let	46,83%	34,35%	37,40%	34,91%	45,20%
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	46,83%	34,35%	37,40%	34,91%	45,20%
A.V	VH běžného účetního období	4,72%	1,07%	3,53%	4,49%	0,43%
B	Cizí zdroje	49,51%	60,63%	54,30%	55,89%	48,71%
B.II	Dlouhodobé závazky	0,87%	0,78%	0,85%	0,55%	0,86%
B.II.9	Jiné závazky	0,87%	0,78%	0,85%	0,55%	0,86%
B.II.10	Odložený daňový závazek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
B.III	Krátkodobé závazky	48,64%	54,15%	41,88%	48,49%	41,06%
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	32,24%	37,24%	24,86%	32,94%	25,52%
B.III 4	Závazky ke společníkům	8,16%	7,39%	8,34%	6,51%	7,88%
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	5,44%	3,50%	3,56%	3,15%	3,19%
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	1,03%	0,42%	0,92%	0,75%	0,57%
B.III 7	Stát - daňové závazky a dotace	0,65%	0,34%	1,27%	0,62%	0,15%
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	0,88%	4,67%	1,85%	3,99%	3,31%
B.III.10	Dohadné účty pasivní	0,20%	0,33%	0,30%	0,14%	0,42%
B.III.11	Jiné závazky	0,05%	0,26%	0,78%	0,40%	0,02%
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	0,00%	5,70%	11,57%	6,84%	6,78%
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	5,70%	11,57%	6,84%	6,78%
C.I	Časové rozlišení	0,13%	0,20%	0,58%	1,35%	0,25%
C.I 2	Výnosy příštích období	0,13%	0,20%	0,58%	1,35%	0,25%

Vertikální analýza aktiv a pasiv společnosti XYZ s.r.o. v letech 2011-2015 (v tis. Kč)

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
B	Dlouhodobý majetek	6,33%	13,63%	17,66%	13,82%	34,03%
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,11%	0,40%	0,36%	0,71%	2,17%
B.I.3	Software	0,11%	0,40%	0,36%	0,33%	0,48%
B.I.4	Ocenitelná práva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,68%
B.I.7	Nedokončený DNM	0,00%	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	6,22%	13,24%	17,30%	13,11%	31,87%
B.II.1	Pozemky	0,45%	0,94%	1,36%	0,94%	19,87%
B.II.2	Stavby	4,95%	9,86%	13,34%	8,58%	6,27%
B.II.3	Samostatné movité věci	0,82%	2,43%	2,59%	3,59%	4,80%
B.II.7	Nedokončený DHM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,41%
B.II.8	Poskytnuté zálohy na DHM	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,52%
C	Oběžná aktiva	87,66%	85,45%	80,71%	84,65%	61,02%
C.I	Zásoby	9,08%	25,93%	39,39%	11,96%	20,98%
C.I.1	Materiál	4,86%	7,52%	9,14%	5,44%	5,02%
C.I.2	Nedokončená výroba a polotovary	4,22%	18,41%	30,25%	6,52%	15,15%
C.I.6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,81%
C.II	Dlouhodobé pohledávky	1,17%	1,63%	3,15%	1,76%	1,76%
C.II.1	Pohledávky z obchodních vztahů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,20%
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	1,17%	1,63%	3,15%	1,76%	1,56%
C.III	Krátkodobé pohledávky	72,01%	21,79%	32,37%	65,62%	23,78%
C.III.1	Pohledávky z obchodních vztahů	22,74%	17,82%	25,83%	63,94%	21,05%
C.III.2	Pohledávky za ovládanými osobami	45,89%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.III.6	Stát - daňové pohledávky	0,00%	3,29%	6,22%	1,44%	2,08%
C.III.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	2,36%	0,67%	0,27%	0,14%	0,19%
C.III.8	Dohadné účty aktivní	0,00%	0,00%	0,01%	0,08%	0,00%
C.III.9	Jiné pohledávky	1,02%	0,00%	0,04%	0,02%	0,46%
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	5,40%	36,09%	5,80%	5,31%	14,50%
C.IV.1	Peníze	0,22%	0,51%	0,62%	0,47%	0,39%
C.IV.2	Účty v bankách	5,18%	35,59%	5,17%	4,84%	14,11%
D.I	Časové rozlišení	6,01%	0,92%	1,64%	1,53%	4,95%
D.I.1	Náklady příštích období	0,18%	0,91%	1,63%	1,53%	1,15%
D.I.3	Příjmy příštích období	5,84%	0,00%	0,00%	0,00%	3,80%

	XYZ s.r.o.	2011	2012	2013	2014	2015
	Pasiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A	Vlastní kapitál	73,84%	55,67%	56,56%	48,82%	39,76%
A.I	Základní kapitál	0,08%	3,21%	4,65%	3,22%	2,54%
A.I 1	Základní kapitál	0,08%	3,21%	4,65%	3,22%	2,54%
A.II	Kapitálové fondy	0,00%	-0,06%	0,00%	0,00%	0,00%
A.II 3	Oceň. rozdílů z přecenění majetku	0,00%	-0,06%	0,00%	0,00%	0,00%
A.III	Rezervní fondy	0,87%	1,82%	2,64%	1,81%	1,43%
A.III 1	Zákonný rezervní fond	0,01%	0,02%	0,02%	0,00%	0,00%
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	0,86%	1,81%	2,62%	1,81%	1,43%
A.IV	VH z minulých let	60,93%	28,83%	43,15%	29,88%	23,71%
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	60,93%	28,83%	43,15%	29,88%	23,71%
A.V	VH běžného účetního období (+/-)	11,97%	21,86%	6,11%	13,91%	12,08%
B	Cizí zdroje	26,16%	44,33%	42,30%	50,59%	60,24%
B.I	Rezervy	5,07%	8,47%	4,65%	9,08%	8,05%
B.I.4	Ostatní rezervy	5,07%	8,47%	4,65%	9,08%	8,05%
B.II	Dlouhodobé závazky	0,00%	0,94%	0,00%	0,00%	20,34%
B.II 1	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0,94%	0,00%	0,00%	0,00%
B.II.9	Jiné závazky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	20,34%
B.III	Krátkodobé závazky	19,03%	34,35%	20,59%	19,56%	19,67%
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	6,22%	7,94%	6,15%	8,40%	7,24%
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	1,09%	3,09%	2,84%	3,38%	1,58%
B.III 6	Závazky ze soc. zabezpečení a ZP	0,67%	1,93%	1,62%	2,10%	0,86%
B.III 7	Stát - daňově závazky a dotace	2,33%	0,68%	1,94%	1,55%	0,48%
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	4,34%	19,15%	7,34%	3,63%	7,70%
B.III.10	Dohadné účty pasivní	4,39%	1,51%	0,70%	0,49%	0,58%
B.III.11	Jiné závazky	0,00%	0,06%	0,00%	0,00%	1,22%
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	2,05%	0,56%	17,06%	21,95%	12,19%
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	2,05%	0,31%	0,03%	1,14%	1,20%
B.IV 2	Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	0,26%	17,02%	20,80%	10,99%
C.I	Časové rozlišení	0,00%	0,00%	1,14%	0,59%	0,00%
C.I 2	Výnosy příštích období	0,00%	0,00%	1,14%	0,59%	0,00%