

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Hodnota podniku

Bc. Ilona Černá

© 2014 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomiky
Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Černá Ilona

Podnikání a administrativa

Název práce

Hodnota podniku

Anglický název

Business Value

Cíle práce

Cílem práce je stanovit hodnotu vybraného podniku na základě vhodně zvolených metod pro oceňování podniku.

Metodika

Práce bude členěna do dvou částí. Teoretická část práce bude zpracována metodou analýzy, syntézy a komparace na základě získaných poznatků z české a zahraniční literatury věnující se uvedenému tématu. Budou charakterizovány základní důvody a cíle pro oceňování podniků, zdroje potřebné pro provedení oceňování, jednotlivé metody hodnocení a oceňování podniku a možnosti jejich využití. Bude vybrána vhodná metoda pro určení hodnoty vybraného podniku.

V praktické části práce bude proveden sběr vnitřních a vnějších informací o podniku. Podnik bude charakterizován z hlediska jeho právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury, struktury majetku a závazků a bude také definovat oblasti tvorby výsledku hospodaření. Následně bude provedena finanční a strategická analýza získaných dat, výběr metod ve vazbě na cíl práce, analýza ocenění a syntéza výsledků. Tato část bude rovněž obsahovat analytické výpočty v závislosti na zvolené metodě v delší časové řadě, včetně odborných komentářů k výsledkům.

Závěr práce bude shrnovat nejdůležitější poznatky, budou navržena doporučení a opatření směřující k návrhu dosažení lepší hodnoty podniku.

Budou použity metody analýzy časových řad, metody finanční analýzy, vybrané metody ocenění podniku.

Harmonogram zpracování

Literární rešerše - 1. část: 3/2012 - 5/2012

Detailní metodika a cíle práce, dopracování literární rešerše: 6 - 7/2012

Vlastní práce – analytická část: 8/2012 – 10/2012

Vlastní práce - syntéza poznatků, vyhodnocení výsledků, návrhy a doporučení: 11. do 12/2012

Odevzdání poslední verze práce vedoucímu práce ke konečnému posouzení: 1 - 2/2013

Rozsah textové části

60 - 70 stran

Klíčová slova

Podnik, hodnota podniku, finanční analýza, výnosové metody oceňování, majetkové metody oceňování, tržní metody oceňování, ekonomická přidaná hodnota, diskontní míra, diskontované cash flow

Doporučené zdroje informací

COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. Valuation: measuring and managing the value of companies. 3. vyd. New York: John Wiley & Sons, 2000. ISBN 978-0-471-36190-9.

GRÜNWARD, Rolf, HOLEČKOVÁ, Jaroslava. Finanční analýza a plánování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. Finanční analýza krok za krokem. 2. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-713-5.

KOVANICOVÁ, Dana, KOVANIC, Pavel. Poklady skryté v účetnictví II. díl. Finanční analýza účetních výkazů. 1. vyd. Praha: POLYGON, nakladatelství BOVA, 1995. ISBN 80-901778-4-0.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. ISBN 978-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku, Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé, Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3916-8.

SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

SYNEK, Miloslav, KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Podniková ekonomika. 5. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-336-3.

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Vedoucí práce

Aulová Renata, Ing.

Termín odevzdání

březen 2013

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry



prof. Ing. Jan Hron, DrSc., dr.h.c.

Děkan fakulty

V Praze dne 15.11.2012

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Hodnota podniku" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 26. 11. 2014

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala paní Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za možnost věnovat se danému tématu diplomové práce a tímto způsobem si rozšířit a ujasnit znalosti a informace o oceňování podniku a také děkuji za rady a připomínky k této práci.

Hodnota podniku

Business Value

Souhrn

V rešerši této diplomové práce je věnována pozornost všem důležitým skupinám oceňovacích metod – výnosovým metodám oceňování, metodám založeným na analýze trhu a také majetkovému ocenění. Jsou zde charakterizovány základní důvody a cíle pro oceňování podniků, jednotlivé metody hodnocení a oceňování podniku a možnosti jejich využití.

V praktické části této diplomové práce je analyzován a je stanovena hodnota podniku „R“ k 1. 1. 2013. Je proveden sběr informací o podniku, následuje zpracování strategické analýzy vnějšího i vnitřního prostředí podniku. Ocenění dále vychází z finanční analýzy účetních výkazů podniku za období 2008 – 2012 a na základě všech předchozích analýz je sestavena prognóza budoucího vývoje podniku na období 2013 – 2016, která je výchozím podkladem pro vybrané oceňovací metody.

Pro ocenění podniku je zvolena výnosová metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity – DCF entity, která je považována za základní metodu oceňování podniků a ocenění zde vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku. Jako druhá metoda ocenění podniku je zvolena výnosová metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA, která měří, zda podnik dosahuje nebo v budoucnu bude dosahovat ekonomického zisku. Třetí metodou ocenění je stanovení účetní hodnoty podniku na základě historických cen.

Konečné hodnocení práce shrnuje nejdůležitější poznatky a výsledky šetření, jsou navržena doporučení a opatření, která směřují k dosažení lepší hodnoty podniku.

Summary

In a review of this thesis is devoted to all major groups of valuation methods - business valuation methods, methods based on market analysis and property valuation. There are characterized by fundamental reasons and goals for valuation of the company, various methods of assessment and valuation of the company and their potential use.

In the practical part of this thesis is analyzed and determined enterprise value "R" 1. 1. 2013. It is conducted to collect information about the company, followed by a strategic analysis of the external and internal environment of the company. The valuation was also based on financial analysis of company financial statements for the period 2008 - 2012 and on the basis of previous analyzes predict the future development of the company for the period 2013 - 2016 , which is the starting point for the selected valuation methods.

For valuation of the company is chosen business valuation method discounted cash flow variant entity - DCF entity, which is regarded as the basic method of business valuation and valuation here is based on the calculation of the value of the enterprise as a whole. As a second method of valuation method is chosen economic value added method - EVA, which measures whether the company achieves or will achieve in the future economic profit. The third method of valuation is to determine the accounting value of company on the base of historical prices.

The final assessment summarizes the most important findings and results of the investigation are proposed recommendations and measures which aim to achieve better business value of company.

Klíčová slova: Podnik, hodnota podniku, finanční analýza, výnosové metody oceňování, majetkové metody oceňování, tržní metody oceňování, diskontní míra, ekonomická přidaná hodnota, diskontované cash flow.

Keywords: Company, value of company, financial analysis, business valuation method, property valuation method, market valuation method, discounted rate, economic value added, discounted cash flow.

OBSAH

| | |
|---|----|
| 1. ÚVOD..... | 11 |
| 2. CÍL PRÁCE A METODIKA | 12 |
| 3. TEORETICKÁ VÝCHODISKA – METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU | 14 |
| 3.1 PODNIK A HODNOTA PODNIKU | 14 |
| 3.1.1 Hladiny hodnoty podniku | 14 |
| 3.1.2 Kategorie hodnoty..... | 14 |
| 3.1.3 Funkce ohodnocení podniku..... | 16 |
| 3.1.4 Proč ohodnotit podnik..... | 17 |
| 3.1.5 Předpoklady ocenění podniku | 17 |
| 3.1.6 Faktor času a rizika ve vztahu k diskontní míře | 17 |
| 3.2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU | 19 |
| 3.2.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ | 19 |
| 3.2.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku..... | 19 |
| 3.2.1.1.1 Metoda DCF „entity“ | 19 |
| 3.2.1.1.2 Metoda DCF „equity“ | 31 |
| 3.2.1.1.3 Metoda DCF APV | 32 |
| 3.2.1.2 Metoda založená na koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA) | 34 |
| 3.2.1.2.1 Ocenění metodou EVA „entity“ | 36 |
| 3.2.1.2.2 Ocenění metodou EVA „equity“ | 37 |
| 3.2.1.2.3 Ocenění metodou EVA APV | 37 |
| 3.2.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů..... | 38 |
| 3.2.1.4 Kombinované metody | 43 |
| 3.2.1.4.1 Metoda střední hodnoty | 43 |
| 3.2.1.4.2 Metoda vážené střední hodnoty..... | 43 |
| 3.2.1.4.3 Metoda kapitalizovaných nadzisků..... | 44 |
| 3.2.2 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU | 45 |
| 3.2.2.1 Metoda přímého ocenění z dat kapitálového trhu..... | 45 |
| 3.2.2.2 Metody tržního porovnání | 45 |
| 3.2.2.2.1 Metoda ocenění na základě srovnatelných podniků..... | 45 |
| 3.2.2.2.2 Metoda ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu ... | 47 |
| 3.2.2.2.3 Metoda ocenění na základě srovnatelných transakcí | 47 |
| 3.2.2.2.4 Metoda ocenění na základě odvětvových multiplikátorů..... | 48 |
| 3.2.3 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ | 49 |
| 3.2.3.1 Metoda účetní hodnoty | 49 |
| 3.2.3.2 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen..... | 50 |
| 3.2.3.3 Substanční hodnota na principu úspory nákladů..... | 51 |
| 3.2.3.4 Majetkové ocenění na principu tržních cen | 51 |
| 3.2.3.5 Metoda likvidační hodnoty | 51 |
| 3.3 ZÁVĚREČNÉ SHRNUTÍ TEORIE..... | 53 |
| 4. PRAKTICKÁ ČÁST | 55 |
| 4.1 ZADÁNÍ..... | 55 |
| 4.1.1 Účel ocenění, vymezení hledaného standardu hodnoty – báze hodnoty | 55 |
| 4.1.2 Datum ocenění | 55 |
| 4.2 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU..... | 55 |
| 4.2.1 Identifikační údaje podniku | 55 |
| 4.2.2 Předmět podnikání | 55 |

| | |
|--|-----|
| 4.2.3 Vlastnická struktura, podíly v jiných společnostech | 55 |
| 4.2.4 Řídící struktura | 56 |
| 4.2.5 Historie společnosti | 56 |
| 4.2.6 Základní finanční data podniku | 57 |
| 4.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU | 58 |
| 4.3.1 Analýza vnějšího prostředí | 58 |
| 4.3.2 Analýza vnitřního prostředí | 66 |
| 4.3.3 Strategická analýza – závěrečné shrnutí | 71 |
| Tabulka č. 8: Prognóza tempa růstu tržního podílu a tržeb podniku | 71 |
| 4.4 FINANČNÍ ANALÝZA | 74 |
| 4.4.1 Účetní pravidla uplatňovaná v podniku | 74 |
| 4.4.2 Analýza účetních výkazů | 75 |
| 4.4.3 Analýza poměrových ukazatelů | 81 |
| 4.4.4 Souhrnné vyhodnocení finančního zdraví a perspektivnosti podniku z finančního hlediska | 89 |
| 4.5 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ | 90 |
| 4.6 FINANČNÍ PLÁN | 92 |
| 4.6.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty | 92 |
| 4.6.1.2 Pracovní kapitál | 93 |
| 4.6.1.3 Investice do dlouhodobého majetku | 94 |
| 4.6.2 Sestavení finančního plánu | 95 |
| 4.7 OCENĚNÍ PODNIKU | 104 |
| 4.7.1 Volba metod ocenění a jejich zdůvodnění | 104 |
| 4.7.2 Ocenění neprovozního majetku | 104 |
| 4.7.3.1 Stanovení diskontní míry | 104 |
| 4.7.3.2 Ocenění podniku metodou diskontovaného cash flow - DCF entity | 107 |
| 4.7.3.3 Ocenění podniku metodou ekonomické přidané hodnoty EVA | 110 |
| 4.7.4 Výsledné ocenění a závěrečný výrok | 113 |
| 5. ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ | 115 |
| 6. ZÁVĚR | 117 |
| 7. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ | 118 |
| 8. PŘÍLOHY | 123 |

1. ÚVOD

Hospodaření velké většiny firem u nás i ve světě významně ovlivnil nástup tzv. hospodářské krize. V této době se oceňování – ohodnocení podniků stává stále více aktuální a jeho význam roste. Podniky se transformují, prodávají, slučují, dostávají do finanční tísně. Finanční instituce se více zaměřují na analýzu rizik spojených poskytováním úvěrů, investoři do cenných papírů jsou obezřetnější, majitelé firem se více starají o stav svých společností a výkony managementu. Vše výše uvedené a další jiné skutečnosti jsou důvodem, proč se zajímat a získat informace o hodnotě podniku.

Hodnota podniku a její stanovení je velmi složitý a komplikovaný proces, kde je zřejmé, že podnik jako takový žádnou objektivní hodnotu nemá a jeho hodnota je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. Ocenění podniku není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny podniku, kde významnou roli a vysokou kompetentnost má osoba znalce, který v rámci procesu oceňování tvůrčím způsobem hledá nejpravděpodobnější hodnotu vlastního jmění podniku a stanovuje závěrečný výrok o hledané hodnotě podniku.

Podstata znalecké činnosti je v tomto případě založena především na kvalitních informacích o podniku a souvisejícím tržním odvětví. Dále jsou důležité znalosti z oblasti ekonomiky, účetnictví a daní, práva a samozřejmě matematiky a její využití při kalkulacích, statistických a finančních výpočtech. Všeobecně platný a závazný postup při ocenění podniku není v České republice stanoven, jsou zde dány určité zásady vycházející především ze Zákona o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a metodického pokynu České národní banky, ze zahraničních zdrojů jsou to Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy nebo některé národní standardy cizích zemí.

2. CÍL PRÁCE A METODIKA

Cíl práce

Cílem práce je, na základě vhodně zvolených metod pro oceňování podniku, stanovit hodnotu vybraného podniku R. Podnik R nebude pro účely diplomové práce jmenován, proto je zvoleno označení “R”. Podnik R se zabývá výrobou a prodejem kosmetických produktů. Ocenění je prováděno pro účely podniku, zjištění reálné bonity podniku a stanovení výsledné hodnoty vlastního jmění je kalkulováno k 1. 1. 2013.

Metodika práce

Práce je členěna do dvou částí. Teoretická část práce je zpracována metodou analýzy, syntézy a komparace na základě získaných poznatků z české a zahraniční literatury věnující se uvedenému tématu. V této teoretické části jsou charakterizovány základní důvody a cíle pro oceňování podniků, jednotlivé metody hodnocení a oceňování podniku a možnosti jejich využití.

V praktické části práce je proveden sběr informací o podniku. Podnik je charakterizován z hlediska jeho právní formy, řídicí a organizační struktury, výrobní struktury, struktury majetku, závazků a oblasti tvorby výsledku hospodaření. Následně je provedena strategická analýza získaných dat, která je zaměřena nejprve na vnější prostředí, kde jsou charakterizovány vlivy světové i národní ekonomiky například vliv HDP, inflace, nezaměstnanosti, měnové politiky. Analýza dále pokračuje analýzou tržního odvětví podniku a charakterizuje jeho hybné síly, stanovuje hlavní faktory nabídky a poptávky pro daný trh a výsledkem je stanovení hodnocení atraktivity daného tržního odvětví.

Strategická analýza vnitřního prostředí charakterizuje podnik z hlediska jeho filozofie, výroby a prodeje, marketingové strategie a dalšího výzkumu a vývoje. Jsou zde stanoveny konkureční výhody podniku, je sestavena SWOT analýza, diagram konkureční síly, graf vývojové fáze podniku a na základě těchto informací je odvozena prognóza tempa růstu tržeb podniku.

Po strategické analýze následuje analýza finanční, která informuje o zdraví a vývoji finanční situace podniku. Podklady pro provedení finanční analýzy vycházejí z účetních

výkazů podniku za pětileté účetní období let 2008 – 2012. V rámci finanční analýzy je provedena tzv. horizontální a vertikální analýza účetních výkazů, dále analýza poměrových ukazatelů, která je doplněna ohodnocením podniku na základě bonitních a bankrotních modelů. Výsledkem předchozího hodnocení je rozhodnutí o tom, že podnik není existenčně ohrožen a je sestaven finanční plán na období let 2013 - 2016, který je zároveň výchozím podkladem pro ocenění podniku.

Pro ocenění podniku, ve vazbě na cíl práce – stanovení hodnoty pro účel podniku na bázi objektivizovaného ocenění, jsou vybrány dvě výnosové metody oceňování – metoda diskontovaného cash flow – DCF entity a metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA entity, pro porovnání získaných hodnot ocenění je také stanovena účetní hodnota.

Pro ocenění metodou diskontovaného cash flow – DCF entity je zvolena v praxi obvyklá, standardní dvoufázová metoda. Hodnota podniku podle dvoufázové metody je vypočítána takto:

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

Pro ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty – EVA entity je také použita dvoufázová metoda, jako u metody DCF. Hodnota podniku podle dvoufázové metody je vypočítána:

$$H_b = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Stanovení účetní hodnoty vlastního kapitálu vychází z účetních výkazů podniku.

Konečné hodnocení práce shrnuje nejdůležitější poznatky a výsledky šetření, jsou navržena doporučení a opatření, která směřují k dosažení lepší hodnoty podniku.

3. TEORETICKÁ VÝCHODISKA – METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

3.1 PODNIK A HODNOTA PODNIKU

Na podnik, v oboru oceňování, nahlížíme především z ekonomického hlediska a to znamená, že podnik vidíme jako celek. Funkční celek – entitu, která má schopnosti přinášet určitý užitek a generovat určitý výnos v současné i budoucí době.

Oceněním podniku – hodnotou podniku není skutečnost, ale názor investora a jej zastupujícího znalce, na nejpravděpodobnější cenu, která by měla být zaplacená při směně, nebo na ekonomické užitky plynoucí z držení aktiva. Hodnota při směně je hypotetická cena a předpoklady, za kterých je hodnota odhadována, jsou určeny cílem ocenění. Pro použití a pochopení ocenění je mimořádně důležité, aby byla jasně vymezena báze hodnoty a s ní spojená definice hodnoty a funkce, ve které se ocenění bude provádět (2, s. 21).

Základní východiska pro stanovení hodnoty podniku jsou:

- účel ocenění,
- báze hodnoty, která má být vyčíslena,
- funkce, ve které se bude ocenění provádět.

3.1.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik můžeme oceňovat na dvou různých hladinách a to hodnotou netto, kterou se rozumí ocenění na úrovni vlastníků, tedy oceňujeme vlastní kapitál. Nebo hodnotou brutto, která uvádí hodnotu podniku jako celku (pro vlastníky i věřitele) a to na úrovni vlastního a úročeného kapitálu podniku (2, s. 16).

3.1.2 Kategorie hodnoty

V České republice se pro ocenění podniku používají zejména tyto hodnotové báze:

- tržní hodnota podniku,
- objektivizovaná hodnota,
- spravedlivá hodnota,

- investiční hodnota,
- speciální hodnota,
- synergická hodnota (2, s. 22, 33).

„*Tržní hodnota podniku (market value)* je odhadnutá částka, za kterou by mohl být podnik směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“ (2, s. 22). Reprezentuje odhad ceny na trhu určený pro hypotetického průměrného kupujícího.

Objektivizovaná hodnota představuje výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu vlastníka nebo skupiny vlastníků, neomezeně podléhající daním. Tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při reálném očekávání tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (2, s. 27).

Spravedlivá hodnota (fair value) odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. Tato hodnotová báze reprezentuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma specifickými stranami při směně majetku. Majetek není nezbytně vystaven na širším trhu, cena odráží specifické výhody či nevýhody. Spravedlivou hodnotu lze považovat za synonymum pojmu rozhodčí hodnota (2, s. 33).

Investiční (subjektivní) hodnota (investment value) je báze hodnoty specifická pro konkrétní subjekt. Je to hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle. Investiční hodnotu lze považovat za synonymum pojmu hraniční hodnota a hodnota pro rozhodování (2, s. 26, 27).

Speciální hodnota (special value) tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti (např. fyzické, ekonomické, geografické), které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivější než pro ostatní kupující na trhu (2, s. 33).

„*Synergická hodnota (synergistic value)* je dodatečný prvek hodnoty vytvořený spojením dvou nebo více aktiv a podílů, kdy je spojená hodnota vyšší než součet samostatných hodnot“ (2, s. 33). Je příkladem speciální hodnoty, pokud je pro konkrétního kupujícího.

3.1.3 Funkce ohodnocení podniku

Stanovení funkce vždy vychází z potřeby řešit určitý konflikt mezi subjekty ocenění. Každý subjekt má své zájmy a očekávání ohledně výsledku ocenění a podmínek, za nichž se má převod majetku uskutečnit (3, s. 134).

Funkce oceňování jsou děleny na *funkce hlavní* a *funkce vedlejší*.

Funkce hlavní jsou:

- *funkce pro rozhodnutí* – v této funkci vystupuje oceňovatel v roli poradce, který by měl odhadnout hodnotu pro rozhodnutí transakce a nalézt spravedlivou cenu v závislosti na možnostech obou stran transakce,
- *funkce zprostředkující* – uvádí hodnotu, jejímž smyslem je seznámení se s uváděnou hodnotou a sjednocení očekávání stran transakce,
- *funkce argumentační* – oceňovatel uvádí co nejvíce argumentů, tak aby výsledná hodnota transakce byla maximálně výhodná pro určitou stranu (3, s. 134).

Funkce vedlejší (uplatňují se při ocenění v případech, kde nedochází ke změně majetkových poměrů mezi subjekty):

- *funkce informační nebo také komunikační* – poskytuje podklad pro komunikaci, především s investory a bankami, jde o stanovení hodnoty pro finanční výkaznictví,
- *funkce daňová* – uvádí hodnotu, která slouží jako podklad pro vyměřovací základ daně pro daňovou povinnost,
- *funkce podpůrná při tvorbě společenských smluv* – nabízí řešení možných sporů či úprav pravidel postupu při sporu týkajících se majetkového vypořádání (3, s. 135).

3.1.4 Proč ohodnotit podnik

V zásadě se jedná o dva převažující důvody, proč k ohodnocení podniku dochází:

1. *z důvodu vlastnické změny ve společnosti* – jedná se především o koupi či prodej podniku, ocenění v souvislosti s koupí nebo směnou cenných papírů podniku, v souvislosti s fúzí či rozdělením společnosti,
2. *z důvodu, kdy nedochází ke změně vlastnictví*, ale ocenění souvisí s vlastním vývojem, provozem společnosti – jedná se například o změnu právní formy, žádost o poskytnutí úvěru, sanace společnosti (2, s. 35, 36).

3.1.5 Předpoklady ocenění podniku

V literatuře jsou uvedeny tyto předpoklady:

- *Hodnota pokračujícího podniku*
 1. *přístup „going concern“ a „stand alone basis“* – ocenění podniku tak, jak „stojí a běží“. To znamená za předpokladu, že podnik zachová shodný předmět činnosti a v této činnosti bude pokračovat s co nejlépe možným využitím zařízení podniku,
 2. *přístup založený na změně ze strategického hlediska* – předpokladem je, že nový vlastník změní činnost a využívání majetku podniku. Příkladem je spojení, fúze podniků (4, s. 12),
- *Likvidační hodnota* – ocenění souboru majetkových položek v podniku pro prodej, většinou odděleně. Předpokládá se uzavření podniku.

3.1.6 Faktor času a rizika ve vztahu k diskontní míře

Faktor času a rizika jsou dva důležité faktory oceňování, které vstupují do procesu oceňování v podobě diskontní míry.

Faktor času

Z hlediska faktoru času, mluvíme o tzv. *časové hodnotě peněz*. Hodnotu podniku jako celku i jednotlivé položky majetku potřebujeme vyjádřit v současné hodnotě budoucích čistých příjmů, které z uvedených aktiv poplynou. Příjem získaný dříve je významnější,

protože jeho příjemce může získané prostředky dále investovat a získat další příjem. Užívané techniky přepočtu peněžní částky jsou tyto:

- jednotlivá částka,
- anuita – řada stejně velkých pravidelných plateb,
- perpetuita – nekonečná řada stejně velkých pravidelných plateb (2, s. 39).

Faktor rizika

Na riziko se, z hlediska ekonomiky, díváme jako na důsledek nejasného budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti a to jak v kladném tak v záporném směru. Míru rizika měříme velikostí rozptylu očekávaných výnosů, jinak také směrodatné odchylky těchto výnosů.

Členění rizik jako východiska pro kalkulaci diskontní míry je následující:

- pro výpočet rizikové přírážky dělíme riziko na:
 - a) *obchodní – prodejní riziko,*
obchodní – provozní riziko,
 - b) *finanční riziko.*
- stanovení diskontní míry dle účelu ocenění:
 - a) *systematické riziko,*
 - b) *nesystematické riziko.*

Důležité je, že jak riziko obchodní, tak i finanční mají složku rizika systematickou a také složku rizika specifickou (nesystematickou) (2, s. 40).

Diskontní míra

Diskontní míra nebo také *kalkulovaná úroková míra* je míra pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky a také je to míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního výnosu, zobrazující riziko spojené s pravděpodobností tento výnos získat. Diskontní míra je určena, především, na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku a s ohledem na alternativní možnosti využití kapitálu při takovéto výnosnosti (2, s. 47).

3.2 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

3.2.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ

Metody pro ocenění na základě analýzy výnosů vychází z toho, že každý statek má určenu hodnotu plynoucí z užitku pro jeho držitele. Držitel má z takového statku určitý příjem – výnos. Na základě toho, co konkrétní výnosy vyjadřují, rozlišujeme a používáme pro oceňování podniku tyto, tak zvané, výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metody kombinované, které výnosové ocenění kombinují s oceněním majetkovým (2, s. 163).

3.2.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku.

Metoda diskontovaného peněžního toku (discounted cash flow - dále jen DCF) je metoda, která měří budoucí užitky z drženého statku - podniku, peněžními toky, to znamená veličinou, která skutečně nejreálněji odráží finanční užitky pro investora. Tato metoda DCF se dělí na několik variant a to v závislosti na tom, z pohledu jakého investora jsou chápány tyto peněžní toky do podnikového kapitálu. Literatura uvádí převážně tyto tři varianty:

- metoda DCF „entity“ (Entity approach), entity = podnik jako celek,
- metoda DCF „equity“ (Equity approach), equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“ (Adjusted present value), upravená současná hodnota (5, s. 17, 2, s. 165).

3.2.1.1.1 Metoda DCF „entity“

Tato metoda je metodou oceňování v praxi nejrozšířenější. Je konstruována z pohledu vlastníků a úročených věřitelů, to znamená těch, kteří podniku poskytují kapitál. Proto se také používá označení této metody jako peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm). Samotný postup při použití metody DCF je následující:

1. vymezit peněžní tok (cash flow) pro vlastní ocenění,
2. určit jakými propočty odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu (2, s. 165).

1) Vymezení volných peněžních toků

Podnik jako celek je chápán na úrovni investovaného kapitálu. Podkladem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech:

1. určíme náklady na tento investovaný kapitál,
2. rozčleníme majetek na provozně nutný a nenutný (2, s. 170).

Základní výpočet FCFF:

| |
|---|
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH) |
| + Odpisy |
| + Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období |
| - Investice do provozně nutného pracovního kapitálu |
| - Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku |
| = Volné peněžní toky do firmy (FCFF) |

Korigovaný provozní výsledek hospodaření je výsledek generovaný právě provozně nutným investovaným kapitálem před rozdělením mezi vlastníky a věřitele. U výše uvedeného výpočtu zde pracujeme s investicemi v hodnotě brutto (5, s. 19).

Při použití investic v hodnotě netto, tzn. investic snížených o odpisy, používáme zkrácený výpočet FCFF:

Zkrácený výpočet FCFF:

| |
|--|
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH) |
| + Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období |
| - Investice netto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku |
| = Volné peněžní toky do firmy (FCFF) |

(5, s. 19).

2) Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

A) Určíme celkovou hodnotu podniku

Celkovou hodnotou rozumíme výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Získáme jí diskontováním peněžních toků podniku, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný a ani náklady a výnosy s takovým majetkem spojené (2, s. 177).

B) Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu

Metoda DCF entity je metodou založenou na financování pomocí vlastních zdrojů. Od celkové hodnoty provozu podniku odečteme hodnotu úročených dluhů k datu ocenění a v posledním kroku k provozní hodnotě vlastního kapitálu připočítáme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (2, s. 177).

Obecný výraz pro výpočet hodnoty podniku jako celku je:

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

kde: $FCFF$ volné cash flow do firmy v roce t

i_k kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

n počet let předpokládané existence podniku.

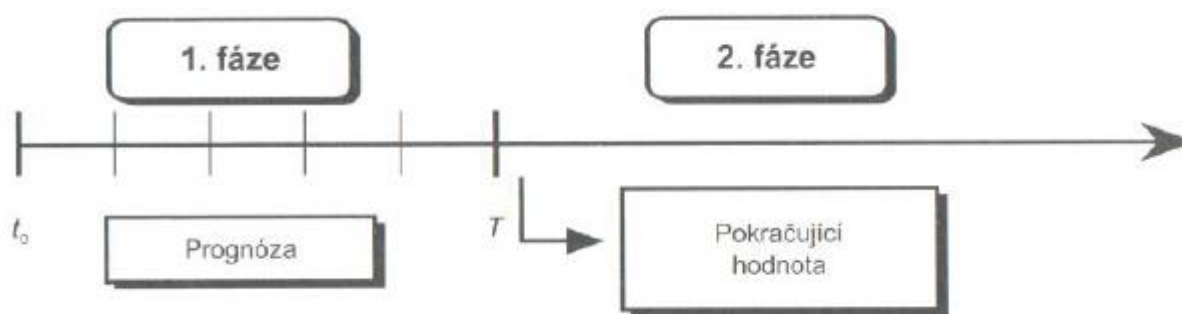
I u této metody pracujeme s předpokladem nekonečně dlouhé existence oceňovaného podniku. Ovšem tento předpoklad není v praxi pro plánování reálný, proto používáme tato dvě řešení postupu ocenění:

1. dvoufázovou metodu (v případě neudržitelných parametrů pokračující hodnoty se použije třífázová metoda),
2. metody založené na odhadu průměrných temp růstu (2, s. 178).

❖ Dvoufázová metoda

V praxi obvyklá je standardní dvoufázová metoda. *První fáze* je období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze je období od konce první fáze až do nekonečna. Druhá fáze je označována jako *pokračující hodnota*.

Obrázek č. 1: Schéma dvoufázové metody



Zdroj: M. Mařík a kol., *Metody oceňování podniku*, 2011, s. 178

I. Fáze prognózy

V této fázi oceňovatel rozhoduje, jak dlouhé bude vlastní prognózované období a od jaké doby bude počítat s pokračující hodnotou. Pokračující hodnota má při oceňování podniku rozhodující roli. Dle praxe je obvyklá prognóza pokračující hodnoty v délce 5-ti let, takto dosáhne podíl pokračující hodnoty 80% na celkovém výnosovém ocenění podniku. Způsob určení délky první fáze má různá řešení, například dle fáze životního cyklu podniku, fáze cyklu konjunktury, dle délky podnikových plánů aj. (2, s. 179 - 181).

II. Vztah pokračující hodnoty a délky první fáze

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na řadě předpokladů:

- základní parametry: *zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu, podíl na trhu,*
- *konstantní růst podniku, stabilní míra investic,*
- *stabilní výnosnost nových investic.*

Při odhadu pokračující hodnoty jsou rozhodující dvě věci:

- 1) volba techniky výpočtu,
- 2) volba parametrů pokračující hodnoty (2, s. 182).

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá takto:

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

kde: T délka první fáze v letech,

PH pokračující hodnota,

i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

(2, s. 178).

❖ Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

Gordonův vzorec

V druhé fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků druhé fáze. Používáme tzv. *Gordonův vzorec*, který je běžně používán pro oceňování akcií na základě dividend.

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

kde: T poslední rok prognózovaného období,

i_k úroková míra = průměrné náklady kapitálu,

g tempo růstu volného peněžního toku v druhé fázi, tj. do nekonečna,

$FCFF$ volný peněžní tok do firmy (2, s. 183).

Parametrický vzorec (vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty)

Druhou možností jak spočítat pokračující hodnotu, je vzorec, který pracuje s dvěma základními generátory hodnoty:

1. tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně,
2. očekávaná rentabilita nových investic (r_I) do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Pokračující hodnotu spočítáme tímto vzorcem, který je označován jako „*Parametrický vzorec*“:

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

kde: $KPVH_{T+1}$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (2, s. 186, 187).

U metody DCF se používá i tak zvaná „*Třífázová metoda*“, která dělí budoucí vývoj podniku na tři části: fázi rychlého růstu, fázi přechodnou, kde se rychlý růst zpomaluje a na období stability. Model se používá u podniků, které v současnosti rychle rostou a kde stabilizace je příliš dlouhé období, které by nebylo vhodné počítat dvoufázovou metodou (2, s. 200).

C) Zjištění výsledné hodnoty podniku

Předchozím postupem zjistíme provozní hodnotu podniku brutto, aby byla spočtena výsledná hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, postupujeme takto:

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

D) Diskontní míra pro metodu DCF

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na konkrétní zvolené variantě metody DCF:

- DCF entity – diskontní míra se stanovuje na úrovni *průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)*,
- DCF equity – diskontní míra se stanovuje odhadem *nákladů na vlastní kapitál* při konkrétní úrovni zadlužení,
- DCF APV
 - a) diskontní míra se stanovuje na úrovni *nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení*,
 - b) určíme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídajícím *nákladům cizího kapitálu* (2, s. 206).

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do čtyř bodů:

- 1) stanovíme váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu,
- 2) určíme náklady na cizí kapitál,
- 3) určíme náklady na vlastní kapitál,
- 4) propočteme průměrné vážené náklady kapitálu.

Vzorec výpočtu pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

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

- kde: n_{CK} náklady na cizí kapitál,
 d sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný podnik,
 CK tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku,
 $n_{VK(Z)}$ náklady na vlastní kapitál,
 VK tržní hodnota vlastního kapitálu,
 K celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$ (2, s. 207).

11) určení vah jednotlivých složek kapitálu

Při určení vah jednotlivých složek kapitálu vycházíme z tržní kapitalizace vlastního jmění (E) a cizích zdrojů (D) na celkové tržní hodnotě daného podniku (C). Předpokladem je znalost tržních hodnot.

Vzorec pro výpočet vah:

$$1 = \frac{E}{C} + \frac{D}{C}$$

kde $C = E + D$ (4, s. 177).

22) určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál určíme tak, že spočítáme vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme ze všech forem cizího kapitálu. Jsou to především tři hlavní složky a to úroky, disážio a další výdaje jako například běžné náklady úvěru, administrativní náklady spojené s dluhovou službou, bankovní provize. Úrokové náklady jsou kráceny o daňový štít, úsporu z daní, které z použití cizího kapitálu plynou (2, s. 212).

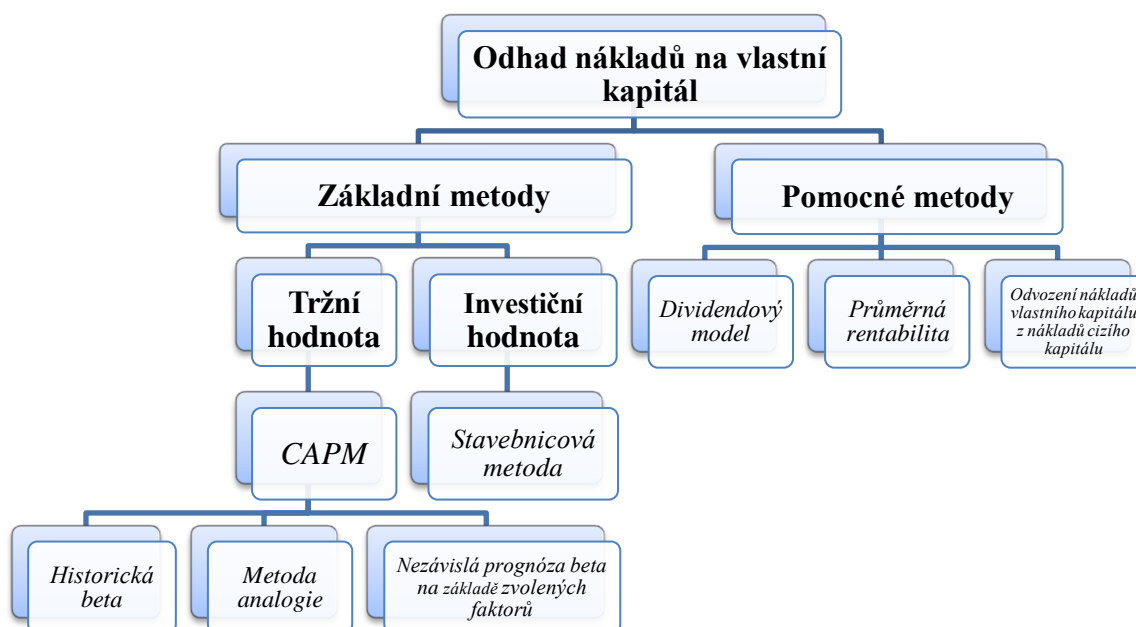
$$n_{CK} = r_f + RP$$

kde: n_{CK} náklady cizího kapitálu,
 r_f bezriziková výnosová míra,
 RP riziková přírážka pro cizí kapitál (2, s. 213).

33) určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou určeny výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání odvozujeme z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Je tedy odvozeno především od dividend u akciových společností či podílů na zisku u jiných právních forem.

Obrázek č. 2: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu



Zdroj: M. Mařík a kol., *Metody oceňování podniku*, 2011, s. 216

❖ CAPM (capital asset pricing model)

Model CAPM je jediný teoreticky podložený a ve světové praxi uznávaný způsob oceňování, který kalkuluje diskontní míru pro tržní ocenění (2, s. 233). Model CAPM je model, který je odvozen od tzv. *přímky cenných papírů*. Základní rovnice modelu odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Tvar rovnice CAPM:

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot (R_m - r_f)$$

kde: n_{VK} náklady vlastního kapitálu,
 r_f bezriziková výnosová míra,
 β koeficient beta cenného papíru,
 R_m průměrná výnosnost kapitálového trhu, v praxi nahrazovaná výnosností zvoleného akciového indexu,
 $r_f - R_m$ průměrná riziková prémie kapitálového trhu (prémie za tržní riziko)

(5, s. 311).

Model CAPM má tři hlavní složky: bezrizikovou výnosnost, průměrnou rizikovou prémii kapitálového trhu a koeficient beta.

Bezriziková výnosnost r_f

Bezrizikovostí dluhu rozumíme skutečnost, že dluh bude vyrovnán dle dohodnutých podmínek, toto předpokládáme u aktiv s minimálním rizikem, tj. například státních dluhopisů. Do této složky modelu dosazujeme hodnotu průměru výnosnosti státních dluhopisů s delší dobou splatnosti, to znamená deset a více let. Doporučuje se použít aktiva, která mají délku životnosti, která by se přibližovala životnosti aktiv oceňovaného podniku (5, s. 275).

Průměrná riziková premie kapitálového trhu $r_f - R_m$

Pro tuto hodnotu modelu CAPM používáme hodnotu dlouhodobého historického průměru rozdílů mezi výnosností akciového indexu a výnosností státních dluhopisů. Konkrétní postup:

- zjistit dlouhodobější úroveň výnosnosti akcií na kapitálovém trhu (R_m),
- spočítat průměrnou úroveň státních dluhopisů (r_f),
- z rozdílu $R_m - r_f$ odvodit hledanou rizikovou prémii.

Důležité pro výpočty je důkladně analyzovat jaké období zvolit, jaký zvolit průměrný výpočet (geometrický či aritmetický), zda použít hodnoty z místního či jiné trhu (5, s. 312, 2, s. 219).

Koeficient β

Koeficient β vyjadřuje relativní riziko konkrétního cenného papíru oproti riziku kapitálového trhu jako celku. Je-li podnik stejně rizikový jako trh, nabývá β hodnoty 1, u méně rizikového podniku je menší než jedna a u nadprůměrně rizikového je větší než 1. Odhad koeficientu β je možné získat třemi způsoby:

➤ Historický koeficient β

Postup, který je použitelný jen pro podniky, jejichž akcie jsou pravidelně obchodovány na kapitálovém trhu. Jedná se o statistické vyhodnocení skutečných minulých výnosností akcie obchodované na trhu v porovnání se skutečnými minulými výnosnostmi akciového indexu (5, s. 313).

➤ Metoda analogie

Postup, který využívá známé koeficienty β podobného obchodovaného podniku, skupiny podniků nebo odvětví a z něj oceňovatel odvodí koeficient β pro posuzovaný podnik. Zvláště je třeba posoudit a upravit odlišnosti v obchodním a finančním riziku, které závisí na kapitálové struktuře (5, s. 313, 2, s. 224).

➤ Odhad koeficientu β na základě analýzy faktorů

Postup, který spočívá v tom, že se nejprve vymezí faktory se zásadním vlivem na velikost koeficientu β , například se jedná o faktory provozní páka, finanční páka nebo oblast podnikání a poté se provede analýza působení těchto faktorů na oceňovaný podnik a na základě této analýzy je proveden odhad koeficientu β (5, s. 314, 2, s. 228).

❖ Stavebnicová metoda

Stavebnicová metoda je model, který vychází ze základního jednoduchého schématu:

| |
|--|
| Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů |
| + Přirážka za riziko |
| = Kalkulovaná úroková míra |

Rizikovou přirážku, tato metoda, zjišťuje jako *součet několika dílčích rizikových přirážek* a to na základě následujícího postupu:

- stanovení hlavních rizikových faktorů,
- stanovení možnosti jejich významu – kvantifikace,
- určení vztahů mezi velikostí rizikových faktorů a výší rizikové přirážky (2, s. 236).

Stavebnicová metoda má mnoho variant, v praxi nejpoužívanější je tzv. *komplexní stavebnicová metoda*. Tato metoda se snaží podchytit všechna rizika, nejen rizika systematická, ale i specifická. Odhad diskontní míry je tedy více průhledný a srozumitelný pro uživatele oceňovacího posudku. Jedná se ale především o metodu subjektivního ocenění vycházející z názorů oceňovatele.

Postup při její aplikaci spočívá:

- v určení podstatných faktorů rizika pro oceňovaný podnik,
- ohodnocení stupně rizika pro dané faktory,
- převedení stupně rizika na rizikovou přirážku (2, s. 236, 251).

Pomocné metody

❖ Dividendový model

Dividendový model je založen na představě, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie můžeme očekávat. Výpočet současné hodnoty akcie:

$$SH_A = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + i_p)^t} + \frac{P_n}{(1 + i_p)^n}$$

kde: D_t dividendy v jednotlivých letech,

P_n prodejní cena akcie za n let,

i_p požadovaná výnosnost akcie.

$$i_p = \frac{D_1}{SH_A} + g$$

Očekávanou výnosnost akcie, která odpovídá nákladům na vlastní kapitál, můžeme určit na základě znalosti tržní ceny akcie a odhadu dividendového výnosu pro příští rok a tempa růstu g pro další období.

Model je tedy využitelný jen u společností, které vyplácejí dividendy (2, s. 252, 253).

❖ Určení diskontní míry na základě průměrné rentability

Tato metoda vychází z možnosti získat údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu odvětví a od tohoto údaje odvodit náklady na vlastní kapitál. Tato metoda je využívána především v USA a západní Evropě. U nás jsou problémem velké rozdíly mezi účetní a tržní hodnotou kapitálu, data o odvětví vychází z účetních hodnot (2, s. 253).

❖ Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Tato metoda vychází z toho, že náklady na vlastní kapitál jsou z povahy větší než náklady na cizí kapitál. Postup je následující, zjistíme, jaká je reálná úroveň nákladů na cizí kapitál před odečtením daňové úspory z úroků a k těmto nákladům přirazíme 2 - 4 procentní body a tak získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál (2, s. 253).

44) Výsledný propočet WACC

Dosazení do uvedeného vzorce a propočít průměrných vážených nákladů kapitálu je konečným krokem k nalezení diskontní míry pro oceňovací metodu DCF entity. Pokud by veličina n_{CK} již byla vyjádřena po daních, násobitel $(1 - d)$ by se nepoužil. Dále by se neuplatnil, pokud by podnik nesplnil podmínky zákona o daních z příjmů pro daňovou uznatelnost úroků například (2, s. 253).

3.2.1.1.2 Metoda DCF „equity“

Tato metoda ocenění DCF pracuje po celou dobu výpočtu přímo s vlastním kapitálem podniku. Volné peněžní toky jsou vymezeny přímo pro vlastníky. Používáme označení FCFE – free cash flow to equity. Metoda přímo kalkuluje změny zadlužení a úroky. Je typickou metodou pro výnosové ocenění bank a finančních institucí (5, s. 21, 23).

1) Vymezení volných peněžních toků

Základní výpočet FCFE:

| |
|---|
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní - Nákladové úroky = Korigovaný výsledek hospodaření před daní |
| - Upravená daň připadající na korigovaný VH = Korigovaný výsledek hospodaření po dani (VH pro vlastníky) |
| + Odpisy + Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období - Investice do provozně nutného pracovního kapitálu - Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku - Splátky úročeného cizího kapitálu + Přijetí nového úročeného cizího kapitálu |
| = Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) |

Zkrácený výpočet FCFE:

| |
|--|
| Volné peněžní toky do firmy (FCFF) |
| - Nákladové úroky · (1 – daňová sazba) |
| - Splátky úročeného cizího kapitálu |
| + Přijetí nového úročeného cizího kapitálu |
| = Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE) |

(5, s. 22)

2) Diskontní míra pro metodu DCF equity musí být stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu a musí odrážet všechna rizika, tzn. jak riziko provozní, tak také finanční. Stanovena v tržních hodnotách, odpovídá veličině $n_{VK(z)}$, tedy nákladům vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení (5, s. 22).

3) Výpočet ocenění

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{(n_{VK(z)T+1} - g)} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

kde: H_n hodnota podniku netto,

$FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky (free cash flow to equity) v roce t ,

$n_{VK(z)i}$ náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i ,

T počet let první fáze,

g tempo růstu ve druhé fázi.

K výsledné hodnotě přičteme hodnotu nepotřebných aktiv k datu ocenění, pokud taková aktiva v podniku byla.

3.2.1.1.3 Metoda DCF APV

Metoda DCF APV je metodou neobvyklou a téměř nepoužívanou. Je to metoda, která je dvoukroková jako metoda DCF entity. Hodnota brutto je zvláštní tím, že je složena ze dvou částí:

- zvlášť se počítá výnosová hodnota nezadlužené firmy na základě volných peněžních toků do firmy diskontovaných nezákladními náklady vlastního kapitálu,
- a k ní se poté přičte hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem (5, s. 23).

1) Výpočet hodnoty nezadlužené firmy

Ocenění probíhá za hypotézy, že všechna provozně nutná dlouhodobá aktiva a pracovní kapitál jsou kryta pouze vlastním kapitálem.

- volné peněžní toky za celý podnik (FCFF),
- diskontní míra odpovídá nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení $n_{VK(n)}$, pouze s rizikovou premií za obchodní riziko (5, s. 24).

2) Výpočet hodnoty daňového štítu

Hodnota podniku tvořená úsporami na daních v důsledku nákladových úroků se počítá samostatně.

- peněžní toky tvoří úspory na daních v jednotlivých letech,

$$\text{Roční daňový štít} = CK_{t-1} \cdot n_{CK} \cdot d$$

CK_{t-1} úročený cizí kapitál k počátku roku t ,

n_{CK} náklady cizího kapitálu v procentech – úroková míra z CK ,

d sazba daně z příjmu.

- diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů cizího kapitálu před daní (5, s. 24).

3) Výpočet ocenění

Výše uvedené hodnoty počítáme samostatně dvoufázovou metodou a po sečtení těchto hodnot dostaneme brutto hodnotu podniku. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je počítána stejným způsobem jako u metody DCF entity.

$$H_n = H_b - CK_0$$

H_n hodnota podniku netto, přeceněná hodnota vlastního kapitálu,

H_b hodnota podniku brutto,

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění (5, s. 25).

3.2.1.2 Metoda založená na koncepci ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Základním principem metody ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. EVA je tedy rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění a výplatě dividend akcionářům a vyplacených úroků věřitelů. Jestli-že má tento rozdíl kladnou hodnotu, zvyšuje se vnitřní hodnota akciové společnosti (2, s. 283, 1, s. 125).

Hlavní okruhy využití měření ukazatele EVA jsou:

- EVA jako nástroj finanční analýzy,
- EVA jako nástroj řízení podniku a motivování zaměstnanců,
- EVA jako nástroj ocenění podniku (2, s. 284).

Výpočet ukazatele EVA

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

NOPAT – (net operating profit after taxes) zisk z operační činnosti podniku po odpočtu upravených daní. Úprava daní spočívá v tomto postupu:

- nezahrnuje se vliv nákladů a výnosů nesouvisejících s hlavním provozem podniku,
- nepočítají se, pokud by byl podnik financován jen vlastním kapitálem,
- nezahrnují latentní daně na úrovni koncernu.

Capital – kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku, která jsou označována jako NOA (net operating assets) tj. čistá operační aktiva. Vymezení operačních aktiv závisí na podnikatelské činnosti podniku.

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu (viz. kapitola 3.2.1.1.1).

Konkrétní výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok t :

1. pomocí vzorce nákladů na kapitál (*Capital Charge*)

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

2. pomocí vzorce hodnotového rozpětí (*Value Spread*)

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

Propočet NOA

Pro výpočet NOA je východiskem rozvaha. Data z ní získaná je třeba upravit tímto způsobem:

1. z celkových aktiv je nutné vydělit neoperační aktiva,
2. aktiva je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál,
3. vyloučit mimořádné položky,
4. účetní aktiva je třeba převést na aktiva, která vyjadřují skutečnou hodnotu (2, s. 286).

V úpravě účetních dat se jedná zejména o zachycení všech aktiv, která podnik využívá, ale nejsou ve výkazech, s úpravami aktiv upravujeme také pasiva.

Určení velikosti operačního výsledku hospodaření - NOPAT

Určení velikosti NOPAT vychází z podmínky, která říká, pokud jsou určité činnosti a aktiva zařazeny do NOA, je nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT a také naopak. Na základě českého účetnictví bereme za základ pro výpočet NOPAT buď:

- výsledek hospodaření za běžnou činnost,
- provozní výsledek hospodaření.

Následují úpravy zejména u těchto informací:

- a) vyloučíme placené úroky, včetně implicitních úroků u plateb za leasing,

- b) z výsledku hospodaření vyloučíme mimořádné položky, i v nákladech a výnosech, které se nebudou opakovat, například náklady na restrukturalizaci, mimořádné odpisy majetku,
- c) započítat vliv změn vlastního kapitálu – zvýšení či snížení opravných položek u zásob a pohledávek,
- d) posouzení operačního charakteru u dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku,
- e) výpočet teoretické daně (2, s. 289, 290).

EVA jako nástroj oceňování

Pro výpočet ocenění pomocí EVA používáme tyto varianty:

- EVA entity,
- EVA equity,
- EVA APV.

3.2.1.2.1 Ocenění metodou EVA „entity“

První krok výpočtu u této metody je následující:

| |
|---|
| Čistá operační aktiva – NOA |
| + Tržní přidaná hodnota - MVA |
| = Tržní hodnota operačních aktiv |
| Tržní hodnota operačních aktiv |
| + Tržní hodnota neoperačních aktiv |
| - Tržní hodnota úročených závazků |
| = Tržní hodnota vlastního kapitálu |

MVA je současnou hodnotou budoucích EVA. EVA měří úspěch podniku za minulý rok a MVA nabízí pohled do budoucnosti. MVA můžeme počítat dvěma způsoby:

1. *ex post* – jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento postup používáme jen u obchodovatelných akciových společností.
2. *ex ante* – jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (2, s. 296).

Pro výpočet výsledného ocenění vlastního kapitálu podniku se používá dvoufázová metoda, jako u metody DCF, kde druhá fáze je počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna a nebo počítáme s určitým tempem růstu (2, s. 297).

3.2.1.2.2 Ocenění metodou EVA „equity“

Tato metoda ocenění EVA není příliš častá. Základní princip pro výpočet ukazatele EVA i hodnoty podniku je shodný jako u varianty entity a stejné jsou i všechny úpravy výsledku hospodaření a čistých operačních aktiv. Tři základní komponenty nyní musíme ale vyjádřit pouze pro vlastníky:

1. NOA – hodnota operačních aktiv krytých pouze vlastním kapitálem

$$VK = NOA - CK.$$

2. z NOPAT vyjádříme pouze ten zisk, který zůstane vlastníkům.

$EAT = (NOPBT - \text{úroky}) \times (1 - d)$, kde NOPBT je upravený operační zisk před daněmi a od něho odečítáme nákladové úroky, úroky z leasingu či pronájmu a poté daníme.

3. U nákladů kapitálu použijeme pouze náklady kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení, tak jako u metody DCF equity.

Na závěr ocenění přičteme ještě neprovozní aktiva, pokud se v podniku vyskytují (5, s. 97).

3.2.1.2.3 Ocenění metodou EVA APV

Tato metoda ocenění vychází ze stejných principů ocenění jako metoda DCF APV. Nejprve je samostatně spočítána hodnota nezadluženého podniku tedy součet hodnoty NOA a MVA za předpokladu nulového zadlužení, veličiny NOPAT a NOA pro toto ocenění jsou shodné jako u varianty entity. K této hodnotě nezadluženého podniku je pak připočtena současná hodnota daňových štítů z úroků a následně je odečtena hodnota úročeného cizího kapitálu a jsou přičtena neprovozní aktiva k datu ocenění (5, s. 98, 99, 231).

3.2.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro držitele vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Rozlišujeme dvě základní varianty z hlediska čistých výnosů:

1. *čistý výnos* podniku má být určen na základě *rozdílů mezi příjmy a výdaji*, to znamená na základě *peněžního toku*,
2. *čistý výnos* je odvozen z *upravených výsledků hospodaření*, to znamená z *rozdílů výnosů a nákladů* (2, s. 257-8).

Postup při oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Postup ocenění podniku je obdobný jako u jiných výnosových metod.

1) analýza a úprava dosavadních výsledků podniku

V rámci této metody je kladen velký důraz na úpravy účetních výkazů za minulost, tak aby výsledky hospodaření odpovídaly skutečnosti a mohly být rozděleny vlastníkům a bylo možné zajistit srovnatelnost a kontinuitu mezi minulostí a budoucností hospodářských výsledků.

U postupu je doporučováno věnovat se zvláště těmto položkám výkazů:

- vyčlenit náklady a výnosy plynoucí z provozně nepotřebného majetku,
- náklady a výnosy zaúčtovat do období, ke kterému věcně a časově patří,
- eliminovat nepravidelné, jednorázové, budoucí či naopak opomenuté výnosy a náklady, tak abychom výsledek hospodaření dostali na trvale udržitelnou úroveň,
- změny vycházející z uplatňování účetních pravidel například oceňování, odpisy aj.,
- vliv úprav na propočet daní
- jiné specifické faktory a vlivy (2, s. 264).

2) prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů

Pro plánování budoucího vývoje podniku u metody kapitalizovaných čistých výnosů je základní metodou ocenění metoda *analytická*. Metoda analytická vychází hlavně z finančního plánu. Sestavení finančního plánu je shodné jako u ostatních výnosových metod, ale jsou zde dvě odlišnosti, a to jsou – plánování odpisů a plánování potřeby finančních zdrojů (2, s. 265).

❖ *Plánování odpisů u analytické metody*

Výše odpisů pro budoucí období by měla vycházet z investičního plánu podniku na základě dělení investic na obnovovací, racionalizační, rozšiřující a ostatní. V první fázi dvoufázová metoda vychází z detailního plánování odpisů v návaznosti na změny podnikových aktiv. V druhé fázi se předpokládá ocenění na úrovni věčné renty. Základem jsou reprodukční ceny majetku a jeho životnost (2, s. 265).

❖ *Plánování potřeby finančních zdrojů u analytické metody*

Plánování potřeb finančních zdrojů vychází z těchto předpokladů:

- a) investice jsou děleny na obnovovací a rozšiřovací,
- b) zisk je plně rozdělen,
- c) nedostatek finančních prostředků bude kryt úvěrem, přebytek bude výši úvěrů snižovat (2, s. 266).

Postup propočtu finanční potřeby:

- 1) stanovení odhadu a součtu všech potřebných výdajů, které nejsou zároveň náklady, například se jedná o investice nebo čerpání rezerv,
- 2) stanovení součtu všech nákladů, které ale zároveň nejsou výdaji, jedná se například o odpisy nebo tvorbu rezerv,
- 3) stanovení rozdílu mezi finančními potřebami a zdroji krytí,
- 4) promítnutí přebytku nebo nedostatku finančních prostředků do výše úvěrů,
- 5) dopočet výše úroků jako úroková míra, kterou od podniku vyžadují banky, krát výše úvěrů na začátku roku (2, s. 266, 267)

3) odhad kalkulované úrokové míry

Kalkulovaná úroková míra u této metody představuje *náklady vlastního kapitálu*. Alternativami mohou být – spotřeba, splátky úvěru, jiné investice, kombinace uvedeného. Kalkulovaná úroková míra vyjadřuje výnosnost alternativního použití kapitálu (2, s. 268).

A) Kalkulovaná úroková míra pro objektivizovanou hodnotu

Základní úroková míra při objektivizovaném ocenění není jednoznačně vymezena. Základní úroková míra by měla vycházet z *průměrné výnosnosti státních obligací*. V literatuře je nejčastěji doporučována průměrná výnosnost obligací alespoň s dvacetiletou

dobou splatnosti. V ČR se vychází z aktuální výnosnosti dlouhodobých státních obligací k datu ocenění dvacet až třicetiletých.

Skutečné podmínky a rizika oceňovaného podniku vyjadřujeme rizikovou přírážkou. Ta je u objektivizované hodnoty odvozena z kapitálových trhů. Technika výpočtu vychází z modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Oceňovatel také odhaduje obchodní riziko a riziko kapitálové struktury (2, s 268-9).

B) Kalkulovaná úroková míra pro subjektivní hodnotu

Kalkulovaná úroková míra se v tomto případě zaměřuje na individuální poměry konkrétního investora. Jedná se zejména o *úrokovou míru přijímaných úvěrů, průměrnou rentabilitu odvětví nebo oboru, do kterého může subjekt investovat, průměrnou výnosnost na akciovém trhu* (2, s. 270).

C) Kalkulovaná úroková míra pro tržní hodnotu

Kalkulovaná úroková míra pro tržní hodnotu odpovídá *nákladům vlastního kapitálu* a jestli-že je cílem tržní hodnota, musí se opírat o tržní data. Stanovíme jí pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) (2, s. 270).

4) propočet výnosové hodnoty:

Metoda analytická

Ocenění metodou analytickou je shodné s metodou DCF, kdy ale očekávaný výnos z podniku nekalkulujeme z peněžních toků, ale z *upravených budoucích výsledků hospodaření*.

Používáme dvoufázovou nebo třífázovou metodu. V první fázi je zjištěn tzv. čistý výnos v každém roce ze sestaveného finančního plánu. Ve druhé fázi je předpoklad, že čistý výnos poroste určitým tempem, takže čistý výnos v každém roce se odhadne jako čistý výnos předchozího roku zvýšený o odhadnuté tempo růstu. Ve třetí fázi počítáme se stabilní výší čistého výnosu (2, s. 271).

$$H_n = \sum_{t=1}^m \frac{\check{V}_t}{(1 + i_k)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{\check{V}_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{V}}{i_k} \cdot \frac{1}{(1 + i_k)^{(m+n)}}$$

Metoda paušální

Tato metoda je vhodná k ocenění podniků, které mají určitou minulost, ale jejich budoucnost jen stěží můžeme předpovídat. Paušální metoda je použitelná jen, pokud jsou splněny tyto podmínky:

1. není ohrožena dlouhodobá existence podniku,
2. oceňovatel věří, že podnik bude v budoucnosti dosahovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení (2, s. 275).

Jádrem ocenění je odhad *trvale odnímatelného čistého výnosu* k rozdělení – výsledku hospodaření, který je možno rozdělit bez toho, aby byla narušena majetková podstata podniku.

Vlastní postup se podobá analytické metodě, ale má jisté odlišnosti:

- a) analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření a celý minulý vývoj podniku, tzn. přistoupit k úpravám uvedených v bodě 1) analýza a úprava minulých výsledků hospodaření a dále je nutné věnovat pozornost těmto úpravám: odpisy tvořené z historických cen nahradit odpisy z reprodukčních aktuálních cen, kalkulace nových daní, úpravě daňové sazby z pohledu času, přepočítat upravené výsledky hospodaření z minulosti na cenovou hladinu k datu ocenění.
- b) vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

kde: \check{V}_t minulé upravené čisté výnosy

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý rok

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

- c) zpracujeme výhled podniku do budoucnosti, zda bude trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos,
- d) určíme kalkulovanou úrokovou míru, kdy u paušální metody je nutné úrokovou míru očistit o inflaci. Výpočet:

+ *aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění*
- *předpokládaná inflace*
+ *riziková přírážka*

= *kalkulovaná úroková míra pro paušální metodu*

- e) vypočítáme výnosovou hodnotu podniku pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

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

3.2.1.4 Kombinované metody

Kombinované výnosové metody jsou metody, které se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové.

3.2.1.4.1 Metoda střední hodnoty

Jednou z oblíbených metod praxe je tzv. metoda střední hodnoty. Jedná se o metodu, kdy pracujeme s výnosovou metodou, vypočtenou obvykle pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů a s metodou substanční založenou na reprodukčních cenách. Výslednou hodnotu počítáme jako průměr výše uvedených hodnot:

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}$$

Tuto metodu lze použít jen v případě, že se výnosová a substanční metoda příliš neliší, akceptovatelný rozdíl je uváděn v rozsahu 5 – 10 % hodnoty (2, s. 278, 279).

3.2.1.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Tato metoda kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin (4, s. 238).

Vzorec pro výpočet:

$$\text{hodnota podniku} = v_1 \cdot S + (1 - v_1) \cdot V$$

kde S je hodnota podniku – substanční metoda, V – hodnota podniku – výnosová metoda, v_1 – koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty (4, s. 239).

Váhy lze určit také na základě rozdílu mezi hodnotou substance a výnosu. Potom postupujeme dle následujícího upraveného vzorce (4, s. 239):

$$\text{hodnota podniku} = \frac{v_1 \text{ hodnota substance} + v_2 \cdot \text{hodnota výnosu}}{v_1 + v_2}$$

3.2.1.4.3 Metoda kapitalizovaných nadzisků

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů je metodou, kde celková hodnota podniku je tvořena hodnotou substance a tzv. „hodnotou firmy“. Hodnota firmy rovná se pojmu goodwill, jde především o rozsah zákazníků, systém řízení společnosti aj. Hodnotu firmy spočítáme jako rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který dostaneme při normálním zúročení vloženého kapitálu, kalkulovaná úroková míra je na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

Postup a logika výpočtu:

- *Obvyklý čistý výnos za rok* = $i_k \cdot S_n$
- *Mimořádný čistý výnos za rok* = $\check{C}V - i_k \cdot S_n$

S_n - substanční hodnota netto, i_k - úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu, $\check{C}V$ – mimořádně čistý výnos (2, s. 279).

Hodnota vlastního kapitálu podniku (H_n) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu:

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

Hodnota vlastního kapitálu při omezeném trvání mimořádného čistého výnosu:

$$H_n = S_n + \sum_{t=1}^n \frac{\check{C}V_t - i_k \cdot S_n}{(1 + i_{k2})^t}$$

Dle M. Maříka je tato metoda vhodná pro orientační propočty hodnoty málo výnosových podniků, má lepší vypovídací schopnost než metoda střední hodnoty. Tato metoda je koncepcí reziduálního zisku podobná metodě EVA.

3.2.2 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU

Podstata těchto metod vychází z analýzy, kdy na základě srovnatelných podniků, u kterých známe tržní hodnotu, odhadneme cenu hodnoceného podniku pomocí odvozeného multiplikátoru, kterým je vybraný ukazatel (zisk, tržby, obrat apd.). Jedná se o tyto metody:

1. *metoda přímého ocenění z dat kapitálového trhu,*
2. *metody tržního porovnání:*
 - *ocenění na základě srovnatelných podniků,*
 - *ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,*
 - *ocenění na základě srovnatelných transakcí,*
 - *ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.*

3.2.2.1 Metoda přímého ocenění z dat kapitálového trhu

V případě této metody, se jedná o ocenění podniku, který je akciovou společností, a jeho akcie jsou běžně obchodovány na burze. Zde se vychází z tržní ceny akcie společnosti (aktuální cena x počet akcií = tržní kapitalizace), ale s několika důležitými úpravami:

1. *cena akcie* – je průměrná cena za určité období dle trhu a úsudku oceňovatele,
2. *prémie* – požaduje jasné vysvětlení odvození a podstaty výše prémie, které je z pravidla kalkulována pomocí výnosové metody (2, s. 303).

3.2.2.2 Metody tržního porovnání

Tyto metody využíváme, pokud oceňujeme akciovou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány na burze nebo společnost, která není akciovou společností, například společnost s ručením omezeným. Hodnotu podniku odvozujeme z cen aktiv nebo kapitálu od společností na trhu s obdobnými aktivy. Rozdíly mezi oceňovanými a porovnávanými aktivy by měly být velmi malé.

3.2.2.2.1 Metoda ocenění na základě srovnatelných podniků

Ocenění metodou srovnatelných podniků používáme k ocenění akciové společnosti, která nemá akcie obchodované na burze. Pro srovnání vybíráme podniky, které jsou běžně obchodovány na veřejných trzích a jsou oceněny k určitému datu. Takto získáme hodnotu

tržní kapitalizace, která není vyjádřením tržní hodnoty podniku. Oceňování musí probíhat v principu srovnatelném z hlediska *výnosnosti, rizika a budoucího růstu* (2, s. 305).

Postupuje se následujícím způsobem: provede se analýza stavu a vývoje hospodářství, odvětví, oceňovaného podniku, dále následuje finanční analýza hodnoceného podniku a velmi důležitá fáze – výběr srovnatelných podniků. Hledání srovnatelných podniků, z pohledu praxe, je umožněno shodností například těchto charakteristik:

- odvětví a obor podnikání,
- výrobky, služby,
- velikost,
- technologie,
- právní forma ...

Počet srovnatelných podniků by měl být asi v rozmezí 5 – 8 společností. Všechny jsou analyzovány výše uvedeným způsobem, tak aby bylo možné porovnání s oceňovaným podnikem. Výsledkem porovnání je nalezení podniku, který se nejvíce shoduje s oceňovaným podnikem a zjištění v jaké pozici je hodnocený podnik vzhledem ke skupině vybraných podniků – průměrný, špičkový, podprůměrný ... (2, s. 305, 306).

Dalším krokem této metody je *volba násobitelů*. Násobitel je poměr tržní ceny akcie k nějaké vztahové veličině (ukazateli). Hodnota akcie je násobek zvolené vztahové veličiny.

$$\text{Násobitel} = \frac{\text{Tržní cena}}{\text{Vztahová veličina}}$$

Násobitelů je velké množství, mezi základní patří:

- *dle vyjádření tržní ceny akcie:*
 - a) *equity value* – hodnota vlastního kapitálu – tj. tržní cena akcií,
 - b) *enterprise value* – hodnota podniku jako celku počítáno na jednu akcii – tj. tržní cena vlastního a úročeného cizího kapitálu.
- *dle vyjádření vztahové veličiny:*

- a) *násobitele výnosové* – počítané na základě zisku za běžné období (EBIT, EBITDA, cash flow, tržby),
- b) *násobitele majetkové* – počítané na základě účetní hodnoty vlastního nebo investovaného kapitálu (2, s. 307).

Další důležité členění násobitelů je z hlediska času – normální, běžné, historické.

Pro správné ocenění podniku je vždy vybíráno několik různých násobitelů. Po zvolení násobitelů a výpočtu jejich hodnot za srovnatelné podniky, dle rozborů a analýz oceňovaného podniku, které nám určí úroveň hodnoceného podniku – průměrný, silný, zvolíme pro hodnocenou společnost hodnotu odpovídající této úrovni ve skupině srovnatelných podniků. Po zvolení hodnoty násobitele vypočítáme dílčí odhady hodnoty akcie – výnosový (P/E), majetkový (MV/BV), dividendový a na základě dílčích hodnot odvodíme odhad výsledný.

Výsledné ocenění stanoví oceňovatel na základě dílčích odhadů a své odborné zkušenosti nebo použije mechanický postup tj. výpočet průměrů z dílčích hodnot, stanovení vah dle užívané praxe apod.

Výsledný odhad je nutné upravit o faktory typické pro hodnocený podnik – srážky, přírážky dle subjektivního mínění oceňovatele. Poté následuje ocenění podniku jako celku, výše uvedeným postupem byla získána hodnota jedné akcie, tuto hodnotu tedy vynásobíme počtem akcií oceňovaného podniku. V konečné fázi oceňovatel stanoví prémii dle účelu a okolností ocenění (2, s. 309 – 312).

3.2.2.2.2 Metoda ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

Tato metoda je metodou vycházející z postupu odvození hodnoty akcie podniku podle srovnatelných podniků, odlišnost je v množství dostupných údajů, které je podstatně menší. Dle M. Maříka má metoda ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu pouze podpůrný význam (2, s. 313).

3.2.2.2.3 Metoda ocenění na základě srovnatelných transakcí

Metoda ocenění na základě srovnatelných transakcí je metodou, kde můžeme získat *přímou hodnotu podniku jako celku*, neboť nyní počítáme násobitele na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky, které byly prodány v nejbližším časovém

období. Předchozí postup ocenění je stejný jako u metody srovnatelných podniků (2, s. 313).

Násobitele na základě metody srovnatelných transakcí *vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek* a to buďto jako hodnotu vlastního kapitálu podniku (typ equity), nebo hodnotu investovaného kapitálu podniku (typ entity). Například roční zisk po dani, tržby, účetní hodnota vlastního kapitálu, celková hodnota investovaného kapitálu. Volba konkrétního násobitele má dva postupy:

- hodnoty ze souboru srovnatelných podniků vztahující se k celému podniku,
- hodnoty obvyklé pro určité odvětví (odvětvové násobitele).

Nepočítáme zde přepočty na jednu akcii (2, s. 313, 314).

Metoda srovnatelných transakcí je vhodná pro ocenění i jiných společností než akciových a také pro malé podniky (2, s. 314).

3.2.2.2.4 Metoda ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

Metoda ocenění na základě odvětvových multiplikátorů je vlastně jednou z uvedených možností volby násobitele u metody srovnatelných transakcí. Protože tento postup má svá specifika je v literatuře uváděn jako samostatná metoda.

Základní charakteristikou této metody oceňování je, že *hodnoty násobitele* pro oceňovatele *jsou průměry hodnot násobitelů za odvětví*, s uvedením hraničního rozpětí hodnot násobitelů za dané odvětví.

Tato metoda má několik předpokladů:

- datová základna musí být rozsáhlá, zahrnuje nekótované podniky, rozdělené dle odvětví, ale také regionů,
- násobitele mají svá specifika:
 1. cena je určena jako násobek počtu produktu, služby (množstevní násobitelé),
 2. hodnota je určena okruhem zákazníků a hodnotou dobré pověsti (podniky nabízející služby), tento násobitel se nevztahuje k celému podniku, ale k jeho goodwillu. Postup výpočtu při volbě tohoto násobitele je následující:
 - a) stanoví se substanční hodnota věcného majetku,
 - b) stanoví se hodnota goodwillu – součin násobitele a zvoleného ukazatele,
 - c) obě výše uvedené položky sečteme a to je základní výsledná hodnota

podniku (2, s. 314).

Základní odhad hodnoty je nutné dále upravovat a to zejména na základě regionálních rozdílů, počtu a struktury zákazníků, platů zaměstnanců aj (2, s. 315).

3.2.3 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ

Majetková hodnota podniku je definována jako soubor oceněných položek majetku, kde od tohoto souboru je odečtena suma oceněných závazků. Metody směřují ke zjištění majetkové podstaty podniku, která je také označována jako *substanční hodnota* (2, s. 321).

Majetkové ocenění v členění dle zásad a předpokladů:

- předpoklad existence podniku, majetek je oceňován na principu *historických cen*:
 - 1) metoda účetní hodnoty,
- předpoklad existence podniku:
 - 2) substanční metoda ocenění na bázi *reprodukčních cen*,
 - 3) substanční metoda na principu *úspory nákladů*,
 - 4) metoda ocenění na bázi *tržních cen*,
- nepředpokládáme dlouhodobou existenci podniku:
 - 5) oceňujeme v *likvidační hodnotě*.

3.2.3.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda ocenění je metodou ocenění podniku podle zásad platných v účetnictví. Majetek je oceněn na bázi historických cen, tj. za kolik byl pořízen, proto také tato metoda nevystihuje správně ekonomickou realitu v čase ocenění, ocenění je však velmi průkazné.

Dle literatury je tato metoda pouze metodou, která se používá k přímému ohodnocení podniku jen výjmečně, je tedy považována za metodu doplňkovou a to například:

- jako výchozí informace pro oceňovatele,
- v rámci některých násobitelů metody tržního porovnání,
- dává informaci o účetní hodnotě vlastního jmění na jednu akcii, která se porovnává s aktuální tržní cenou akcie a zjišťujeme tak, zda vzniká tzv. hodnota přidaná

trhem. Tato hodnota je důležitá pro porovnání výsledného ocenění v rámci výnosových metod (2, s. 324, 4, s. 128).

3.2.3.2 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Podstata substanční metody spočívá v tom, že určitým způsobem reaguje na nedostatky metody účetní a její problém historických cen. Substanční metoda na principu reprodukčních cen oceňuje podnik ve smyslu, kolik by stálo znovu vybudování podniku, který je předmětem našeho zájmu, stanovením aktualizované pořizovací hodnoty (2, s. 324).

Na substanční hodnotu pohlížíme z několika hledisek:

- *substanční hodnota brutto* – hodnota, kterou získáme tak, že majetek oceníme aktuálními cenami stejného nebo podobného majetku a ty ponížíme o opotřebení oceňovaného majetku,
- *substanční hodnota netto* – je substanční hodnota brutto po odečtení dluhů, to znamená ocenění vlastního kapitálu,
- *úplná substanční hodnota* – hodnota, která vyčísluje veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně, v praxi výjmečný stav,
- *neúplná substanční hodnota* – oceněn pouze samostatně identifikovaný majetek (2, s. 325).

Význam hodnoty substance:

1. kvantifikovat majetkovou základnu,
2. identifikovat zdroje,
3. získat informace pro předpoklad podnikatelské činnosti do budoucnosti,
4. odhad finančních rizik,
5. formulace podmínek směny (4, s. 142).

Příklady použití metody substance na principu reprodukčních cen:

- stanovení rozsahu zastavitelného majetku,
- podklad pro odhad goodwillu,
- úplná substanční metoda – horní mez ocenění podniku (2, s. 324).

3.2.3.3 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Metoda úspory nákladů je založena na představě investora o budoucím podnikání, které je základem pro odhad investičních výdajů nutných pro vybudování nového podniku. Hodnota podniku uvažovaného ke koupi poté vychází z jeho schopnosti nahradit tyto výdaje na vybudování. Princip ocenění je založen na vazbě k budoucnosti, ocenění podniku jako celku a subjektivním přístupem (2, s. 327-9).

3.2.3.4 Majetkové ocenění na principu tržních cen

U této metody ocenění podniku oceňujeme každou položku majetku jejími tržními cenami. Hodnota vlastního kapitálu je pak stanovena jako součet tržních hodnot majetku snížený o závazky. Toto ocenění podniku je vhodné u investičních a holdingových společností. Jedná se o podniky, jejichž podnikatelskou činností je držení finančních nebo realitních aktiv. Toto jsou podniky, u nichž jednotlivě tržně oceněná majetková položka může být samostatně prodána (2, s. 329).

3.2.3.5 Metoda likvidační hodnoty

Metoda likvidační hodnoty se využívá v případě podniků, které nemají dlouhodobou perspektivu trvání podnikání nebo mají problémy se zajištěním dlouhodobé existence. V této situaci vlastníci zvažují, zda je výhodnější ukončit podnikání a aktiva majetku zlikvidovat. Množství prostředků získaných prodejem jednotlivého majetku se nazývá likvidační hodnota (4, s. 143).

Princip likvidační hodnoty:

- + *Příjmy z prodeje majetku*
- *Výdaje: a) na vyrovnání dluhů,*
 - b) na úhradu nákladů na likvidaci,*
 - c) daně.*
- + - *Běžné podnikové příjmy a výdaje pro přechodnou činnost podniku (2, s. 322).*

Podstata metody je tedy ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost a jednotlivá aktiva budou prodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora (4, s. 143).

Možnosti použití ocenění likvidační hodnotou podniku:

1. ocenění podniků s omezenou životností,
2. ocenění podniků ztrátových,
3. odhad dolní hranice ocenění podniku,
4. ocenění při rozhodování o likvidaci či sanaci podniku,
5. ocenění jako měřítko jistoty návratnosti investovaného kapitálu,
6. ocenění neprovozního majetku, za účelem jeho odprodeje (2, s. 323).

3.3 ZÁVĚREČNÉ SHRnutí TEORIE

V rešerši této diplomové práce je věnována pozornost všem důležitým skupinám oceňovacích metod – výnosovým metodám oceňování, metodám založeným na analýze trhu a také majetkovému ocenění. Všechny uvedené způsoby oceňování vedou ke zjištění hledané hodnoty oceňovaného podniku s určitými výhodami či nevýhodami zvoleného postupu.

Výnosové metody oceňování jsou v České republice nejčastěji používané metody oceňování. Výnosové metody pohlíží na podnik jako na jakoukoliv jinou investici, která slouží ke zhodnocení kapitálu, oceňují podnik dle užitku, který přináší majiteli. Použití výnosových metod má také své problémy a nevýhody, které mohou značně ovlivnit výslednou hodnotu ocenění. Jedná se především o správnou volbu hospodářského výsledku, vysokou přesnost odhadu tempa růstu, určení diskontní sazby a s ní související míry rizika. Z výše uvedeného vyplývá, že musí být kladen důraz na odbornou připravenost znalce a na jeho znalosti prostředí oceňovaného podniku a celkové ekonomické situace země, ve které je oceňování prováděno. Přes veškeré uvedené zápory jsou výnosové metody používány jako hlavní metody ocenění podniku v České republice.

Metody založené na analýze trhu jsou metody technicky jednoduché, založené na odbornosti, zkušenosti a intuici oceňovacího znalce. Metody vycházejí z tržních dat namísto účetních, čímž dochází k eliminaci nevýhod ocenění založených na účetních výkazech, které na základě stanovených účetních postupů neodrážejí vždy realitu. Využití předností těchto metod je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat. V podmínkách České republiky pro správné využití těchto metod stále chybí dostatečná datová základna a průhlednost trhu. Z tohoto důvodu jsou uvedené metody využívány k testování výsledků metod výnosových, zda se nacházejí v prostoru přijatelných hodnot. Do budoucnosti je však počítáno s růstem významu metod založených na analýze trhu.

Majetkové ocenění podniku jsou metody založené na stavových veličinách, které vedou ke zjištění majetkové podstaty podniku. Používají se tři způsoby majetkového ocenění – účetní hodnota, substanční hodnota a likvidační hodnota. Nevýhoda použití ocenění účetní

hodnotou spočívá v principu účetnictví založeného na historických cenách, kdy dochází ke značné odchylce od ekonomické reality. Substanční hodnota se snaží alespoň částečně tento nedostatek eliminovat tím, že klade důraz na použití reprodukčních cen souvisejících se znovupořízením majetkové základny podniku. Substanční hodnota však nezohledňuje ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek podniku jako například goodwill, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů a jiné. U stanovení likvidační hodnoty je princip výpočtu jednoduchý, ale z praktického hlediska je nutné správně odhadnout za jakou cenu a zda bude majetek prodejný. Metody majetkového ocenění jsou vhodné pro kombinování s ostatními metodami oceňování, představují v rámci rozpětí hodnot dolní hranici.

4. PRAKTICKÁ ČÁST

4.1 ZADÁNÍ

4.1.1 Účel ocenění, vymezení hledaného standardu hodnoty – báze hodnoty

Účelem ocenění je zjištění reálné současné bonity podniku na bázi objektivizované hodnoty.

4.1.2 Datum ocenění

Ocenění podniku R je stanoveno k datu 1. 1. 2013.

4.2 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU

4.2.1 Identifikační údaje podniku

Obchodní společnost: R

Právní forma: akciová společnost

Akcie: 6 370 ks akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000,- Kč

Sídlo společnosti: Město

Datum vzniku: leden 2003

4.2.2 Předmět podnikání

Podnik R má v obchodním rejstříku zapsán tento předmět podnikání:

- ❖ Výroba kosmetických přípravků,
- ❖ Kosmetické služby,
- ❖ Velkoobchod,
- ❖ Specializovaný maloobchod.

4.2.3 Vlastnická struktura, podíly v jiných společnostech

Podnik R má dceřinou společnost ve Slovenské republice. Jedná se o společnost R Bratislava, s.r.o., kde je podnik R, a.s. 100% vlastníkem.

4.2.4 Řídící struktura

Vnitřní struktura podniku R je dvoustupňová – představenstvo, vedoucí jednotlivých oddělení a středisek. Společnost eviduje 14 členů řídicích orgánů k 31. 12. 2012.

Podnik je rozčleněn na tyto střediska:

- ❖ provozní areál Město (administrativa a výroba)
- ❖ firemní prodejna Město
- ❖ expediční sklad Město
- ❖ expediční sklad Město.

4.2.5 Historie společnosti

Podnik R byl založen v roce 1991 majitelkou podniku a dodnes je rodinnou firmou, která si zakládá na svém záměru vyrábět vysoce kvalitní produkty za přijatelnou cenu.

V roce 1989 po sametové revoluci, kdy začala být možnost v České republice podnikat, začaly vznikat odborné školy zaměřené na výuku kosmetiček a vznikalo mnoho nových kosmetických salonů. Právě proto se podnik R zaměřil nejprve na výrobu produktů pro profesionály, až o rok později spatřily světlo světa i kosmetické produkty pro maloobchodní síť. Firma se rozrůstala více a více, a z firmy, která začínala ve dvou zaměstnancích se postupně stala firma, která má v současné době kolem 80-ti zaměstnanců.

V roce 1997 byl otevřen moderní výrobní areál, kde se vyrábí a je soustředěna veškerá produkce a distribuce firmy R. Zde jsou soustředěna všechna odvětví, která patří k výrobě přípravků a jejich prodeji. Téměř 3000 m² plochy splňuje vysoké nároky kladené na kosmetickou výrobu a zajišťuje pohodlné profesionální zázemí firmy.

Po otevření nové výrobní haly v roce 1997 s novými výrobními stroji byla v dalších obdobích přidávána výrobní zařízení, která snižují podíl ruční práce a dotyk lidské ruky s kosmetickými přípravky při celém procesu výroby a adjustace přípravků. Celý systém výroby je od začátku až do konce napojen na počítačový systém od navažování základních surovin až po předání hotových výrobků do skladu.

Všechny vyráběné přípravky podniku R jsou vyvíjeny ve vlastních laboratořích, které jsou významnou součástí firmy. Aktivní, účinné látky jsou připravovány na bázi bylinných a rostlinných extraktů a v součinnosti s moderními kosmetologickými trendy jsou cíleně zaměřeny na řešení problémů pleti, ošetření a modelaci těla. Vývojoví pracovníci firmy

používají k realizaci kosmetických přípravků aktivní látky, suroviny a parfémové kompozice od renomovaných firem z celého světa.

Laboratoře včetně OTK (obchodně-technické kontroly) kontrolují parametry vstupujících surovin, meziproduktů i výstupní hodnoty konečných produktů včetně mikrobiologické nezávadnosti.

Podnik R je znám kvalitou svého výzkumu a vývoje v oblasti kosmetických produktů. Nezřídka je osloven novými obchodními partnery s žádostí o vývoj receptury pro jejich potřeby.

Podnik R získal mnoho národních i mezinárodních ocenění. Své produkty firma exportuje do více než 20ti zemí světa. (Internetový zdroj: 2).

V roce 2003 došlo u podniku R ke změně právní formy společnosti, ze společnosti s ručením omezeným na akciovou společnost.

4.2.6 Základní finanční data podniku

Hlavní finanční ukazatele podniku R k datu 31. 12. 2012.

Tabulka č. 1: Hlavní finanční ukazatele podniku k datu 31. 12. 2012

| | Stav k 31. 12. (v tis. Kč) | 2011 | 2012 |
|----|-----------------------------------|-------------|-------------|
| 1. | Aktiva celkem | 65 753 | 70 319 |
| 2. | Pohledávky | 15 177 | 15 033 |
| 3. | Vlastní kapitál | 48 649 | 48 119 |
| 4. | Základní kapitál | 63 700 | 63 700 |
| 5. | Závazky celkem | 16 104 | 22 200 |
| 6. | Hospodářský výsledek | 670 | -650 |

Zdroj: Příloha k účetní závěrce podniku

4.3 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

4.3.1 Analýza vnějšího prostředí

Analýza vlivu světové ekonomiky

Pro rok 2013 se světová ekonomika i nadále, již od roku 2008, nachází v ekonomické krizi. Na základě této krize mnoho podniků zbankrotovalo, vznikla vyšší nezaměstnanost, snížila se životní úroveň lidí a s ní i spotřeba. Ačkoliv se hospodářský růst postupně zrychluje, současná Evropa je velmi křehká a nestabilní, stále vystavena možným negativním dopadům.

Dle prognóz, zveřejňovaných na stránkách České národní banky, výhledy globálního vývoje nejsou pro rok 2013 příliš optimistické, zejména pro rozvinuté ekonomiky, ke kterým patří i Česká republika. Dle MFČR bude hlavním důvodem hospodářského růstu v České republice, v letech 2013 – 2014, zahraniční obchod.

Analýza vlivu Evropské unie

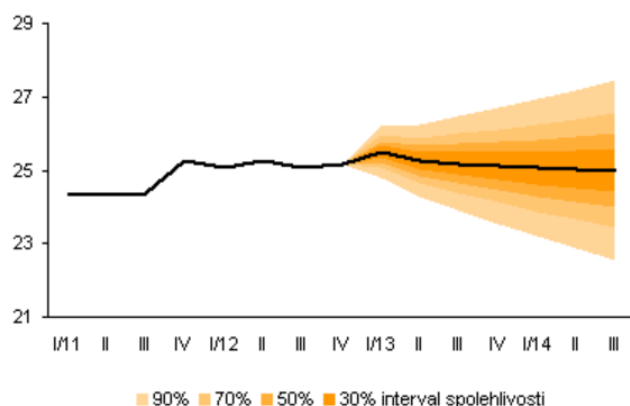
Česká republika se stala členem do Evropské unie v roce 2004. V tomto směru, se pro podnikatele z České republiky, otevřely nové trhy, ale současně jsou povinni se přizpůsobovat evropským pravidlům a normám pro ekonomiku i obchod. Nařízení a směrnice Evropské unie mají významný dopad na vyvážené a dovážené zboží v rámci obchodních vztahů ČR a zemí EU.

Analýza vlivu národního prostředí – makroekonomie

Kurz EUR

Od roku 2010 do začátku roku 2013 se kurz koruny vůči euru pohyboval okolo 24 – 26 korun za euro. Na základě prognózy ČNB se bude kurz v roce 2014 okolo 25 CZK/EUR. Graf č. 1 zachycuje, s různou silou pravděpodobnosti, tuto prognózu.

Graf č. 1: Prognóza kurzu EUR



Zdroj: Internetový zdroj: 3, zveřejněno 6. 2. 2013

Vějířový graf (viz výše) zachycuje nejistotu budoucího vývoje kurzu. Nejtmavší pásmo kolem středu křivky odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

HDP – hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt v roce 2012 klesal a to jak v meziročním srovnání, tak i mezičtvrtletně. Hlavní příčinou nepříznivého vývoje, dle ČNB, byla pravděpodobně klesající poptávka jak domácností po zboží a službách pro konečnou spotřebu, tak investorů po fixním kapitálu. Na poklesu se podílely zejména výdaje domácností, které se v ročním úhrnu meziročně snížily ve stálých cenách o 3,5 %. Značně se projevil pokles zájmu zejména o předměty dlouhodobé spotřeby. Za rok 2012 byl zahraniční obchod jedinou složkou poptávky s pozitivním vlivem na vývoj HDP. Dle ČNB by HDP v letech 2013 – 2014 měl mírně stoupat. Vyšší HDP znamená příležitost rostoucí spotřeby, což by mohlo přinést příležitost pro společnost ve formě vyšších tržeb.

Tabulka č. 2: Vývoj HDP v období 2003 - 2013

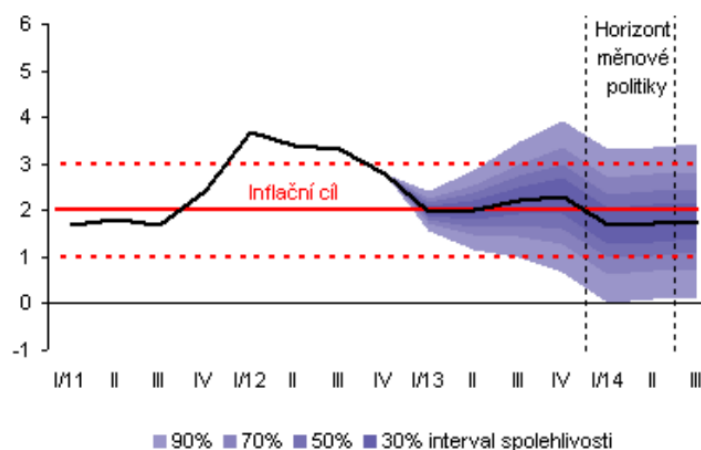
| | Období | | | | | | | | | | |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| HDP (mld. Kč, běžné ceny) | 2 688,1 | 2 929,2 | 3 116,1 | 3 352,6 | 3 662,6 | 3 848,4 | 3 759,0 | 3 790,9 | 3 823,4 | 3 845,9 | 3 883,8 |
| HDP (% , meziroční změna, stálé ceny) | 3,8 | 4,7 | 6,8 | 7,0 | 5,7 | 3,1 | -4,5 | 2,5 | 1,8 | -1,0 | -0,9 |

Zdroj: Internetový zdroj: 6

Inflace

V roce 2012 dosáhla průměrná míra inflace 3,3%. Dle prognózy ČNB by se měl meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen pohybovat na začátku roku 2014 kolem 1,7%. Vyšší inflace by ale mohla ohrozit spotřebu a tím ohrozit postavení společnosti na českém trhu. Vývoj domácí ekonomiky má naopak na inflaci tlumící vliv.

Graf č. 2: Prognóza inflace



Zdroj: Internetový zdroj: 3, zveřejněno 6. 2. 2013

Mzdy a nezaměstnanost

Nezaměstnanost v České republice dosáhla v lednu 2013 nejvyšší hodnoty od roku 1989. Až 585 809 lidí hledalo zaměstnání. Míra nezaměstnanosti je poprvé v lednu 2013 uváděna dle nového ukazatele. Nový výpočet ukazuje výši 8%, ale podle předchozího výpočtu by byla výše lednové nezaměstnanosti 10,1%. Stále stoupající nezaměstnanost by mohla vést ke snížení tržeb společnosti – lidé budou hledat levnější alternativy kosmetických přípravků.

Analýza odvětví

Ekonomická charakteristika odvětví - zařazení do CZ NACE

Na základě klasifikace CZ NACE je podnik R zařazen do následujících kategorií:

| | |
|-------|--|
| 20420 | Výroba parfémů a toaletních výrobků |
| 46900 | Nespecializovaný velkoobchod |
| 4778 | Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách |
| 96020 | Kadeřnické, kosmetické a podobné činnosti |

Analýza hybných sil v odvětví

Předmětem analýzy je identifikovat významnost a vliv sil, které jsou určující pro další vývoj odvětví.

Tabulka č. 3: Analýza hybných sil odvětví

| Faktor | Hodnocení | | | | | |
|-------------------------------|----------------------|------|------|------|-------|--------------------------|
| | | 0-3% | 3-6% | 6-9% | 9-12% | 12-15% |
| Míra růstu odvětví | v procentech | | | | | |
| Bariéry vstupu do odvětví | žádné | | | X | | vstup téměř nemožný |
| Rivalita mezi konkurenty | extrémně vysoká | X | | | | téměř žádná |
| Dostupnost substitutů | mnoho substitutů | | X | | | žádné substituty |
| Závislost na vstupech | vysoká | X | | | | téměř žádná |
| Vyjednávací pozice odběratelů | diktují podmínky | | X | | | podřizují se podmínkám |
| Technologická náročnost | hi-tech | X | | | | nízká úroveň technologie |
| Míra inovací | časté inovace | X | | | | téměř žádné inovace |
| Úroveň manažerů | vysoce kvalifikováni | X | | | | málo kvalifikováni |

Zdroj: vlastní zpracování

Míra růstu odvětví - Ve sledovaném období pro trh prodeje kosmetických výrobků v České republice v roce 2009 nastal výrazný pokles meziroční produkce o 13% , který se mírně zlepšil v roce 2010, kdy došlo meziročně k růstu o 6%, ale v roce 2011 opět dochází k meziročnímu poklesu o 4,6 % , aby v roce 2012 produkce rostla meziročně o 4,8%. Trh výrazně reaguje na jakýkoliv výkyv ekonomiky a jeví se v této době jako nestabilní odvětví. Míra rivality mezi konkurenty odvětví - míra rivality v odvětví výroby a prodeje kosmetických výrobků je vysoká, silná a stabilní konkurence. Charakter zákazníků - zákazníci tohoto odvětví jsou jak domácnosti tak podnikatelé - fyzické i právnické osoby. Na jedné straně konzervativní zákazníci, kteří jsou věrni své značce, na straně druhé naopak zákazníci, kteří jsou citliví na cenu produktů. Bariéry vstupu na trh - bariéry vstupu

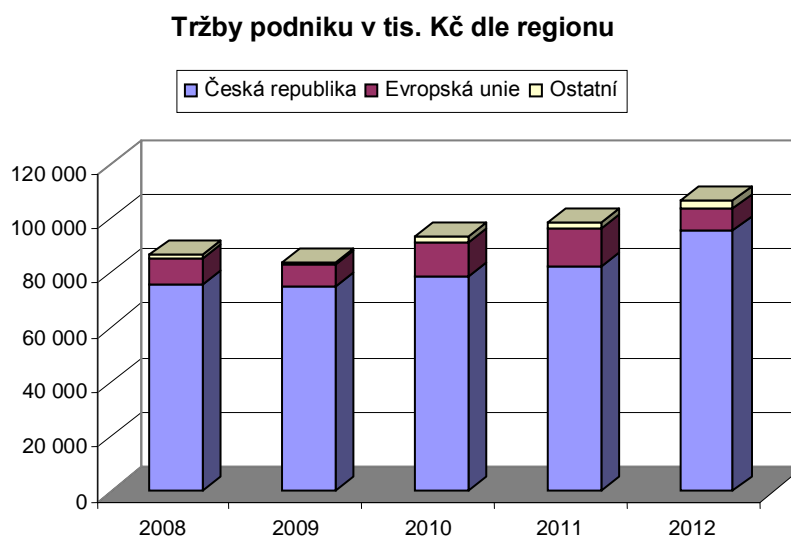
na trh mohou být ve formě kapitálové náročnosti a schopnosti získat spotřebitele pro novou značku. Marketingové inovace - možnost změny designu obalů, netradiční forma propagace, merchandising. Změny technologií - využívání novějších technologií k efektivnímu využití výrobních kapacit, skladování. Změny technologií výroby samotné nové vědecké poznatky a objevy v oboru kosmetiky. Legislativní podmínky – uplatňování hygienických a zdravotnických norem v oblasti výroby kosmetiky a její bezpečnosti zvedá náklady společnosti na výrobu.

Analýza regionu

Hlavním obchodním regionem, pro podnik R, je Česká republika. Svou rozlohou 78 867 km² patří Česká republika ke středně velkým evropským státům. Z celkové rozlohy Evropské unie 4 325 675 km² zaujímá velikostně něco přes 2%. Česká republika má vhodnou polohu ve středu Evropy, která umožňuje distribuci jakéhokoliv materiálu či zboží. Stávající poměrně hustá síť silnic a dálnic v České republice je z velké části v nevyhovujícím stavu, v uspokojivém stavu je cca 60% délky silnic a dálnic. Česká republika má hustou železniční síť, ale zaostává v elektrifikaci tratí a počtu dvou a více kolejných tratí. V letecké dopravě je nejvíce využíváno mezinárodní letiště Václava Havla, které leží v hlavním městě Praha (Internetový zdroj: 5). Celkově infrastruktura v České republice je na průměrné úrovni.

Počet obyvatel v České republice je 10 516 125 ke dni 31. 12. 2012. Ke stejnému dni je průměrná míra nezaměstnanosti 9,4%, která oproti roku 2011 vzrostla o 0,8%. V roce 2012 dosáhla průměrná mzda výše 25 101 Kč, v meziročním srovnání činil přírůstek 665 Kč (2,7 %). Spotřebitelské ceny se zvýšily za uvedené období o 3,3 %, reálně se mzda snížila o 0,6 % (Internetový zdroj: 6).

Graf č. 3: Tržby podniku dle regionu v období 2008 - 2012



Zdroj: příloha účetní závěrky podniku, vlastní zpracování

Analýza charakteristiky a atraktivity trhu

Ve sledovaném období pro trh výroby a prodeje kosmetických výrobků v České republice v roce 2009 nastal výrazný pokles a poté v následujících letech pouze mírný vzestup prodeje. Hlavní tendence, na českém trhu s kosmetickými výrobky, v posledních letech byla rostoucí obliba nakupovat ve specializovaných obchodech s kosmetikou, spotřebitelé oceňují profesionalitu i rychlý servis. Spotřebitelé kosmetických výrobků v České republice se dají charakterizovat dvěma způsoby. Na jedné straně jsou konzervativní zákazníci, kteří si vážící svých značek a preferují stejné a kvalitní výrobky. Na straně druhé jsou zákazníci, kteří jsou velmi citliví na ceny. Většina Čechů se rozhodne v podstatě nakupovat a preferovat jednu či dvě značky, kterým zůstávají věrní a nemají potřebu si kupovat luxusní zboží nebo naopak levné výrobky.

Hlavní faktory ovlivňující poptávku:

- Prezentace a reklama jsou důležitým faktorem ovlivňujícím poptávku a jiné další prostředky, které se týkají marketingové prezentace značky.
- Příjem zákazníků a zároveň cena kosmetických výrobků ovlivňuje do jisté míry poptávku. Jen poměrná část příjmu je vyčleněna pro nákup kosmetických výrobků,

jednoduše lze říci, čím vyšší příjem, tím větší část příjmu je vyčleněna pro nákup kosmetických výrobků. Jelikož v poslední době v České republice roste nezaměstnanost a reálná mzda se snížila o 0,6%, tím pádem se snižuje vyhrazená část pro nákup kosmetických výrobků, jsou kupovány jen nezbytně nutné výrobky.

- Životní styl může zařadit také do faktorů ovlivňujících poptávku. Se životním stylem je spojená nějaká pomyslná úroveň péče o své tělo a vzhled, nejvíce si na tom zakládají ženy. Tím pádem i trh s kosmetickými výrobky je ovlivněn požadavky zákazníků např. biokosmetika, kosmetika netestovaná na zvířatech, kosmetika šetrná k životnímu prostředí, to se týká i recyklovatelných obalů (7, s. 39).

Faktory ovlivňující nabídku:

- Cena konečného výrobku je nejdůležitějším faktorem ovlivňujícím nabídku. Cena výrobku zahrnuje výrobní náklady, ale i všechny náklady, které se do ceny výrobku musí promítnout a to jsou např. náklady na marketingovou prezentaci, náklady na distribuci, náklady na logistiku. Celosvětově náklady na vstupy v jakémkoliv odvětví jen rostou a v dohledné době podle prognóz stále růst budou.
- Vývoj a výzkum - Na trhu s kosmetickými výrobky dochází ke stálému zlepšování technologií, vymyšlení nových produktů a zároveň i uspokojování požadavků zákazníků např. biokosmetika, která dříve patřila do tržního výklenku a dnes je již běžnou součástí kosmetického trhu.
- Legislativa - nabídku může ovlivnit i legislativní rámec (např. nový zákon či nařízení o skladování určitého výrobku, zákaz používání některých přísad) (7, s. 39, 40).

Atraktivita trhu

V tabulce Hodnocení atraktivity trhu jsou uvedené klíčové faktory, které mohou ovlivnit budoucí rozvoj a vývoj podniku R.

Tabulka č. 4: Hodnocení atraktivity trhu

| Faktor | Váha | Hodnocení atraktivity | Hodnota |
|--|----------|------------------------------|--------------------|
| | | (1 - nejnižší, 5 - nejvyšší) | (váha x hodnocení) |
| Velikost trhu | 0,04 | 3 | 0,12 |
| Fragmentace trhu - počet segmentů | 0,05 | 4 | 0,20 |
| Růstový potenciál – roční tempo růstu trhu | 0,06 | 3 | 0,18 |
| Bariéry vstupu/výstupu na trh | 0,06 | 2 | 0,12 |
| Atraktivita cen – (rentab. tržeb) | 0,06 | 3 | 0,18 |
| Konkurenční intenzita | 0,08 | 3 | 0,24 |
| Technologická náročnost (... high tech.) | 0,05 | 2 | 0,10 |
| Inflační zranitelnost trhu | 0,06 | 3 | 0,18 |
| Požadavky produkce na energie | 0,08 | 2 | 0,16 |
| Dopad na životní prostředí | 0,04 | 2 | 0,08 |
| Sociální a právní riziko (přijatelné) | 0,02 | 3 | 0,06 |
| Vliv značky a věrnost značce | 0,08 | 4 | 0,32 |
| Solventnost zákazníků | 0,05 | 3 | 0,15 |
| Význam cenové politiky | 0,08 | 4 | 0,32 |
| Vliv vývoje ekonomiky (důchody, spotřeba) | 0,06 | 3 | 0,18 |
| Legislativní podmínky | 0,02 | 2 | 0,04 |
| Možnosti využití specializace (diferenciace) | 0,05 | 4 | 0,20 |
| Požadavky na kvalitu, standard | 0,06 | 3 | 0,18 |
| Celkem | 1 | | 3,01 |

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledek této analýzy je subjektivní, dosažená hodnota 3,01 bodů z intervalu 1 až 5 vypovídá o mírně nadprůměrné atraktivitě trhu a výroby parfémů a toaletních výrobků. Uvedená hodnota v procentuálním vyjádření je 60,2%. Z tabulky vyplývá, že nejvyšší váhu mají faktory jako například stanovení výše ceny, intenzita konkurence a povědomí zákazníka o značce a s ní spojené kladné či záporné asociace. Na opačné straně vah hodnocení atraktivity tohoto trhu stojí faktory jako velikost trhu, technologická náročnost, legislativní podmínky, právní riziko. Podnik R vstup a umístění na daném trhu zdárně zvládl.

4.3.2 Analýza vnitřního prostředí

Základní informace – vize podniku a poslání

Od začátku vzniku podniku R je jeho hlavní vizí a své poslání spatřuje ve schopnosti vytvořit a "ušít" ošetření pleti každému zákazníkovi na míru. Každý klient-zákazník je jiný a potřebuje individuální péči. Ošetření se tvoří "step by step" – krok za krokem, především na základě osobního setkání.

Motto : „česká přírodní bylinná kosmetika, péče s dotekem přírody“. (Internet. zdroj: 7).

Charakteristika výroby a prodeje kosmetických výrobků podniku

V současné době vyrábí podnik R asi 203 výrobků kosmetické péče, z toho přibližně 124 je určených pro maloobchod a tři nadstavbové řady luxusní a speciální péče lze získat hlavně ve firemních prodejnách a v e-shopu, dále nabízí rozsáhlý sortiment řady profesionální péče, určených pro kosmetické salony. Před několika lety vstoupil podnik na trh i s doplňkovým sortimentem, a to především s naturální výživou a speciálními čaji, které se výrazně uplatňují při detoxikaci organismu, která je součástí péče o pokožku a při formování a modelaci těla (Internetový zdroj: 8).

Své široké portfolio výrobků nabízí podnik R ve třech svých profesionálních kosmetických salónech a spolupracuje s 297 kosmetickými salony po celé České republice. V maloobchodní síti podnik navázal spolupráci se 711 partnerskými prodejny po České republice. Celé portfolio výrobků lze také zakoupit v e-shopu, na firemních internetových stránkách. Podnik R má vlastní síť obchodních prodejců pro Českou republiku a také se snaží expandovat do zahraničí. Mezi klienty podniku se počítají a začleňují obchodní partneři v Rusku, na Ukrajině, Bulharsku, Mexiku, Řecku, Maďarsku, Německu, Nizozemí, Španělsku, Finsku, Norsku, Velké Británii, Irsku, USA, Arabských emirátech, Japonsku a na Tchajwanu.

Marketingová komunikace

V rámci marketingové komunikace se podnik R zaměřuje především na trvalou podporu prodeje. Spolupracuje s širokou sítí informačních médií od tisku, dále s rozhlasem i televizí. Využívá informační a komunikační technologie internetu, kde má umístěny

firemní internetové stránky v mnoha světových jazycích a také má vlastní komunikační blog s poradnou pro péči o pleť. Pravidelně se účastní výstav a veletrhů.

Filosofie

Podnik R netestuje a ani nikdy v minulosti netestoval své finální výrobky na zvířatech. Všechny výrobky jsou schvalovány a testovány na Státním zdravotním ústavu v Praze a také dermatologicky testovány na odborných dermatologických pracovištích, výhradně na dobrovolnících starších 18 let. V kosmetických přípravcích nejsou použity ingredience pocházející ze zabitých zvířat, podnik nepoužívá extrakty z ohrožených druhů rostlin. Při volbě ingrediencí do výrobků a při jejich výrobě respektuje životní prostředí.

Výzkum a vývoj

Podnik R je znám kvalitou svého výzkumu a vývoje v oblasti kosmetických produktů. Nezřídka je osloven novými obchodními partnery s žádostí o vývoj receptury pro jejich potřeby. Podnik R získal mnoho národních i mezinárodních ocenění.

Konkurenční výhody podniku

Tabulka č. 5: Konkurenční výhody podniku

| | |
|---------------------------|---|
| Oblast distribuce | vlastní obchodní zástupci velmi široká síť partnerských prodejen a kosmetických salonů |
| Oblast dovednosti | manažerské schopnosti majitelky vlastní výrobní patenty image společnosti |
| Oblast marketingu | program - školení o novinkách a použití výrobků důraz na kvalitu značky a výrobků, osobnost majitele |
| Oblast organizace | česká firma vlastní kapitálové zázemí |
| Oblast technologie | kontinuální výzkum a vývoj nových produktů ocenění technologie zpracování přírodních složek rostlin |
| Oblast výroby | vlastní laboratoř a výzkum zázemí skupiny odborníků |

Zdroj:vlastní zpracování

SWOT analýza

Tabulka č. 6: SWOT analýza podniku

| | | Slabé stránky (W) | | | | | Silné stránky (S) | | | | |
|------------------|---|------------------------------------|------------------------|-----------------------------|----------------------------------|----------------------|------------------------|--|-----------------------------------|------------------------------|-------------------|
| | | Malá síť vlastních prodejních míst | Nízký podíl na trhu ČR | Nízká marketingová aktivita | Malý podíl prodeje přes internet | Úzké produktové řady | Kosmetika české výroby | Široká síť externích prodejních míst a kosmetických salonů | Vlastní výrobní a vývojové zázemí | Positivní vnímání zákazníkem | Cenová dostupnost |
| Příležitosti (O) | Vývoj inovací a nových produktů | | | | | X | | | | | |
| | Poptávka po kosmetice přírodní kvality doma i v zahraničí | | | X | | | | | | | |
| | Noví zákazníci, nová věková kategorie | | | | | | X | | X | X | |
| | Trend bio kosmetiky | | | | | | | | | | |
| | Poptávka po nových službách v oblasti kosmetiky | | | | | | | | | | |
| Ohrožení (T) | Zahraniční konkurence | | | X | | | X | X | | | |
| | Vyjednávací síla dodavatelů | | | | | | | | | | |
| | Rychlý vývoj nových moderních technologií v oblasti kosmetiky | | | | | | | | | | |
| | Politická a ekonomická situace na trhu ČR | | | | | | | | | | |
| | Zvyšující se nároky zákazníků na kosmetickou péči | | X | | | | | | | X | X |

Zdroj: vlastní zpracování

Popis a vyhodnocení zvažovaných strategií

SO strategie „využití“ – Využití silné stránky k podpoře příležitosti

- Strategie podpory poptávky o kosmetické výrobky z přírodních surovin a české výroby
 - využití dobrého jména podniku a dobré pověsti o kvalitě vyráběných produktů v dostupné cenové hladině,
 - využití zvýšeného zájmu zákazníků o výrobky českých výrobců,
 - zaměření výzkumu a vývoje na nové produktové řady pro širší spektrum věkových kategorií.

WO strategie „hledání“ – Využití příležitosti k odstranění slabé stránky

- Strategie výzkumu a vývoje nových kosmetických výrobků zaměřených na širší rozpětí věkových kategorií zákazníků
 - nové produktové řady kosmetiky, aplikace nových moderních technologií.
- Strategie hledání nových komunikačních kanálů v rámci propagace a marketingu
 - větší investice do propagace a marketingu
 - využití on – line technologií a sociálních sítí.

ST strategie „konfrontace“ – Využití silné stránky k eliminaci ohrožení

- Strategie zachování vysoké kvality kosmetických výrobků za dostupné ceny a využití zvýšené poptávky zákazníků po výrobcích od českých výrobců a firem
 - vysoká kontrola nákladů na vstupech výroby a inovace výroby
 - investice do pouze vlastních kosmetických salonů a prodejních míst.

WT strategie „vyhýbání“ – Odstranění slabé stránky v důsledku ohrožení

- Strategie rozšíření podílu na trhu stále modernějšími a lepšími kosmetickými výrobky
 - zvýšení tržního podílu na prodeji kosmetických výrobků nabídkou nových výrobků
 - investice do výzkumu a vývoje nových výrobků
 - investice do pouze vlastních kosmetických salonů a prodejních míst

Přímé faktory konkurenční síly a jejich vyhodnocení

Tabulka č. 7: Diagram konkurenční síly

| | Kritérium | Váha | Hodnocení | | | | | | Body | Body x váha | |
|------------------|---------------------------------|--------------|-----------------------|---|--------|---|---|-------------------|------|-------------|---------------|
| | | | Konkurence má převahu | | Průměr | | | Podnik má převahu | | | |
| | | | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | | 6 |
| Přímé faktory | 1. Kvalita výrobků | 5,00 | | | | | 4 | | | 4,00 | 20,00 |
| | 2. Šíře sortimentu | 4,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 12,00 |
| | 3. Hloubka sortimentu | 4,00 | | | 2 | | | | | 2,00 | 8,00 |
| | 4. Technologická úroveň výrobků | 5,00 | | | | | | 5 | | 5,00 | 25,00 |
| | 5. Cenová úroveň | 5,00 | | | | | 4 | | | 4,00 | 20,00 |
| | 6. Intenzita reklamy | 5,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 15,00 |
| | 7. Výhody místa | 3,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 9,00 |
| | 8. Výhody distribuce | 3,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 9,00 |
| | 9. Image firmy | 5,00 | | | | | | | 5 | 5,00 | 25,00 |
| | 10. Servis a služby | 3,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 9,00 |
| Neopřímé faktory | 11. Kvalita managementu | 3,00 | | | | | | | 5 | 5,00 | 15,00 |
| | 12. Výkonný personál | 3,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 9,00 |
| | 13. Majetek a investice | 5,00 | | | 2 | | | | | 2,00 | 10,00 |
| | 14. Finanční situace | 4,00 | | | | 3 | | | | 3,00 | 12,00 |
| | 15. Výzkum a vývoj | 4,00 | | | | | | | 5 | 5,00 | 20,00 |
| CELKEM | | 61,00 | | | | | | | | | 218,00 |

Zdroj: vlastní zpracování

Konkurenční výhody podniku:

- *technologická úroveň výrobků* – podnik má vlastní výrobní středisko, kosmetické výrobky jsou vyráběny a používány i pro kosmetické salony, jsou využívány a nabízeny výrobky s nejnovějšími a nejmodernějšími technologiemi a trendy,
- *image firmy* – jde ruku v ruce s výše uvedenou výhodou technologické úrovně, zákazník má a měl možnost ověřit si, v dlouholetém časovém horizontu, kvalitu a účinnost výrobků, která byla a je základem pro dobré jméno podniku,
- *kvalita managementu* – podnik má velmi schopný management, který realizuje své vize, strategicky udržuje podnik na vysoké úrovni v rámci konkurenčního prostředí a dbá o dobrou pověst podniku, majitelka podniku získala za svoji práci několik významných ocenění,

- *výzkum a vývoj* – podnik má vlastní výzkumné a vývojové středisko, kde probíhá kontinuální výzkum a vývoj nových receptur kosmetických produktů a to nejen pro podnik RRRR, a.s. samotný, ale také jsou zde zpracovávány zakázky jiných firem.

Konkurenční nevýhody podniku:

- *hloubka a šíře sortimentu* – podnik se v minulosti zaměřoval především na produkci kosmetických výrobků pro profesionální kosmetické salony a na zákaznickou skupinu patřící do věkové kategorie 45 let a více, nabídka výrobků pro nižší věkové kategorie v maloobchodní síti není dostatečná,
- *majetek a investice* – podnik již po dobu své existence zrealizoval všechny základní a nezbytné investice pro bezproblémovou a funkční existenci podniku, v současné době jsou aktuální především obnovovací investice a v rámci dalšího rozvoje je na zvážení zda podnik bude investovat do vlastních prodejních míst a kosmetických salonů nebo zůstane u rozsáhlé externí prodejní sítě.

4.3.3 Strategická analýza – závěrečné shrnutí

Tabulka č. 8: Prognóza tempa růstu tržního podílu a tržeb podniku

| (v tis. Kč) | Minulost | | | Prognóza | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Tržby za prodej zboží | 13 504 | 12 981 | 11 877 | 13 059 | 13 908 | 14 882 | 15 626 |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 79 568 | 85 250 | 94 752 | 101 567 | 109 315 | 118 198 | 126 104 |
| Tržby celkem v tis. Kč | 93 072 | 98 231 | 106 629 | 114 626 | 123 223 | 133 080 | 141 730 |
| Tržby - řetězový index | 1,12 | 1,06 | 1,09 | 1,08 | 1,08 | 1,08 | 1,07 |
| Tržby - meziroční změna v % - tempo růstu tržeb | 12,0 | 6,0 | 9,0 | 7,5 | 7,5 | 8 | 6,5 |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb CZ NACE 20.4 | 9 015 860 | 9 164 807 | 9 244 131 | 9 336 572 | 9 523 303 | 9 761 385 | 9 907 805 |
| Tržby CZ NACE 20.4 index meziroční změna | 0,64 | 1,02 | 1,01 | 1,01 | 1,02 | 1,02 | 1,01 |
| Tržby CZ NACE 20.4 změna meziročně v % | -36% | 2% | 1% | 1% | 2% | 2% | 1% |
| Tržní podíl podniku na CZ NACE 20.4 | 1,03% | 1,07% | 1,15% | 1,22% | 1,29% | 1,36% | 1,43% |
| HDP (% , meziroční změna, stálé ceny) | 2,5 | 1,8 | -1,0 | -0,9 | 2,9 | 3,0 | 2,8 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku, Příloha č. 4, Internetový zdroj:4

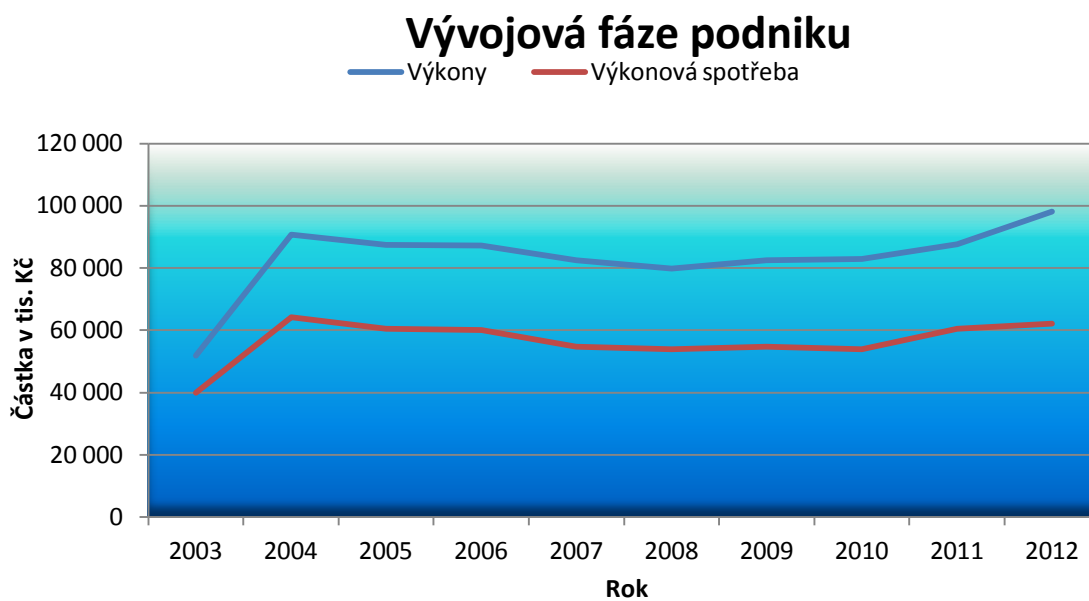
Na základě údajů Ministerstva průmyslu a obchodu uvedených v Panorama českého průmyslu v oddílu CZ-NACE 20.4 Výroba mýdel a detergentů, čistících a leštících prostředků, parfémů a toaletních přípravků došlo v roce 2009 meziročně k poklesu tržeb o

28%. V roce 2009 také došlo ke změně způsobu vykazování statistických dat a proto na základě této změny je výchozím rokem pro strategickou analýzu a odvozené prognózy rok 2010, tak jak je uvedeno výše v Tabulce č. 8.

Od roku 2010 oddílu CZ-NACE 20.4 meziročně vzrostly tržby o 1-2% v prokazatelné závislosti pohybu meziroční změny HDP (viz. Tabulka č. 8). Podíl podniku na celkových tržbách oddílu CZ-NACE 20.4 činil průměrně 0,94% a to rok od roku se stoupajícím trendem v průměru o 0,065% za rok. V tomto růstovém trendu byla stanovena prognóza tržního podílu podniku R na období 2013-2016. Tento mírný růstový trend vychází z předpovědi především makroekonomických ukazatelů jako je HDP, pokles míry nezaměstnanosti a stabilizující se míry inflace (Příloha č. 4), to vše odvozeno z postupně se stabilizující světové a evropské ekonomiky.

Na základě strategické analýzy vnitřního prostředí podniku R a stanovené hodnotě konkurenční síly podniku na 59% by mělo také dojít k pokračujícímu růstu tržeb podniku, který vykazoval nárůst za období 2010 – 2012 v průměru o 9%. Pro prognózu budoucího vývoje, na základě celkové strategické analýzy je stanoveno tempo růstu tržeb na 7,5 – 8%, zároveň podnik plánuje více nových hmotných investic a nehmotných investic do výzkumu a vývoje, které by se následně měly projevit opět ve vyšším růstu tržeb. Na základě strategické analýzy se podnik R jeví jako stabilní firma ve fázi vývoje vyšší zralosti (Graf č. 4), kde nové investice či nové inovativní produkty jsou pro podnik velmi významné z hlediska dalšího rozvoje a existence.

Graf č. 4: Vývojová fáze podniku



Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

4.4 FINANČNÍ ANALÝZA

Nástrojem, který informuje o minulém vývoji finanční situace podniku je finanční analýza. Podklady pro finanční analýzu jsou účetní výkazy – rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz peněžních toků a příloha k účetní závěrce. Výstupem finanční analýzy je zhodnocení finančního zdraví podniku a závěry z finanční analýzy naznačují vývoj podniku do budoucnosti a jsou východiskem pro sestavení finančního plánu.

4.4.1 Účetní pravidla uplatňovaná v podniku

Podnik R vede účetnictví a sestavuje účetní závěrku ve smyslu zákona o účetnictví č. 563/91 Sb. a dalších navazujících předpisů.

Účetní závěrka je vypracována na principu historických cen.

Způsob oceňování a odpisování:

- dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek – pořízený nákupem se oceňuje pořizovací cenou, vytvořený vlastní činností se oceňuje vlastními náklady, získaný bezplatně se oceňuje reprodukční pořizovací cenou,
- účetní odpisy jsou rovny daňovým,
- cenné papíry se oceňují pořizovací cenou, k rozvahovému dni je zjišťována reálná hodnota,
- nakoupené zásoby se oceňují pořizovacími cenami, výrobní materiál – váženým aritmetickým průměrem, zásoby pořízené bezplatně – reprodukční pořizovací cenou,
- vlastní výrobky a nedokončená výroba se oceňují skutečnými vlastními náklady.

O pořízení a úbytku zásob společnost účtuje způsobem A.

Pohledávky se účtují ve své nominální hodnotě.

Náklady a výnosy se účtují do období, s nímž časově a věcně souvisí.

Podnik neeviduje žádné přijaté úvěry.

Podnik neúčtuje o odložené dani.

Výše uvedené informace jsou čerpány z přílohy účetní závěrky podniku R k 31. 12. 2012.

4.4.2 Analýza účetních výkazů

Vertikální analýza rozvahy

Tabulka č. 9: Aktiva – vertikální analýza

| ROZVAHA - VERTIKÁLNÍ ANALÝZA - % PODÍL NA BILANČNÍ SUMĚ | | | | | | |
|---|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Položky v tis. Kč | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| | AKTIVA CELKEM | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| A. | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| B. | DLOUHODOBÝ MAJETEK | 21,2% | 21,5% | 21,6% | 21,1% | 24,7% |
| B.I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | 0,0% | 0,2% | 0,3% | 0,7% | 3,0% |
| 3. | Software | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,6% | 0,2% |
| 6. | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | 0,0% | 0,2% | 0,2% | 0,1% | 0,1% |
| B.II. | Dlouhodobý hmotný majetek | 15,8% | 15,5% | 15,6% | 14,8% | 13,4% |
| 3. | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí | 3,4% | 3,9% | 4,9% | 5,9% | 6,0% |
| 6. | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 0,1% | 1,0% | 0,1% | 0,1% | 0,0% |
| 7. | Nedokončený dlouh. hmotný majetek | 0,0% | 0,0% | 0,8% | 0,0% | 0,0% |
| 8. | Poskytnuté zálohy na DHM | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,4% |
| 9. | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | 12,4% | 11,6% | 9,9% | 8,9% | 6,9% |
| B.III. | Dlouhodobý finanční majetek | 5,4% | 5,8% | 5,7% | 5,5% | 11,0% |
| 1. | Podíly v ovládaných a řízených osobách | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| 3. | Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 4,5% | 5,0% | 5,0% | 5,1% | 10,7% |
| 4. | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem | 0,5% | 0,4% | 0,4% | 0,1% | 0,0% |
| C. | OBĚŽNÁ AKTIVA | 77,0% | 77,3% | 77,1% | 77,7% | 74,1% |
| C.I. | Zásoby | 26,9% | 22,3% | 22,1% | 24,9% | 20,1% |
| 1. | Materiál | 16,9% | 15,0% | 13,7% | 16,1% | 12,1% |
| 2. | Nedokončená výroba a polotovary | 0,0% | 0,0% | 0,4% | 0,4% | 0,5% |
| 3. | Výrobky | 8,1% | 5,3% | 6,1% | 5,9% | 5,9% |
| 4. | Zvířata | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 5. | Zboží | 1,8% | 1,9% | 1,9% | 2,6% | 1,7% |
| C.II. | Dlouhodobé pohledávky | 2,1% | 2,2% | 1,8% | 1,8% | 1,7% |
| 2. | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami | 1,8% | 1,9% | 1,8% | 1,8% | 1,7% |
| 6. | Jiné pohledávky | 0,3% | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| C.III. | Krátkodobé pohledávky | 17,0% | 15,5% | 20,3% | 22,0% | 19,7% |
| 1. | Pohledávky z obchodních vztahů | 16,8% | 14,8% | 17,6% | 20,8% | 18,5% |
| 7. | Ostatní poskytnuté zálohy | 1,0% | 0,5% | 2,6% | 1,1% | 1,2% |
| 9. | Jiné pohledávky | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| C.IV. | Finanční majetek | 31,0% | 37,3% | 33,0% | 28,9% | 32,6% |
| 1. | Peníze | 1,9% | 0,5% | 1,6% | 1,0% | 2,0% |
| 2. | Účty v bankách | 29,1% | 36,8% | 31,4% | 27,9% | 30,6% |
| D. | OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv | 1,8% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,3% |
| D.I. | Časové rozlišení | 1,8% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,3% |
| 1. | Náklady příštích období | 1,8% | 1,3% | 1,3% | 1,2% | 1,3% |

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka č. 10: Pasiva – vertikální analýza

| ROZVAHA - VERTIKÁLNÍ ANALÝZA - % PODÍL NA BILANČNÍ SUMĚ | | | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Položky v tis. Kč | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| | PASIVA CELKEM | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| A. | VLASTNÍ KAPITÁL | 77,6% | 74,3% | 73,4% | 76,10% | 68,4% |
| A.I. | Základní kapitál | 97,5% | 101,1% | 97,4% | 99,9% | 90,6% |
| 1. | Základní kapitál | 97,5% | 101,1% | 97,4% | 99,9% | 90,6% |
| A.II. | Kapitálové fondy | 0,0% | 0,2% | 0,4% | 0,4% | 0,8% |
| 3. | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | 0,0% | 0,2% | 0,4% | 0,4% | 0,8% |
| A.III. | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,2% | 0,2% |
| 1. | Zákonný rezervní fond | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,2% | 0,2% |
| A.IV. | Hospodářský výsledek minulých let | -14,5% | -20,7% | -26,1% | -25,2% | -22,2% |
| 2. | Neuhrazená ztráta minulých let | -14,5% | -20,7% | -26,1% | -25,2% | -22,2% |
| A.V. | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | -5,4% | -6,4% | 1,6% | 0,8% | -0,9% |
| B. | CIZÍ ZDROJE | 22,4% | 25,6% | 26,6% | 23,9% | 31,6% |
| B.I. | Rezervy | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| B.II. | Dlouhodobé závazky | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| B.III. | Krátkodobé závazky | 22,4% | 25,6% | 26,6% | 23,9% | 31,6% |
| 1. | Závazky z obchodních vztahů | 11,1% | 14,0% | 14,1% | 9,7% | 10,6% |
| 2. | Závazky k ovládaným a řízeným osobám | 6,1% | 6,3% | 6,1% | 6,2% | 5,7% |
| 5. | Závazky k zaměstnancům | 1,5% | 1,5% | 1,7% | 1,9% | 2,1% |
| 6. | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 1,0% | 1,3% | 1,1% | 1,3% | 1,8% |
| 7. | Stát - daňové závazky a dotace | 0,9% | 1,2% | 1,4% | 1,7% | 2,0% |
| 8. | Přijaté zálohy | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,0% |
| 10. | Dohadné účty pasivní | 1,7% | 1,2% | 2,0% | 2,8% | 2,7% |
| 11. | Jiné závazky | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 6,7% |
| B.IV. | Bankovní úvěry a výpomoci | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| C. | OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| C.I. | Časové rozlišení | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Zdroj: vlastní výpočty

Vertikální analýza rozvahy posuzuje strukturu aktiv a pasiv podniku.

Z vertikální analýzy aktiv vyplývá, že z celkových aktiv tvoří 75-78% oběžná aktiva a tzv. stálá aktiva 22-25%. Nízká hodnota stálých aktiv je dána zastaráním dlouhodobého majetku (budovy a sklady), který byl budován převážně na začátku existence podniku. Nejvyšší podíl z hodnoty oběžných aktiv připadá na krátkodobý finanční majetek, který tvoří strukturu aktiv okolo 31% a následují zásoby, které se pohybují v rozmezí 22-25%. Za celé sledované období v podstatě nedochází k žádným výrazným výkyvům hodnot, až v posledním roce 2012 se projevila změna ve výši 3%, kdy došlo k poklesu oběžných aktiv a zvýšení aktiv stálých.

Z vertikální analýzy pasiv vyčteme tyto základní informace. Hodnoty vlastního kapitálu podniku se pohybují v rozmezí 69-74%, krátkodobé závazky se pohybují okolo 25-31%

z celkové hodnoty pasiv. Společnost nemá žádné dlouhodobé závazky ani bankovní úvěry. Opět zde za celé sledované období nedochází k významným výkyvům hodnot. Mírná změna nastala pouze v roce 2012.

Horizontální analýza rozvahy

Tabulka č. 11: Aktiva – horizontální analýza

| HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA- RELATIVNÍ ZMĚNA V % | | | | | |
|---|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Položky v tis. Kč | | 2011/2012 | 2011/2010 | 2010/2009 | 2009/2008 |
| | AKTIVA CELKEM | 10,3% | -2,5% | 3,7% | -3,5% |
| A. | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL | | | | |
| B. | DLOUHODOBÝ MAJETEK | 28,9% | -4,7% | 4,4% | -2,4% |
| B.I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | -56,4% | 177,3% | 20,3% | |
| 3. | Software | 64,1% | 620,8% | | |
| 6. | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | -25,3% | -20,2% | -16,8% | |
| B.II. | Dlouhodobý hmotný majetek | -0,4% | -7,4% | 4,7% | -5,7% |
| 3. | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí | 12,4% | 17,9% | 30,8% | 11,0% |
| 6. | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 7. | Nedokončený dlouh. hmotný majetek | | -100,0% | | -100,0% |
| 9. | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | -14,3% | -12,5% | -11,1% | -10,0% |
| B.III. | Dlouhodobý finanční majetek | 118,9% | -5,6% | 3,1% | 3,5% |
| 1. | Podíly v ovládaných a řízených osobách | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 3. | Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 131,8% | -0,3% | 3,6% | 6,0% |
| 4. | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem | -100,0% | -70,7% | 0,0% | -16,5% |
| C. | OBĚŽNÁ AKTIVA | 5,2% | -1,8% | 3,5% | -3,2% |
| C.I. | Zásoby | -11,0% | 10,2% | 2,5% | -19,9% |
| 1. | Materiál | -16,9% | 14,6% | -5,6% | -14,1% |
| 2. | Nedokončená výroba a polotovary | 28,0% | -5,5% | 1195,2% | -12,5% |
| 3. | Výrobky | 10,4% | -6,6% | 18,8% | -36,6% |
| 5. | Zboží | -29,1% | 36,0% | 0,2% | 0,7% |
| C.II. | Dlouhodobé pohledávky | 0,0% | 0,0% | -14,4% | 0,0% |
| 2. | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 6. | Jiné pohledávky | | | -100,0% | 0,0% |
| C.III. | Krátkodobé pohledávky | -1,0% | 5,7% | 35,6% | -12,0% |
| 1. | Pohledávky z obchodních vztahů | -2,0% | 15,3% | 22,9% | -14,9% |
| 6. | Stát - daňové pohledávky | | -100,0% | -90,0% | -28,6% |
| 7. | Ostatní poskytnuté zálohy | 16,0% | -58,5% | 426,9% | 503,8% |
| 9. | Jiné pohledávky | 0,0% | -22,1% | -19,0% | 78,7% |
| C.IV. | Finanční majetek | 24,2% | -14,5% | -8,2% | 15,9% |
| 1. | Peníze | 124,6% | -40,1% | 257,8% | 77,1% |
| 2. | Účty v bankách | 20,7% | -13,2% | -11,5% | 22,1% |
| D. | OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv | 15,2% | -8,7% | 4,9% | -32,5% |
| D.I. | Časové rozlišení | 15,2% | -8,7% | 4,9% | -32,5% |
| 1. | Náklady příštích období | 15,2% | -8,7% | 4,9% | -32,5% |

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka č. 12: Pasiva – horizontální analýza

| HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA - RELATIVNÍ ZMĚNA V % | | | | | |
|--|---|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Položky v tis. Kč | | 2012/2011 | 2011/2010 | 2010/2009 | 2009/2008 |
| | PASIVA CELKEM | 10,3% | -2,5% | 3,7% | -3,5% |
| A. | VLASTNÍ KAPITÁL | -0,8% | 1,1% | 2,4% | -7,6% |
| A.I. | Základní kapitál | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| 1. | Základní kapitál | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| A.II. | Kapitálové fondy | 110,3% | -3,4% | 74,7% | -655,6% |
| 3. | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | 110,3% | -3,4% | 74,7% | -655,6% |
| A.III. | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku | 21,7% | 82,5% | 0,0% | 0,0% |
| 1. | Zákonný rezervní fond | 21,7% | 82,5% | 0,0% | 0,0% |
| A.IV. | Hospodářský výsledek minulých let | -3,0% | -5,7% | 31,0% | 37,5% |
| 2. | Neuhrazená ztráta minulých let | -3,0% | -5,7% | 31,0% | 37,5% |
| A.V. | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | 227,2% | -50,1% | -125,4% | 13,5% |
| B. | CIZÍ ZDROJE | 45,5% | -12,3% | 7,7% | 10,4% |
| B.I. | Rezervy | | | | |
| B.II. | Dlouhodobé závazky | | | | |
| B.III. | Krátkodobé závazky | 45,5% | -12,3% | 4,7% | 10,4% |
| 1. | Závazky z obchodních vztahů | 20,6% | -33,0% | 4,8% | 21,2% |
| 5. | Závazky k zaměstnancům | 24,6% | 8,1% | 16,8% | -1,4% |
| 6. | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 55,4% | 8,3% | -8,1% | 25,5% |
| 7. | Stát - daňové závazky a dotace | 27,6% | 20,0% | 18,7% | 34,9% |
| 8. | Přijaté zálohy | -98,9% | 2125,0% | 100,0% | -93,8% |
| 10. | Dohadné účty pasivní | 5,2% | 39,4% | 75,1% | -32,2% |
| 11. | Jiné závazky | 3606,3% | -5,9% | 20,4% | 3,7% |
| B.IV. | Bankovní úvěry a výpomoci | | | | |
| C. | OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv | | -100,0% | -70,0% | |
| C.I. | Časové rozlišení | | -100,0% | -70,0% | |
| 2. | Výnosy příštích období | | -100,0% | -70,0% | |

Zdroj: vlastní výpočty

Horizontální analýza je tzv. analýzou absolutních dat. Sleduje změny jednotlivých položek výkazů v čase. Hodnoty položek výkazů tohoto podniku v relativních změnách vykazují rozkolísané hodnoty v celém sledovaném období, od kladných až záporných hodnot. Nárůst kladných hodnot je v období 2011-2012. Žádná z položek nemá výrazný trend, ať už v podobě poklesu nebo nárůstu hodnot, jedná se pouze o jednotlivé výkyvy hodnot, vyplývající z provozu výrobního a zároveň obchodního podniku a dané ekonomické situace u nás i v Evropě.

Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka č. 13: VZZ – vertikální analýza

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOKY

| Položky v tis. Kč | | č.ř. | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------|---|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| I. | Tržby za prodej zboží | 01 | 11,1% | 12,7% | 14,5% | 13,2% | 11,1% |
| A. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 02 | 6,1% | 6,7% | 7,8% | 6,5% | 5,5% |
| + | OBCHODNÍ MARŽE | 03 | 5,0% | 6,0% | 6,7% | 6,7% | 5,6% |
| II. | Výkony | 04 | 92,4% | 88,1% | 89,0% | 89,1% | 92,0% |
| 1. | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 05 | 88,9% | 87,3% | 85,5% | 86,8% | 88,9% |
| 2. | Změna stavu zásob vlastní výroby | 06 | 2,1% | -0,7% | 2,3% | 1,1% | 1,8% |
| 3. | Aktivace | 07 | 1,4% | 1,4% | 1,2% | 1,3% | 1,3% |
| B. | Výkonová spotřeba | 08 | 62,3% | 61,4% | 58,0% | 61,6% | 58,4% |
| 1. | Spotřeba materiálu a energie | 09 | 39,1% | 36,9% | 37,0% | 37,1% | 36,7% |
| 2. | Služby | 10 | 23,3% | 24,6% | 21,0% | 24,5% | 21,7% |
| + | PŘIDANÁ HODNOTA | 11 | 35,1% | 32,7% | 37,7% | 34,2% | 39,2% |
| C. | Osobní náklady | 12 | 27,7% | 28,4% | 28,0% | 28,3% | 34,5% |
| 1. | Mzdové náklady | 13 | 20,0% | 20,9% | 20,4% | 20,6% | 26,6% |
| 3. | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 15 | 7,1% | 7,0% | 7,1% | 7,2% | 7,5% |
| 4. | Sociální náklady | 16 | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| D. | Daně a poplatky | 17 | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| E. | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku | 18 | 1,9% | 1,9% | 2,4% | 2,8% | 2,5% |
| III. | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu | 19 | 0,4% | 0,3% | 0,4% | 0,2% | 0,5% |
| 1. | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku | 20 | 0,2% | 0,1% | 0,2% | 0,0% | 0,3% |
| 2. | Tržby z prodeje materiálu | 21 | 0,2% | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,1% |
| F. | Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu | 22 | 0,1% | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,5% |
| 1. | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 23 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,1% | 0,4% |
| 2. | Prodaný materiál | 24 | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,1% | 0,1% |
| G. | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 25 26 | 2,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IV. | Ostatní provozní výnosy | 27 | 0,3% | 0,4% | 0,4% | 0,3% | 0,3% |
| H. | Ostatní provozní náklady | 28 | 3,9% | 2,2% | 2,3% | 1,8% | 2,8% |
| * | PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 30 | 0,1% | 0,6% | 5,6% | 1,5% | -0,5% |
| VII. | Výnosy z dl. finančního majetku | 33 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| X. | Výnosové úroky | 43 | 0,3% | 0,2% | 0,0% | 0,1% | 0,1% |
| N. | Nákladové úroky | 44 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| XI. | Ostatní finanční výnosy | 45 | 0,3% | 0,2% | 0,1% | 0,3% | 0,3% |
| O. | Ostatní finanční náklady | 46 | 4,6% | 5,6% | 4,6% | 1,2% | 0,3% |
| * | FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 49 | -4,2% | -5,5% | -4,5% | -0,8% | 0,1% |
| Q. | Daň z příjmů za běžnou činnost | 50 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,2% | 0,2% |
| 1. | splatná | 51 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,2% | 0,2% |
| ** | VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST | 53 | -4,1% | -4,8% | 1,1% | 0,5% | 0,6% |
| XIII. | Mimořádné výnosy | 54 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| R. | Mimořádné náklady | 55 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| S. | Daň z příjmů z mimořádné činnosti | 56 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| * | MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 59 | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| *** | Výsledek hospodaření za účetní období | 61 | -4,1% | -4,8% | 1,1% | 0,5% | -6,0% |
| | Výsledek hospodaření před zdaněním | 62 | -4,1% | -4,8% | 1,1% | 0,7% | -0,4% |

Zdroj: vlastní výpočty

Tabulka č. 14: VZZ – horizontální analýza

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝSLEDOVKA - RELATIVNÍ ZMĚNA V %

| Položky v tis. Kč | | č.ř. | 2012/2011 | 2011/2010 | 2010/2009 | 2009/2008 |
|-------------------|---|-----------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| I. | Tržby za prodej zboží | 01 | -8,5% | -3,9% | 28,2% | 9,9% |
| A. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 02 | -8,0% | -11,3% | 30,8% | 5,8% |
| + | OBCHODNÍ MARŽE | 03 | -9,0% | 4,7% | 25,2% | 14,8% |
| II. | Výkony | 04 | 12,0% | 5,7% | 12,9% | -8,1% |
| 1. | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 05 | 11,1% | 7,1% | 9,4% | -5,4% |
| 2. | Změna stavu zásob vlastní výroby | 06 | 78,7% | -50,5% | -482,5% | -131,2% |
| 3. | Aktivace | 07 | 11,9% | 12,8% | -7,5% | -2,0% |
| B. | Výkonová spotřeba | 08 | 2,8% | 12,1% | 5,6% | -5,1% |
| 1. | Spotřeba materiálu a energie | 09 | 7,2% | 6,0% | 12,1% | -9,1% |
| 2. | Služby | 10 | -3,9% | 22,7% | -4,2% | 1,6% |
| + | PŘIDANÁ HODNOTA | 11 | 24,4% | -4,2% | 28,8% | -10,2% |
| C. | Osobní náklady | 12 | 32,4% | 6,9% | 9,9% | -1,1% |
| 1. | Mzdové náklady | 13 | 39,9% | 6,7% | 9,1% | 0,4% |
| 3. | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 15 | 13,0% | 7,7% | 12,5% | -5,1% |
| 4. | Sociální náklady | 16 | 2,6% | 6,2% | 9,0% | -2,3% |
| D. | Daně a poplatky | 17 | 63,4% | 5,7% | -7,4% | 31,9% |
| E. | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku | 18 | -2,1% | 24,8% | 42,0% | -2,8% |
| III. | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu | 19 | 142,3% | -37,1% | 59,8% | -36,7% |
| 1. | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku | 20 | 905,6% | -57,7% | 57,4% | -43,7% |
| 2. | Tržby z prodeje materiálu | 21 | -11,2% | -7,7% | 61,7% | -29,8% |
| F. | Zůstatková cena prod. dl.majetku a materiálu | 22 | 167,9% | 10,7% | 106,1% | -34,9% |
| 1. | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 23 | 422,8% | 315,8% | | |
| 2. | Prodaný materiál | 24 | -18,5% | -28,0% | 82,9% | -34,9% |
| G. | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů přístich období | 25 | | | | -100,0% |
| IV. | Ostatní provozní výnosy | 26 | -7,0% | -8,4% | 1,8% | 18,1% |
| H. | Ostatní provozní náklady | 27 | 65,3% | -13,5% | 12,4% | -44,2% |
| * | PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 31 | -137,7% | -71,6% | 889,9% | 441,2% |
| VII. | Výnosy z dl. finančního majetku | 34 | | | | |
| X. | Výnosové úroky | 44 | 42,0% | 104,7% | -67,4% | -52,3% |
| N. | Nákladové úroky | 45 | | | | |
| XI. | Ostatní finanční výnosy | 46 | 25,1% | 223,5% | -47,9% | -41,8% |
| O. | Ostatní finanční náklady | 47 | -69,0% | -72,8% | -11,4% | 15,9% |
| * | FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 50 | -113,1% | -80,7% | -8,4% | 25,6% |
| Q. | Daň z příjmů za běžnou činnost | 51 | 25,2% | | | |
| 1. | splatná | 52 | 25,2% | | | |
| ** | VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST | 54 | -227,2% | -50,1% | -125,4% | 14,2% |
| XIII. | Mimořádné výnosy | 55 | | | | -100,0% |
| R. | Mimořádné náklady | 56 | | -100,0% | -50,0% | -93,3% |
| S. | Daň z příjmů z mimořádné činnosti | 57 | | | | |
| * | MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 60 | | -100,0% | -50,0% | -91,3% |
| *** | Výsledek hospodaření za účetní období | 62 | -227,2% | -50,0% | -125,4% | 13,5% |
| | Výsledek hospodaření před zdaněním | 63 | -167,3% | -34,5% | -125,4% | 13,5% |

Zdroj: vlastní výpočty

Závěry z rozborů výsledovky jsou následující – vertikální analýza prezentuje procentuální vyjádření položek výkazu k celkovým tržbám. Výkonová spotřeba se pohybuje v rozmezí 58 – 62% k celkovým tržbám, přidaná hodnota má s mírnými výkyvy stoupající trend. Nejvýznamnější položkou z výkonové spotřeby je spotřeba energií a materiálu, která činí v průměru 37% k celkovým tržbám, následují osobní náklady s průměrem okolo 29% a poté služby s 23%. Tyto položky patří k nejdůležitějším položkám z pohledu vertikální analýzy a odpovídají běžnému provozu výrobního podniku.

Z pohledu horizontální analýzy výsledovky lze konstatovat tyto skutečnosti – tržby od roku 2009 vykazují každoroční nárůst, přidaná hodnota vykazuje střídavě mírný pokles a poté vyšší nárůst. V roce 2012 vykázal podnik nárůst osobních nákladů, jedná se o jednorázovou změnu způsobenou odměnami k výročí založení podniku a také v roce 2012 došlo k odprodeji nepotřebného dlouhodobého majetku, který se také projevil procentuálním nárůstem tržeb a nákladů v horizontální analýze výsledovky. Podnik vykazuje nestabilní hospodářské výsledky s mírně zlepšujícím se trendem.

4.4.3 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Tabulka č. 15: Ukazatele rentability

| Ukazatele rentability (výnosnosti) | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|---|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | ROA - Rentabilita celk. aktiv (EBIT / AKT) | (VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem | -5,44% | -6,40% | 1,56% | 1,05% | -0,64% |
| | Rentabilita tržeb (EBIT/T) | (VH před zdaň. + N.) / (I. + II.1.) | -4,11% | -4,85% | 1,10% | 0,68% | -0,42% |
| | Obrat celk. aktiv (T/AKT) | (I. + II.1.) / aktiva celkem | 1,32 | 1,32 | 1,42 | 1,54 | 1,52 |
| 2 | ROCE - Rentabilita kapitálu (EBIT / (VK+DLK)) | (VH před zdaň. + N.) / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.) | -7,01% | -8,61% | 2,13% | 1,38% | -0,94% |
| 3 | ROE - Rentabilita vL.kapitálu (ČZ / VK) | VH za úč. období / A. | -7,01% | -8,61% | 2,13% | 1,05% | -1,35% |
| | Rentabilita tržeb (ČZ/T) | VH za úč. období / (I. + II.1.) | -4,11% | -4,85% | 1,10% | 0,52% | -0,61% |
| | Obrat celk. aktiv (T/AKT) | (I. + II.1.) / aktiva celkem | 1,32 | 1,32 | 1,42 | 1,54 | 1,52 |
| | Finanční páka (AKT/VK) | aktiva celkem / A. | 1,29 | 1,35 | 1,36 | 1,31 | 1,46 |
| 4 | Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF / VK) | (VH za úč. období + E.) / A. | -3,86% | -5,29% | 6,73% | 6,73% | 4,25% |
| 5 | Rentabilita tržeb (ČZ / T) | VH za úč. období / (I. + II.1.) | -4,11% | -4,85% | 1,10% | 0,52% | -0,61% |
| 6 | Mzdová náročnost tržeb | C.1. / (I. + II.1.) | 20,05% | 20,90% | 20,39% | 20,61% | 26,57% |

Zdroj: vlastní výpočty

Ukazatele rentability udávají, jaký efekt firma získala z vloženého kapitálu. Hodnoty v tabulce odrážejí tu skutečnost, že podnik ve třech obdobích z pěti sledovaných, dosáhl záporného výsledku hospodaření. Hodnota ukazatele rentability aktiv (ROA) by měla být co nejvyšší, aby byl podnik funkční a tak aby byla aktiva podniku efektivně využívána.

Hodnotu alespoň vyšší než 1 podnik dosáhl jen v roce 2010 a 2011 za sledovaného období. Hodnoty ukazatele *rentability vlastního kapitálu (ROE)* také vykazují kladné hodnoty jen v těchto letech. Návratnost investic pro akcionáře je tedy velmi špatná. Ukazatel *rentability tržeb (ROS)* informující nás o dosahované marži podniku, také nedosahuje dobré hodnoty.

Ukazatele aktivity (doby obratu)

Tabulka č. 16: Ukazatele aktivity

| Ukazatele aktivity (doby obratu) | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------------|---|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Obrat aktiv (T / AKT) | (I. + II.1.) / aktiva celkem | 1,32 | 1,32 | 1,42 | 1,54 | 1,52 |
| 2 | Obrat zásob (T / zásoby) | (I. + II.1.) / C.I. | 4,92 | 5,91 | 6,45 | 6,18 | 7,54 |
| 3 | Doba obratu aktiv (AKT / (T/360)) | aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360] | 272,20 | 272,55 | 252,94 | 233,64 | 237,41 |
| 4 | Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360)) | C.I. / [(I. + II.1.) / 360] | 73,20 | 60,89 | 55,85 | 58,29 | 47,77 |
| 5 | Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/360)) | (C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360] | 51,92 | 48,14 | 55,77 | 55,62 | 50,75 |
| 6 | Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360)) | (B.III.) / [(I. + II.1.) / 360] | 60,99 | 69,88 | 67,30 | 55,94 | 74,95 |

Zdroj: vlastní výpočty

U *obratu aktiv* je doporučováno, aby dosahovaná hodnota byla alespoň vyšší než 1 a čím vyšší tím lépe. Ukazatel podmínku splňuje a má stoupající tendenci. *Doba obratu zásob* udává průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby vázány v podniku do doby prodeje. Ukazatel ve sledovaném období má pozitivní trend, kdy ze 73 dní klesl na hodnotu 48 dní. *Doba inkasa pohledávek* se pohybuje okolo 52-53 dní, což je ve výrobním podniku nízká hodnota. *Doba splatnosti závazků* má kolísavý trend od 61 dnů až na 75 dnů. Toto číslo již patří k těm vyšším hodnotám, kdy podnik získává bezúročně disponibilní peníze.

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti)

Tabulka č. 17: Ukazatele zadluženosti

| Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti) | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|---|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Equity Ratio (VK / AKT) | A. / aktiva celkem | 77,60% | 74,33% | 73,38% | 76,06% | 68,43% |
| 2 | Debt Ratio I. (CZ / AKT) | B. / aktiva celkem | 22,40% | 25,65% | 26,61% | 23,94% | 31,57% |
| 3 | Debt Ratio II. ((CZ+OP) / AKT) | (B. + C.) / aktiva celkem | 22,40% | 25,67% | 26,62% | 23,94% | 31,57% |
| 4 | Debt Equity Ratio (CZ / VK) | B. / A. | 0,29 | 0,34 | 0,36 | 0,31 | 0,46 |
| 5 | Úrokové krytí I. (EBIT / úroky) | (VH před zdaň. + N.) / N. | N | N | N | N | N |
| 6 | Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky) | (VH před zdaň. + N. + E.) / N. | N | N | N | N | N |
| 7 | Cash Flow / ((Cizí zdroje-Rezervy)/360) | (VH za úč. období + E.) / [(B. - B.I.)/360] | -48,07 | -55,24 | 66,81 | 76,99 | 33,15 |

Zdroj: vlastní výpočty

Ukazatele zadluženosti celkově vykazují pozitivní hodnoty. Podnik nemá žádné bankovní úvěry ani půjčky. Přesto jsou zde vidět rostoucí hodnoty zadluženosti o 4-5%, kdy se jedná především o krátkodobé závazky a zvyšující se doba jejich splacení.

Ukazatele platební schopnosti (likvidity)

Tabulka č. 18: Ukazatele likvidity

| Ukazatele platební schopnosti (likvidity) | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
|---|---|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Pracovní kapitál, Working Capital (OAKT - KD) | C. - C.II. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.) | 34 291 | 31 169 | 31 848 | 33 079 | 28 701 |
| 2 | Pracovní kapitál na aktiva ((OAKT-KD) / AKT) | [C. - (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)] / aktiva celkem | 52,47% | 49,45% | 48,70% | 51,89% | 40,82% |
| 3 | Ukazatel kapitalizace (DM / DLK) | B. / (A. + B.I. + B.II. + B.IV.1.) | 0,27 | 0,29 | 0,29 | 0,28 | 0,36 |
| 4 | Běžná likvidita (OAKT / KD) | C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.) | 3,44 | 3,01 | 2,90 | 3,24 | 2,35 |
| 5 | Rychlá likvidita ((KRP+FM) / KD) | (C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.) | 2,14 | 2,06 | 2,00 | 2,13 | 1,66 |
| 6 | Peněžní likvidita (FM / KD) | C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.) | 1,38 | 1,45 | 1,24 | 1,21 | 1,03 |
| 7 | Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360)) | B.III. / [(I. + II.1.) / 360] | 60,99 | 69,88 | 67,30 | 55,94 | 74,95 |

Zdroj: vlastní výpočty

Ukazatele likvidity – běžné, rychlé i peněžní nejen splňují, ale i vysoko překračují doporučené limity pro dané ukazatele. Vzhledem k tomu, že společnost je výrobním podnikem a nemá žádné dlouhodobé zdroje krytí, nechává si vyšší provozní finanční rezervu v podobě vyšší sumy peněžních prostředků na bankovním účtu. Ukazatel pracovní kapitál na aktiva udává jaká část aktiv je kryta čistým pracovním kapitálem. Hodnoty jsou vysoké. Ukazatel kapitalizace je velmi nízký, to znamená, že dlouhodobá aktiva nejsou kryta dlouhodobými zdroji, jak je doporučováno.

Ukazatele produktivity práce

Tabulka č. 19: Ukazatele produktivity práce

| Ukazatele produktivity práce | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
|------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1 | Osobní náklady ku přidané hodnotě | C. / přidaná hodnota | 0,79 | 0,87 | 0,74 | 0,83 | 0,88 |
| 2 | Produktivita práce z přidané hodnoty | přidaná hodnota / počet pracovníků | 466 708 | 419 015 | 539 800 | 460 411 | 597 157 |
| 3 | Produktivita práce z tržeb | (I. + II.1.) / počet pracovníků | 1 329 723 | 1 280 938 | 1 431 877 | 1 345 630 | 1 523 271 |
| 4 | Průměrná mzda - roční | C.I. / počet pracovníků | 266 585 | 267 662 | 292 015 | 277 384 | 404 686 |
| 5 | - měsíční | (C.I./12) / počet pracovníků | 22 215 | 22 305 | 24 335 | 23 115 | 33 724 |

Zdroj: vlastní výpočty

Ukazatele produktivity práce zachycují výkonnost podniku ve vztahu k nákladům na zaměstnance. Nákladovost přidané hodnoty i produktivita práce z přidané hodnoty vykazují střídavě růst a zase pokles. Nejvyšší nárůst vykazuje rok 2012, kdy celkově došlo

k nárůstu všech ukazatelů a to výrazně. Nárůst byl způsoben výplatou výročních odměn k datu vzniku podniku R.

Ukazatele provozní (výrobní)

Tabulka č. 20: Provozní (výrobní) ukazatele

| Provozní (výrobní) ukazatele | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------|--|------------------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 1 | Mzdová produktivita | přidaná hodnota / mzdy | 1,27 | 1,15 | 1,34 | 1,21 | 1,14 |
| 2 | Produktivita DHM | výnosy / DHM v PC | 1,38 | 1,41 | 1,45 | 1,54 | 1,54 |
| 3 | Ukazatel stupně odepsanosti DHM | DHM v ZC / DHM v PC | 22,11% | 22,06% | 22,00% | 21,16% | 25,03% |
| 4 | Vázanost zásob na výnosy | zásoby / výnosy | 19,39% | 16,62% | 14,86% | 15,68% | 12,72% |
| 5 | Nákladovost výnosů | náklady / výnosy | 103,92% | 104,76% | 98,95% | 99,34% | 100,41% |
| 6 | Materiálová náročnost výnosů | spotřeba mater. a energie / výnosy | 37,25% | 36,21% | 35,41% | 35,96% | 35,17% |
| 7 | Struktura nákladů - nákl. na zboží | A. / celkové náklady | 5,56% | 6,24% | 7,54% | 6,38% | 5,29% |
| 8 | Struktura nákladů - spotřeba mat. a energie | B. 1. / celkové náklady | 35,85% | 34,56% | 35,80% | 36,20% | 35,02% |
| 9 | Struktura nákladů - služby | B. 2. / celkové náklady | 21,36% | 21,43% | 20,38% | 23,85% | 20,69% |
| 10 | Struktura nákladů - osobní náklady | C. / celkové náklady | 25,39% | 26,65% | 27,07% | 27,60% | 32,98% |
| 11 | Struktura nákladů - odpisy majetku | E. / celkové náklady | 1,70% | 1,75% | 2,29% | 2,73% | 2,41% |
| 12 | Struktura nákladů - ostatní provozní náklady | H. / celkové náklady | 3,55% | 2,10% | 2,18% | 1,80% | 2,69% |

Zdroj: vlastní výpočty

Provozní ukazatele informují o základních aktivitách podniku a vycházejí především z nákladů a výnosů podniku. Ukazatel mzdová produktivita udává, kolik výnosů připadá na 1 Kč vyplacených mezd. Ukazatel má klesající tendenci, což není příznivý stav. Zatím co přidaná hodnota vykazuje kolísavý nárůst a pokles, mzdové náklady vykazují plynulý růst, nejvýraznější je v roce 2012 oproti roku 2011 o 32%. Důvodem byla výplata výročních odměn k datu založení podniku. Ani ukazatel produktivity DHM nevykazuje vysoké hodnoty, ale hodnoty v čase mírně stoupají a to především na základě plynule stoupajících výnosů. Ukazatel stupně odepsanosti DHM nás informuje o tom, že majetek podniku je již v průměru ze 77,5 % odepsán. Znamená to, že podnik je v tzv. zralé vývojové fázi podnikání. Ukazatel vázanosti zásob na výnosy by měl mít co nejnižší hodnotu, v tomto případě má ve sledovaném období klesající trend a pro výrobní a obchodní podnik není hodnota tak vysoká. Klesající trend odpovídá plynule stoupajícím výnosům a mírně klesající evidované hodnotě zásob. Ukazatel nákladovost výnosů informuje o zatížení výnosů celkovými náklady, kdy v průběhu existence podniku, by tato hodnota ukazatele měla klesat. V tomto případě čísla nejsou pozitivní, už vzhledem ke stáří podniku, přesto ve sledovaném období je patrný mírný pokles hodnot. Hodnota nákladů je nižší než

hodnota výnosů pouze v letech 2010 a 2011, v ostatním období náklady převyšují výnosy. Ukazatele *struktury nákladů* vyjadřují, jak se který náklad podílí na nákladech celkových. Z tabulky je patrné, že z největší části se na celkových nákladech podílí náklady na spotřebu energií a materiálu a následují náklady osobní na zaměstnance. Tyto náklady také vždy ve výrobním podniku rozhodují o jeho postavení a konkurenceschopnosti na daném trhu.

Ukazatele kapitálového trhu (tržní hodnoty)

Tabulka č. 21: Ukazatele kapitálového trhu

| Ukazatele kapitálového trhu (tržní hodnoty) | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
|---|---|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | VK na akcii (VK / p.a.) | A. / počet akcií | 7 961 | 7 355 | 7 533 | 7 612 | 7 554 |
| 2 | EPS - Účetní zisk na akcii (Z / p.a.) | výsl. hosp. za úč. obd. / počet akcií | -558 | -633 | 161 | 80 | -102 |
| 3 | Tržní cena akcie (průměr za prosinec) | P | N | N | N | N | N |
| 4 | Vyplacená dividendy | Div. | N | N | N | N | N |
| 5 | PE - Návrstnost akcie ze zisku (P / Z) | P / EPS | N | N | N | N | N |
| 6 | Market-to-Book Ratio (P * počet akcií / VK) | P * počet akcií / A. | N | N | N | N | N |
| 7 | DY - Dividendový výnos (Div. / P) | Div. / P | N | N | N | N | N |
| 8 | Výplatní poměr (dividenda na akcii / EPS) | dividenda na akcii / EPS | N | N | N | N | N |

Zdroj: vlastní výpočty

První ukazatel z *ukazatelů kapitálového trhu* udává účetní hodnotu jedné akcie, která se porovnává s tržní hodnotou akcie. Tržní hodnota není známa, protože podnik nemá akcie obchodované na veřejných trzích. Známa je pouze jmenovitá hodnota jedné akcie, která je stanovena na 10 000,- Kč, jmenovitá hodnota je tedy vyšší než účetní hodnota jedné akcie. Druhý ukazatel vyjadřuje, kolik podnik vydělal nebo prodělal na jednu akcii, kde se zřetelně projevuje, zda byl dosažen ve sledovaném období kladný hospodářský výsledek či nikoliv. Ostatní ukazatele nelze spočítat, protože uvedená firma je firmou jednoho akcionáře a vzhledem k hospodářským výsledkům nebyly vypláceny žádné dividendy.

Bonitní a bankrotní modely

Bonitní a bankrotní modely jsou vytvořené soustavy ukazatelů (modelů) sestavených za účelem posouzení finanční situace podniku a její predikce (8, s.105). Protože většina těchto modelů nebyla vytvořena v souladu s podmínkami českého ekonomického prostředí, jsou využívány jako dodatek k finanční poměrové analýze (9, s.74).

Tabulka č. 22: Rychlý test

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------------|----------|----------|------------|-------------|-------------|
| vlastní kapitál/celková aktiva | 77,60% | 74,33% | 73,38% | 76,06% | 68,43% |
| provozní cash flow/tržby | -2,26% | -2,96% | 2,00% | -1,00% | 11,00% |
| rentabilita celk. kapitálu | -5,44% | -6,40% | 1,56% | 1,05% | -0,64% |
| doba splácení dluhů (dny) | 60,99 | 69,88 | 67,30 | 55,94 | 74,95 |
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| vlastní kapitál/celková aktiva | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| provozní cash flow/tržby | 5 | 5 | 4 | 5 | 4 |
| rentabilita celk. kapitálu | 5 | 5 | 4 | 4 | 5 |
| doba splácení dluhů | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| | 12 | 12 | 10 | 11 | 11 |
| VÝSLEDEK | 3 | 3 | 2,5 | 2,75 | 2,75 |

Zdroj: vlastní zpracování

Rychlý test pracuje se čtyřmi poměrovými ukazateli, které jsou považovány za nejdůležitější z hlediska prosperity a budoucnosti podniku. Výsledná známka se vypočítá jako prostý průměr známek za uvedené čtyři ukazatele. Známkování hodnot jednotlivých ukazatelů odpovídá zkušenosti německých finančních analytiků (2, s. 110). Hodnocení výsledných známek na základě Rychlého testu je následující - známka 1 - 5,1 = velmi dobrý, 2 = dobrý, 3 = střední, 4 = špatný, 5 = hrozba insolvence. Podnik se na škále od 1 do 5 nachází na průměrné úrovni v intervalu 2,5 – 3. Nedostatečných hodnot podnik dosahuje u obou ukazatelů rentability, kde je rozhodujícím faktorem záporný hospodářský výsledek dosažený ve sledovaném období.

Tabulka č. 23: Index bonity

| | váha | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------|------|------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| cash flow / cizí zdroje | 1,5 | -0,24 | -0,25 | 0,06 | 0,03 | -0,03 |
| aktiva / cizí zdroje | 0,08 | 4,46 | 3,9 | 3,76 | 4,18 | 3,17 |
| zisk / aktiva | 10 | -5,44 | -6,4 | 1,56 | 1,05 | -0,64 |
| zisk / výnosy | 5 | -0,04 | -0,05 | 0,01 | 0,007 | -0,004 |
| zásoby / výnosy | 0,3 | 0,2 | 0,17 | 0,16 | 0,16 | 0,13 |
| výnosy / aktiva | 0,1 | 1,32 | 1,32 | 1,42 | 1,54 | 1,52 |
| VÝSLEDEK | | -54,41 | -64,13 | 16,23 | 11,12 | -6,02 |
| | | extrémně špatná ekonomická situace | extrémně špatná ekonomická situace | extrémně dobrá ekonomická situace | extrémně dobrá ekonomická situace | extrémně špatná ekonomická situace |
| | | bankrotní podnik | bankrotní podnik | bonitní podnik | bonitní podnik | bankrotní podnik |

Zdroj: vlastní zpracování

Index bonity je založen na multiplikativní diskriminační analýze podle zjednodušené metody (8, s. 109). Pracuje se šesti vybranými ukazateli, jimž je přiřazena váha, mezní výslednou hodnotou je hodnota 0, čím větší kladné hodnoty podnik v hodnocení dosáhne, tím je finančně – ekonomická situace firmy lepší. Dosažená záporná hodnota –3 a méně je hodnocena jako extrémně špatná ekonomická situace. Tak jako v předchozím testu je pro podnik R rozhodující, zda vykázal kladný či záporný hospodářský výsledek. V období, kdy podnik dosáhl kladného hospodářského výsledku, spadá do kategorie bonitního podniku, v období se záporným hospodářským výsledkem se stává podnikem bankrotním.

Tabulka č. 24: Altmanova analýza pro neobchodované akciové společnosti

| | váha | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------------|-------|-------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-------------------------|
| zisk/aktiva | 3,107 | -5,44 | -6,40 | 1,56 | 1,05 | -0,64 |
| tržby/aktiva | 0,998 | 1,32 | 1,32 | 1,42 | 1,54 | 1,52 |
| úct. hodnota akcií/celk. závazky | 0,42 | -0,24 | -0,25 | 0,06 | 0,03 | -0,03 |
| neozdělený zisk/aktiva | 0,847 | -0,20 | -0,27 | -0,24 | -0,24 | -0,23 |
| ČPK/aktiva | 0,717 | 0,52 | 0,49 | 0,49 | 0,52 | 0,41 |
| VÝSLEDEK | | -15,48 | -18,78 | 6,23 | 4,98 | -0,38 |
| | | bankrotní podnik | bankrotní podnik | bonitní podnik | bonitní podnik | bankrotní podnik |

Zdroj: vlastní zpracování

Altmanův model patří mezi bankrotní modely, jejichž záměrem je odlišit velmi jednoduše firmy bankrotující od těch, u nichž je pravděpodobnost bankrotu minimální. Model je stanoven jako součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, jimž je přiřazena váha. Je-li hodnota vypočteného indexu vyšší než 2,99 je finanční situace firmy uspokojivá, je-li v rozmezí 1,81 – 2,98, jedná se o tzv. šedou zónu, kdy firmu nelze označit za úspěšnou nebo problémovou, je-li hodnota pod 1,81 má firma výrazné finanční problémy a směřuje k bankrotu (9, s. 73). Pro podnik R. byl použit model pro neobchodovatelné akciové společnosti, jeho odlišnost je v hodnotách vah jednotlivých poměrových ukazatelů. Podnik R vykazuje rozdílné hodnocení v rámci stanoveného intervalu tak jako u modelu Indexu bonity. Příčinou je opět ta skutečnost, zda podnik za sledované období vykázal kladný či záporný hospodářský výsledek.

4.4.4 Souhrnné vyhodnocení finančního zdraví a perspektivnosti podniku z finančního hlediska

Výrazným rizikem podniku jsou problémy s rentabilitou vloženého kapitálu související s nestabilním vykazováním kladného hospodářského výsledku. Podnik nemá svá dlouhodobá aktiva kryta dlouhodobými zdroji, což se projevuje právě na uvedené rentabilitě kapitálu, kdy financování dlouhodobých aktiv pouze vlastními zdroji se stává výrazně dražší než financování cizími. V ostatních částech poměrové analýzy vykazuje podnik dobré hodnoty, v oblasti likvidity jsou hodnoty až příliš vysoké. Tato situace odráží způsob financování zdrojů podniku.

Na základě analýzy syntetických modelů podnik vykazuje průměrné hodnoty, zase v závislosti na hodnotě vykázaného hospodářského výsledku, od zařazení do skupiny bankrotních podniků až po zařazení do skupiny podniků bonitních. Za objektivní lze považovat hodnocení dle Rychlého testu, kdy je podnik zařazen na střední úroveň, tj. na rozhraní mezi bonitními a bankrotními podniky.

Dle provedené finanční analýzy lze konstatovat, že podnik má jisté problémy s rentabilitou vložených zdrojů. I přes tuto skutečnost podnik nevykazuje jiné problémy či ohrožení a lze proto říci, že podnik není existenčně ohrožen a pro další postup stanovení hodnoty podniku splňuje podmínku podniku s *přístupem „going concern“ a „stand alone basis“*, to je ocenění podniku tak, jak „stojí a běží“. Tedy za předpokladu, že podnik zachová shodný předmět činnosti a v této činnosti bude pokračovat s co nejlépe možným využitím zařízení podniku. Finanční plán podniku na období 2013 – 2016 je směřován tak, aby již k záporným hodnotám výsledku hospodaření nedocházelo.

4.5 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Tabulka č. 25: Provozně nepotřebná aktiva podniku - období 2008 - 2012

| Položky v tis. Kč | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 2 967 | 3 144 | 3 256 | 3 247 | 7 526 |
| Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| Peníze | 470 | 0 | 184 | 0 | 640 |
| Účty v bankách | 8 078 | 10 553 | 7 458 | 6 222 | 4 492 |
| CELKEM | 12 688 | 14 870 | 12 071 | 10 642 | 13 831 |

Zdroj: vlastní zpracování

Provozně nepotřebná aktiva jsou taková aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku a jako taková by měla být oceňována samostatně podle jednotlivých položek majetku.

V podniku je tento provozně nepotřebný majetek:

- dlouhodobé cenné papíry, které tvoří cenné papíry fondu CONSEQ – Classic Invest v hodnotě 2 336 tis. Kč, CONSEQ – Active Invest v hodnotě 1 190 tis. Kč, cenné papíry fondů Raiffeissen Bank GC Bric v hodnotě 2 000 tis. Kč, cenné papíry fondů Raiffeissen Bank GC Gold v hodnotě 2 000 tis. Kč,
- pohledávka vzniklá kapitalizací pohledávek za osobou s podstatným vlivem,
- peněžní prostředky – byly upraveny na provozně potřebnou výši peněz na úrovni 80% krátkodobých závazků.

Tabulka č. 26: Provozně nutný investovaný kapitál podniku – období 2008 – 2012

| Položky v tis. Kč | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| + Dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 143 | 172 | 477 | 208 |
| + Dlouhodobý hmotný majetek | 10 345 | 9 755 | 10 213 | 9 456 | 9 418 |
| + Dlouhodobý finanční majetek | 539 | 483 | 483 | 283 | 200 |
| Dlouhodobý majetek provozně nutný | 10 884 | 10 381 | 10 868 | 10 216 | 9 826 |
| + Zásoby | 17 575 | 14 083 | 14 440 | 15 906 | 14 149 |
| + Pohledávky | 11 293 | 9 962 | 13 246 | 14 004 | 13 860 |
| + Provozně nutná výše peněz | 11 714 | 12 930 | 13 919 | 12 210 | 17 760 |
| + Ostatní aktiva (časové rozlišení) | 1 199 | 809 | 849 | 775 | 893 |
| - Krátkodobé závazky | -14 642 | -16 162 | -17 399 | -15 263 | -22 200 |
| - Ostatní pasiva (časové rozlišení) | 0 | -20 | -6 | 0 | 0 |
| Pracovní kapitál provozně nutný | 27 139 | 21 602 | 25 049 | 27 632 | 24 462 |
| Investovaný kapitál provozně nutný | 38 023 | 31 983 | 35 917 | 37 848 | 34 288 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Po rozdělení aktiv byl vyčíslen za minulé roky zpětně provozně nutný investovaný kapitál, který je jedním z nejdůležitějších východisek dalších propočtů při oceňování podniku. Tento propočet je uveden v tabulce č. 26.

Tabulka č. 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření podniku – období 2008 – 2012

| Položky v tis. Kč | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Provozní výsledek hospodaření z výsledovky | 97 | 525 | 5 197 | 1 477 | -557 |
| Tržby z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu | 338 | 214 | 342 | 215 | 521 |
| Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu | 126 | 82 | 169 | 187 | 501 |
| + Ostatní finanční náklady | 4 185 | 4 852 | 4 301 | 1 170 | 363 |
| - Ostatní finanční výnosy | 280 | 163 | 85 | 275 | 344 |
| - Výnosové úroky | 277 | 132 | 43 | 88 | 125 |
| KPVH = Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní | 3 937 | 5 214 | 9 543 | 2 312 | -643 |
| + Odpisy | 1 599 | 1 554 | 2 206 | 2 753 | 2 694 |
| KPVH před odpisy a daní | 5 536 | 6 768 | 11 749 | 5 065 | 2 051 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

V návaznosti na vyloučená provozně nepotřebná aktiva je nutné také upravit výsledek hospodaření, který po provedených úpravách je označován jako korigovaný provozní výsledek hospodaření. Tento korigovaný provozní výsledek hospodaření je východiskem pro ocenění výnosovými metodami. Vyloučené položky jsou uvedeny v tabulce č. 27, jedná se o tržby a zůstatkovou cenu prodaného majetku a materiálu, dále o položku ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady, která souvisí s dlouhodobými cennými papíry a položku výnosové úroky v souvislosti s úpravami výše peněžních prostředků. Pro zjednodušení výpočtu byla položka odečtena v plné výši.

4.6 FINANČNÍ PLÁN

4.6.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Jak již je uvedeno v závěrečném shrnutí strategické analýzy z údajů Ministerstva průmyslu a obchodu uvedených v Panorama českého průmyslu 2012 v oddílu CZ-NACE 20.4 Výroba mýdel a detergentů, čistících a leštících prostředků, parfémů a toaletních přípravků došlo, v důsledku hospodářské krize v roce 2009, meziročně k poklesu tržeb o 28%. V roce 2009 také došlo ke změně způsobu vykazování statistických dat a proto na základě této změny je výchozím rokem, pro strategickou analýzu a finanční plán, rok 2010, tak jak je uvedeno výše v Tabulce č. 8 a ve všech následujících tabulkách s prognózovanými daty. Délka plánovaného období je stanovena na roky 2013 - 2016.

4.6.1.1 Tržby

Tabulka č. 28: Prognóza tržeb v období 2013 - 2016

| Položky v tis. Kč | Minulost | | | Prognóza | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Tržby za prodej zboží | 13 504 | 12 981 | 11 877 | 13 059 | 13 908 | 14 882 | 15 626 |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 79 568 | 85 250 | 94 752 | 101 567 | 109 315 | 118 198 | 126 104 |
| Tržby podniku celkem | 93 072 | 98 231 | 106 629 | 114 626 | 123 223 | 133 080 | 141 730 |
| Tržby - meziroční změna v % - tempo růstu tržeb | 12 | 6 | 9 | 7,5 | 7,5 | 8 | 6,5 |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb CZ NACE 20.4 | 9 015 860 | 9 164 807 | 9 244 131 | 9 336 572 | 9 523 303 | 9 761 385 | 9 907 805 |
| Tržby CZ NACE 20.4 změna meziročně v % | -36% | 2% | 1% | 1% | 2% | 2% | 1% |
| HDP (% , meziroční změna, stálé ceny) | 2,5 | 1,8 | -1 | -0,9 | 2,9 | 3 | 2,8 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku, Internetový zdroj: 4, Příloha č. 4, 11

Tempo růstu tržeb v plánovaném období 2013 – 2016 je stanoveno ve výši 7,5 – 8% ročního růstu. Tempo růstu tržeb není úplně přesně stanoveno jako průměrné tempo růstu za období 2010 – 2012, které činí 9%, ale hodnota je upravena na nižší hodnotu na základě predikce vývoje daného odvětví publikované v Panorama českého průmyslu 2012 (Internetový zdroj: 4).

4.6.1.2 Pracovní kapitál

Tabulka č. 29: Prognóza investovaného kapitálu provozně nutného v období 2013 - 2016

| Položky v tis. Kč | Minulost | | | Prognóza | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| + Dlouhodobý nehmotný majetek | 172 | 477 | 208 | 284 | 510 | 587 | 917 |
| + Dlouhodobý hmotný majetek | 10 213 | 9 456 | 9 418 | 9 892 | 11 193 | 14 974 | 19 025 |
| + Dlouhodobý finanční majetek | 483 | 283 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Dlouhodobý majetek provozně nutný | 10 868 | 10 216 | 9 826 | 10 376 | 11 903 | 15 761 | 20 142 |
| + Zásoby | 14 440 | 15 906 | 14 149 | 17 182 | 18 471 | 19 948 | 21 245 |
| + Pohledávky | 13 246 | 14 004 | 13 860 | 15 853 | 17 041 | 18 404 | 19 601 |
| + Provozně nutná výše peněz | 13 919 | 12 210 | 17 760 | 16 826 | 18 089 | 19 536 | 20 806 |
| + Ostatní aktiva (časové rozlišení) | 849 | 775 | 893 | 974 | 1 047 | 1 131 | 1 204 |
| - Krátkodobé závazky | -17 399 | -15 263 | -22 200 | -21 033 | -22 611 | -24 420 | -26 007 |
| - Ostatní pasiva (časové rozlišení) | -6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pracovní kapitál provozně nutný | 25 049 | 27 632 | 24 462 | 29 802 | 32 037 | 34 599 | 36 849 |
| Investovaný kapitál provozně nutný | 35 917 | 37 848 | 34 288 | 40 178 | 43 940 | 50 360 | 56 991 |

Zdroj: vlastní zpracování, Příloha č. 10, Tabulka č. 30, 31,

Investovaný kapitál provozně nutný je jedním z nejdůležitějších východisek dalších propočtů při oceňování podniku. Položka je součtem dlouhodobého majetku provozně nutného a pracovního kapitálu provozně nutného. Dlouhodobě provozně nutný majetek je prognózován na základě investičního a odpisového plánu (Tabulka č. 30 a 31). Prognóza pracovní kapitál provozně nutný vychází z Přílohy č. 10, kde jsou uvedeny výsledky analýzy pracovního kapitálu, která vychází z jednoduchého podílu složky pracovního kapitálu na výkonech (tržbách), za období 2010 – 2012. Pro plán je zvolen průměr z výsledných hodnot analýzy. Položka pracovního kapitálu je plánována ve výši procentního průměru analýzy z tržeb daného plánovaného období.

4.6.1.3 Investice do dlouhodobého majetku

Tabulka č. 30: Prognóza investic do dlouhodobého hmotného majetku v období 2013 - 2016

| Dlouhodobý hmotný majetek | Minulost | | | | Prognóza | | | |
|---|----------|--------|--------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Stav k 31.12. netto | 9755 | 10 213 | 9 456 | 9 418 | 9 892 | 11 193 | 14 974 | 19 025 |
| Změna stavu majetku = investice netto | | 458 | -757 | -38 | 474 | 1 301 | 3 781 | 4 051 |
| Odpisy | | 2 171 | 2 728 | 2 424 | 2 424 | 3 225 | 3 734 | 4 621 |
| Investice netto + odpisy = investice brutto | | 3 087 | 1 971 | 2 386 | 2 898 | 4 526 | 7 515 | 8 672 |
| Tržby v tis. Kč | | 93 072 | 98 231 | 106 629 | 114 626 | 123 223 | 133 080 | 141 730 |
| Investiční náročnost k růstu tržeb | | | | | | | | |
| Koeficient náročnosti | | -2,49% | | | 35,44% | | | |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku, Příloha č. 8

Prognóza investic do dlouhodobého hmotného majetku vychází ze zaměření podniku na investice rozšiřovací a nejen obnovovací, jako tomu bylo v minulosti a to především v oddílu samostatné movité věci (Příloha č. 8). Koeficient náročnosti investic k růstu tržeb na plánované období odpovídá 35,44% (Tabulka č. 30).

Tabulka č. 31: Prognóza investic do dlouhodobého nehmotného majetku v období 2013 - 2016

| Dlouhodobý nehmotný majetek | Minulost | | | | Prognóza | | | |
|---|----------|--------|--------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Stav k 31.12. netto | 143 | 172 | 477 | 208 | 284 | 510 | 587 | 917 |
| Změna stavu majetku = investice netto | | 29 | 305 | -269 | 76 | 226 | 77 | 330 |
| Odpisy | | 35 | 104 | 270 | 161 | 102 | 189 | 285 |
| Investice netto + odpisy = investice brutto | | 64 | 409 | -1 | 237 | 328 | 266 | 615 |
| Tržby v tis. Kč | | 93 072 | 98 231 | 106 626 | 114 626 | 123 223 | 133 080 | 141 730 |
| Investiční náročnost k růstu tržeb | | | | | | | | |
| Koeficient náročnosti | | 0,48% | | | 2,62% | | | |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku, Příloha č. 9

Také prognóza investic do dlouhodobého nehmotného majetku vychází ze zaměření podniku na investice rozšiřovací a nejen obnovovací, jako tomu bylo v minulosti a to především v oddílu software (Příloha č. 9). Koeficient náročnosti investic k růstu tržeb na plánované období odpovídá 2,62% (Tabulka č. 31).

4.6.2 Sestavení finančního plánu

Tabulka č. 32: Plánovaná rozvaha – aktiva v období 2013 – 2016

| Položky v tis. Kč | | Minulost | Prognóza | | | |
|-------------------|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| | AKTIVA CELKEM | 70 319 | 75 055 | 82 689 | 92 049 | 102 524 |
| A. | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL | | | | | |
| B. | DLOUHODOBÝ MAJETEK | 17 352 | 18 071 | 19 353 | 23 345 | 27 814 |
| B.I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | 208 | 284 | 510 | 587 | 917 |
| 3. | Software | 137 | 237 | 487 | 587 | 917 |
| 6. | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | 71 | 47 | 23 | | |
| B.II. | Dlouhodobý hmotný majetek | 9 418 | 9 892 | 11 193 | 14 974 | 19 025 |
| 3. | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí | 4 222 | 5 812 | 7 922 | 12 512 | 17 382 |
| 6. | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 8. | Poskytnuté zálohy na DHM | 307 | | | | |
| 9. | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | 4 856 | 4 047 | 3 238 | 2 429 | 1 610 |
| B.III. | Dlouhodobý finanční majetek | 7 726 | 7 895 | 7 650 | 7 784 | 7 872 |
| 1. | Podíly v ovládaných a řízených osobách | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 3. | EVK - Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 7 526 | 7 695 | 7 450 | 7 584 | 7 672 |
| C. | OBĚŽNÁ AKTIVA | 52 074 | 56 010 | 62 289 | 67 573 | 73 506 |
| C.I. | Zásoby | 14 149 | 17 182 | 18 471 | 19 948 | 21 245 |
| 1. | Materiál | 8 525 | 10 706 | 11 736 | 13 292 | 14 708 |
| 2. | Nedokončená výroba a polotovary | 329 | 275 | 264 | 286 | 286 |
| 3. | Výrobky | 4 123 | 4 951 | 5 125 | 5 050 | 4 980 |
| 5. | Zboží | 1 172 | 1 250 | 1 346 | 1 320 | 1 271 |
| C.II. | Dlouhodobé pohledávky | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| 2. | EVK - Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| C.III. | Krátkodobé pohledávky | 13 860 | 15 853 | 17 041 | 18 404 | 19 601 |
| 1. | Pohledávky z obchodních vztahů | 12 987 | 14 940 | 16 128 | 17 491 | 18 688 |
| 7. | Ostatní poskytnuté zálohy | 811 | 855 | 855 | 855 | 855 |
| 8. | Dohadné účty aktivní | 9 | | | | |
| 9. | Jiné pohledávky | 53 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| C.IV. | Finanční majetek | 22 892 | 20 828 | 24 557 | 26 917 | 30 283 |
| 1. | Peníze | 750 | 750 | 825 | 945 | 975 |
| 1. | EVK - Peníze | 640 | 253 | 1 207 | 1 805 | 1 408 |
| 2. | Účty v bankách | 17 010 | 16 076 | 17 264 | 18 591 | 19 831 |
| 2. | EVK - Účty v bankách | 4 492 | 3 749 | 5 261 | 5 576 | 8 069 |
| D. | OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv | 893 | 974 | 1 047 | 1 131 | 1 204 |
| D.I. | Časové rozlišení | 893 | 974 | 1 047 | 1 131 | 1 204 |
| 1. | Náklady příštích období | 893 | 974 | 1 047 | 1 131 | 1 204 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku. Tabulka č. 25, 29, 30, 31, Příloha č. 10

Postup stanovení finančního plánu aktiv rozvahy:

Nehmotný dlouhodobý majetek – prognóza je plánována na základě odpisového a investičního plánu, kde dochází k navýšení investic oproti minulosti na základě zvýšení investičního koeficientu z hodnoty 0,48% na 2,62% (Tabulka č. 31, Příloha č. 9).

Hmotný dlouhodobý majetek - prognóza je plánována na základě odpisového a investičního plánu, kde dochází k navýšení investic oproti minulosti na základě zvýšení investičního koeficientu z hodnoty -2,49% na 35,44% (Tabulka č. 30, Příloha č. 8).

Finanční dlouhodobý majetek – zde je prognózována položka vlastnického podílu v dceřiné společnosti na Slovensku v neměnné výši, dále je zde položka provozně nepotřebného aktiva (EVK – ekvivalent vlastního kapitálu) viz. Tabulka č. 25.

Zásoby – prognóza vychází z Přílohy č. 10, kde jsou uvedeny výsledky analýzy pracovního kapitálu, která vychází z jednoduchého podílu složky pracovního kapitálu na výkonech (tržbách), za období 2010 – 2012. Pro plán je zvolen průměr z výsledných hodnot analýzy. Položka zásob je plánována ve výši 14,99% tržeb daného plánovaného období.

Dlouhodobé pohledávky – zde je prognózována položka provozně nepotřebného aktiva (Tabulka č. 25).

Krátkodobé pohledávky – prognóza vychází z analýzy pracovního kapitálu (Příloha č. 10). Položka je plánovaná ve výši 13,83% tržeb daného plánovaného období.

Finanční majetek – provozně nutná výše peněz je stanovena na základě odhadu na úrovni 80% krátkodobých závazků plánovaného období (Tabulka č. 25). Finanční majetek je plánován dopočtem: finanční majetek celkem – finanční majetek provozně nutný.

Ostatní aktiva - prognóza vychází z analýzy pracovního kapitálu (Příloha č. 10). Položka je plánovaná ve výši 0,85% tržeb daného plánovaného období.

Tabulka č. 33: Plánovaná rozvaha - pasiva v období 2013 – 2016

| Položky v tis. Kč | | Minulost | Prognóza | | | |
|-------------------|---|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| | PASIVA CELKEM | 70 319 | 75 055 | 82 689 | 92 049 | 102 524 |
| A. | VLASTNÍ KAPITÁL | 48 119 | 54 022 | 60 078 | 67 629 | 76 517 |
| A.I. | Základní kapitál | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 |
| 1. | Základní kapitál | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 |
| A.II. | Kapitálové fondy | 532 | 530 | 530 | 530 | 530 |
| 3. | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | 532 | 530 | 530 | 530 | 530 |
| A.III. | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku | 140 | 140 | 435 | 738 | 1 116 |
| 1. | Zákonný rezervní fond | 140 | 140 | 435 | 738 | 1 116 |
| A.IV. | Hospodářský výsledek minulých let | -15 603 | -16 253 | -10 643 | -4 890 | 2 661 |
| 1. | Nerozdělený zisk minulých let | | | | | 2 661 |
| 2. | Neuhrazená ztráta minulých let | -15 603 | -16 253 | -10 643 | -4 890 | |
| A.V. | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | -650 | 5 905 | 6 056 | 7 551 | 8 510 |
| B. | CIZÍ ZDROJE | 22 200 | 21 033 | 22 611 | 24 420 | 26 007 |
| B.I. | Rezervy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II. | Dlouhodobé závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III. | Krátkodobé závazky | 22 200 | 21 033 | 22 611 | 24 420 | 26 007 |
| 1. | Závazky z obchodního styku | 7 470 | 11 942 | 13 315 | 15 112 | 16 790 |
| 2. | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 3 978 | 3 978 | 3 978 | 3 978 | 3 978 |
| 5. | Závazky k zaměstnancům | 1 495 | 1 300 | 1 350 | 1 320 | 1 350 |
| 6. | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 1 254 | 871 | 904 | 884 | 904 |
| 7. | Stát - daňové závazky a dotace | 1 378 | 1 157 | 1 215 | 1 174 | 1 201 |
| 8. | Krátkodobé přijaté zálohy | 1 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 10. | Dohadné účty pasivní | 1 880 | 1 649 | 1 720 | 1 810 | 1 660 |
| 11. | Jiné závazky | 4 744 | 132 | 125 | 138 | 120 |
| B.IV. | Bankovní úvěry a výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. | OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C.I. | Časové rozlišení | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku, Tabulka č. 29, 36, Příloha č. 10

Postup stanovení finančního plánu pasiv rozvahy:

Vlastní kapitál – položka je prognózována jako dopočet na základě plánovaných položek v daném období: základní kapitál + kapitálové fondy + rezervní fondy a fondy ze zisku + hospodářský výsledek minulých let + hospodářský výsledek za účetní období.

Základní kapitál – prognózovaná položka zůstává neměnná ve výši 63 700 tis. Kč.

Kapitálové fondy – prognózovaná položka vychází z částky roku 2012 a je plánovaná jako neměnná za plánované období ve výši 530 tis. Kč.

Rezervní zákonný fond – plánovaná položka vychází z plánovaného výsledku hospodaření převzatého z plánované výsledovky (Tabulka č. 36) a výše hodnoty rezervního fondu je dopočítána jako částka z minulého období + 5% hodnoty z kladného výsledku hospodaření.

Hospodářský výsledek minulých let – prognózovaná částka je převzatá hodnota běžného výsledku hospodaření za účetní období z plánované výsledovky za běžné období (Tabulka č. 36) a upravena o hodnotu výsledku hospodaření za období minulé.

Rezervy a Dlouhodobé závazky (Cizí zdroje) – jsou nadále plánovány v nulové výši.

Krátkodobé závazky - prognóza vychází z analýzy pracovního kapitálu (Příloha č. 10). Položka je plánovaná ve výši 18,35% tržeb daného plánovaného období.

Ostatní pasiva - prognóza vychází z analýzy pracovního kapitálu (Příloha č. 10). Položka je plánovaná ve výši 0% tržeb daného plánovaného období.

Tabulka č. 34: Plánovaná výsledovka – Hlavní činnost – výnosy a náklady spojené s provozním majetkem v období 2013 – 2016

| Položky v tis. Kč | | č.ř. | Minulost | Prognóza | | | | |
|---|--|-----------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
| | | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | |
| I. | Tržby za prodej zboží | 01 | 11 877 | 13 059 | 13 908 | 14 882 | 15 626 | |
| A. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 02 | 5 910 | 6 530 | 6 954 | 7 441 | 7 813 | |
| + | OBCHODNÍ MARŽE | 03 | 5967 | 6 529 | 6 954 | 7 441 | 7 813 | |
| II. | Výkony | 04 | 98 054 | 104 407 | 112 367 | 121 426 | 129 506 | |
| 1. | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 05 | 94 752 | 101 567 | 109 315 | 118 198 | 126 104 | |
| 2. | Změna stavu zásob vlastní výroby | 06 | 1 896 | 1 490 | 1 602 | 1 730 | 1 842 | |
| 3. | Aktivace | 07 | 1 406 | 1 350 | 1 450 | 1 498 | 1 560 | |
| B. | Výkonová spotřeba | 08 | 62 220 | 67 743 | 72 824 | 78 650 | 83 761 | |
| 1. | Spotřeba materiálu a energie | 09 | 39 114 | 41 838 | 44 976 | 48 574 | 51 731 | |
| 2. | Služby | 10 | 23 106 | 25 905 | 27 848 | 30 076 | 32 030 | |
| + | PŘIDANÁ HODNOTA | 11 | 41 801 | 43 193 | 46 497 | 50 217 | 53 558 | |
| C. | Osobní náklady | 12 | 36 825 | 31 155 | 33 598 | 34 736 | 35 863 | |
| D. | Daně a poplatky | 17 | 152 | 150 | 155 | 165 | 170 | |
| E. | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku | 18 | 2 694 | 2 585 | 3 327 | 3 923 | 4 906 | |
| IV. | Ostatní provozní výnosy | 26 | 294 | 320 | 320 | 320 | 320 | |
| H. | Ostatní provozní náklady | 27 | 3 001 | 2 426 | 2 426 | 2 426 | 2 426 | |
| KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | | | -577 | 7 197 | 7 311 | 9 287 | 10 513 | |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Postup stanovení finančního plánu výsledovky – provozní část:

Tržby za prodej zboží - prognóza vychází z Přílohy č. 11, kde jsou uvedeny výsledky analýzy výkazu zisku a ztráty, která vychází z jednoduchého podílu složky výkazu zisku a ztráty na výkonech (tržbách), za období 2010 – 2012. Pro plán je zvolen trend z výsledných hodnot analýzy. Položka tržeb za prodané zboží je plánována ve výši 11,25% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Náklady vynaložené na prodané zboží - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 50% tržeb za prodej zboží daného plánovaného období.

Tržby za prodej vlastních výrobků - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 88,7% - 88,9% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Změna stavu zásob vlastní výroby - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 1,26% - 1,28% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Aktivace - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 1,10% - 1,18% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Výkonová spotřeba - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 59% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Spotřeba materiálu a energie - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 36,5% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Služby - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 22,6% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Osobní náklady - prognóza vychází z analýzy výkazu zisku a ztráty (Příloha č. 11). Položka je plánovaná ve výši 26% - 33% z celkových tržeb daného plánovaného období.

Daně a poplatky - prognózovaná položka vychází částky za 2012 a je plánovaná jako položka s průměrným růstem 3% ročně za plánované období.

Odpisy dlouhodobého majetku – hodnoty prognózovaných částek jsou převzaty z odpisového a investičního plánu podniku (Tabulka č. 30, 31, Příloha č. 8, 9).

Ostatní provozní výnosy – prognózovaná položka vychází z průměru částek za období 2010 - 2012 a je plánovaná jako neměnná za plánované období ve výši 320 tis. Kč.

Ostatní provozní náklady - prognózovaná položka vychází z průměru částek za období 2010 - 2012 a je plánovaná jako neměnná za plánované období ve výši 2 426 tis. Kč.

Tabulka č. 35: Plánovaná výsledovka – Vedlejší činnost – výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem v období 2013 - 2016

| | | | Minulost | Prognóza | | | |
|--|---|------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Položky v tis. Kč | | č.r. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| III. | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu | 19 | 521 | 335 | 345 | 110 | 30 |
| F. | Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu | 22 | 501 | 225 | 214 | 90 | 25 |
| X. | Výnosové úroky | 42 | 125 | 133 | 135 | 145 | 133 |
| XI. | Ostatní finanční výnosy | 44 | 344 | 350 | 320 | 250 | 305 |
| O. | Ostatní finanční náklady | 45 | 363 | 500 | 420 | 380 | 450 |
| VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ Z NEPROVOZNIHO MAJETKU | | | 126 | 93 | 166 | 35 | -7 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Postup stanovení finančního plánu výsledovky – neprovozní část:

Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu, zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu, výnosové úroky, ostatní finanční výnosy, ostatní finanční náklady – u uvedených položek prognózy výsledovky jsou částky stanovené odhadem v kontextu celkového finančního plánu.

Tabulka č. 36: Plánovaná výsledovka – Celkový výsledek hospodaření v období 2013 - 2016

| | | | Minulost | Prognóza | | | |
|--|--|------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Položky v tis. Kč | | č.r. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | | 58 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CELKOVÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED DANÍ | | | -451 | 7 290 | 7 477 | 9 322 | 10 506 |
| Daň 19% | | | 199 | 1 385 | 1 421 | 1 771 | 1 996 |
| VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ PO DANÍ | | | -650 | 5 905 | 6 056 | 7 551 | 8 510 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Postup stanovení finančního plánu výsledovky – výsledek hospodaření:

Mimořádný výsledek hospodaření je v nulové výši, celkový výsledek hospodaření před daní je součtem provozně korigovaného výsledku hospodaření (Tabulka č. 34) a výsledku hospodaření za neprovozní činnost (Tabulka č. 35). Konečný výsledek hospodaření za

účetní období je stanoven po odpočtu zákonné daně, která je kalkulována v celém plánovaném období v jednotné sazbě 19%.

Analýza poměrových ukazatelů finančního plánu

Tabulka č. 37: Ukazatele likvidity finančního plánu

| Ukazatele platební schopnosti (likvidity) | | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|-------|-------|-------|-------|
| 1 | Běžná likvidita (OAKT / KD) | $C. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)$ | 2,66 | 2,75 | 2,77 | 2,83 |
| 2 | Rychlá likvidita ((KrP+FM) / KD) | $(C.III. + C.IV.) / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)$ | 1,55 | 1,55 | 1,55 | 1,55 |
| 3 | Peněžní likvidita (FM / KD) | $C.IV. / (B.III. + B.IV.2. + B.IV.3.)$ | 0,80 | 0,80 | 0,80 | 0,80 |
| 4 | Doba splatnosti krátk. závazků (KZ / (T/360)) | $B.III. / [(I. + II.1.) / 360]$ | 66,06 | 66,06 | 66,06 | 66,06 |

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele likvidity vycházející z finančního plánu splňují podmínku zachování solventnosti bez problémů. Běžná likvidita pohybující se v rozmezí hodnot 2,66 – 2,83 daleko převyšuje hraniční hodnotu stanovenou na 1,5. Rychlá likvidita nebo také pohotová, s dosahující hodnotou 1,55, splňuje to, že by hodnota tohoto ukazatele neměla v podniku klesnout pod hodnotu 1. Peněžní likvidita byla upravena na provozně potřebnou výši peněz na úrovni 80% krátkodobých závazků tj. hodnotu ukazatele 0,8, která převyšuje stanovenou hraniční hodnotu 0,2 a zajišťuje tak bezproblémové hrazení závazků, které se odráží na snížení doby splatnosti na hodnotu 66 dní oproti minulosti, kde bylo dosaženo hodnoty až 75 dní.

Tabulka č. 38: Ukazatele zadluženosti finančního plánu

| Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy (zadluženosti) | | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Equity Ratio (VK / AKT) | A. / aktiva celkem | 71,98% | 72,66% | 73,47% | 74,63% |
| 2 | Debt Ratio I. (CZ / AKT) | B. / aktiva celkem | 28,02% | 27,34% | 26,53% | 25,37% |
| 3 | Debt Ratio II. ((CZ+OP) / AKT) | (B. + C.) / aktiva celkem | 28,02% | 27,34% | 26,53% | 25,37% |
| 4 | Debt Equity Ratio (CZ / VK) | B. / A. | 0,39 | 0,38 | 0,36 | 0,34 |
| 5 | Úrokové krytí I. (EBIT / úroky) | (VH před zdaň. + N.) / N. | N | N | N | N |
| 6 | Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky) | (VH před zdaň. + N. + E.) / N. | N | N | N | N |

Zdroj: vlastní zpracování

Podnik i nadále ve finančním plánu nepočítá s žádnou formou cizího zdroje krytí mimo krátkodobých závazků, ukazatel zadluženosti Debt Ratio je na nízkých hodnotách 25 –

28%. Finanční nezávislost zůstává na vysoké úrovni, *ukazatel Equity Ratio* se pohybuje v rozmezí přibližně 72 – 75 %.

Tabulka č. 39: Ukazatele aktivity finančního plánu

| Ukazatele aktivity (doby obratu) | | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------------|---|---|--------|--------|--------|--------|
| 1 | Obrat aktiv (T / AKT) | (I. + II.1.) / aktiva celkem | 1,53 | 1,49 | 1,45 | 1,38 |
| 2 | Obrat zásob (T / zásoby) | (I. + II.1.) / C.I. | 6,67 | 6,67 | 6,67 | 6,67 |
| 3 | Doba obratu aktiv (AKT / (T/360)) | aktiva celkem / [(I. + II.1.) / 360] | 235,73 | 241,58 | 249,01 | 260,42 |
| 4 | Doba obratu zásob (ZÁS. / (T/360)) | C.I. / [(I. + II.1.) / 360] | 53,96 | 53,96 | 53,96 | 53,96 |
| 5 | Doba inkasa pohledávek (POHL / (T/360)) | (C.II. + C.III.) / [(I. + II.1.) / 360] | 49,79 | 49,79 | 49,79 | 49,79 |

Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno ve finanční analýze z minulosti u *obratu aktiv* je doporučováno, aby dosahovaná hodnota byla alespoň vyšší než hodnota 1 a čím vyšší tím lépe. Ukazatel podmínku splňuje, ale v případě finančního plánu má klesající tendenci. *Doba obratu zásob* udává průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby vázány v podniku do doby prodeje. Ukazatel ve finančním plánu se ustálil na hodnotě 54 dnů, kdy oproti minulosti (i 48 dní) došlo k navýšení hodnoty. *Hodnota doby inkasa pohledávek* se ve finančním plánu snížila na 50 dní, v minulosti dosahovala hodnoty okolo 52-53 dní.

Tabulka č. 40: Ukazatele rentability finančního plánu

| Ukazatele rentability (výnosnosti) | | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|---|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | ROA - Rentabilita celk. aktiv (EBIT / AKT) | (VH před zdaň. + N.) / aktiva celkem | 9,59% | 8,84% | 10,09% | 10,25% |
| 2 | ROE - Rentabilita vl.kapitálu (ČZ / VK) | VH za úč. období / A. | 10,93% | 10,08% | 11,17% | 11,12% |
| 3 | Rentabilita z vlastních fin. zdrojů (CF / VK) | (VH za úč. období + E.) / A. | 15,72% | 15,62% | 16,97% | 17,53% |
| 4 | Rentabilita tržeb (ČZ / T) | VH za úč. období / (I. + II.1.) | 5,15% | 4,91% | 5,67% | 6,00% |
| 5 | Mzdová náročnost tržeb | C.1. / (I. + II.1.) | 27,18% | 27,27% | 26,10% | 25,30% |

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele rentability jsou měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím kapitálu (9, s. 51). Na základě hodnot dosažených v minulosti je rentabilita hlavním problémem podniku, dle finančního plánu, kde je vždy plánován kladný hospodářský výsledek, se hodnoty rentabilit z minusových hodnot dostávají na kladnou úroveň v rozmezí 10 – 15%.

Tabulka č. 41: Ukazatele tržní hodnoty finančního plánu

| Ukazatele kapitálového trhu (tržní hodnoty) | | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---------------------------------------|---------------------------------------|-------|-------|--------|--------|
| 1 | VK na akcii (VK / p.a.) | A. / počet akcií | 8 481 | 9 431 | 10 617 | 12 012 |
| 2 | EPS - Účetní zisk na akcii (Z / p.a.) | výsl. hosp. za úč. obd. / počet akcií | 927 | 951 | 1 185 | 1 336 |

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele kapitálového trhu na základě finančního plánu vykazují mnohem vyšší hodnoty než ukazatele vycházející z reálné minulosti. U obou ukazatelů se zde hlavně projevuje plánovaný kladný hospodářský výsledek.

Tabulka č. 42: Rychlý test finančního plánu

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| vlastní kapitál/celková aktiva | 71,98% | 72,66% | 73,47% | 74,63% |
| rentabilita tržeb | 5,15% | 4,91% | 5,67% | 6,00% |
| rentabilita celk. kapitálu | 9,59% | 8,84% | 10,09% | 10,25% |
| doba splácení dluhů (dny) | 66,06 | 66,06 | 66,06 | 66,06 |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| vlastní kapitál/celková aktiva | 1 | 1 | 1 | 1 |
| rentabilita tržeb | 3 | 4 | 3 | 3 |
| rentabilita celk. kapitálu | 3 | 3 | 3 | 3 |
| doba splácení dluhů | 1 | 1 | 1 | 1 |
| VÝSLEDEK | 8 | 9 | 8 | 8 |
| | 2 | 2,25 | 2 | 2 |

Zdroj: vlastní zpracování

Jak bylo uvedeno ve finanční analýze dat 2008 – 2012, Rychlý test pracuje se čtyřmi poměrovými ukazateli, které jsou považovány za nejdůležitější z hlediska prosperity podniku. Hodnocení výsledných známek na základě Rychlého testu je následující - známka 1 - 5,1 = velmi dobrý, 2 = dobrý, 3 = střední, 4 = špatný, 5 = hrozba insolvence. Podnik se na škále od 1 do 5 nacházel na průměrné úrovni v intervalu 2,5 – 3, na základě finančního plánu došlo ke zlepšení celkového hodnocení podniku na průměrnou hodnotu 2. Podnik R již nedosahuje záporných hodnot především u ukazatelů rentability, kde byl rozhodujícím faktorem záporný hospodářský výsledek dosažený ve sledovaném období.

4.7 OCENĚNÍ PODNIKU

4.7.1 Volba metod ocenění a jejich zdůvodnění

Pro ocenění podniku je zvolena výnosová metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity – DCF entity, která je považována za základní metodu oceňování podniků a ocenění zde vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku. Jako druhá metoda ocenění podniku je zvolena výnosová metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA, která měří, zda podnik dosahuje ekonomického zisku. Metoda je vybrána k ověření, zda podnik na základě finančního plánu bude v budoucnosti ekonomického zisku dosahovat. Ekonomický zisk podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu. A třetí metodou ocenění podniku je stanovení hodnoty podniku na základě historických cen, tedy stanovení účetní hodnoty podniku.

4.7.2 Ocenění neprovozního majetku

Provozně nepotřebná aktiva jsou taková aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku a jako taková jsou oceňována samostatně podle jednotlivých položek majetku. Pro potřeby stanovení hodnoty podniku k datu ocenění 1. 1. 2013 je převzata hodnota tohoto neprovozního majetku ve výši 13 831 tis. Kč z data ocenění 31. 12. 2012, dle kalkulace uvedené v tabulce č. 25, kde jsou provozně nepotřebná aktiva podniku podrobně uvedena.

4.7.3 Ocenění hlavního provozu podniku jednotlivými zvolenými metodami

4.7.3.1 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra pro zvolené metody DCF entity a EVA je k ocenění podniku stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). K odhadu nákladů na vlastní kapitál je použita metoda CAMP – základní model oceňování kapitálových aktiv v anglosaských zemích.

➤ *náklady na vlastní kapitál*

vzorec pro výpočet: $n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R_I$

R_I je přírážka za malou společnost a/nebo za sníženou likviditu.

Tabulka č. 43: Náklady vlastního kapitálu

| Text / období | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Výnosnost 15,5-ti letých státních dluhopisův ČR | 2,50% | 2,50% | 2,50% | 2,50% |
| Beta koeficient (nezadlužený) pro dané odvětví | 1,47 | 1,47 | 1,47 | 1,47 |
| Riziková prémie celkového trhu v dané zemi | 7,08% | 7,08% | 7,08% | 7,08% |
| Riziková prémie země | 1,28% | 1,28% | 1,28% | 1,28% |
| Riziková přírážka za společnost - odhad dle modelu INFA | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Poměr úročeného cizího kapitálu a tržní hodnoty vlastního kapitálu | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Sazba daně z příjmů právnických osob | 19,00% | 19,00% | 19,00% | 19,00% |
| Beta koeficient (zadlužený) pro dané odvětví | 1,47 | 1,47 | 1,47 | 1,47 |
| Náklady vlastního kapitálu - metoda CAPM | 19,19% | 19,19% | 19,19% | 19,19% |

Zdroj: vlastní zpracování, Internetový zdroj: 9, 12, Příloha č. 13, 14

Bezriziková úroková míra je stanovena ve výši výnosnosti úrokové míry 15,5 letých státních dluhopisů emitovaných Ministerstvem financí ČR dne 25. 2. 2013 ISIN CZ0001003859 (internetový odkaz: 9). Beta koeficient nezadlužený odpovídá rizikové přírážce pro dané odvětví, zde se jedná o odvětví diversifikovaného chemického průmyslu (Internetový zdroj: 10, Příloha č. 13). Riziková prémie celkového trhu země a riziková prémie země vychází z ratingu státu, kdy Česká republika má rating A1 (Internetový zdroj: 11, Příloha č. 14). Riziková přírážka za daný podnik je stanovena na základě hodnocení podle modelu INFA (Internetový zdroj: 12). Poměr úročeného cizího kapitálu je stanoven v nulové výši vzhledem k tomu, že prognóza s žádným úročeným cizím kapitálem nekalkuluje. Sazba daně z příjmů právnických osob odpovídá schváleným údajům dle zákonné úpravy. Beta koeficient zadlužený je stanoven takto:

$$\beta_{\text{zadlužený}} = 1,47 \cdot (1 + 0 \cdot (1 - 0,19)) = 1,47$$

Náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny tímto výpočtem:

$$N_{VK} = 2,5\% + 1,47 \cdot 7,08\% + 1,28\% + 5\% = 19,19\%.$$

➤ *náklady na cizí kapitál*

Tabulka č. 44: Náklady cizího kapitálu

| Náklady na cizí kapitál | 2013 - 2016 |
|--------------------------------|--------------|
| Úročený cizí kapitál | 0 |
| Nákladové úroky | 0 |
| Úroková sazba | 0,00% |
| Daňová sazba | 19,00% |
| Náklady cizího kapitálu | 0,00% |

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny v nulové výši, tak jak již bylo uvedeno výše v komentáři k tabulce č. 43, vzhledem k tomu, že minulost ani prognóza s žádným úročeným cizím kapitálem nekalkuluje.

➤ *výsledná diskontní míra pro ocenění*

Tabulka č. 45: Průměrné vážené náklady kapitálu

| Účetní období | Vlastní kapitál + rezervy | Náklady na vlastní kapitál | Úročený cizí kapitál | Náklady na cizí kapitál | Celkový zpoplat. kapitál | Průměrné vážené náklady kapitálu |
|---------------|---------------------------|----------------------------|----------------------|-------------------------|--------------------------|----------------------------------|
| 2013 | 41 152 | 19,19% | 0 | 0,00% | 41 152 | 19,19% |
| 2014 | 44 987 | 19,19% | 0 | 0,00% | 44 987 | 19,19% |
| 2015 | 51 491 | 19,19% | 0 | 0,00% | 51 491 | 19,19% |
| 2016 | 58 195 | 19,19% | 0 | 0,00% | 58 195 | 19,19% |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 43, 44, Příloha č. 12

Tabulka č. 45 rekapituluje předchozí výpočty nákladů na vlastní a cizí kapitál a stanovuje výslednou hledanou hodnotu průměrných vážených nákladů kapitálu, která je 19,19%. V tabulce je uvedena hodnota vlastního kapitálu za hlavní provozní činnost.

4.7.3.2 Ocenění podniku metodou diskontovaného cash flow - DCF entity

Pro výpočet hodnoty podniku R dvoufázovou metodu DCF entity dle uvedeného vzorce:

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

➤ výpočet hodnot FCFF a hodnoty 1. fáze hodnoty podniku

Tabulka č. 46: Výpočet hodnot volného cash flow do firmy – FCFF

| Položky v tis. Kč | Minulost | Prognóza | | | |
|---|----------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Dlouhodobý majetek provozně nutný | 9 826 | 10 376 | 11 903 | 15 761 | 20 142 |
| Pracovní kapitál provozně nutný | 24 462 | 29 802 | 32 037 | 34 599 | 36 849 |
| Investovaný kapitál provozně nutný | 34 288 | 40 178 | 43 940 | 50 360 | 56 991 |
| Provozní výsledek hospodaření korigovaný před daní | | 7 197 | 7 311 | 9 287 | 10 513 |
| Daň upravená 19% | | 1 367 | 1 389 | 1 765 | 1 998 |
| Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani | | 5 830 | 5 922 | 7 522 | 8 515 |
| Odpisy | | 2 585 | 3 327 | 3 923 | 4 906 |
| Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv) | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku | | -3 135 | -4 854 | -7 781 | -9 287 |
| Investice do provozně nutného pracovního kapitálu | | -5 340 | -2 235 | -2 562 | -2 250 |
| FCFF | | -60 | 2 160 | 1 102 | 1 884 |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 29, 34

Dlouhodobý majetek provozně nutný a pracovní kapitál provozně nutný jsou převzaty z Tabulky č. 29 a vychází z finančního plánu. Součet těchto dvou položek tvoří investovaný kapitál provozně nutný. Provozně nutný výsledek hospodaření před daní je převzat z plánované výsledovky (Tabulka č. 34). Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani je vypočítán tak, že ke zdanění je použita plánovaná daňová sazba z příjmů pro jednotlivé roky prognózy. Odpisy jsou převzaty z plánované výsledovky (Tabulka č. 34) v plné výši, celé se vztahují k provoznímu majetku. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou vypočítány takto: dlouhodobý majetek k 31. 12. 2013 – dlouhodobý majetek k 31. 12. 2012 + odpisy za rok 2013, za další roky postupujeme obdobně. Investice představuje peněžní výdaj. Investice do provozně nutného pracovního kapitálu jsou vypočítány takto: upravený pracovní kapitál k 31. 12. 2013 – upravený

pracovní kapitál k 31. 12. 2012, za další roky postupujeme obdobně. Investice volné cash flow snižují. Výsledná hodnota volného cash flow do firmy – FCFF je vypočítána pro jednotlivé roky takto: korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani + odpisy – investice do provozně nutného dlouhodobého majetku – investice do provozně nutného pracovního kapitálu = FCFF.

Tabulka č. 47: Výpočet hodnoty podniku v 1. fázi metodou DCF entity

| Položky | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------------|--------------|------------|------------|
| FCFF | -60 | 2 160 | 1 102 | 1 884 |
| Diskontní míra | 19,19% | 19,19% | 19,19% | 19,19% |
| Odúročitel pro diskontní míru | 0,8390 | 0,7039 | 0,5906 | 0,4955 |
| Diskontované FCFF k 1. 1. 2013 | -50 | 1 520 | 651 | 934 |
| Hodnota první fáze k 1. 1. 2013 | 3 054 | | | |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 45, 46

Hodnota FCFF je převzata z Tabulky č. 46. Diskontní míra odpovídá vypočtené hodnotě průměrných vážených nákladů kapitálu WACC pro jednotlivé roky a je převzata z Tabulky č. 45. Odúročitel pro diskontní míru vyjadřuje hodnotu pro přepočet volného cash flow na současnou hodnotu ($1 / (1 + i_k)$). Hodnota diskontovaného FCFF je vypočtena za jednotlivé roky takto: FCFF · odúročitel. Výsledná hodnota první fáze k 1. 1. 2013 odpovídá součtu hodnota diskontovaného FCFF za jednotlivá období.

➤ výpočet pokračující hodnoty

pro výpočet pokračující hodnoty byl použit Gordonův vzorec:

$$PH = \frac{FCFF_{2017}}{i_k - g}$$

i_k = diskontní míra pro 2. pokračující fázi je 19,19% jako ve čtvrtém roce 1. fáze

g = tempo růstu tržeb pro druhou fázi = 7,25%,

$FCFF_{2017} = KPVH_{2017} - Investice_{netto2017}$

$KPVH_{2017} = KPVH_{2016} * (1 + g) = 8\,515 * (1 + 0,0725) = 9\,132$ tis. Kč

$Investice_{2017} = K_{2016} * g = 56\,991 * 0,0725 = 4\,132$ tis. Kč

$FCFF_{2017} = 9\,132 - 4\,132 = 5\,000$ tis. Kč

$$PH = 5\,000 / (0,1919 - 0,0725)$$

$$PH = 5\,000 / 0,1194$$

$$PH = 41\,876 \text{ tis. Kč}$$

Vypočtená hodnota pokračující fáze se dále diskontuje a tím se vypočte současná hodnota druhé fáze.

➤ výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 dle metody DCF entity

Tabulka č. 48: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku dle metody DCF entity

| Položky | Částka |
|---|-----------------------|
| Pokračující hodnota | 41 876 tis. Kč |
| Současná hodnota 1. fáze | 3 054 tis. Kč |
| Současná hodnota 2. fáze (PH/1,1919 ⁴) | 20 749 tis. Kč |
| Provozní hodnota brutto | 23 803 tis. Kč |
| Úročený cizí kapitál k datu ocenění | 0 tis. Kč |
| Provozní hodnota netto | 23 803 tis. Kč |
| Neprovozní majetek k datu ocenění | 13 831 tis. Kč |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 | 37 634 tis. Kč |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 25, 44, 47

Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 vychází z těchto údajů a položek: pokračující hodnota je vypočítána pomocí Gordonova vzorce v předchozím textu, jedná se o hodnotu pro tzv. druhou fázi a tato hodnota je zde upravena na současnou hodnotu na základě výpočtu (PH / 1,1919⁴). Současná hodnota první fáze je převzata z Tabulky č. 47. Součtem současných hodnot první a druhé fáze metody ocenění je získána provozní hodnota podniku brutto. Metoda DCF entity je metodou, která vychází z peněžních toků pro vlastníky i věřitele a z tohoto důvodu je nutné snížit hodnotu o hodnotu úročeného cizího kapitálu a tak je dopočtena provozní hodnota podniku netto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 je stanovena na základě součtu hodnoty provozního hodnoty podniku netto a zvláště oceněného neprovozního majetku (Tabulka č. 25).

Provozní hodnota vlastního kapitálu na 1 akcii: 23 803 tis. Kč / 6 370 ks = 3 736 Kč

Výsledná hodnota vlastního kapitálu na 1 akcii: 37 634 tis. Kč / 6 370 ks = 5 908 Kč

4.7.3.3 Ocenění podniku metodou ekonomické přidané hodnoty EVA

- stanovení hodnoty čistých operačních aktiv - NOA

Tabulka č. 49: Stanovení hodnoty čistých operačních aktiv - NOA

| Položky v tis. Kč | Minulost | Prognóza | | | |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Provozně nutný investovaný kapitál | 34 288 | 40 178 | 43 940 | 50 360 | 56 991 |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Mimorozvahový majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leasing | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NOA | 34 288 | 40 178 | 43 940 | 50 360 | 56 991 |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 29

Hodnoty NOA musí odpovídat kalkulovaným hodnotám provozně nutného investovaného kapitálu po úpravách rozvahy. Hodnoty jsou převzaty z Tabulky č. 29. Dále je nutné provést úpravy vztahující se k leasingu, majetku mimo rozvahu nebo goodwillu, podnik tyto položky nevykazuje. Výsledná hodnota NOA tedy odpovídá hodnotě provozně nutného investovaného kapitálu.

- stanovení hodnoty operačního výsledku hospodaření - NOPAT

Tabulka č. 50: Stanovení hodnoty operačního výsledku hospodaření - NOPAT

| Položky v tis. Kč | Minulost | Prognóza | | | |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| KPVH před daní převzat z plánované výsledovky | -577 | 7 197 | 7 311 | 9 287 | 10 513 |
| Daň z příjmů 19% | 0 | 1 367 | 1 389 | 1 764 | 1 997 |
| KPVH po dani | -577 | 5 830 | 5 922 | 7 523 | 8 516 |
| Úpravy se stanovením NOA | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| NOPAT | -577 | 5 830 | 5 922 | 7 523 | 8 516 |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 34

Hodnoty NOPAT odpovídají hodnotám korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani. Kalkulace je provedena tak, že z plánované výsledovky (Tabulka č. 34) je převzat korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní (tvořen pouze tržbami a provozními náklady) a je spočítána daň z příjmu odpovídající danému období, po odečtení daně je známa hodnota NOPAT.

➤ stanovení hodnoty podniku 1. fáze pomocí oceňovací metody EVA

Tabulka č. 51: Stanovení hodnoty 1. fáze oceňovací metody EVA

| Položky | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Celkem |
|--|--------|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|
| NOPAT | -577 | 5 830 | 5 922 | 7 523 | 8 516 | |
| NOA | 34 288 | 40 178 | 43 940 | 50 360 | 56 991 | |
| $NOA_{t-1} \cdot WACC$ | | 6 580 | 7 710 | 8 432 | 9 664 | |
| $EVA = NOPAT - (NOA_{t-1} \cdot WACC)$ | | -750 | -1 788 | -909 | -1 148 | |
| WACC | | 19,19% | 19,19% | 19,19% | 19,19% | |
| Odúročitel | | 0,8390 | 0,7039 | 0,5906 | 0,4955 | |
| Diskontovaná EVA | | -629 | -1 259 | -537 | -569 | -2 994 |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 45, 49, 50

Hodnota NOPAT odpovídá hodnotám korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani (Tabulka č. 50). Hodnota NOA odpovídá hodnotě provozně nutného investovaného kapitálu (Tabulka č. 49). Hodnota EVA je stanovena výpočtem: NOPAT v daném období – WACC v daném období · NOA z předchozího období. Hodnota WACC vyjadřuje průměrné vážené náklady kapitálu (Tabulka č. 45), odpovídá hodnotě použité při výpočtu ocenění podniku metodou DCF entity. Odúročitel vyjadřuje diskontní míru pro přepočet hodnoty EVA na současnou hodnotu pomocí WACC. Diskontovaná EVA je vypočtená současná hodnota hodnoty EVA.

➤ stanovení pokračující hodnoty

WACC = diskontní míra pro 2. pokračující fázi je 19,19% jako ve čtvrtém roce 1. fáze
 g = tempo růstu pro druhou fázi = 7,25%, odpovídá průměrnému tempu růstu tržeb

Hodnota EVA v prvním roce 2. fáze = $NOPAT_{2017} - NOA_{2016} \cdot WACC$

$$EVA_{2017} = 8\,516 \cdot 1,0725 - 56\,991 \cdot 0,1919$$

$$EVA_{2017} = 9\,133 - 10\,937$$

$$EVA_{2017} = (-1\,804) \text{ tis. Kč}$$

Stanovení pokračující hodnoty metody oceňování EVA:

$$PH\,EVA = EVA_{2017} / (WACC - g)$$

$$PH\,EVA = (-1\,804) / (0,1919 - 0,0725)$$

$$PH\,EVA = (-1\,804) / 0,1194$$

$$PH\,EVA = (-15\,109) \text{ tis. Kč}$$

➤ stanovení výsledné hodnoty podniku pomocí oceňovací metody EVA

Tabulka č. 52: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená metodou EVA

| Položky | Částka |
|---|-------------------------|
| Pokračující hodnota | - 15 109 tis. Kč |
| Současná hodnota 1. fáze | - 2 994 tis. Kč |
| Současná hodnota 2. fáze (PH/1,1919 ⁴) | - 7 486 tis. Kč |
| MVA - tržní přidaná hodnota | - 10 480 tis. Kč |
| NOA k datu 31. 12. 2012 | 34 288 tis. Kč |
| Provozní hodnota brutto | 23 808 tis. Kč |
| Úročený cizí kapitál | 0 tis. Kč |
| Provozní hodnota netto | 23 808 tis. Kč |
| Neprovozní majetek k datu ocenění | 13 831 tis. Kč |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 | 37 639 tis. Kč |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 25, 44, 49, 51

Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu k 1. 1. 2013 vychází z těchto údajů a položek: *pokračující hodnota* je vypočítána pomocí vzorců v předchozím textu, jedná se o hodnotu EVA pro tzv. druhou fázi a tato hodnota je zde upravena na *současnou hodnotu* na základě výpočtu (PH / 1,1919⁴). *Současná hodnota první fáze* je převzata z Tabulky č. 51. Sečtením současných hodnot první a druhé fáze metody ocenění je získána *tržní přidaná hodnota MVA*. *Provozní hodnota podniku brutto* je získána tak, že k hodnotě NOA stanovené k 31. 12. 2012 je přičtena hodnota MVA. Jestliže je provozní hodnota podniku brutto ponížena o hodnotu úročeného cizího kapitálu, tak je dopočtena *provozní hodnota podniku netto*. *Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2013* je stanovena na základě součtu hodnoty provozní hodnoty podniku netto a zvláště oceněného neprovozního majetku (Tabulka č. 25).

4.7.4 Výsledné ocenění a závěrečný výrok

V předchozí části, za použití dvou výnosových metod, byly vypočteny dvě hodnoty ocenění podniku a třetí hodnota byla získána z účetních výkazů podniku. Souhrn výsledků uvádí Tabulka č. 53.

Tabulka č. 53: Výsledná hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku

| Text | Částka v tis. Kč |
|---|------------------|
| Účetní hodnota vlastního kapitálu | 48 119 |
| Výnosové ocenění metodou DCF entity | 37 634 |
| Výnosové ocenění metodou EVA entity | 37 639 |
| Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku k 1. 1. 2013 | 37 634 |

Zdroj: vlastní zpracování, Tabulka č. 48, 52, Příloha č. 2, 12

Účetní hodnota vlastního kapitálu vyjadřuje ocenění majetku z pohledu historických cen a hodnota v tomto případě vychází z výkazu rozvahy k 31. 12. 2012 a je stanovena ve výši 48 119 000 Kč. Tato hodnota zde má význam jako základna pro posouzení výsledného ocenění.

Ocenění podniku na základě peněžních toků tedy výnosovou metodou DCF entity je stanoveno ve výši 37 634 000 Kč a třetí hodnota ocenění podniku, vycházející z ocenění na základě účetního výsledku hospodaření – metodou EVA entity, je stanovena ve výši 37 639 000 Kč. V této práci, při ocenění tohoto podniku byla ověřena teorie, že pokud jsou splněny určité podmínky (stejně průměrné vážené náklady kapitálu, stejný zisk a stejný provozně nutný investovaný kapitál), tyto dvě výnosové metody ocenění dávají shodný výsledek. Rozdíl, který je zde v hodnotě 5 000 Kč, vychází pravděpodobně ze zaokrouhlování výpočtů. Hodnoty získané v tomto ocenění vyjadřují současný výnosový potenciál a také zachycují budoucí růstové příležitosti podniku.

Obě vypočtená ocenění na základě výnosových metod na bázi objektivizované hodnoty jsou nižší hodnoty než účetní ocenění na bázi historických cen a to o 10 480-5 tis. Kč. Toto zjištění není pro podnik dobrým signálem a dalším krokem by mělo být zjištění likvidační hodnoty podniku a porovnání, zda tato likvidační hodnota není vyšší než zjištěné výnosové

ocenění, protože v tom případě, by měl podnik směřovat k ukončení své činnosti. Stanovení likvidační hodnoty nelze v této práci provést, neboť nejsou dostupné všechny potřebné informace a také není vhodným řešením pro tento podnik. Hodnota podniku R je velmi pravděpodobně vyšší především o tzv. goodwill, který není vyčíslen, kam by spadalo především vlastnictví několik vlastních patentů výroby kosmetických produktů získaných na základě vlastního vývoje a výzkumu, ocenění značky podniku, ocenění široké externí distribuční sítě a to, že se v současné době jedná o ryze český výrobní podnik s nulovým zadlužením a další.

Z výše uvedených důvodu a pouze pro potřeby této diplomové práce je výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovena metodou diskontovaného cash flow – DCF entity ve výši 37 634 000 Kč.

5. ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ

Rekapitulace výsledků

Cílem práce bylo ocenění podniku R k 1. 1. 2013, pro potřeby zjištění reálné bonity podniku na bázi objektivizované hodnoty.

Prvním krokem při oceňování podniku byla strategická analýza podniku a jeho vnějšího prostředí. Na podkladě výsledků této analýzy vyplývá, že podnik R je konkurenceschopný, s vlastními zdroji podnikání, vykazující pravidelný nárůst tržeb. Dalším krokem v procesu oceňování byla finanční analýza účetních výkazů podniku. Zde se projevilo výrazné riziko podniku a to jsou problémy s rentabilitou vloženého kapitálu související s nestabilním vykazováním kladného hospodářského výsledku. Podnik nemá svá dlouhodobá aktiva kryta dlouhodobými zdroji, což se projevuje právě na uvedené rentabilitě kapitálu, kdy financování dlouhodobých aktiv pouze vlastními zdroji se stává výrazně dražší než financování cizími. V ostatních částech poměrové analýzy vykazuje dobré výsledky.

Na základě strategické a finanční analýzy jsou stanoveny generátory hodnoty podniku a je sestaven finanční plán se zaměřením zvýšit investice podniku a docílit kladného hospodářského výsledku.

Pro ocenění podniku je zvolena výnosová metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity – DCF entity, která je považována za základní metodu oceňování podniků a ocenění zde vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku, stanovena ve výši 37 634 000 Kč. Druhou metodou ocenění podniku je zvolena výnosová metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA, která měří, zda podnik dosahuje či bude dosahovat ekonomického zisku. Hodnota podniku stanovená metodou EVA entity, je ve výši 37 639 000 Kč. Třetí metoda účetní hodnota vlastního kapitálu vyjadřuje ocenění majetku z pohledu historických cen a je stanovena ve výši 48 119 000 Kč. Tato hodnota zde má význam jako základna pro posouzení výsledného ocenění.

Výsledné ocenění podniku metodou DCF entity není pro podnik R příznivé, protože uvedená hodnota je nižší než uvedená účetní hodnota. Hodnota podniku R je však velmi pravděpodobně vyšší především o tzv. goodwill, který není vyčíslen.

Výsledné ocenění v této práci odráží omezení volby vhodné oceňovací metody z důvodu nedostupnosti všech informací o podniku na rozdíl od profesionálních znalců oceňování, ale také neuváděné či neúplné informace například v účetních výkazech. Dalším sporným bodem je stanovení výše diskontní míry pro výnosové ocenění, její výše, zde v této práci, se může zdát vysoká. Na druhé straně, i přes veškeré podnikatelské úspěchy a vybudované zázemí, podnik v delším časovém období vykazoval více záporné hospodářské výsledky než kladné a to má svůj význam.

Doporučení

Podnik R je firmou ve fázi vývoje vyšší zralosti. Ve fázi vývoje vyšší fázi zralosti je podnik etablovaný, výrobky podniku jsou na trhu zavedené, podnik má obchodní historii, je pro investory známý a důvěryhodný. V této fázi se podnik rozhoduje o nových strategiích, jak podpořit nový celkový růst podniku. Na základě strategické analýzy má podnik R konkureční sílu, která by mu měla umožnit vstup na nové trhy v zahraničí, podnik by se měl více zaměřit v rámci svého vývojového a výzkumného centra na vývoj nového inovativního produktu a nebo změnit či výrazně rozšířit svoji nabídku produktů. Za zvážení by také stála strategie koupě či spojení se s jiným menším podnikem se stejnou výrobní a obchodní strategií výroby přírodních kosmetických produktů, ale zaměřenou na jiné produktové řady. V rámci snížení výrobních nákladů, stojí za zvážení strategie, koupě podniku z řad svých dodavatelů, například výrobce či dodavatele přírodních surovin či významných materiálových položek pro výrobu podniku R, nebo podnik R může rozšířit své podnikání o samostatnou výrobu rostlinných složek výrobního materiálu a podobně. Podnik by měl v rámci zachování své existence a budoucího růstu začít více využívat také cizí zdroje financování, bez kterých se další jeho rozvoj a růst neobejde.

6. ZÁVĚR

Cíl této diplomové práce byl v rámci daných možností splněn. V průběhu zpracování došlo k propojení teoretických poznatků o metodách oceňování podniků a jejich praktickému využití k dosažení cíle práce. Výsledkem je především získaná zajímavá zkušenost a alespoň částečný náhled na způsob oceňování podniků i s ověřením vzniku možných úskalí spojených se stanovením hledané hodnoty podniku.

7. SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Publikace

- 1) VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.
- 2) MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku, Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 3) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. 261 s. ISBN 978-247-2865-0.
- 4) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 5) MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé, Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- 6) KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. *Finanční analýza krok za krokem*. 2. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2008. 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.
- 7) ČERNÁ, Ilona a kol.. *Týmový projekt – Strategický marketing – Yves Rocher*. Praha: PEF ČZU v Praze. 2013. 78 s.
- 8) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- 9) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2011. 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- 10) COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3. vyd. New York: John Wiley & Sons, 2000. ISBN 978-0-471-36190-9.
- 11) GRÜNWARD, Rolf, HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- 12) KOVANICOVÁ, Dana, KOVANIC, Pavel. *Poklady skryté v účetnictví II. díl, Finanční analýza účetních výkazů*. 1. vyd. Praha: POLYGON, nakladatelství BOVA, 1995. 504 s. ISBN 80-901778-4-0.
- 13) SYNEK, Miloslav, KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Podniková ekonomika*. 5. vyd. Praha: Nakladatelství C. H. Beck, 2010. 498 s. ISBN 978-80-7400-336-3.
- 14) TICHÁ, I. HRON, J.: *Strategické řízení*, 1. vydání, Praha: PEF ČZU, 2003, s. 238, ISBN 80-213-0922-9.

Internetové zdroje

- 1) Obchodní rejstřík. Justice [on-line]. 2014 [cit. 2014-08-29]. Sbíрка listin, Ryor a.s. Dostupné z www: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=281132>.
- 2) R [on-line]. 2014 [cit. 2014-08-29]. Historie firmy. Dostupné z www: <http://www.r.cz/cz/o-nas/historie-firmy/>.
- 3) Česká národní banka [online]. 6. února 2013. Prognóza ČNB. [cit. 2014-08-29]. Dostupné na www: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/.
- 4) Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky [on-line]. 2014 [cit. 2014-08-29]. Panorama zpracovatelského průmyslu 2012. Dostupné z www: <http://www.mpo.cz/hledani.html?lid=1&searchtext=panorama>.
- 5) Businessinfo [on-line]. 1997-2013 Czech Trade [cit. 2014-08-29]. Hlavní faktory regionálního rozvoje ČR. Dostupné z www: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/factory-regionalniho-rozvoje-cr-infrastr-1844.html>.
- 6) Český statistický úřad [on-line]. 2013 [cit. 2014-08-29]. Průměrné mzdy. Dostupné z www: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cpmz031113.doc>.
- 7) R [on-line]. 2014 [cit. 2014-08-29]. Náš záměr. Dostupné z www: <http://www.r.cz/cz/o-nas/nas-zamer/>.
- 8) R [on-line]. 2014 [cit. 2014-08-29]. Laboratoře a výroba. Dostupné z www: <http://www.r.cz/cz/o-nas/laboratore-a-vyroba/>.
- 9) Ministerstvo financí České republiky [on-line]. 2014 [cit. 2014-09-01]. Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Dostupné z www: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd/2013/emisni-kalendar-strednedobych-a-dlouhodo-10707>.
- 10) Damodaran [on-line]. 2014 [cit. 2014-09-01]. Levered and Unlevered Betas by Industry 1/2013. Dostupné z www: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html.
- 11) Damodaran [on-line]. 2014 [cit. 2014-09-01]. Total Country Risk Premium and Country Risk Premium 1/2013. Dostupné z www: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html.

12) Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky [on-line]. 2014 [cit. 2014-09-01]. Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA. Dostupné z www: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>.

Tabulky

| | |
|--|-----|
| <i>Tabulka č. 1: Hlavní finanční ukazatele podniku k datu 31. 12. 2012</i> | 57 |
| <i>Tabulka č. 2: Vývoj HDP v období 2003 - 2013</i> | 59 |
| <i>Tabulka č. 3: Analýza hybných sil odvětví</i> | 61 |
| <i>Tabulka č. 4: Hodnocení atraktivity trhu</i> | 65 |
| <i>Tabulka č. 5: Konkurenční výhody podniku</i> | 67 |
| <i>Tabulka č. 6: SWOT analýza podniku</i> | 68 |
| <i>Tabulka č. 7: Diagram konkurenční síly</i> | 70 |
| <i>Tabulka č. 8: Prognóza tempa růstu tržního podílu a tržeb podniku</i> | 71 |
| <i>Tabulka č. 9: Aktiva – vertikální analýza</i> | 75 |
| <i>Tabulka č. 10: Pasiva – vertikální analýza</i> | 76 |
| <i>Tabulka č. 11: Aktiva – horizontální analýza</i> | 77 |
| <i>Tabulka č. 12: Pasiva – horizontální analýza</i> | 78 |
| <i>Tabulka č. 13: VZZ – vertikální analýza</i> | 79 |
| <i>Tabulka č. 14: VZZ – horizontální analýza</i> | 80 |
| <i>Tabulka č. 15: Ukazatele rentability</i> | 81 |
| <i>Tabulka č. 16: Ukazatele aktivity</i> | 82 |
| <i>Tabulka č. 17: Ukazatele zadluženosti</i> | 82 |
| <i>Tabulka č. 18: Ukazatele likvidity</i> | 83 |
| <i>Tabulka č. 19: Ukazatele produktivity práce</i> | 83 |
| <i>Tabulka č. 20: Provozní (výrobní) ukazatele</i> | 84 |
| <i>Tabulka č. 21: Ukazatele kapitálového trhu</i> | 85 |
| <i>Tabulka č. 22: Rychlý test</i> | 86 |
| <i>Tabulka č. 23: Index bonity</i> | 87 |
| <i>Tabulka č. 24: Altmanova analýza pro neobchodované akciové společnosti</i> | 88 |
| <i>Tabulka č. 25: Provozně nepotřebná aktiva podniku - období 2008 - 2012</i> | 90 |
| <i>Tabulka č. 26: Provozně nutný investovaný kapitál podniku – období 2008 – 2012</i> | 90 |
| <i>Tabulka č. 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření podniku – období 2008 – 2012</i> | 91 |
| <i>Tabulka č. 28: Prognóza tržeb v období 2013 - 2016</i> | 92 |
| <i>Tabulka č. 29: Prognóza investovaného kapitálu provozně nutného v období 2013 - 2016</i> | 93 |
| <i>Tabulka č. 30: Prognóza investic do dlouhodobého hmotného majetku v období 2013 - 2016</i> | 94 |
| <i>Tabulka č. 31: Prognóza investic do dlouhodobého nehmotného majetku v období 2013 - 2016</i> | 94 |
| <i>Tabulka č. 32: Plánovaná rozvaha – aktiva v období 2013 – 2016</i> | 95 |
| <i>Tabulka č. 33: Plánovaná rozvaha - pasiva v období 2013 – 2016</i> | 97 |
| <i>Tabulka č. 34: Plánovaná výsledovka – Hlavní činnost – výnosy a náklady spojené s provozním majetkem v období 2013 – 2016</i> | 98 |
| <i>Tabulka č. 35: Plánovaná výsledovka – Vedlejší činnost – výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem v období 2013 - 2016</i> | 100 |
| <i>Tabulka č. 36: Plánovaná výsledovka – Celkový výsledek hospodaření v období 2013 - 2016</i> | 100 |
| <i>Tabulka č. 37: Ukazatele likvidity finančního plánu</i> | 101 |
| <i>Tabulka č. 38: Ukazatele zadluženosti finančního plánu</i> | 101 |
| <i>Tabulka č. 39: Ukazatele aktivity finančního plánu</i> | 102 |
| <i>Tabulka č. 40: Ukazatele rentability finančního plánu</i> | 102 |

| | |
|--|-----|
| <i>Tabulka č. 41: Ukazatele tržní hodnoty finančního plánu.....</i> | 103 |
| <i>Tabulka č. 42: Rychlý test finančního plánu.....</i> | 103 |
| <i>Tabulka č. 43: Náklady vlastního kapitálu.....</i> | 105 |
| <i>Tabulka č. 44: Náklady cizího kapitálu.....</i> | 105 |
| <i>Tabulka č. 45: Průměrné vážené náklady kapitálu.....</i> | 106 |
| <i>Tabulka č. 46: Výpočet hodnot volného cash flow do firmy – FCF.....</i> | 107 |
| <i>Tabulka č. 47: Výpočet hodnoty podniku v 1. fázi metodou DCF entity.....</i> | 108 |
| <i>Tabulka č. 48: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku dle metody DCF entity.....</i> | 109 |
| <i>Tabulka č. 49: Stanovení hodnoty čistých operačních aktiv - NOA.....</i> | 110 |
| <i>Tabulka č. 50: Stanovení hodnoty operačního výsledku hospodaření - NOPAT.....</i> | 110 |
| <i>Tabulka č. 51: Stanovení hodnoty 1. fáze oceňovací metody EVA.....</i> | 111 |
| <i>Tabulka č. 52: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku stanovená metodou EVA ..</i> | 112 |
| <i>Tabulka č. 53: Výsledná hodnota ocenění vlastního kapitálu podniku.....</i> | 113 |

Obrázky

| | |
|--|----|
| <i>Obrázek č. 1: Schéma dvoufázové metody.....</i> | 22 |
| <i>Obrázek č. 2: Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu.....</i> | 27 |

Grafy

| | |
|---|----|
| <i>Graf č. 1: Prognóza kurzu EUR.....</i> | 59 |
| <i>Graf č. 2: Prognóza inflace.....</i> | 60 |
| <i>Graf č. 3: Tržby podniku dle regionu v období 2008 - 2012.....</i> | 63 |
| <i>Graf č. 4: Vývojová fáze podniku.....</i> | 73 |

8. PŘÍLOHY

| | |
|---|-----|
| <i>Příloha č. 1: Účetní výkazy podniku – rozvaha aktiva – vstupní data</i> | 124 |
| <i>Příloha č. 2: Účetní výkazy podniku – rozvaha pasiva – vstupní data</i> | 125 |
| <i>Příloha č. 3: Účetní výkazy podniku – výkaz zisku a ztráty – vstupní data</i> | 126 |
| <i>Příloha č. 4: Minulost a prognóza makroekonomických dat</i> | 127 |
| <i>Příloha č. 5: Výnosy a náklady podniku</i> | 127 |
| <i>Příloha č. 6: Čistý pracovní kapitál podniku</i> | 127 |
| <i>Příloha č. 7: Základní kategorie zisku</i> | 128 |
| <i>Příloha č. 8: Prognóza investic DHM do oddílu samostatné movité věci</i> | 128 |
| <i>Příloha č. 9: Prognóza investice do DNM do oddílu software</i> | 128 |
| <i>Příloha č. 10: Analýza pracovního kapitálu za období 2010 - 2012</i> | 129 |
| <i>Příloha č. 11: Analýza výkazu zisku a ztráty za období 2010 – 2012</i> | 129 |
| <i>Příloha č. 12: Úprava hodnoty vlastního kapitálu</i> | 129 |
| <i>Příloha č. 13: Nezadlužený beta koeficient pro odvětví diverzifikovaný chemický průmysl</i> | 130 |
| <i>Příloha č. 14: Riziková prémie celkového trhu v České republice a riziková prémie země</i> | 130 |

Příloha č. 1: Účetní výkazy podniku – rozvaha aktiva – vstupní data

| Položky výkazu v tis. Kč | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | AKTIVA CELKEM | 65 353 | 63 035 | 65 393 | 63 753 | 70 319 |
| A. | POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL | | | | | |
| B. | DLOUHODOBÝ MAJETEK | 13 851 | 13 525 | 14 124 | 13 463 | 17 352 |
| B.I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 143 | 172 | 477 | 208 |
| 3. | Software | | | 53 | 382 | 137 |
| 6. | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | | 143 | 119 | 95 | 71 |
| B.II. | Dlouhodobý hmotný majetek | 10 345 | 9 755 | 10 213 | 9 456 | 9 418 |
| 3. | Samostatné movité věci a soubory mov. věcí | 2 195 | 2 437 | 3 187 | 3 757 | 4 222 |
| 6. | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 7. | Nedokončený dlouh. hmotný majetek | 23 | | 518 | | |
| 8. | Poskytnuté zálohy na DHM | | | | | 307 |
| 9. | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | 8 094 | 7 285 | 6 475 | 5 666 | 4 856 |
| B.III. | Dlouhodobý finanční majetek | 3 506 | 3 627 | 3 739 | 3 530 | 7 726 |
| 1. | Podíly v ovládaných a řízených osobách | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 3. | Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 2 967 | 3 144 | 3 256 | 3 247 | 7 526 |
| 4. | Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám | 339 | 283 | 283 | 83 | |
| C. | OBĚŽNÁ AKTIVA | 50 303 | 48 701 | 50 420 | 49 515 | 52 074 |
| C.I. | Zásoby | 17 575 | 14 083 | 14 440 | 15 906 | 14 149 |
| 1. | Materiál | 11 037 | 9 484 | 8 955 | 10 263 | 8 525 |
| 2. | Nedokončená výroba a polotovary | 24 | 21 | 272 | 257 | 329 |
| 3. | Výrobky | 5 310 | 3 366 | 3 998 | 3 733 | 4 123 |
| 5. | Zboží | 1 204 | 1 212 | 1 215 | 1 653 | 1 172 |
| C.II. | Dlouhodobé pohledávky | 1 370 | 1 370 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| 2. | Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| 6. | Jiné pohledávky | 197 | 197 | | | |
| C.III. | Krátkodobé pohledávky | 11 096 | 9 765 | 13 246 | 14 004 | 13 860 |
| 1. | Pohledávky z obchodních vztahů | 10 982 | 9 351 | 11 491 | 13 252 | 12 987 |
| 6. | Stát - daňové pohledávky | 14 | 10 | 1 | | |
| 7. | Ostatní poskytnuté zálohy | 53 | 320 | 1 686 | 699 | 811 |
| 8. | Dohadné účty aktivní | | | | | 9 |
| 9. | Jiné pohledávky | 47 | 84 | 68 | 53 | 53 |
| C.IV. | Finanční majetek | 20 262 | 23 483 | 21 561 | 18 432 | 22 892 |
| 1. | Peníze | 1 260 | 289 | 1 034 | 619 | 1 390 |
| 2. | Účty v bankách | 19 002 | 23 194 | 20 527 | 17 813 | 21 502 |
| D. | OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv | 1 199 | 809 | 849 | 775 | 893 |
| D.I. | Časové rozlišení | 1 199 | 809 | 849 | 775 | 893 |
| 1. | Náklady příštích období | 1 199 | 809 | 849 | 775 | 893 |
| 3. | Příjmy příštích období | | | | | |

Zdroj: Internetový odkaz: 1, účetní výkazy podniku

Priloha č. 2: Účetní výkazy podniku – rozvaha pasiva – vstupní data

| Položky výkazu v tis. Kč | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|---|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | PASIVA CELKEM | 65 353 | 63 035 | 65 393 | 63 753 | 70 319 |
| A. | VLASTNÍ KAPITÁL | 50 711 | 46 853 | 47 988 | 48 490 | 48 119 |
| A.I. | Základní kapitál | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 |
| 1. | Základní kapitál | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 | 63 700 |
| 2. | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-) | | | | | |
| 3. | Změny vlastního kapitálu | | | | | |
| A.II. | Kapitálové fondy | -27 | 150 | 262 | 253 | 532 |
| 1. | Emisní ážio | | | | | |
| 2. | Ostatní kapitálové fondy | | | | | |
| 3. | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | -27 | 150 | 262 | 253 | 532 |
| 4. | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách | | | | | |
| A.III. | Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku | 63 | 63 | 63 | 115 | 140 |
| 1. | Zákonný rezervní fond | 63 | 63 | 63 | 115 | 140 |
| 2. | Statutární a ostatní fondy | | | | | |
| A.IV. | Hospodářský výsledek minulých let | -9 471 | -13 026 | -17 060 | -16 089 | -15 603 |
| 1. | Nerozdělený zisk minulých let | | | | | |
| 2. | Neuhrazená ztráta minulých let | -9 471 | -13 026 | -17 060 | -16 089 | -15 603 |
| A.V. | Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) | -3 554 | -4 034 | 1 023 | 511 | -650 |
| B. | CIZÍ ZDROJE | 14 642 | 16 162 | 17 399 | 15 263 | 22 200 |
| B.I. | Rezervy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.II. | Dlouhodobé závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B.III. | Krátkodobé závazky | 14 642 | 16 162 | 17 399 | 15 263 | 22 200 |
| 1. | Závazky z obchodního styku | 7 273 | 8 818 | 9 244 | 6 194 | 7 470 |
| 2. | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 3 978 | 3 978 | 3 978 | 3 978 | 3 978 |
| 5. | Závazky k zaměstnancům | 963 | 950 | 1 110 | 1 200 | 1 495 |
| 6. | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 646 | 811 | 745 | 807 | 1 254 |
| 7. | Stát - daňové závazky a dotace | 562 | 758 | 900 | 1 080 | 1 378 |
| 8. | Krátkodobé přijaté zálohy | 32 | 2 | 4 | 89 | 1 |
| 10. | Dohadné účty pasivní | 1 079 | 732 | 1 282 | 1 787 | 1 880 |
| 11. | Jiné závazky | 109 | 113 | 136 | 128 | 4 744 |
| B.IV. | Bankovní úvěry a výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1. | Bankovní úvěry dlouhodobé | | | | | |
| 2. | Krátkodobé bankovní úvěry | | | | | |
| 3. | Krátkodobé finanční výpomoci | | | | | |
| C. | OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv | 0 | 20 | 6 | 0 | 0 |
| C.I. | Časové rozlišení | 0 | 20 | 6 | 0 | 0 |
| 1. | Výdaje příštích období | | | | | |
| 2. | Výnosy příštích období | | 20 | 6 | | |

Zdroj: Internetový odkaz: 1, účetní výkazy podniku

Priloha č. 3: Účetní výkazy podniku – výkaz zisku a ztráty – vstupní data

| Položky výkazu v tis. Kč | | č.ř. | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|---|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| I. | Tržby za prodej zboží | 01 | 9 587 | 10 536 | 13 504 | 12 981 | 11 877 |
| A. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 02 | 5 235 | 5 538 | 7 245 | 6 427 | 5 910 |
| + | OBCHODNÍ MARŽE | 03 | 4352 | 4998 | 6259 | 6554 | 5967 |
| II. | Výkony | 04 | 79 870 | 73 369 | 82 824 | 87 568 | 98 054 |
| 1. | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 05 | 76 845 | 72 725 | 79 568 | 85 250 | 94 752 |
| 2. | Změna stavu zásob vlastní výroby | 06 | 1 796 | -560 | 2 142 | 1 061 | 1 896 |
| 3. | Aktivace | 07 | 1 229 | 1 204 | 1 114 | 1 257 | 1 406 |
| B. | Výkonová spotřeba | 08 | 53 886 | 51 131 | 53 996 | 60 512 | 62 220 |
| 1. | Spotřeba materiálu a energie | 09 | 33 767 | 30 688 | 34 408 | 36 480 | 39 114 |
| 2. | Služby | 10 | 20 119 | 20 443 | 19 588 | 24 032 | 23 106 |
| + | PŘIDANÁ HODNOTA | 11 | 30 336 | 27 236 | 35 087 | 33 610 | 41 801 |
| C. | Osobní náklady | 12 | 23 919 | 23 666 | 26 015 | 27 816 | 36 825 |
| 1. | Mzdové náklady | 13 | 17 328 | 17 398 | 18 981 | 20 249 | 28 328 |
| 3. | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 15 | 6 150 | 5 837 | 6 564 | 7 068 | 7 985 |
| 4. | Sociální náklady | 16 | 441 | 431 | 470 | 499 | 512 |
| D. | Daně a poplatky | 17 | 72 | 95 | 88 | 93 | 152 |
| E. | Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku | 18 | 1 599 | 1 554 | 2 206 | 2 753 | 2 694 |
| III. | Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu | 19 | 338 | 214 | 342 | 215 | 521 |
| 1. | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku | 20 | 167 | 94 | 148 | 36 | 362 |
| 2. | Tržby z prodeje materiálu | 21 | 171 | 120 | 194 | 179 | 159 |
| F. | Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu | 22 | 126 | 82 | 169 | 187 | 501 |
| 1. | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 23 | | | 19 | 79 | 413 |
| 2. | Prodaný materiál | 24 | 126 | 82 | 150 | 108 | 88 |
| G. | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů přístích období | 25 | 1 800 | | | | |
| IV. | Ostatní provozní výnosy | 26 | 287 | 339 | 345 | 316 | 294 |
| H. | Ostatní provozní náklady | 27 | 3 348 | 1 867 | 2 099 | 1 815 | 3 001 |
| V. | Převod provozních výnosů | 28 | | | | | |
| I. | Převod provoz. nákladů | 29 | | | | | |
| * | PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 30 | 97 | 525 | 5 197 | 1 477 | -557 |
| VI. | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů | 31 | | | | | |
| J. | Prodané cenné papíry a podíly | 32 | | | | | |
| VII. | Výnosy z dl. finančního majetku | 33 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| M. | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti | 41 | | | | | |
| X. | Výnosové úroky | 42 | 277 | 132 | 43 | 88 | 125 |
| N. | Nákladové úroky | 43 | | | | | |
| XI. | Ostatní finanční výnosy | 44 | 280 | 163 | 85 | 275 | 344 |
| O. | Ostatní finanční náklady | 45 | 4 185 | 4 852 | 4 301 | 1 170 | 363 |
| XII. | Převod finančních výnosů | 46 | | | | | |
| P. | Převod finančních nákladů | 47 | | | | | |
| * | FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 48 | -3 628 | -4 557 | -4 173 | -807 | 106 |
| Q. | Daň z příjmů za běžnou činnost | 49 | 0 | 0 | 0 | 159 | 199 |
| 1. | splatná | 50 | | | | 159 | 199 |
| ** | VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST | 52 | -3 531 | -4 032 | 1 024 | 511 | -650 |
| XIII. | Mimořádné výnosy | 53 | 7 | | | | |
| R. | Mimořádné náklady | 54 | 30 | 2 | 1 | | |
| S. | Daň z příjmů z mimořádné činnosti | 55 | | | | | |
| * | MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ | 58 | -23 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| *** | Výsledek hospodaření za účetní období | 60 | -3 554 | -4 034 | 1 023 | 511 | -650 |
| | Výsledek hospodaření před zdaněním | 61 | -3 554 | -4 034 | 1 023 | 670 | -451 |

Zdroj: Internetový odkaz: 1, účetní výkazy podniku

Příloha č. 4: Minulost a prognóza makroekonomických dat

| | Minulost | | | | | | | | | | Prognóza | | | |
|---|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------|------|------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Míra nezaměstnanosti (% , průměr) | 7,8 | 8,3 | 7,9 | 7,1 | 5,3 | 4,4 | 6,7 | 7,3 | 6,7 | 7,0 | 7,0 | 6,4 | 6,3 | 6,2 |
| Míra inflace (% , meziroční změna, průměr) | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,8 | 6,3 | 1,0 | 1,5 | 1,9 | 3,3 | 1,4 | 0,6 | 1,6 | 2,1 |
| HDP (% , meziroční změna) | 3,8 | 4,7 | 6,8 | 7,0 | 5,7 | 3,1 | -4,5 | 2,5 | 1,8 | -1,0 | -0,9 | 2,9 | 3,0 | 2,8 |

Zdroj: Internetový zdroj č. 6

Příloha č. 5: Výnosy a náklady podniku

| v tis. Kč | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| VÝNOSY | 90 646 | 84 753 | 97 143 | 101 443 | 111 215 |
| NÁKLADY | 94 200 | 88 787 | 96 119 | 100 773 | 111 666 |
| | | | | | |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Příloha č. 6: Čistý pracovní kapitál podniku

| FIRMA | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Zásoby | 17 575 | 14 083 | 14 440 | 15 906 | 14 149 |
| Krátkodobé pohl. | 11 096 | 9 765 | 13 246 | 14 004 | 13 860 |
| Finanční majetek | 20 262 | 23 483 | 21 561 | 18 432 | 22 892 |
| OBĚŽNÁ AKTIVA SUMA | 48 933 | 47 331 | 49 247 | 48 342 | 50 901 |
| Krátkodobé závazky | 14 642 | 16 162 | 17 399 | 15 263 | 22 200 |
| KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY | 14 642 | 16 162 | 17 399 | 15 263 | 22 200 |
| ČISTÝ PRAC. KAPITÁL | 34 291 | 31 169 | 31 848 | 33 079 | 28 701 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Příloha č. 7: Základní kategorie zisku

| Položky v tis. Kč | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| HV za účetní období | -3554 | -4034 | 1023 | 511 | -650 |
| + daň z příjmů za mimořádnou činnost | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + daň z příjmů za běžnou činnost | | | | 159 | 199 |
| = zisk před zdaněním (EBT) | -3554 | -4034 | 1023 | 670 | -451 |
| + nákladové úroky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = zisk před úroky a před zdaněním (EBIT) | -3554 | -4034 | 1023 | 670 | -451 |
| + odpisy | 1599 | 1554 | 2206 | 2753 | 2694 |
| = zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA) | -1955 | -2480 | 3229 | 3423 | 2243 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Příloha č. 8: Prognóza investic DHM do oddílu samostatné movité věci

| Samostatné movité věci - položky v tis. Kč | Minulost | Prognóza | | | | | Celkem |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------|--------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | | |
| Původní - odpisy | 1 615 | 1 615 | 1 615 | 992 | | | |
| Původní - zůstatková cena | 4 222 | 2 607 | 992 | | | | |
| Nový - investice netto | | 1 590 | 2 110 | 4 590 | 4 870 | 13 160 | |
| Nový - investice brutto | | 3 205 | 4 526 | 7 515 | 8 682 | | |
| Nový - pořizovací hodnota k 31. 12. | | 3 205 | 7 731 | 15 246 | 23 928 | | |
| Nový - odpisy (1/4 z pořiz. Hodn. K 1. 1.) | | | 801 | 1 933 | 3 812 | | |
| Celkem - odpisy | 1 615 | 1 615 | 2 416 | 2 925 | 3 812 | | |
| Celkem - zůstatková hodnota | 4 222 | 5 812 | 7 922 | 12 512 | 17 382 | | |

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 9: Prognóza investice do DNM do oddílu software

| Software - položky v tis. Kč | Minulost | Prognóza | | | | | Celkem |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|-----|--------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | | |
| Původní - odpisy | 246 | 137 | | | | | |
| Původní - zůstatková cena | 137 | | | | | | |
| Nový - investice netto | | 100 | 250 | 100 | 330 | 780 | |
| Nový - investice brutto | | 237 | 329 | 289 | 615 | | |
| Nový - pořizovací hodnota k 31. 12. | | 237 | 566 | 855 | 1 470 | | |
| Nový - odpisy (1/3 z pořiz. Hodn. K 1. 1.) | | | 79 | 189 | 285 | | |
| Celkem - odpisy | 246 | 137 | 79 | 189 | 285 | | |
| Celkem - zůstatková hodnota | 137 | 237 | 487 | 587 | 917 | | |

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 10: Analýza pracovního kapitálu za období 2010 - 2012

| Analýza pracovního kapitálu vztaheno k tržbám za období 2010-2012 | 2010 | 2011 | 2012 | Průměr |
|--|-------------|-------------|-------------|---------------|
| + Zásoby | 15,51% | 16,19% | 13,27% | 14,99% |
| + Pohledávky | 14,23% | 14,26% | 13,00% | 13,83% |
| + Provozně nutná výše peněz | 17,57% | 15,70% | 16,74% | 16,67% |
| + Ostatní aktiva (časové rozlišení) | 0,91% | 0,79% | 0,84% | 0,85% |
| - Krátkodobé závazky | 18,69% | 15,54% | 20,82% | 18,35% |
| - Ostatní pasiva (časové rozlišení) | -0,01% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 11: Analýza výkazu zisku a ztráty za období 2010 – 2012

| Analýza položek výsledovky vztaheno k tržbám za období 2010 - 2012 | 2010 | 2011 | 2012 | Trend |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------------------------|
| Tržby za prodej zboží I. | 14,50% | 13,21% | 11,13% | 11,25% z I. II. |
| Náklady vynaložené na prodané zboží | 53,65% | 49,51% | 49,76% | 50% z I. |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb II. | 85,49% | 86,79% | 88,86% | 88,7% - 88,9% z I. II. |
| Změna stavu zásob vlastní výroby | 2,30% | 1,08% | 1,78% | 1,26 - 1,28% |
| Aktivace | 1,20% | 1,28% | 1,32% | 1,10 - 1,18% |
| Výkonová spotřeba | 58,02% | 61,60% | 58,35% | 59% z I. II. |
| Spotřeba materiálu a energie | 36,97% | 37,14% | 36,68% | 36,50% |
| Služby | 21,05% | 24,47% | 21,67% | 22,60% |
| Osobní náklady | 27,95% | 28,32% | 34,54% | 26% - 33% z I. II. |

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 12: Úprava hodnoty vlastního kapitálu

| Položky v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vlastní kapitál | 48 119 | 54 022 | 60 078 | 67 629 | 76 517 |
| EVK - Ostatní dlouhodobé CP a podíly | 7 526 | 7 695 | 7 450 | 7 584 | 7 672 |
| EVK - Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 | 1 173 |
| EVK - Peníze | 640 | 253 | 1 207 | 1 805 | 1 408 |
| EVK - Účty v bankách | 4 992 | 3 749 | 5 261 | 5 576 | 8 069 |
| Vlastní kapitál po úpravách | 33 788 | 41 152 | 44 987 | 51 491 | 58 195 |

Zdroj: vlastní zpracování, účetní výkazy podniku

Příloha č. 13: Nezadlužený beta koeficient pro odvětví diverzifikovaný chemický průmysl

| Industry Name | Number of Firms | Average Beta | Market D/E Ratio | Tax Rate | Unlevered Beta | Cash/Firm Value | Unlevered Beta corrected for cash |
|------------------------|-----------------|--------------|------------------|----------|----------------|-----------------|-----------------------------------|
| Chemical (Diversified) | 33 | 1,55 | 16,69% | 19,75% | 1,37 | 6,96% | 1,47 |

Zdroj: Damodaran (internetový zdroj: 23)

Příloha č. 14: Riziková prémie celkového trhu v České republice a riziková prémie země

| Country | GDP | Long-Term Rating | Adj. Default Spread | Total Risk Premium | Country Risk Premium | Region |
|----------------|-------|------------------|---------------------|--------------------|----------------------|-------------------------|
| Czech Republic | 215,2 | A1 | 0,85% | 7,08% | 1,28% | Eastern Europe & Russia |

Zdroj: Damodaran (internetový zdroj: 24)