



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



Generátory hodnoty podniku

Diplomová práce

Studijní program: N6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T085 – Podniková ekonomika

Autor práce: Bc. Tereza Tomešová
Vedoucí práce: doc. Dr. Ing. Olga Hasprová



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta
Akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Tereza Tomešová**
Osobní číslo: **E14000241**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**
Název tématu: **Generátory hodnoty podniku**
Zadávací katedra: **Katedra financí a účetnictví**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

1. Analýza tradičních a moderních přístupů k měření hodnoty podniku
2. Zaměření se na účetnictví jako faktor ovlivňující měřítka hodnoty
3. Porovnání výsledků dvou libovolných metod u konkrétního podnikatelského subjektu
4. Závěry, doporučení pro zlepšení výkonnosti podniku

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **65 normostran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-37-8.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012. ISBN 978-80-7201-872-7.

COPELAND, Tom, Tim KOLLER a Jack MURRIN. Stanovení hodnoty firem. 3. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1995. ISBN 80-85605-41-4.

FIREŠ, Bohuslav a Vladimír ZELENKA. Oceňování aktiv a dluhů v účetnictví. 2. vyd. Praha: Management Press, 1997. ISBN 80-85943-24-7.

Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz).

Vedoucí diplomové práce: **doc. Dr. Ing. Olga Hasprová**

Katedra financí a účetnictví

Konzultant diplomové práce: **Václava Tomešová**

Granát, d.u.v. Turnov, místopředsdkyně představenstva družstva

Datum zadání diplomové práce: **30. října 2015**

Termín odevzdání diplomové práce: **31. května 2017**



doc. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
děkan



doc. Dr. Ing. Olga Hasprová
vedoucí katedry

V Liberci dne 30. října 2015

Prohlášení

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat své vedoucí diplomové práce doc. Dr. Ing. Olze Hasprové za metodické vedení, podnětné připomínky a trpělivost při konzultacích v průběhu naší spolupráce. Dále bych chtěla poděkovat paní Václavě Tomešové za poskytnutí potřebných materiálů pro praktickou část a konzultace, které mě při tvorbě diplomové práce obohatily. V neposlední řadě bych chtěla poděkovat svojí rodině, která mě po celou dobu studia podporovala.

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá analýzou generátorů hodnoty podniku Granát, d.u.v., Turnov a jeho samotného ocenění. Nejprve je provedena strategická analýza. Dále jsou analyzovány generátory, kterými jsou zisková marže, tempo růstu tržeb, investice do dlouhodobého majetku, obrátkovost pracovního kapitálu a čistý pracovní kapitál. Samostatné ocenění podniku je provedeno výnosovou metodou, konkrétně modelem DCF (diskontovaného peněžního toku) a moderní metodou EVA (ekonomická přidaná hodnota). Na závěr jsou doporučeny kroky pro zvýšení výkonnosti podniku.

Klíčová slova

generátory hodnoty podniku, strategická analýza, hodnota podniku, DCF, EVA

Annotation

The aim of this thesis is the analyse value drivers of the company the Granát Turnov, d.u.v. and the estimate of value the company. At first the strategic analyze is made. Next is the value drivers of the company analyzed, concretely profit margin, growth rate of revenues, working capital turnover and net working capital. The value itself is made by yield approach, concretely by DCF (discounted cash flow model) and by modern approach EVA (Economic Value Added). In conclusion the steps for increasing business performance are recommended.

Key Words

Value drivers of a company, strategic analyze, value of company, DCF, EVA

Obsah

Seznam tabulek.....	11
Seznam zkratk.....	12
Úvod	13
1 Problematika oceňování podniku	15
1.1 Oceňování podniku v právních normách	16
1.2 Základní přístupy k oceňování podniku.....	17
1.2.1 Tržní hodnota.....	18
1.2.2 Subjektivní hodnota.....	18
1.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	19
1.2.4 Kolínská škola	19
2 Strategická analýza.....	20
2.1 Analýza makroprostředí.....	21
2.2 Analýza mikroprostředí	23
2.3 Analýza vnitřního prostředí	26
2.4 SWOT analýza jako sumarizace poznatků	27
3 Metody oceňování podniku	29
3.1 Tradiční metody oceňování	29
3.1.1 Výnosové metody oceňování podniku	29
3.1.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní oceňování).....	33
3.1.3 Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění).....	34
3.2 Moderní metody oceňování podniku	38
3.2.1 Ekonomická přidaná hodnota - EVA (Economic value added)	38
3.2.2 Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added).....	39
3.2.3 Total Shareholder Return – TSR	39
4 Generátory hodnoty podniku.....	40

4.1	Tempo růstu tržeb – vývoj tržeb od minulosti po budoucnost v %	42
4.2	Zisková marže	44
4.3	Obrátkovost složek pracovního kapitálu.....	48
4.4	Investice do dlouhodobého majetku	51
4.5	Čistý pracovní kapitál	52
5	Představení společnosti Granát, d. u. v., Turnov	54
5.1	Analýza makroprostředí.....	58
5.2	Analýza mikroprostředí	64
5.2.1	Mikroprostředí z marketingového hlediska.....	64
5.2.2	Mikroprostředí z hlediska finanční analýzy - Poměrové ukazatele.....	66
5.2.3	Mikroprostředí z hlediska finanční analýzy - Rozdílové ukazatele	70
6	Generátory hodnoty podniku	72
6.1	Tempo růstu tržeb	72
6.2	Zisková marže.....	73
6.3	Obrátkovost pracovního kapitálu.....	76
6.4	Investice do dlouhodobého majetku	77
6.5	Čistý pracovní kapitál	79
7	Stanovení hodnoty podniku Granát, d. u. v., Turnov	82
7.1	Stanovení hodnoty pomocí EVA	82
7.2	Stanovení hodnoty pomocí DCF.....	85
8	Návrhy na zvýšení výkonnosti podniku Granát, d. u. v., Turnov.....	88
	Závěr.....	90
	Seznam použité literatury	92
	Seznam příloh.....	98

Seznam obrázků

Obr. 1: Strukturování podnikatelského prostředí	20
Obr.2: Porterův model pěti sil	25
Obr. 3: SWOT analýza	28
Obr.4: Oceňování podniku	37
Obr. 5: Logo společnosti	54
Obr. 6: Struktura aktiv v tis. Kč.....	56
Obr. 7: Struktura pasiv v tis. Kč	57
Obr. 8: Struktura zásob v tis. Kč	57
Obr. 9: Vývoj hospodářského výsledku v tis. Kč	58
Obr. 10: Vývoj hrubého domácího produktu v %	59
Obr. 11: Míra inflace v %.....	61
Obr. 12: Vývoj sazby daně z přidané hodnoty (v %)	62
Obr. 13: Podíl tuzemských domácností s připojením k internetu.....	64
Obr. 14: Vývoj bezrizikové míry desetiletých státních dluhopisů	83

Seznam tabulek

Tab. 1: Strategie navázané na výstupy SWOT	27
Tab. 2: Strukturování kategorií zisku	44
Tab. 3: Ukazatelé zaměstnanosti a nezaměstnanosti	60
Tab. 4: Vývoj vzdělanosti obyvatelstva	63
Tab. 5: Ukazatelé rentability	66
Tab. 6: Ukazatelé aktivity	68
Tab. 7: Čistý pracovní kapitál	70
Tab. 8: SWOT analýza	71
Tab. 9: Tempo růstu tržeb	72
Tab. 10: Provozní zisková marže	73
Tab. 11: Tempo růstu výkonů	74
Tab. 12: Odhad provozní ziskové marže a KPVH	75
Tab. 13: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty	75
Tab. 14: Plán budoucích hodnot výkazu zisku a ztráty 2016 - 2018	76
Tab. 15: Obrátkovost vlastního kapitálu	76
Tab. 16: Analýza investic do dlouhodobého majetku	78
Tab. 17: Investice do dlouhodobého majetku 2016 - 2018	78
Tab. 18: Čistý pracovní kapitál v letech 2011 – 2015 v tis. Kč	79
Tab. 19: Čistý pracovní kapitál v letech 2016 – 2018 v tis. Kč	81

Seznam zkratek

ČPK	čistý pracovní kapitál
DCF	Discounted Cash Flow (diskontované cash flow)
EAT	Earnings After Taxes (čistý zisk)
EBT	Earnings Before Taxes (zisk před zdaněním)
EBIT	Earnings Before Interest And Taxes (zisk před úroky a zdaněním)
EBITDA	Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization (zisk před odečtením odpisů, úroků a daní)
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)
FCFF	Metoda diskontovaných cash flow pro podnik
FCFE	Metoda diskontovaných cash flow pro vlastníky
MVA	Market Value Added (hodnota přidaná trhem)
ROA	Return On Assets (rentabilita celkových aktiv)
ROCE	Return On Capita lEmployed (rentabilita dlouhodobých zdrojů)
ROE	Return On Eqiuty (rentabilita vlastního kapitálu)
ROI	Návratnost investice
ROS	Return On Sales (rentabilita tržeb)
SWOT	Analýza silných, slabých stránek podniku, příležitostí a hrozeb
WACC	Weighted Average Cost of Capital (vážené průměrné náklady kapitálu)

Úvod

Generátory hodnoty podniku mají zásadní vliv na výsledné hodnocení podniku. Mezi jejich silné stránky patří skutečnost, že umožňují managementu porozumět relevantním faktorům, které se podílejí na tvorbě a maximalizaci hodnoty podniku.

Stanovení hodnoty podniku je velmi perspektivní obor. Ke zjištění co nejpřesnějšího výsledku je důležité této problematice věnovat dostatečný prostor. Hodnota podniku je zjišťována např. z důvodu přeměny společnosti, změny právní normy nebo z důvodu ocenění nepeněžitěho vkladu společníků. Oceňováním podniku se v podmínkách České republiky zabývají soudní znalci a odhadci.

Tato diplomová práce se zabývá analýzou generátorů podniku, stanovením hodnoty vybraného subjektu pomocí dvou libovolných metod ocenění podniku a předložením návrhů na zvýšení výkonnosti podniku.

Předmětem analýzy a ocenění podniku se stala společnost Granát, družstvo umělecké výroby, Turnov, která je největším výrobcem originálních šperků s českými granáty. Kolekce šperků tvoří nejen modely, které navazují na historickou tradici, ale i moderní designy, které jsou cíleny na mladší generaci zákazníků. Granát, d. u. v., Turnov je majitelem ochranných známek Český granát a Český granátový šperk. Při koupi vybraného výrobku obdrží zákazník společně s produktem certifikát pravosti.

Cílem diplomové práce je analýza generátorů hodnoty podniku, stanovení jeho hodnoty a návrhy na zvýšení výkonnosti. V práci jsou analyzovány generátory tempo růstu tržeb, zisková marže, čistý pracovní kapitál, obrátkovost pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku za sledované období 2011 – 2015. U zmíněných generátorů je proveden odhad do let budoucích. Hodnota podniku je stanovena pomocí výnosové metody diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele a pomocí moderní metody ekonomické přidané hodnoty (EVA) k 31. 12. 2015.

Diplomová práce je strukturována do osmi kapitol. První čtyři kapitoly kladou důraz na teoretická východiska generátorů hodnoty podniku a stanovení jeho hodnoty. Zabývají se úvodem do problematiky oceňování podniku, popisují základní přístupy k oceňování podniku, věnují se strategické analýze, vysvětlují metody oceňování podniku a generátory hodnoty podniku.

Další kapitoly jsou věnovány praktické aplikaci postupů a metod, které jsou popsány v teoretické části. Po představení společnosti Granát, d. u. v., Turnov je provedena strategická analýza, konkrétně analýza mikroprostředí a makroprostředí. Dále jsou analyzovány vybrané generátory podniku pomocí přehledných tabulek a slovního hodnocení. Po analýze generátorů hodnoty podniku je vypočtena hodnota podniku pomocí metod DCF a EVA. Na závěr jsou uvedeny návrhy na zvýšení výkonnosti podniku, které vychází z provedené strategické analýzy a z analýzy generátorů hodnoty podniku.

1 Problematika oceňování podniku

Oceňování podniku je chápáno jako určení jeho hodnoty. Podnik je v tomto kontextu chápán jako zboží určené ke směně. Podnik jako takový nemá žádnou objektivní hodnotu, tudíž neexistuje pouze jedno správné ocenění, které by bylo univerzální a obecně platné. Určení hodnoty podniku je závislé na mnoha faktorech, jakými jsou např. účel ocenění, odhadcova zkušenost, dostupné informace, faktor času apod. (Kislingerová, 2001).

Podle Kislingerové (2001) je podnik chápán jako komplex hmotného a nehmotného majetku. Nedílnou součástí je v publikaci označen lidský faktor. Tento smysluplný komplex umožňuje podniku realizovat činnost, pro kterou byl založen.

Předmětem ocenění je tedy podnik, avšak jak zdůrazňuje Mařík (2011), nezbytnou součástí podnikání tvoří využívání závazků všeho druhu. Je-li subjekt oceňován, pak musí být brán v úvahu i rozsah všech těchto závazků, kdy je na podnik nutné z ekonomického hlediska nahlížet jako na funkční celek.

Mařík (2011) rovněž vyzdvihuje výstižné pojetí podniku v německých oceňovacích zásadách, kde je vymezen jako účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejichž smyslem je nahospodařit zisk. Hodnota podniku se v těchto intencích odvozuje zejména od schopnosti dosahovat kladného hospodářského výsledku.

Podniky lze členit podle několika hledisek, (podle odvětví, podle velikosti, podle formy vlastnictví apod.). Členění podniků podle právní formy je považováno dle Hyršlové (2008) za nejvýznamnější hledisko. Dle právní formy jsou podniky členěny na:

- podniky jednotlivce (živnosti),
- obchodní společnosti (osobní, kapitálové, smíšené)
- družstva,
- veřejné státní podniky (Hyršlová, 2008).

Základním cílem podniku podle Kislingerové (2001) je maximalizace tržní hodnoty podniku. Další cíle lze hierarchicky uspořádat na sekundární, terciární, kvartální, atd. Dílčí

cíle by měly být vymezeny tak, aby vedly k naplnění základního cíle podniku. S finanční teorií jsou spojeny další alternativní cíle podniku, kterými jsou např. maximalizace tržeb, dosažení vytyčeného tržního podílu, přežití atd. (Marek 2009).

Podnik lze chápat jako aktivum, jehož hodnota se vyjadřuje v ceně k určitému datu. Níže jsou uvedeny základní typy cen, se kterými se lze setkat při oceňování majetku podniku, konkrétně se jedná zejména o (Kislingerová, 2001):

- Pořizovací cena – vyjadřuje cenu, za kterou byl majetek pořízen včetně nákladů na jeho pořízení. Do nákladů se zahrnují například přepravné, instalace a další. Cena se používá při pořízení majetku, který byl nabyt úplatně.
- Tržní cena – je chápána jako střet ceny nabízejícího a kupujícího. Tržní cena má spíše funkci informační, jelikož často nezobrazuje hodnotu skutečnou.
- Světová cena – zobrazuje hodnotu daného majetku v peněžním ekvivalentu.
- Zjištěná cena – vypočítána na základě daného platného předpisu.
- Reprodukční pořizovací cena – za kterou je možné majetek nabýt v době, kdy se o něm účtuje.
- Obvyklá cena – za kterou lze v daném období za daných podmínek zakoupit stejnou nebo podobnou majetkovou část.
- Výchozí cena – lze chápat jako cenu nové věci bez odečtení odpisů.

1.1 Oceňování podniku v právních normách

Problematika stanovení hodnoty je v České republice upravena zákonem o oceňování majetku. Zákon definuje situace, za jakých se stanovuje hodnota podniku. Jedná se o (Kislingerová 2001):

- přeměnu společnosti na základě sjednocení (fúze),
- rozdělení společnosti,
- změnu právní normy,
- ocenění nepeněžitého vkladu společníka.

Oceňováním podniků se zabývají soudní znalci a odhadci vykonávající tuto činnost na základě volné živnosti. Důraz je kladen zejména na bezúhonnost této osoby. V České republice je rozdíl mezi soudním znalcem a odhadcem.

- Soudní znalec – podléhá v České republice zákonu o znalcích a tlumočnících a Vyhlášce Ministerstva vnitra. Soudní znalci jsou povinni složit zkoušky u Krajského soudu a následně jsou jmenováni ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu. Činnost znalce spočívá v předložení názoru ke konkrétnímu problému, který je zpravidla podložen skutečnostmi. Definitivní rozhodnutí ovšem vydává soud.
- Odhadce – je podnikatelem, který svou profesi vykonává na základě živnostenského a obchodního zákoníku. Tato profese spadá pod živnost koncesovanou, kde je nutné pro vykonávání činnosti splnit zákonem dané podmínky. Konkrétně se jedná o způsobilost k právním úkonům, bezúhonnost, dosažení věku 18 let, vysokoškolské vzdělání v oboru ekonomiky nebo práva a praxe v oceňování.

Oceňovatel je vždy odpovědný za volbu metody a přiměřenost postupu.

1.2 Základní přístupy k oceňování podniku

Podnik lze v praxi ocenit na různých cenových úrovních. Dvě základní skupiny tvoří hodnota brutto a hodnota netto. Hodnota brutto je vybrána při oceňování podniku jako celku. Je zde zahrnuta hodnota jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jedná se o historickou cenu, za kterou byl majetek podniku v minulosti pořízen. Neobsahuje v sobě žádnou korekci, která by snižovala hodnotu majetku na tzv. netto hodnotu.

Hodnota netto vyjadřuje ocenění podniků na vlastnické úrovni. Na tomto principu se oceňuje vlastní kapitál. Jedná se o současnou hodnotu sníženou o opotřebení a opravné položky.

V dalším členění přístupů k oceňování podniku lze podle Maříka (2011) odlišit oceňování v rámci tzv. standardů hodnoty, typů hodnoty nebo na bázích hodnoty. Tyto kategorie vyplývají ze zodpovězení praktických otázek:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce a kolik bychom mohli dostat na trhu, respektive jaké je tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nejméně spornou?

Z uvedených hledisek se postupně rozvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku, které tvoří tržní hodnota, subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota), objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy. Vymezení jednotlivých přístupů je zpracováno na základě Maříka (2011).

1.2.1 Tržní hodnota

Jedná se o částku v peněžních jednotkách, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění při transakci mezi kupujícím a prodávajícím. Tuto hodnotu lze použít v případě vstupu podniku na burzu nebo při prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující a nynější vlastník chce odhadnout hodnotu podniku, za kterou následně tento podnik prodá.

1.2.2 Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota, známá také jako investiční hodnota, slouží pro jednoho nebo skupinu investorů při stanovení investičního cíle. Tato hodnota může být vyšší i nižší než tržní hodnota majetkového aktiva. Subjektivní přístup je využíván při koupi a prodeji podniku, kdy se snaží investor zjistit, zda je pro něj transakce výhodná či nevýhodná. Dále lze subjektivní hodnotu použít, když je třeba se rozhodnout mezi sanací a likvidací podniku v případě, že vlastník ještě má představu, co s podnikem udělat a je zjišťováno, zda by měl podnik v tomto případě větší hodnotu, než je momentální likvidační.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota vychází z obecně uznávaných dat, kdy při jejím výpočtu byly dodrženy určité požadavky a zásady. V tomto případě ocenění je z podniku odděleno jen takové množství peněžních prostředků, aby nedocházelo k ohrožení majetkové podstaty. Z majetku podniku je vyjmuta provozní část, která je oceněna výnosovou metodou. Zbytek majetku je oceňován samostatně. Tuto metodu lze použít v případě, kdy žádá firma o poskytnutí úvěru, nebo když chce zjistit současnou reálnou bonitu podniku.

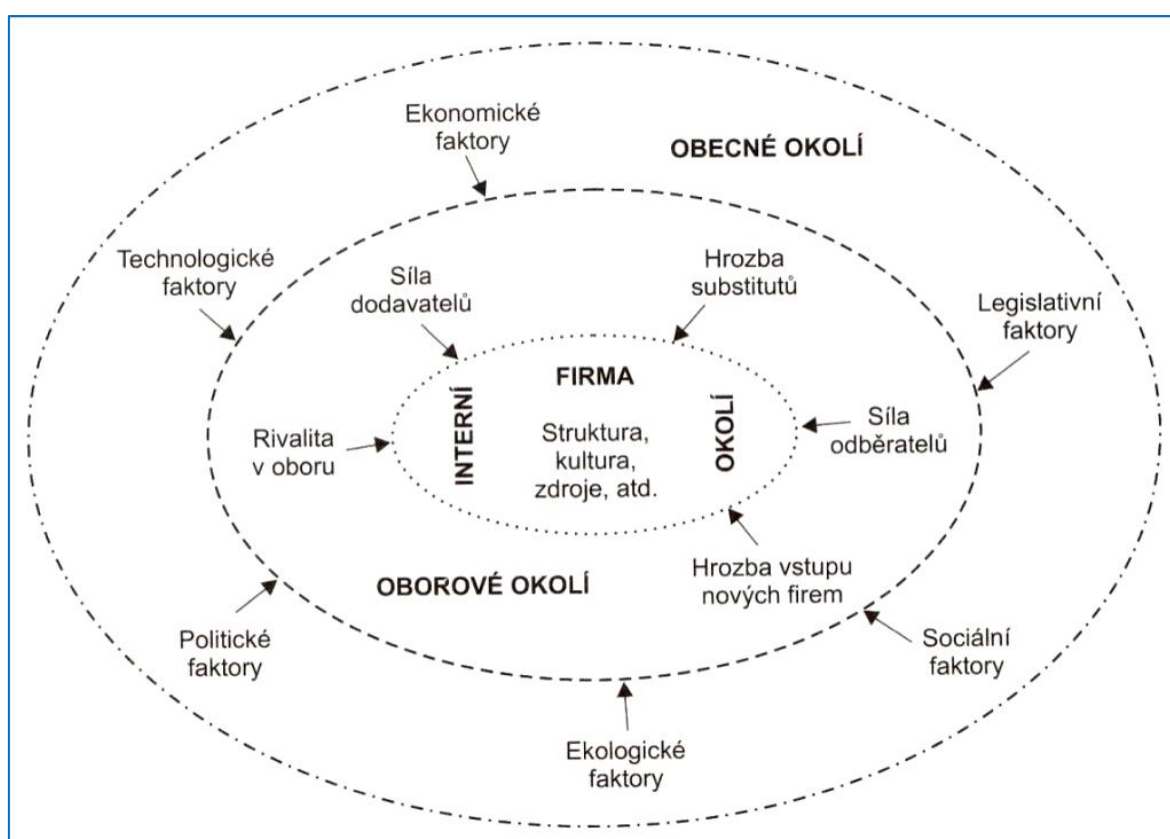
1.2.4 Kolínská škola

Tento přístup je postaven na faktu, že ocenění je nutné modifikovat na základě obecných funkcí. Za nejdůležitější funkci při oceňování je považována poradenská funkce. Poradenská funkce musí poskytnout informace kupujícímu ohledně maximální ceny, kterou je schopen ještě zaplatit, aniž by na transakci prodělal.

2 Strategická analýza

Strategickou analýzu lze chápat jako primární krok v procesu oceňování podniku. Tato analýza vyjadřuje především postavení podniku na trhu, sleduje vývoj podniku a jeho celkový výnosový potenciál, je klasifikován jako vnější a vnitřní.

Pro uplatnění jednotlivých nástrojů strategické analýzy je důležité vymezit jejich vazbu na podnikatelské prostředí. Podnik není izolovanou veličinou, ale jednotkou, která působí v určitém kontextu. Pro zpřehlednění podmínek, ve kterých se tyto vazby uskutečňují, se běžně strukturuje podnikatelské prostředí na vnitřní a vnější. Vnitřní prostředí zastupuje samotný podnik z hlediska využívaných zdrojů lidských, finančních, hmotných a nehmotných. Vnější se skládá z mikroprostředí (také označované jako oborové okolí podniku) a makroprostředí (obecné okolí podniku). (Jakubíková, 2008)



Obr. 1: Strukturování podnikatelského prostředí

Zdroj: Mallya (2007, s. 40)

„Okolí podniku je jedním z nejzávažnějších faktorů, které musí brát podnik, respektive jeho vedení, v úvahu při jakémkoliv rozhodování. Toto okolí je třeba chápat především v jeho dynamice a snažit se dohlédnout na změny, které zde střednědobě i dlouhodobě nastanou.“
(Synek, 2010, s. 14)

Uvedený požadavek zohlednění dynamiky prostředí reflektuje vývoj v čase, kdy by analýza neměla postihnout pouze současné dění, ale měla by usilovat o predikci dalšího vývoje na základě známých faktů. Právě odhad budoucnosti tvoří hlavní hodnotu zpracovaných strategických analýz (např. v úzké vazbě na generátor hodnoty v podobě odhadovaného vývoje tržeb, který bude představen v následujících kapitolách).

Vnější potenciál pak jako výstup analýzy vyjadřuje kvalitativní vyhodnocení šancí a rizik, které se nachází v daném odvětví. Za pomoci vnitřního potenciálu lze zjistit, jak efektivně je podnik schopen využít příležitosti a bojovat proti riziku (Synek, 2010).

Vnitřní potenciál podává informaci o tom, do jaké míry je podnik schopen zúžitkovat možnosti vnějšího prostředí, popřípadě čelit nebo bojovat proti rizikům. Smyslem vnitřního potenciálu je analyzovat silné a slabé stránky podniku a zjistit, zda má podnik konkurenční výhodu (Blažková, 2007).

Pro analýzu vnějšího prostředí se běžně aplikuje v podmínkách obecného okolí PEST analýza, v podmínkách oborového okolí Porterova analýza pěti sil a pro sumarizaci získaných výsledků se užívá SWOT analýza. (Mallya, 2007)

2.1 Analýza makroprostředí

Hlavním úkolem analýzy makroprostředí je podle Blažkové (2007) jasné a srozumitelné poskytnutí informace o hrozbách nebo příležitostech podniku, na základě kterých může být ovlivněna výkonnost podniku v budoucnosti. Pro zjištění výkonnosti makroprostředí lze použít ukazatele, kterými jsou například HDP, inflace, úrokové sazby atd.

Podle Jakubíkové (2013) je výstup analýzy makroprostředí tak využit jako soubor příležitostí a hrozeb pro SWOT analýzu. PEST analýza jako nástroj nejčastěji využívaný pro analýzu obecného okolí přináší výpovědní hodnotu v určení působení stěžejních

faktorů makroprostředí v podobě faktorů politických („*Political*“), ekonomických („*Economical*“), sociálních („*Social*“) a technologických („*Technological*“).

PEST analýza představuje v rámci vymezených skupin analýzu následujících faktorů:

- **Politických** – legislativa regulující podnikání, legislativa určující zdanění podniků i jednotlivců, předpisy pro mezinárodní obchod, ochrana spotřebitelů, pracovní právo, předpisy a regulace upravující konkurenční prostřední a monopoly, vládní rozhodnutí, ustanovení, nařízení, předpisy EU, mezinárodní právo, předpisy na ochranu patentů, předpisy na ochranu prostředí, recyklační nařízení.
- **Ekonomických** – HDP, ekonomický růst, výdaje spotřebitelů, monetární politika, vládní výdaje, politika proti nezaměstnanosti, zdanění, měnové kurzy, inflace.
- **Sociálních** – rozdělení příjmů, demografické faktory, pracovní mobilita, změny životního stylu, postoje k práci a volnému času, vzdělání, móda, záliby, koníčky, kulturní faktory mající vliv na užití výrobku, regionální rozdíly.
- **Technologických faktorů** – vládní výdaje na výzkum, zaměření průmyslu na zlepšení technologií, patenty, nové objevy, míra technologického opotřebení, spotřeba energie a náklady na ni, vliv změn informačních technologií, internet, satelitní komunikace (Blažková, 2007).

Zaměření analýzy jednotlivých faktorů na predikci budoucího vývoje přitom zdůrazňuje i Keřkovský (2006, s. 41): „*Analýza vnějšího prostředí v pojetí PEST analýzy by měla být zaměřena především na odhalení vývojových trendů, které mohou firmu a její podnikatelský záměr v budoucnu významně ovlivnit.*“

Z mnoha různých alternativ PEST analýzy, které se vyvinuly během let, byla zvolena právě PEST analýza, kvůli schopnosti postihnout vše podstatné a potřebné vzhledem k vymezené zájmové oblasti zpracování. V případě zvážení jiných mutací je evidentní, že se jedná vždy o totožný obsah, pouze se změněnou skladbou jednotlivých skupin faktorů (Jakubíková 2013):

- **SLEPT** (spal) – faktory sociální, legislativní, ekonomické, politické, technologické.
- **STEER** (řídít) – faktory sociální, technologické, ekonomické, ekologické, regulatorní.
- **PESTLE** (tlouct) – faktory politické, ekonomické, sociální, technologické, legislativní a environmentální.

- STEEPLE (špičatá věž) – ve srovnání s PESTLE analýzou přidává faktory vzdělání a demografické trendy (které jsou u PEST již obsahem faktorů sociálních).

2.2 Analýza mikroprostředí

Z marketingového hlediska tvoří mikroprostředí zejména podnik, zákazníci, dodavatelé, distribuční články, prostředníci a konkurence (Boučková, 2003). Mikroprostředí samotné (jako prostředí střetu zájmů jmenovaných účastníků) vymezuje podle Kislingerové (2001) základní dva okruhy problémů, a to identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a stanovení prognózy odvětví. K základním znakům odvětví patří citlivost změny na hospodářském cyklu a míra regulace ze strany státu. Nejdůležitější charakteristikou související s oceňováním podniku je především analýza citlivosti daného odvětví na **hospodářský cyklus**. Rozlišují se tři základní odvětví:

- cyklická (zboží dlouhodobé spotřeby, stavebnictví)
- neutrální (konstantní úroveň poptávky, nezbytné statky, potraviny)
- anticyklická (nejlepší výsledky v době recese, hrací automaty)

Správná identifikace fáze hospodářského cyklu umožňuje oceňovateli činit kvalifikované závěry ve vztahu k blízkému vývoji ekonomiky jako celku. Další podstatná odvětvová charakteristika je způsob vládní regulace. Jedná se o regulované ceny (nájemné, cena energie) nebo o bariéry vstupu do odvětví díky udělení licence ze strany státu.

Z hlediska prognózy odvětví je důležitý historický vývoj podniku (tedy zohlednění vnitřních faktorů podniku), který se soustředí především na porovnání vývoje tržeb, zisků a cen akcií minulého období. Správné stanovení parametru tempa růstu má vliv na výsledné ocenění podniku. Při prognóze je nezbytné stanovit délku sledovaného období, zaměřit se na očekávání z hlediska vývoje úrokových měr, devizových kurzů, vliv očekávaných politických událostí. Doporučuje se klást důraz na efektivní sběr dat a jejich zpracování. Zpracováním prognóz se zabývají profesionálové v bankách, investičních společnostech, makléři (Kislingerová, 2001).

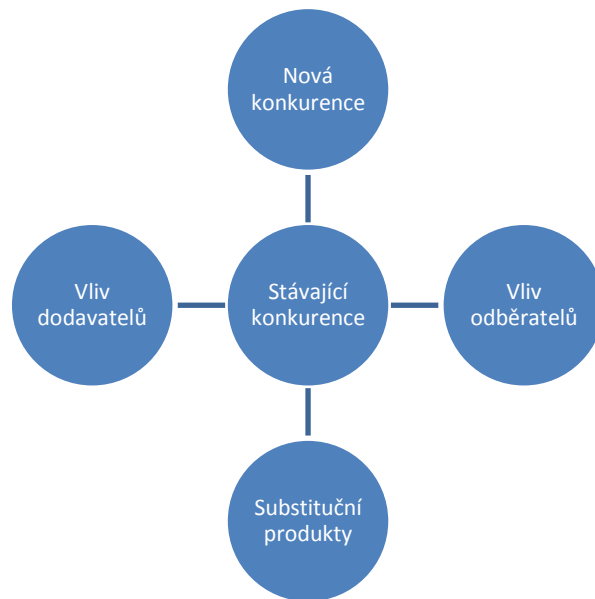
Porterova analýza pěti sil v rámci mikroprostředí identifikuje příležitosti a hrozby nacházející se v oborovém okolí působení podniku. Hodnotí se působení konkurentů potenciálních a současných, dodavatelů, odběratelů a substitutů. Tento model je užitečný nejen pro ocenění, ale i pro management společnosti (Hanzelková, 2009).

V ohledu na konkurenční působení konkurenčních podniků lze rozlišit konkurenty současné a budoucí. U budoucí konkurence se vyhodnocují bariéry působící proti vstupu dalších účastníků do odvětví a zároveň faktory, které působí naopak jako atraktivní stimul pro vstup dalších konkurentů. Stimulační faktory dle Dedouchové (2001) tvoří:

- možnost dosažení úspor z rozsahu (snížení nákladů při růstu objemu odbytu),
- existence zatím neuspokojené cílové skupiny jako součásti celkové poptávky,
- potenciál značné diverzifikace produktů s významným odlišením nabídky předmětného podniku od nabídky konkurenční,
- kupní chování zákazníků vyznačující se vysokou loajalitou atd.

Na druhé straně působí podmínky odrazující od vstupu do odvětví ve formě vysoké kapitálové náročnosti zahájení produkce (nebo obchodní činnosti v závislosti na konkrétní podobě uplatňovaného podnikatelského záměru), vysoká regulace podnikání, existence velmi silného konkurenta s vybudovaným know-how a využívajícím nástroje ochrany duševního vlastnictví (patenty, licence) jako konkurenční výhodu (Mařík, 2011).

U současných konkurentů je třeba zaměřit se především na nástroje využívané pro konkurenční střety s odlišením dvou hlavních skupin cenové a necenové konkurence. Při nastolených podmínkách cenové konkurence se zakládá konkurenční výhoda na tlaku ke snižování nákladů se souběžným snižováním ziskové marže ku prospěchu koncových spotřebitelů. Necenová konkurence pak implementuje jiné než cenové nástroje pro diverzifikaci nabídky. Rovněž je třeba zohlednit i vyrovnanost a množstevní zastoupení konkurentů (Veber, 2000).



Obr. 2: Porterův model pěti sil

Zdroj: Vlastní zpracování (Hanzelková, 2009)

Mezi novou a stávající konkurencí se současně realizuje vzájemný vliv. Pokud dochází v současnosti k agresivním konkurenčním střetům, pak je poskytnuta potenciálním vstupujícím informace o rostoucím odvětví, kde se uskutečňuje snaha o získání většího podílu poptávky na úkor konkurenta. Penetrace trhu jediným podnikatelským subjektem, ovšem na druhou stranu nemusí značit nedostatek ze strany poptávky, ale o získanou významnou pozici srovnatelnou s monopolem.

Vyjednávací vliv dodavatelů a odběratelů vyplývá z propojeného odběratelsko-dodavatelského řetězce, kdy je žádoucí informace, jak mohou tyto skupiny daný podnik ovlivnit. Přitom lze identifikovat obecně platný převis vyjednávací síly odběratelů nad podnikem (Porter 1994).

Současně je třeba zohlednit specifické zájmy dílčích skupin stakeholderů, které by měl podnik uspokojit k naplnění stanovených cílů a k položení vhodných výchozích předpokladů dlouhodobého vztahu. „Všichni sledují své vlastní cíle (zaměstnanci co nejvyšší mzdy, zákazníci nízké ceny, dodavatelé vysoké ceny, investoři co nejvyšší úroky a vrácení svého vkladu, stát a obce maximální daně a vytváření zaměstnanosti atd.). Všichni však mají společný zájem na dlouhodobé existenci firmy.“ (Synek 2007, s. 60)

Substituční produkty obecně představují hrozbu s potřebou zvážit všechny nákupní alternativy, které se zákazníkovi nabízejí. Nejde přitom výhradně o konkurenční produkty, ale o všechny produkty, které se zaměřují na uspokojení totožné potřeby a jsou tak schopny nabídnout odběratelský vztah alternativní.

2.3 Analýza vnitřního prostředí

Z hlediska vnitřních podmínek podniku je možné rozlišit faktory přímé a nepřímé. Přímé faktory jsou shodné s tradičním uchopením marketingového mixu (tedy produkt, cena, distribuce a propagace), kdy lze hovořit o souboru všech aspektů působících na spotřebitele. Nepřímé aspekty pak souvisejí se způsobem využití vstupních zdrojů, jejichž aplikace si není spotřebitel přímo vědom, ale přesto ovlivňují nabídku na trhu:

- Hmotné zdroje – pozemky, výrobní stroje, sklady, zásoby, hmotné investice, samostatné movité věci, dopravní prostředky atd.
- Nehmotné zdroje – výsledky výzkumu a vývoje, práva duševního vlastnictví, patenty, licence, know-how, průmyslové vzory, dobré jméno podniku atd.
- Lidské zdroje – zaměstnanci podniku vkládající lidskou práci a kreativní řešení problémů i zajištění dalšího rozvoje společnosti.
- Finanční zdroje – financování vlastního uskutečňování podnikatelského záměru na základě určitého poměru vlastních a cizích zdrojů.

Finanční analýza je jednou z metod interní analýzy a lze ji definovat jako rozbor údajů, jejichž prvotním zdrojem je finanční účetnictví podniku. Za pomoci finanční analýzy lze získat povědomí o majetkové, finanční a důchodové situaci podniku, na základě kterých lze učinit finanční rozhodnutí řízení podniku (Máče, 2006).

Pomocí finanční analýzy lze získat vyhodnocení účetní jednotky z pohledu minulosti, přítomnosti i budoucnosti. Metody finanční analýzy jsou založeny na principu jednoduchosti a vypovídající hodnotě. Elementární metody finanční analýzy se nadále klasifikují na:

- analýzu absolutních ukazatelů (horizontální a vertikální analýza),
- analýzu rozdílových ukazatelů,
- analýzu poměrových ukazatelů (rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti),

- analýzu soustav ukazatelů (DuPontův rozklad).

Ukazatele finanční analýzy lze získat přímo z položek účetních výkazů, nebo jejich úpravou, která je založena na základních elementárních operacích. Nejčastěji k základním propočtům postačí rozvaha a výkaz zisku a ztráty (Máče, 2006).

2.4 SWOT analýza jako sumarizace poznatků

SWOT analýza se aplikuje pro sumarizaci získaných poznatků z analýz. SWOT klasifikuje dvě charakteristiky zobrazující vnitřní situaci v podniku – silné a slabé stránky a dvě charakteristiky zobrazující vnější situaci podniku – příležitosti a hrozby. Na zpracování SWOT navazuje přijetí stanovených strategií, které představují rozvoj silných stránek podniku, potlačení stránek slabých a připravenost na využití příležitostí a postavení se hrozbám.

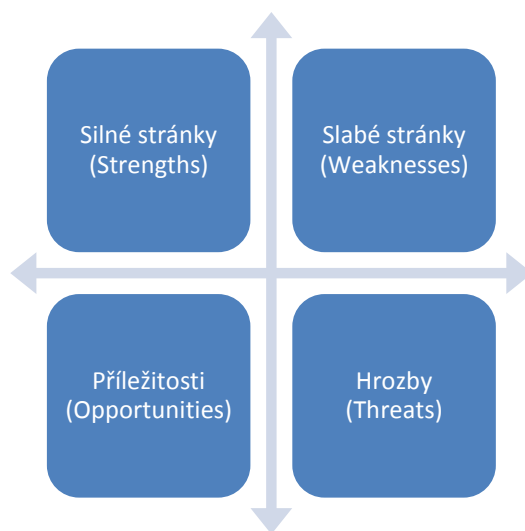
Tab. 1: Strategie navázané na výstupy SWOT

SWOT ANALÝZA		Analýza vnitřního prostředí	
		Silné stránky	Slabé stránky
Analýza vnějšího prostředí	Příležitosti	Strategie maximalizace silných stránek a maximalizace příležitostí	Strategie minimalizace slabých stránek a maximalizace příležitostí
	Hrozby	Strategie maximalizace silných stránek a minimalizace hrozeb	Strategie minimalizace slabých stránek a minimalizace hrozeb

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Solomon a kol. (2006)

SWOT analýza je tímto chápána jako jednoduchý nástroj pro sumarizaci klíčových faktorů, které ovlivňují strategické postavení podniku. Při SWOT analýze je třeba dodržovat daný postup v identifikaci stěžejních faktorů s jejich zařazením do jednotlivých kvadrantů a v následném posouzení vzájemných vztahů z vnitřního prostředí (silné a slabé stránky) a

z vnějšího prostředí (příležitosti a hroby). V tomto případě je výhodné sestavit přehledný SWOT diagram (Sedláčková, 2006). Na obrázku 3 je zobrazen diagram, konkrétně kvadranty SWOT analýzy.



Obr. 3: SWOT analýza

Zdroj: vlastní zpracování (Sedláčková, 2006)

Levá část obrázku zobrazuje pozitivní skutečnosti, které jsou nápomocny při dosahování úspěchu v daném tržním prostředí. Pravá část obrázku naopak ukazuje negativní dopady, které může podnik ovlivnit, případně se připravit na jejich negativní důsledky. Horní oddíl obrázku zahrnuje interní vlivy, dolní oddíl naopak externí vlivy.

3 Metody oceňování podniku

Nejprve je důležité si uvědomit, jak souvisí cena s hodnotou podniku. Cenu lze chápat jako ekonomické vyjádření hodnoty. Hodnota je pravděpodobný odhad ceny závisící na subjektu a účelu ocenění. Tato odhadovaná cena by měla být zaplacená za podnik. V současné době je možné použít veliké množství oceňovacích metod. Volba metody oceňování by měla odrážet skutečnost, která souvisí s důvodem oceňování. Dále volba metody také závisí na informacích, se kterými má možnost odhadce pracovat. Pro odhalení správnosti řešení je třeba využít alespoň dvě metody oceňování.

3.1 Tradiční metody oceňování

Mařík (2011) ve své publikaci třídí tradiční metody oceňování podniku následujícím způsobem:

- 1) Ocenění na základě analýzy výnosů (dále jen Výnosové metody)
- 2) Ocenění na základě analýzy trhu
- 3) Ocenění na základě analýzy majetku

3.1.1 Výnosové metody oceňování podniku

Výnosové metody patří mezi nejvíce používanou skupinu při oceňování podniku. Podnik je v tomto případě vnímán jako investice, která v budoucnu bude přinášet zisk. V rámci přístupu going concern (tzv. „stand alone basis“) je podnik oceňován sám o sobě, tedy za předpokladu, že by pokračoval jako samostatný subjekt. Tato identifikovaná hodnota může tvořit dolní hranici pro jednání o ceně podniku. (Mařík, 2011)

Důležitým faktorem, který je nutné vnímat při oceňování podniku výnosovými metodami, je faktor času. Hodnota podniku se skládá ze součtu všech budoucích výnosů, které jsou odúročeny ke dni ocenění. Výnosy jsou vyjádřeny v nominální výši. Diskontní sazby v jednotlivých letech jsou chápány jako úrovně nominální úrokové míry.

Výnosové metody oceňování podniku jsou dále rozděleny na:

- metodu kapitalizovaných čistých výnosů,
- metodu diskontovaných peněžních toků (DCF),
- korigované výnosové metody a další.

Metody kapitalizovaných výnosů

Jedná se o nejjednodušší způsob, jak lze přímo stanovit hodnotu podniku. Je nutno provést korekce, které odráží těžkosti, které v praxi vznikají. U této metody lze klasifikovat dvě základní varianty. První varianta počítá s tím, že čistý výnos je určen rozdílem mezi příjmy a výdaji. V druhé variantě je čistý výnos získán z upravených hospodářských výsledků, rozdílem účetně chápaných výnosů a nákladů (Kislingerová, 2001).

Pokud odhadce zvolí metodu kapitalizace zisku pro oceňování podniku, je nutné podrobně analyzovat výkaz zisku a ztráty. K dispozici musí mít odhadce výkazy zisku a ztráty minimálně za 3 předcházející roky. Hospodářské výsledky je nutné upravit na srovnatelnou reálnou úroveň. V praxi se obvykle provádějí korekce následujícím způsobem:

- Nejdůležitější korekcí je úprava odpisů. Jejich odchylka od skutečnosti by měla být minimální. Nejlepší metodou v tomto smyslu je vyjádření odpisů formou lineárních odpisů. Výkyvy v odpisech by měly být vyloučeny. Žádoucí je také vypočítat odpisy z reprodukčních cen.
- Vyloučení nákladů a výnosů vyplývajících z provozního majetku, které nezbytně nesouvisí se základní činností podniku. Průměrují se mimořádné náklady a výnosy, které se s největší pravděpodobností nebudou opakovat.
- Dále je třeba vyloučit tvorby a rozpouštění tichých rezerv.
- Důležité je také vypočítat i upravené daně. Posuzujeme, které úpravy hospodářských výsledků byly daňově uznatelné (Mařík, 2011).

Při použití této metody je důležitá existence následujících faktorů:

- předpoklad důvěrné znalosti výsledků firmy v minulosti, informace 3-5 let zpět,
- předpoklad prosté reprodukce podniku (Kislingerová, 2001).

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Tato metoda je označována jako jedna ze základních výnosových metod. Je chápána jako vyjádření peněžních toků, které jsou reálným příjmem. Metodu lze vyjádřit ve více variantách. Každá z nich má svá specifická pravidla. Dle druhu výnosů lze metody rozlišit zejména:

- a) FCFF - metoda diskontovaných cash flow pro podnik
- b) FCFE - metoda diskontovaných cash flow pro vlastníky

a) FCFF metoda

Hlavním cílem této metody je výpočet disponibilních finančních prostředků podniku. Při výpočtu je třeba určit množství peněz, které lze čerpat bez ohrožení funkčnosti a budoucnosti podniku. V praxi se jedná o finanční prostředky, které mají k dispozici akcionáři a věřitelé.

Výpočet diskontovaných peněžních prostředků lze provést dle vzorce (1).

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) + \text{odpisy} - \text{zvýšení investic} \\ - \text{zvýšení pracovního kapitálu} \quad (1)$$

kde: EBITzisk před zdaněním a úroky

Pro zjištění vážených nákladů na cizí i vlastní kapitál je důležité vypočítat hodnotu WACC, kterou vyjadřuje vzorec (2).

$$WACC = r_d * (1 - t) + \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C} \quad (2)$$

kde: r_dočekávaná výnosnost cizího kapitálu
 r_eočekávaná výnosnost vlastního kapitálu

t	sazba daně z příjmů
D	úročený cizí kapitál
E	vlastní kapitál
C	celkový kapitál

WACC („Weighted Average Cost of Capital“, neboli vážené průměrné náklady) vyjadřují skladbu kapitálové struktury podniku s ohledem na nákladovost vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Dochází tak k vyčíslení nákladovosti za kapitál jako celek, tedy se zohledněním odlišné hodnoty vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Při aplikaci přitom lze odlišit dva přístupy dle kompozice úročených nebo neúročených cizích zdrojů v podobě:

- WACC závisí na kapitálové struktuře a ve vzorci je vhodné využít úročené cizí zdroje.
- WACC nezávisí na kapitálové struktuře a ve vzorci je vhodné využít neúročené cizí zdroje.

V reflexi obou vymezených přístupů je v rámci zpracování aplikován první přístup dle Kislingerové (2001), kdy vážené průměrné náklady závisejí na kapitálové struktuře a vyčísľují se pouze na základě úročených cizích zdrojů v pojetí dlouhodobých a krátkodobých bankovních úvěrů a dalších zdrojů relevantních.

Pro výpočet hodnoty podniku za předpokladu trvale udržitelného růstu „g“ lze použít dva následující vzorce (3) a (4) (Mařík, 1992):

$$hodnota = \frac{FCFF}{WACC - g} \quad (3)$$

$$hodnota = \frac{FCFF}{1 + WACC} \quad (4)$$

b) FCFE metoda

Tuto metodu používají především akcionáři společností. Výsledkem této metody je vypočtená hodnota vlastního kapitálu. Součtem výsledné hodnoty vlastního kapitálu a hodnoty cizího kapitálu lze dospět k celkovému výsledku hodnoty podniku. Peněžní tok je spjat s odlišnou mírou rizika. Tato problematika zasahuje do stanovení diskontní míry, která musí být v relaci s rizikovostí peněžního toku. Pro výpočet lze použít vzorec (5).

$$\text{hodnota} = \frac{FCFE}{r_e - g} \quad (5)$$

Korigované výnosové metody

Korigované výnosové metody jsou kombinací výnosového a majetkového ocenění. Mezi ně patří metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

Metoda střední hodnoty vznikla z praxe a podle Kislingerové (2001) je velice oblíbená. Má ovšem jednu nevýhodu – nemá teoretické zdůvodnění. Propočet vychází z průměru hodnot podniku vypočtených výnosovou metodou (metoda kapitalizovaných čistých výnosů) a majetkovou metodou (nejčastěji substanční hodnotou založenou na reprodukčních cenách). Je důležité, aby se od sebe hodnota substanční a výnosová příliš nelišily (rozdíl 5 % - 10 %). Pokud je rozdíl větší, než požadované procento, pak se zpravidla přihlíží pouze k hodnotě výnosové.

3.1.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní oceňování)

Tržní ocenění zastupují dvě hlavní metody. Podstata těchto metod vychází z odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu společnosti ze srovnatelných a dostupných aktiv (Kislingerová, 2001).

- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí a další, ...

Výběr srovnatelných podniků

Důležitou podmínkou, jak zajistit objektivní výsledek, je vymezení kruhu srovnatelných podniků. Tento okruh by měl obsahovat 6 – 8 srovnatelných podniků, aby závěry z určité statistiky mohly být průkazné.

Hlediska srovnatelných podniků:

- předmět podnikání
- obor
- velikost (tržby, pracovníci, kapitál, ...)
- historie podniku
- kapitálová struktura podniku

Získat dané informace v ČR není snadné, ale disponují jimi investiční a makléřské společnosti a banky, kde působí řada analytiků. Pokud dané informace nejsou známy, lze metodu použít pouze orientačně (Kislingerová, 2001).

Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Podnik se oceňuje jako celek. Podstatou ocenění je porovnání podniku se srovnatelnými podniky, které byly nedávno prodány. Je u nich tedy známa cena, za kterou byla transakce realizována. V podmínkách ČR se tato metoda používá jen výjimečně (Marek, 2009).

3.1.3 Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

Aktiva lze chápat jako majetek, do kterého musí každý podnik ze začátku investovat, aby mohl vytvářet podnikatelskou činnost. Typy aktiv jsou podle Maříka (2011) rozřazeny do čtyř skupin:

Složky stálých aktiv

- a. Dlouhodobý nehmotný majetek (software, zřizovací výdaje, ...)
- b. Dlouhodobý hmotný majetek (budovy, stroje, zařízení, ...)
- c. Dlouhodobý finanční majetek (podílové cenné papíry, ...)

Složky oběžného majetku (zásoby, dlouhodobé i krátkodobé pohledávky,...)

Pohledávky za upsané vlastní jmění

Ostatní aktiv

Majetkový princip ocenění podniku je založen na stavových veličinách. Tento princip odborníci považují za obecně srozumitelný, statický a konzervativní. Souhrnným výpočtem aktiv lze zjistit hodnotu obchodního majetku. Následně se od zjištěné hodnoty odečtou veškeré závazky společnosti. Po odečtení všech závazků výsledek udává hodnotu čistého obchodního majetku v netto hodnotě. Na cenu lze nahlížet z různých majetkových hodnot, které jsou závislé na typu ceny:

- a. Účetní cena (metoda účetní hodnoty)
- b. Likvidační cena (metoda likvidační hodnoty)
- c. Reprodukční cena (metoda substanční hodnoty)

- **Metoda účetní hodnoty**

Postup zjištění hodnoty vychází z podvojného účetnictví, konkrétně z údajů rozvahy. Rozvaha zobrazuje původní ceny, za které byl majetek v minulosti pořízen. Účetní hodnota se ovšem nemusí rovnat hodnotě tržní. Důsledkem toho nepodává metoda informaci o tržní hodnotě společnosti a neodráží ekonomickou realitu. Tento typ ocenění je proto doporučován jako doplněk a plní pouze informační funkci. Lze jej využít pro porovnání se zjištěným výsledným oceněním nebo jako součást násobitelů v kontextu některých metod tržního srovnávání. V posudcích tato hodnota bývá používána jako výchozí.

Výhodou metody je dostupnost informací, kdy má každá právnická osoba s tuzemským sídlem uloženou povinnost vést účetnictví. Ve vyjádření velikosti investic do kapitálu se vychází z bilanční sumy. Z metody účetní hodnoty vychází ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added), které bude v nadcházejícím textu rovněž věnována pozornost. (Kislingerová 2001)

- **Metoda likvidační hodnoty**

Za použití této metody hodnota odpovídá hodnotě peněz, za kterou lze částí podniku prodat. Principem této metody je zjistit hodnotu všeho majetku v podniku a jeho možnosti prodeje v co možná nejkratším časovém období.

- **Metoda substanční hodnoty**

Metoda charakterizuje substanční hodnotu jako základní ocenění založené na analýze složek majetku. Složky jsou oceňovány dle objektivních pravidel a za předpokladu, že podnik se chystá pokračovat ve své podnikatelské činnosti. Metoda substanční hodnoty je založena na informacích pocházejících z účetnictví podniku. Odhadce prochází jednotlivé části a ty znovu oceňuje. Výsledkem je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů. Hodnotou lze zjistit, kolik finančních prostředků by bylo třeba na založení podobného podniku. Hlavní důraz je kladen na užitnou hodnotu jednotlivých částí majetku (Kislingerová, 2001).

Náklady na opětovné pořízení lze zjistit následujícími způsoby:

1) Indexovou metodou

Vychází se z historických cen upravených vhodným cenovým indexem k datu ocenění (např. index životních nákladů).

2) Přímým zjišťováním cen

Odvozují se ceny z podkladů výrobců (ceníky, kalkulace, ...)

3) Oceňování podle zvolené jednotky

Princip je podobný jako u bodu 2, ceny se ovšem přepočítávají na zvolenou jednotku (čtverečný metr).

4) Funkční zjišťování cen

Kombinace všech předešlých metod.

Výpočet a použití substanční hodnoty

Výpočet vychází z rozvahy. Základním principem výpočtu je sečíst stála a oběžná aktiva. Od tohoto mezisoučtu se následně odečtou celkové cizí zdroje (Kislingerová, 2001).

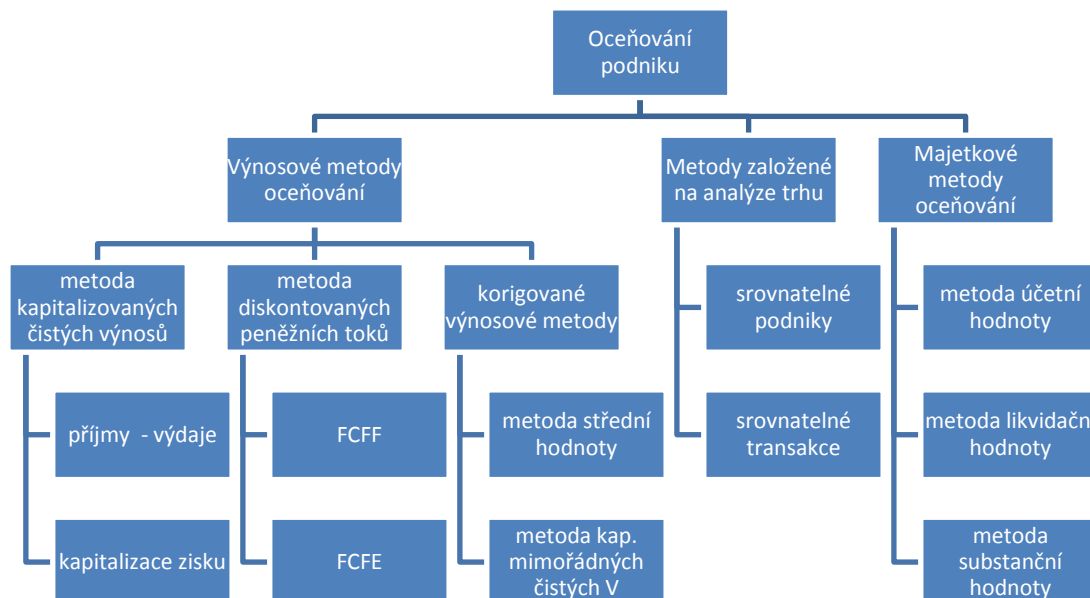
1. Stálá aktiva
 - a. Pozemky a komunikace +
 - b. Budovy a stavby +
 - c. Finanční investice +
2. Oběžná aktiva
 - a. Zásoby +
 - b. Pohledávky +
 - c. Peníze +

= BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (aktiva celkem)
3. Cizí zdroje celkem
 - a. Krátkodobé závazky -
 - b. Dlouhodobé závazky -
 - c. Rezervy -

= NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (vlastní kapitál v tržní hodnotě)

Metoda substanční hodnoty se používá v podnicích, které nemají vyjasněný podnikatelský záměr nebo podnik vlastní specifická aktiva, která nelze využít pro jiný účel (Mařík, 2011).

Oceňování podniku je zobrazeno na obrázku 4.



Obr.4: Oceňování podniku

Zdroj: Vlastní zpracování (Kislingerová,2001)

3.2 Moderní metody oceňování podniku

Podle Maříkové (2001) lze za moderní metody považovat ekonomickou přidanou hodnotu (EVA) a tržní přidanou hodnotu.

3.2.1 Ekonomická přidaná hodnota - EVA (Economic value added)

Ekonomickou přidanou hodnotu lze v oblasti metod oceňování chápat jako velký pojem. Výpočet tohoto ukazatele je značně složitý, ale výsledek zobrazuje mnoho výhod. Hlavní výhodou je spojení hospodářského výsledku s velikostí rizika, které je spojováno s dosažením daného výsledku. Jako velkou přednost lze chápat použití ukazatelů finanční analýzy, což znamená, že účetní hospodářský výsledek lze použít pro ocenění podniku. Podle Pavelkové a Knápkové (2012) je možné pomocí ukazatele EVA měřit příspěvek společnosti svými aktivitami ke snížení či zvýšení hodnoty pro vlastníky podniku.

EVA vykazuje schopnost vyrovnat se s nedostatky jiných výnosových ukazatelů (např. rentabilita aktiv nebo rentabilita vlastního kapitálu), kde hrozí kromě jiných zkreslení ovlivnění vykázaného zisku pomocí rozličných účetních postupů i ignorování časové hodnoty peněz a rizika. (Mařík 2011)

Ukazatel lze vyjádřit vzorcem (6):

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

kde: NOPAT.....zisk z hlavní operativní činnosti
 Ckapitál vázaný v aktivech v hlavní operativní
 činnosti
 WACC.....průměrné vážené náklady na kapitál

Podle Pavelkové (2009) lze zvolit jiný způsob, jak vyjádřit hodnotu ekonomické přidané hodnoty, a to podle vzorce 7:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (7)$$

kde: RONA.....rentabilita čistých aktiv

3.2.2 Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added)

Tržní přidanou hodnotu lze chápat jako rozdíl tržního ohodnocení majetku, který byl do společnosti vložen a kótován na akciovém trhu a souhrnem účetní hodnoty, která se týká veškerého investovaného kapitálu a závazků. V případě tohoto ukazatele je přijatelná co možná nejvyšší výsledná hodnota. MVA nelze určit na úrovni strategické obchodní jednotky a nelze ji vypočítat ani pro společnost, která se nepohybuje na veřejném akciovém trhu.

3.2.3 Total Shareholder Return – TSR

Ukazatel dokáže měřit změny bohatství akcionářů v daném období. TSR odpovídá pojetí vnitřního výnosového procenta a je funkcí vyplacených dividend a zvýšení nebo snížení ceny akcie na konci období v porovnání se začátkem období. Hodnotu TSR lze zjistit dle vzorce 8:

$$TSR = \text{změna hodnoty akcií} + \text{dividenda} \quad (8)$$

4 Generátory hodnoty podniku

Mezi plánováním jako dílčí podnikovou aktivitou a plánováním pro účely oceňování se realizují určité rozdíly. V kontextu podnikového plánu je třeba pracovat s vysokým množstvím faktů dle důležitosti. Při plánování pro oceňování se vychází z generátorů hodnoty, které disponují zásadním vlivem na stanovení výsledného ocenění podniku (Mařík, 2011).

Přítom zastoupení konkrétních veličin není přijímáno v jednoznačné shodě. V uchopení různých autorů je tak nazíráno na proměnné determinující hodnotu podniku různorodě. Názory se odlišují v tom, se kterými generátory hodnoty by mělo být pracováno a které by se měly plánovat.

Mařík (2011, s. 125) jako významný český odborník na předmětnou problematiku definuje generátory hodnoty podniku v podobě „*souboru několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.*“

Jako hlavní silná stránka generátorů hodnot bývá obecně vymezována skutečnost, že umožňují manažerům a pracovníkům podniku porozumět relevantním faktorům, které se podílejí na vytváření a maximalizaci hodnoty podniku. Rovněž je možné porozumět příčinám podnikové výkonnosti se zohledněním jejího vývoje.

Management je schopen s pomocí generátorů hodnot určit příležitosti, které vytvářejí hodnotu a zaměřit se na ně při své další činnosti. Ve vztahu k alokaci zdrojů je tak možné situovat disponibilní zdroje do oblastí tvorby hodnoty nebo alternativně zamezit využívání omezených a vzácných zdrojů v těch oblastech, které hodnotu nepřinášejí. Jedná se tak o zajištění efektivního využívání zdrojů s účelem jejich odpovídajícího zhodnocení (Mařík, 2011).

Za klíčový atribut úspěchu lze považovat správné definování generátorů hodnoty. Jedná se o zásadní krok, které předjímá úspěch celého procesu. Mařík (2007) poskytuje pravidla pro validní zajištění procesu v podobě navzájem provázaných činností:

- Návaznost určení jednotlivých generátorů hodnoty na tvorbu hodnoty podniku.
- Identifikace generátorů hodnoty napříč celým podnikatelským subjektem.
- Měření a definování generátorů ve vyjádření finančním a hodnotovém.
- Návaznost na strategii podniku a dlouhodobě udržitelný růst.

- Komparace posouzení generátorů hodnoty s jinými podniky v pozici konkurentů (v časovém sledu).

Pokud by nebyl daný postup dodržen a generátory hodnoty byly chybně určeny, pak může management přijmout chybné závěry při svém rozhodování, což může vykazat zásadní vliv na hodnotu podniku. Riziko je obzvláště významné v situaci, kdy jsou generátory využívány při strategickém řízení podniku, které přijímá pro rozhodování dlouhodobé hledisko a ovlivňuje tak samotnou další existenci podniku na trhu (Mařík, 2007).

Každý podnik by měl disponovat přesným určením svých vlastních klíčových generátorů, které jsou důležité právě pro něj. Tato skutečnost reflektuje možnou situaci, kdy dva podniky působící ve stejném odvětví, mohou mít generátory hodnoty naprosto odlišné.

Generátory samotné jsou na základě vymezených skutečností takové veličiny, které zásadním způsobem ovlivňují a podmiňují hodnotu podniku. Podle Marka (2009) se jedná zejména o:

- 1) tempo růstu tržeb,
- 2) ziskovou marži,
- 3) obrátkovost složek pracovního kapitálu,
- 4) investice do dlouhodobého majetku,

Odlišné vymezení generátorů poskytuje Mařík (2011), který nabízí celkem sedm komponent, z nichž první čtyři představují přímé generátory hodnoty, zatímco tři další tvoří součást oceňování:

- 1) tržby a jejich růst,
- 2) provozní zisková marže,
- 3) investice do pracovního kapitálu,
- 4) investice do dlouhodobého provozního majetku,
- 5) diskontní míra,
- 6) způsob financování,
- 7) doba, po kterou je předpokládána existence podniku.

4.1 Tempo růstu tržeb – vývoj tržeb od minulosti po budoucnost v %

Podle Maříka (2011) jsou tržby zcela zásadní veličinou, ze které je vytvářen výsledný zisk v podobě kladného hospodářského výsledku. Tržby od odběratelů jsou současně dominantním příjmem podniků. Pokud by měl být dekomponován zisk, pak se dá ovlivnit právě výší generovaných tržeb nebo náklady (které snižují tržby ve výsledný zisk). Tržby samotné jsou součástí výkazu zisku a ztráty. Jsou tvořeny položkami:

- Tržby za prodej zboží.
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.
- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.
 - Tržby z prodeje dlouhodobého majetku.
 - Tržby z prodeje materiálu.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu ovšem nejsou výnosy z hlavní hospodářské činnosti podniku. Projekce budoucích tržeb by přitom dle Maříka (2011) měly tvořit výsledek realizovaných strategických analýz. Ty ovšem nemusejí být stoprocentně definitivní, protože zohledňují pravděpodobný vývoj na trhu a rovněž nezvažují kapacitní možnosti podniku.

Nejedná se tak o rozhodování za podmínek jistoty, ale rizika, kdy se pouze odhadují určité pravděpodobnosti dalšího vývoje. Pro odhad je tak vhodné vycházet i z analýzy minulého vývoje tržeb, analýzy časových řad nebo regresní analýzy (Mařík, 2011).

I podle Mariniče (2008) jsou jedním z nejdůležitějších zdrojů zisku tržby. Právě tržby jsou výsledkem úspěšné obchodní politiky. O prodeji výrobků a služeb rozhodují následující aktivity:

- **Image značky (brand-building)**

Jedním z hlavních cílů, které jsou spojeny s budováním pozitivního obrazu firmy a vnímání značky, je prosazení firemního jména, značky, sloganu či symbolů do povědomí zákazníků i celého trhu. Marinič (2008) rozděluje image značky na následující komponenty:

- *loajalita značce* (měření oddanosti zákazníka ke značce)
- *uvědomování si značky* (vybavení si pomocí asociace s konkrétním produktem konkrétní značku)
- *vnímání kvality* (vnímání konkrétního produktu jako synonymum kvality k ostatním užitným parametrům variantního produktu)
- *asociace značky* (identifikace konkrétní značky do vnitřního povědomí zákazníka)

Věrnost značce lze měřit různými kvalitativními způsoby. Nejvíce používanými technikami jsou interviu a průzkumy mínění zákazníků. K měření vnímání kvality se používají kvalitativní metody. K budování značky se v praxi přistupuje jako k tvorbě aktiva. Přínos značky lze vykalkulovat.

- **Řízení přínosů ze zákaznického portfolia (customer equity building)**

Customer equity building Marinič (2008) člení do tří komponent:

- Value equity (objektivní vnímání a hodnocení zákazníka v souvislosti s nabízenou cenou)
- Brand equity (subjektivní a psychologické zhodnocení zákazníka prostřednictvím nabízené a zákazníkem vnímané hodnoty)
- Retention equity (přilnutí zákazníka ke značce pocházející z jeho subjektivního vnímání i objektivního hodnocení značky jako takové)

- **Řízení hodnoty zákaznického portfolia (customer value management)**

Řízení hodnoty zákaznického portfolia vyjadřuje hodnotu výrobků pro zákazníka pomocí cen a užitných parametrů konkrétního výrobku či služby. Hlavním cílem analýzy je definování závislosti změny tržního postavení firmy v důsledku změny ceny produktu a kvality vnímané zákazníkem. Pro hodnocení dvou konkurenčních firem je možné použít dvouosý graf, kde na jedné ose jsou údaje o ceně a na druhé ose je vnímaná kvalita produktu či služby. Každý produkt je ohodnocen pomocí bodové hodnoty ceny a kvality, která je vyjádřena procentem. Tento rastr lze též použít ke srovnání skutečnosti a očekávání zákazníka.

- **Loajalita zákazníka**

Loajalita zákazníka je jedním z důležitých nástrojů tvorby výsledné hodnoty firmy. Pokud firma nedokáže zabránit ztrátě zákazníků, je dopad na výkonnost firmy z dlouhodobého hlediska významný.

4.2 Zisková marže

Zisková marže vyjadřuje podíl provozního výsledku hospodaření na celkových výnosech a výkonech (Marek, 2009). Dá se tak vyjádřit jako podíl hrubého zisku a výnosů (hrubá zisková marže) nebo podíl čistého zisku a výnosů (čistá zisková marže). Hrubá zisková marže je přitom ukazatelem ziskovosti z primární činnosti podniku. V tomto pojetí lze identifikovat paralelu s ukazatelem rentability tržeb, který rovněž hodnotí výsledný získaný efekt (zisk) z celkových generovaných výnosů podniku v podobě tržeb.

Zisk v podobě hospodářského výsledku podniku je z tržeb vytvořen prostřednictvím srovnání výnosů a nákladů v rámci výkazu zisku a ztráty, kde výsledek může být kladný (zisk) nebo záporný (ztráta). Jde o ukazatel tokový, který se zakládá na aktuálním principu a vyjadřuje vztah mezi výnosy a náklady k určitému časovému momentu.

V rámci finančních výkazů je možné se setkat s více formami výsledku hospodaření, které je třeba vymezit, protože s některými z těchto forem bude v rámci generátorů hodnoty pracováno. Zpravidla se dle Kaloudy (2015) aplikuje členění dle anglosaské teorie a praxe s nejčastěji aplikovanými kategoriemi zisku na základě Kisligerové (2010).

- EAT (Earnings After Taxes) – čistý zisk jako čistý výsledek hospodaření podniku po zdanění.
- EBT (Earnings Before Taxes) – zisk před odečtením daní, který měří efekt podnikatelské činnosti v abstrahování od způsobu financování a zdanění.
- EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) – zisk před odečtením úroků a daní.
- EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization) – zisk před odečtením odpisů, úroků a daní. Odpisy přitom v kontextu již uvedeného nepředstavují peněžní výdaj, ale zahrnují opotřebení majetku, které se s výdaji nepřímo pojí.

Strukturu kategorií zisku přehledně zobrazuje tabulka 2.

Tab. 2: *Strukturování kategorií zisku*

Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)
+ daň z příjmů za mimořádnou činnost
+ daň z příjmů za běžnou činnost
= Zisk před zdaněním (EBT)
+ nákladové úroky
= Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)
+ odpisy
= Zisk před úroky, odpisy a zdaněním (EBITDA)

Zdroj: Kislingerová (2010)

Podle Mariniče (2009) je celý hodnotový řetězec ovlivňován vnějšími i vnitřními faktory, a to jak v pozitivním i negativním smyslu, které představují podnikatelské riziko. Úspěšnost firmy závisí na vysoké prodejnosti produktů či služeb, kterými zákazníci uspokojují své potřeby a za které jsou zákazníci ochotni zaplatit adekvátní cenu ve formě peněz. Pro celý tento proces je důležitá finanční rovnováha. Tuto rovnováhu lze algebraicky vyjádřit pomocí vzorce 9.

$$\begin{aligned}p * q &= Z + FN + (v * q) \\0 &= (p * q) - FN - (v * q) \\FN &= (p * q) - (v * q) \\FN &= q * (p - v) \\q &= \frac{FN}{p-v}\end{aligned}\tag{9}$$

kde: p.....cena produktu
q.....objem prodeje
Z.....zisk
FN.....fixní náklady
v.....variabilní náklady

Největší riziko, které zásadně ovlivňuje tržby, je spojeno s prodejem. Pokud je úroveň tržeb nedostatečná, dochází k porušení finanční rovnováhy, což zapříčiňuje platební neschopnost, předlužení a nestabilitu. K měření provozního rizika lze využít analýzu bodu zvratu.

Zisk lze podle Mariniče (2009) chápat jako východisko pro měření rentability veškeré podnikatelské činnosti. Tvorba zisku je přímo závislá na tržbách a nepřímo úměrná k nákladům. Tento vztah vyjadřuje analýza ukazatelů výkazu zisku a ztrát. Du Pont koncept měření rentability investovaného kapitálu (ROI) je jedním z východisek pro měření investiční návratnosti projektu. Vypočítá se dle vzorce 10:

$$ROI = \frac{V_e - V_i}{V_i} \quad (10)$$

kde: ROI.....návratnost investice
V_e.....hodnota ekonomických přínosů plynoucích z investice
V_i.....hodnota investovaného kapitálu

V praxi lze tento koncept vyjádřit jako **rentabilitu aktiv** (ROA). Rentabilita aktiv vyjadřuje výdělečnou schopnost vloženého kapitálu. Rentabilita aktiv dle Růčkové (2010, s. 52) „odráží celkovou výkonnost kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly podnikatelské činnosti financovány.“ ROA lze vypočítat pomocí vzorce (11):

$$ROA = \frac{ZUD}{Aktiva\ celkem} \quad (11)$$

kde: ZUD.....zisk před odpisy a zdaněním

Celkovou rentabilitu lze zapsat pomocí vzorce (12):

$$ROA = \frac{Z+U(1-t)}{\text{aktiva celkem}} \quad (12)$$

kde: Z..... čistý zisk po zdanění
U..... nákladové úroky daného období
t..... sazba daně z příjmů

Pomocí rentability vlastního kapitálu (ROE) lze vyjádřit míru zhodnocení vlastního kapitálu. Ukazatel ROE umožňuje srovnávat výkonnost vlastního kapitálu ve srovnání s výnosností celkového kapitálu. Ve výpočtu je dán do vzájemného poměru zisk po zdanění (ve vyjádření EAT) oproti celkovému objemu vlastního kapitálu. Oproti rentabilitě aktiv je výpovědní hodnota zaměřena úžeji na vlastníky, kteří tak mohou posoudit výnosnost své investice vložené do podniku ve formě vlastního kapitálu. Obecně tak lze říci, že pro investory vystupuje jako atraktivnější ten podnik, který je schopen generovat více hodnoty z vloženého kapitálu na základě vyšších hodnot ROE (Grünwald, 2007).

Tento ukazatel lze vyjádřit pomocí vzorce (13):

$$ROE = \frac{\text{EAT}}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (13)$$

Rentabilita tímto hodnotí schopnost podniku zhodnocovat při realizaci podnikatelského záměru využívaná aktiva a zdroje. Nachází se zde soulad s vymezeným přístupem Maříka (2011), který uvádí dosahování zisku jako účel kombinace zdrojů a aktiv. Přitom se uplatňuje kritérium maximalizace (Sedláček, 2011), kdy je žádoucí dosahovat co nejvyšších hodnot všech dílčích ukazatelů rentability.

Ukazatelé rentability současně dle Kislingerové (2005) reprezentují jeden z nejsledovanějších ukazatelů, který informuje o efektu, jakého bylo dosaženo prostřednictvím využívaných aktiv a vloženého kapitálu.

Ačkoliv mají ukazatele rentability celkového a vlastního kapitálu vysokou vypovídací schopnost, trpí tyto ukazatelé určitými metodickými nedostatky. Podle Mariniče (2009) se jedná zejména o problémy:

- časovosti (timing problem) – diverzifikace vloženého kapitálu v rámci konkrétní investice není rovnoměrná,
- rizikivosti (risk problem) – nelze bez podrobnější analýzy určit míru finančního rizika,
- problém oceňování (value problem) – v účetních výkazech využívány účetní ceny, ne tržní.

Sedláček (2011) chápe ukazatele rentability jako určité síto, jež zachytí oblasti vyžadující hlubší analýzu. Pokud je tak identifikována relativně nízká rentabilita (např. ve srovnání s konkurenčními podnikatelskými subjekty), pak by se měl výzkumník ptát, čím je tato nízká rentabilita způsobena a co by mohlo být učiněno pro navýšení její hodnoty. Právě možnost komparace pak zastupuje silnou stránku ukazatelů rentability, kdy se běžně aplikují pro srovnání podniků v rámci odvětví.

4.3 Obrátkovost složek pracovního kapitálu

Jedná se obrátkovost hlavních složek pracovního kapitálu, především pohledávek, zásob a krátkodobých závazků. Generátor hodnoty by měl mít povahu poměrového ukazatele. Často si lze vystačit s procentními podíly složek na celkových tržbách a výnosech podniku. Další možností, která je považována za vhodnější, je použít dobu obratu těchto položek (Marek, 2009).

Obrátkovost se vyjadřuje pomocí ukazatelů aktivity. Nad rámec obrátkovosti složek pracovního kapitálu bude věnován ohled i zhodnocení obrátkovosti aktiv celkových a dlouhodobých. Aktivita samotná vymezuje schopnost podniku využívat aktiva pro jejich efektivní zhodnocení (Strouhal, 2006).

Každý podnikem využívaný majetek by měl být optimálně zapojen do výroby nebo obchodování, aby se maximalizovala tvorba hodnoty připadající na jednotku aktiva. Jednotlivé ukazatele aktivity tímto dávají do poměru různá aktiva a tržby. Ve vztahu ke generování hodnoty pak může docházet k držbě aktiv vyšší, než je potřeba (výskyt tzv.

aktiv mrtvé váhy, které se nikterak nepodílejí na příjmech) nebo držbě aktiv nižší, než je potřeba (Strouhal, 2006).

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (14)$$

Obrat celkových aktiv se podle Sedláčka (2011) vyčísluje jako počet obrátek celkového majetku oproti tržbám. Při dosažení stavu doby obratu > 1 je identifikována schopnost podniku přinášet na jednotku aktiva vyšší tržby než tvoří objem těchto aktiv (každá 1 Kč vložená do aktiv tak přinese hodnotu vyšší, než 1, což je příznivou informací pro případné investory zvažující záměr investičního vstupu do podniku).

$$\text{Obrat dlouhodobých aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobá aktiva}} \quad (15)$$

Hodnoty nižší, než jedna naopak indikují znehodnocení aktiv v podobě již vymezeného držení objemu aktiv mrtvé váhy. Rovnost jedné pak značí vzácný stav, kdy se zhodnocení právě rovná hodnotě aktiv. Pro vyhodnocení obratu dlouhodobých aktiv se uplatňují měřítka analogická představenému vyhodnocení obratu aktiv celkových. Navíc je však třeba reflektovat hrozbu opotřebení dlouhodobých aktiv při jejich vysoké obrátkovosti s případnou nutností vynaložení obnovovacích investic (Sedláček, 2011).

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} \quad (16)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/365} \quad (17)$$

Zásoby jsou obecně náročnou veličinou pro stanovení optimální hodnoty, obrátkovosti a doby obratu. Z těchto důvodů není pro obrat zásob a dobu obratu zásob stanovena optimální hodnota jako v případě ukazatelů předešlých. Vždy záleží na specifických podmínkách konkrétního podniku. Obrat zásob v tomto ohledu vyjadřuje počet

transformací zásob do jiných forem oběžného majetku až po konečný odprodej nebo spotřebu a zajištění opětovného nákupu zásob (Blaha, 2006).

Doba obratu zásob určuje počet dnů, po které jsou zásoby v podniku vázány v již identifikovaných ostatních formách. „Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo do doby jejich prodeje.“ (Kislingerová, 2010, s. 94)

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Obchodní pohledávky}}{\text{Tržby}/365} \quad (18)$$

Doba obratu pohledávek se váže ke vztahu podniku s odběrateli, a to s udáním doby, po kterou v průměru zdržují odběratelé splatnost pohledávky v podobě držení inkasa. Jedná se tak o dobu od poskytnutí produktů a služeb až po zaplacení pořizovací ceny (Blaha, 2006).

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky vůči dodavatelům}}{\text{Tržby}/365} \quad (19)$$

Doba obratu závazků se zaměřuje na vztah podniku a dodavatelů s vymezením doby, za kterou podnik uhradí dodavatelům za poskytnuté výrobní faktory v podobě čerpaných vstupů. Růčková (2010) v tomto kontextu hovoří o určení platební strategie zastávané podnikem vůči dodavatelům.

Ukazatel doby obratu závazků se vždy vyhodnocuje společně s dobou obratu pohledávek, kdy je stanoveno doporučení k udržování kratší doby obratu pohledávek oproti době obratu závazků, přičemž tak podnik využívá výhodnější pozice delší doby jako dlužníka s výhodou dispozice krátkodobým neúročeným kapitálem k financování podnikatelského záměru (Marinič, 2008).

$$\text{Obchodní deficit} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Tržby}/365} - \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Tržby}/365} \quad (20)$$

Čižinská (2010) vyjadřuje uvedený vztah obou ukazatelů v podobě jednoho výpočtu obchodního deficitu, který říká, zda podnik úvěruje své odběratele nebo naopak využívá kapitál od dodavatelů jako zdroj financování. Tento vztah vyjadřuje vzorec (20).

4.4 Investice do dlouhodobého majetku

Investice dle Polácha (2012) jsou jedním z nejdůležitějších faktorů, které ovlivňují ekonomický rozvoj podnikatelských subjektů a ekonomiky vůbec. Investice z hlediska podniku slouží k tvorbě kapitálu na potenciální produkt. Každý podnik očekává od investice tvorbu zisku. V praxi to znamená, že by měly být náklady na investici nižší než příjmy plynoucí z investic. Míru investic ovlivňuje několik faktorů:

- tempo růstu HDP,
- výše úrokových sazeb,
- celkové daňové zatížení podnikatelských subjektů,
- míra jistoty očekávaných výnosů.

Investice lze třídit podle Polácha (2012) z několika různých hledisek:

- podle směru investování (výrobní, nevýrobní),
- podle charakteru reprodukce konstantního kapitálu (obnovovací, rozvojové),
- podle vnitřního složení investic (stavební, strojně-technologické),
- podle vlastnictví (investice do soukromého sektoru, státního sektoru, družstevního sektoru, investice obyvatelstva).

Podle Maříka (2011) není tvorba tohoto generátoru jednoduchá, protože investice ve většině případů nejsou plynulé, pravidelné a obtížně se odhaduje jejich velikost. V publikaci jsou uvedeny tři možné varianty k plánování investic:

1) Globální přístup

Globální přístup pracuje s koeficientem náročnosti tržeb na investici brutto. Tento poměr je určen investicemi brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami, případně výkony.

2) Přístup podle hlavních položek

Přístup podle hlavních položek je vhodný pro určení investic do blízké budoucnosti. Jako podklad pro odhad investic jsou investiční plány, které jsou sestaveny na základě reálných možností podniku, který je oceňován.

3) Přístup založený na odpisech

Přístup založený na odpisech pracuje s teorií, kdy podnik provádí investice alespoň do výše odpisů, aby mohl dlouhodobě fungovat (Mařík, 2011).

4.5 Čistý pracovní kapitál

Kislingerová (2001) považuje čistý pracovní kapitál za rozdílový ukazatel ve finanční analýze. Lze ho vyjádřit podle vzorce (25):

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (25)$$

Pokud se použije čistý pracovní kapitál jako generátor hodnoty podniku, je třeba provést dané úpravy. Nejdříve je třeba vymezit ty položky pracovního kapitálu, které jsou provozně nutné k podnikatelské činnosti. Krátkodobé závazky se ponížují o položky krátkodobých bankovních úvěrů a finanční výpomoci. K takto opravenému čistému pracovnímu kapitálu se na závěr přičítá položka časového rozlišení ostatních aktiv a odečítá časové rozlišování ostatních pasiv (Mařík, 2011).

Na analýzu generátorů hodnoty podniku navazuje výnosové ocenění podniku. Generátory jsou vyjadřovány pomocí poměrových ukazatelů stejně jako u finanční analýzy podniku. Položky je nutné upravit oproti položkám z účetních výkazů. Jedná se především o tyto úpravy:

- majetkové i výsledkové položky (položky týkající se pouze hlavního provozu podniku)
- měly by být vyloučeny mimořádné a jednorázové vlivy.

Ke generátorům hodnoty podniku je důležité shromáždit další nezbytné informace, aby bylo možné sestavit kompletní finanční plán (rozvaha, výsledovka, výkaz peněžních toků). Dále je pak možné přistoupit k vlastnímu ocenění (Marek, 2009).

5 Představení společnosti Granát, d. u. v., Turnov

Družstvo Granát Turnov má dlouholetou tradici výroby šperků s českými granáty. Družstvo vzniklo sjednocením menších soukromých firem zlatníků v roce 1953, kdy se pracoviště družstva nacházela v různých místech v blízkém i dalekém okolí Turnova, např. v Českém Dubu, Dolním Bousově, Lomnici nad Popelkou a v Rovensku pod Troskami. V roce 1957 se začalo s výstavbou nové provozní budovy v Turnově na Výšince z důvodu rozmístění provozoven a dílen.



Obr. 5: Logo společnosti

Zdroj: Granát Turnov (2017, online)

V roce 1959 se začala výroba soustřeďovat do nových prostor. V roce 1961 došlo ke sloučení družstev Granát, d. u. v. Turnov a Precious Turnov. Družstvo Granát vyrábělo šperky, družstvo Precious sdružovalo brusiče kamenů. Nové družstvo, nesoucí název Granát, družstvo umělecké výroby, Turnov, zajišťovalo výrobu nejen stříbrných a zlatých granátových šperků, ale také produktů s přírodními i syntetickými kameny. Základní identifikaci společnosti tvoří (Rejstřík firem 2017, online):

Obchodní společnost:	Granát, družstvo umělecké výroby Turnov
Právní forma:	družstvo
Spisová značka:	DrXVIII 390 vedená u Krajského soudu v Hradci Králové
Datum zápisu:	14. ledna 1953
Identifikační číslo:	00030091

Sídlo: Výšinka 1409, 511 01 Turnov
Základní kapitál: 1,8 milionů Kč

Granát, d. u. v., Turnov je dnes největším výrobcem originálních šperků s českými granáty. Báňský úřad Most vydal Granátu, d. u. v., Turnov povolení k těžbě suroviny, aby bylo možné zajistit dostatečné množství českého granátu. Poté se stalo družstvo vlastníkem jediných dolů pro těžbu granátové suroviny, které se nacházejí v Podsedicích na Litoměřicku a v lokalitě Vestřev na Trutnovsku. Tato investice zajistila družstvu jistotu získávání jedinečné suroviny, která je pro produkci šperků nezbytná.

Družstvo v roce 1992 úspěšně prošlo transformací a stalo se družstvem vlastníků, které soustřeďuje zlatníky a brusiče kamenů. Kromě své sítě prodejen má tento subjekt řadu obchodních partnerů v České republice i zahraničí, šperky se tedy prodávají nejen v České republice, ale i na ostatních kontinentech světa.

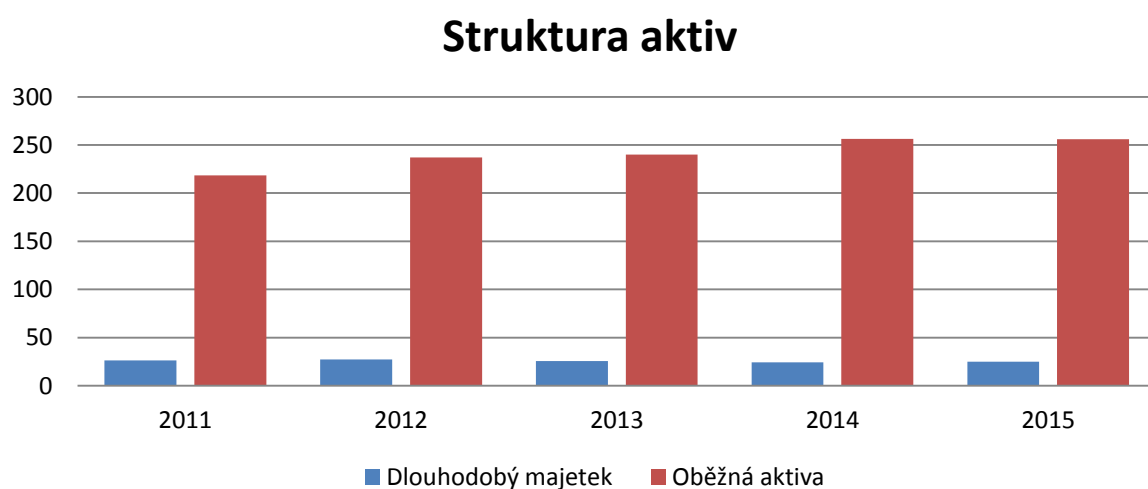
Široká nabídka šperků v sobě zahrnuje největší kolekci originálních šperků s českými granáty jak ze zlata, tak i ze stříbra. Kolekci tvoří modely, které navazují na historickou tradici, ale i nové módní designy, které přibližují tradiční šperky mladší generaci zákazníků a kombinují tedy tradice s módními směry současné doby. Družstvo spolupracuje se současnými designéry a nabízí ve své produkci také kolekci módních trendových modelů.

Družstvo granát je majitelem ochranných známek Český granát, Český granátový šperk. Družstvo je zapsáno v obchodním rejstříku, který je veden Krajským soudem v Hradci Králové, oddíl DrXVIII, vložka 390. Předmět podnikání dle výroční zprávy je vymezen takto:

- umělecko-řemeslné zpracování kovů,
- výroba slitin drahých kovů pro klenotnické účely,
- broušení technického a šperkového kamene,
- výrobky z kovů, dřeva a skla,
- velkoobchod,
- specializovaný maloobchod,

- hornická činnost,
- zlatnictví a klenotnictví,
- provozování kulturních a kulturně vzdělávacích zařízení.

V této kapitole je také představen vývoj položek základních účetních výkazů – rozvahy, výkazu zisku a ztráty. Graficky tento vývoj zobrazují obrázky 6 a 7.

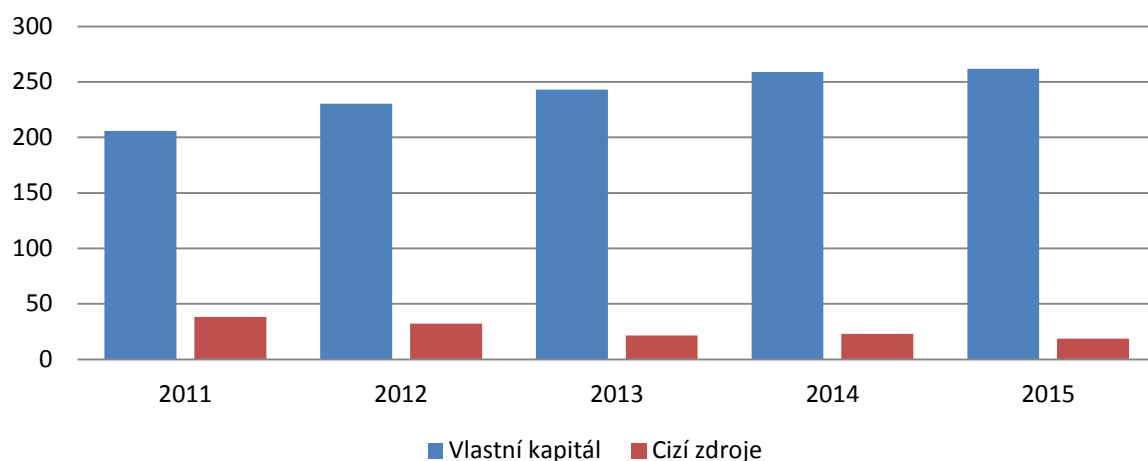


Obr. 6: Struktura aktiv v tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování z rozvahy podniku

Na obrázku 6 je zobrazen vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv v období 2011 – 2015. U aktiv převládá složka oběžných aktiv. Výše oběžných aktiv od roku 2011 do roku 2014 mírně vzrostla, v roce 2015 je zaznamenán pokles. Vývoj dlouhodobého majetku v časovém rozmezí 2011 – 2015 je poměrně stabilní.

Struktura pasiv

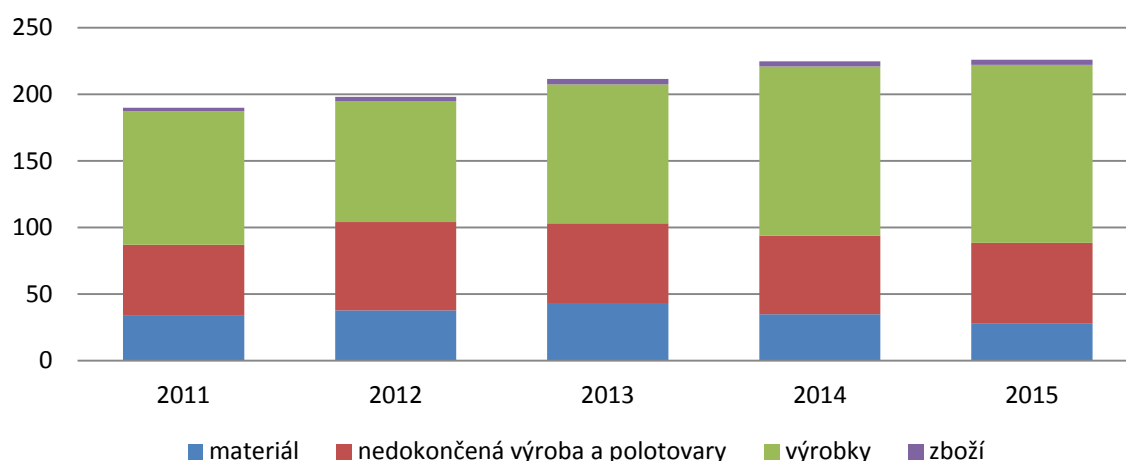


Obr. 7: Struktura pasiv v tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování z rozvahy podniku

Obrázek 7 zobrazuje vývoj vlastního kapitálu a cizích zdrojů, to vše opět ve stejném časovém období 2011 – 2015. Na první pohled je vidět výrazný rozdíl mezi dvěma složkami. Podnik hospodaří převážně s vlastním kapitálem. Cizí zdroje ve sledovaném období zaznamenávají pokles, pouze v roce 2014 je zaznamenán mírný růst ve výši 6,4 %.

Struktura zásob



Obr. 8: Struktura zásob v tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování z rozvahy podniku

Obrázek 8 zobrazuje strukturu zásob. Zásoby ve sledovaném období stále rostou. Největší podíl na zásobách mají výrobky, dále nedokončená výroba a polotovary, materiál a

nakonec zboží. Jedná se přitom o stav přirozený vymezenému charakteru realizovaného podnikatelského záměru, při kterém je třeba udržovat odpovídající stav zásob.

Obrázek 9 zobrazuje vývoj hospodářského výsledku. Nejvyšší hospodářský výsledek byl zaznamenán v roce 2012. Meziroční růst činil téměř 37 %. V roce 2012 byl velký boom ruské turistiky, a protože marketing před rokem 2010 dost mířil na ruskou klientelu, přineslo to své ovoce.

Po tomto roce přišla ukrajinská krize, téměř den ze dne z Čech zmizeli Rusové. Devalvace rublu, pád cen ropy, zpřísnění vízové povinnosti dle vedení podniku mohl zapříčinit pokles hospodářského výsledku. Nejnižšího hospodářského výsledku bylo dosaženo v roce 2015, kdy meziroční pokles činil 29,2 %.



Obr. 9: Vývoj hospodářského výsledku v tis. Kč

Zdroj: Vlastní zpracování z výkazu zisku a ztráty podniku

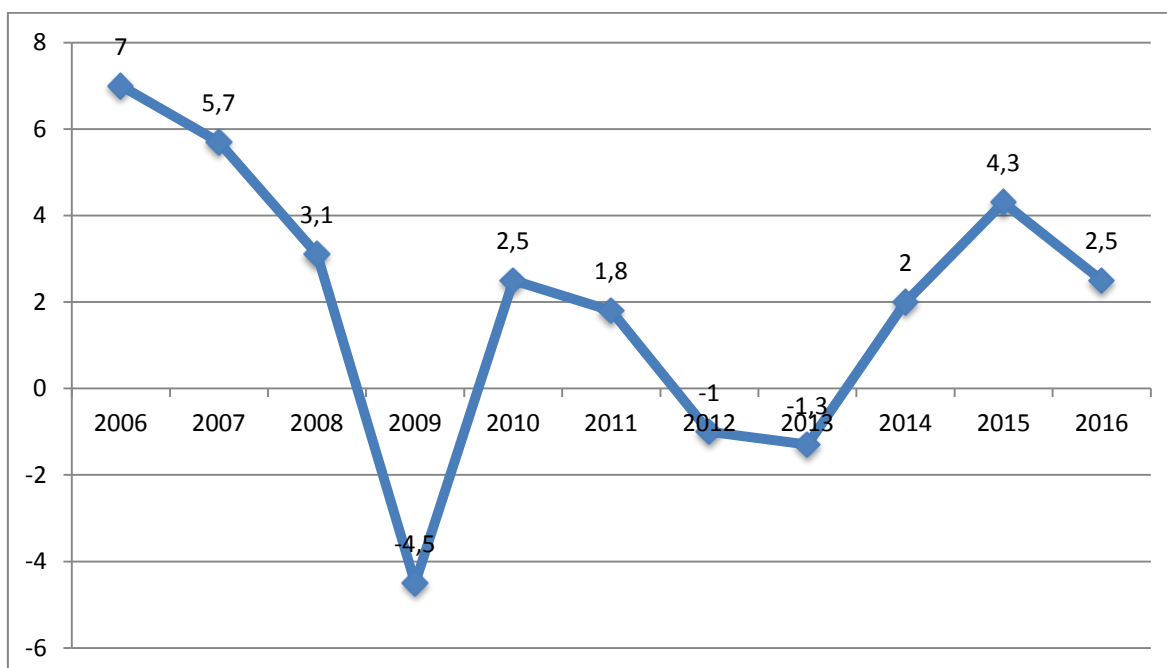
5.1 Analýza makroprostředí

Jak již bylo zmíněno, makroprostředí obsahuje politické, ekonomické, sociální a technologické vlivy. Z vlivů politických se daří v souladu s prezentovaným záměrem současné vládní koalice vylepšovat podnikatelské podmínky v podobě zatraktivňování podnikatelského prostředí, kdy se za minulý rok Česká republika posunula z 44. místa na

místo 36. v rámci vzájemného srovnání celkem 189 zemí (Ministerstvo průmyslu a obchodu 2016, online).

Obecně tak lze hovořit o příznivých tuzemských podmínkách pro podnikatelské subjekty, přičemž jsou však na druhou stranu zdůrazňovány některé přetrvávající nedostatky stran vysoké administrativní zátěže a vysokého zdanění.

Z faktorů ekonomických právě prochází tuzemské hospodářství růstovou etapou v souladu s pozitivně působícími vlivy růstu exportu a spotřeby domácností. Za rok 2015 tak hrubý domácí produkt vytvořil hodnotu 4 554 615 mil. Kč (Český statistický úřad 2017, online), přičemž růst za nejaktuálněji vyhodnocené období posledního čtvrtletí roku 2016 dosahuje 1,9 % (Český statistický úřad 2017, online). Vývoj hrubého domácího produktu ilustruje obrázek 10.



Obr. 10: Vývoj hrubého domácího produktu v %

Zdroj: Český statistický úřad (2017, online) a Kurzy (2017, online)

Růst spotřeby domácností je pak dle České národní banky (2017, online) způsoben zejména velmi nízkými hodnotami úrokových sazeb (2T Repo sazba 0,05 %, diskontní sazba 0,05 % a lombardní sazba 0,25 %).

Příznivým tempem se vyvíjí i inflace, která dosahuje průměrné hodnoty 0,7 % za rok 2016. Současně i do budoucna lze předjímat udržování míry inflace na nízkých hodnotách a to v souladu s vládním programem. Dochází také ke snižování nezaměstnanosti v souvislosti s identifikovaným růstem hrubého domácího produktu. Ukazatele zaměstnanosti a nezaměstnanosti zobrazuje tabulka 3, míru inflace ilustruje obrázek 11.

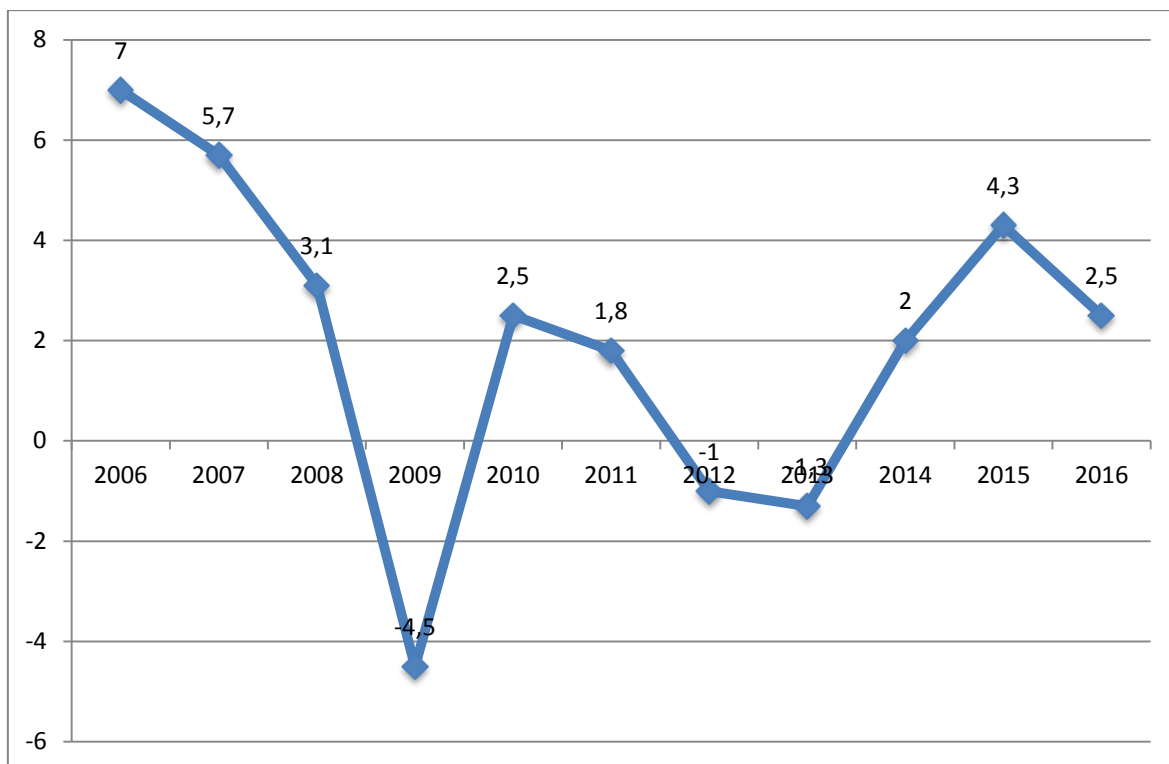
Tab. 3: Ukazatelé zaměstnanosti a nezaměstnanosti

Ukazatel	2015/4	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4
Míra zaměstnanosti (%)	56,8	57,0	57,4	57,7	58,1
Obecná míra nezaměstnanosti (%)	4,5	4,3	3,9	4,0	3,6
Míra ekonomické aktivity (%)	59,5	59,6	59,8	60,1	60,2

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Český statistický úřad (2017, online)

„Obecná míra nezaměstnanosti 15 – 64letých (podíl nezaměstnaných k ekonomicky aktivním, tj. součtu zaměstnaných a nezaměstnaných) očištěná od sezónních vlivů dosáhla v lednu letošního roku 3,5 % a meziročně se snížila o 0,9 procentního bodu. Míra nezaměstnanosti mužů očištěná od sezónních vlivů dosáhla 2,9 %, míra nezaměstnanosti žen 4,2 %.“ (Český statistický úřad 2017, online)

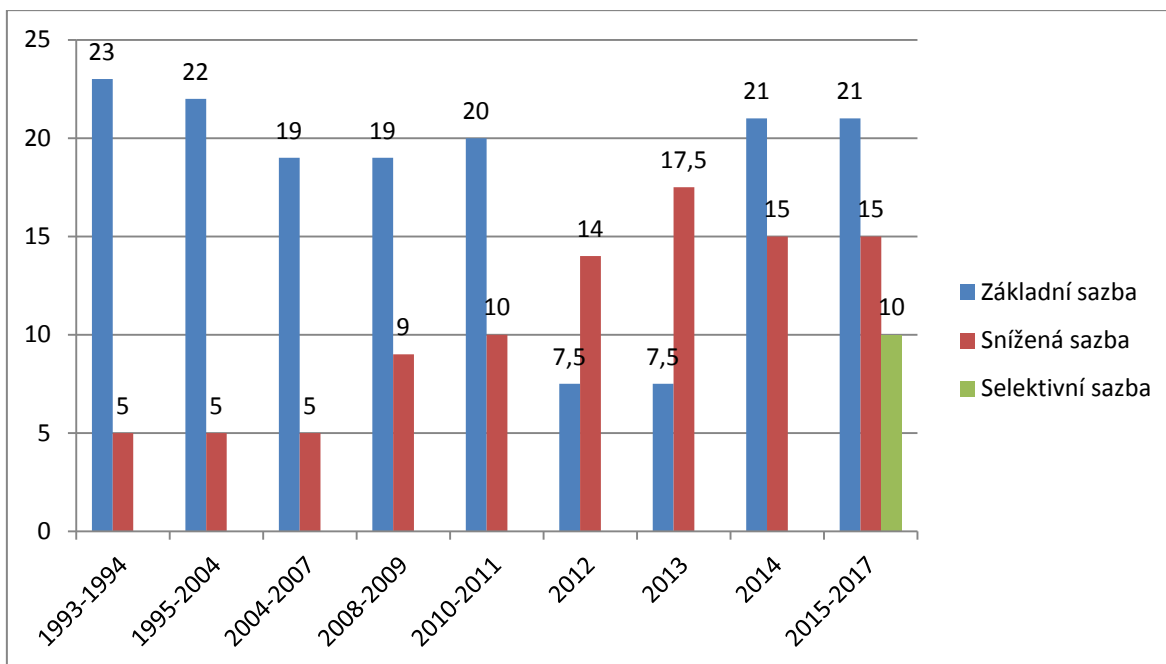
Rostoucí zaměstnanost však může vykazovat i negativní vliv, kdy v případě potřeby lidských zdrojů předmětným podnikem rostou mzdové náklady a celkově náklady na oslovení a přilákání nových pracovníků. Konkrétně v zaměření na mzdové podmínky vzrostla hrubá mzda za třetí čtvrtletí 2016 o 4,5 % a průměrná hrubá mzda v České republice pak činí 27 220 Kč. (Český statistický úřad 2017, online)



Obr. 11: Míra inflace v %

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Český statistický úřad (2017, online)

Negativní vliv ovšem vykazuje růst sazby daně z přidané hodnoty, která se dlouhodobě navyšuje, ač skrytě v rozložení na jednotlivé sazby. Dochází tak ke snižování koupěschopnosti obyvatelstva, která je o to více významná, o co více jde o pozici poskytovaných produktu v roli luxusních statků. Nově zavedená selektivní sazba (od roku 2015) pak nepřináší plošné snížení daňového břemene, ale pouze taxativní dopad na vymezené položky (Český statistický úřad 2017, online). Vývoj sazby daně z přidané hodnoty ilustruje obrázek 12.



Obr. 12: Vývoj sazby daně z přidané hodnoty (v %)

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Účetní kavárna (2017, online)

V rámci sociálních faktorů se v tuzemských podmínkách odehrávají zejména významné demografické změny s trendem stárnutí obyvatelstva s prodlužováním aktivní doby vykonávání pracovní činnosti. Současně se navyšuje počet tzv. „singles“, kteří se zajímají zejména o vlastní užitek s inklinací ke spotřebě luxusních produktů. Pozice člověka bez závazků pak posouvá průměrnou dobu pro uzavírání manželství, kdy se současně rodí děti stále starším párům. (Český statistický úřad 2017, online)

Rovněž narůstá vzdělanost obyvatel s vysokým zájmem o vysokoškolské vzdělání, kterým aktuálně disponuje 12,5 % obyvatel České republiky. Zejména více vzdělání pak zvažují investiční příležitosti, které jim může produktová nabídka předmětného podniku poskytnout. Vývoj vzdělanosti obyvatelstva zobrazuje tabulka 4.

Tab. 4: Vývoj vzdělanosti obyvatelstva

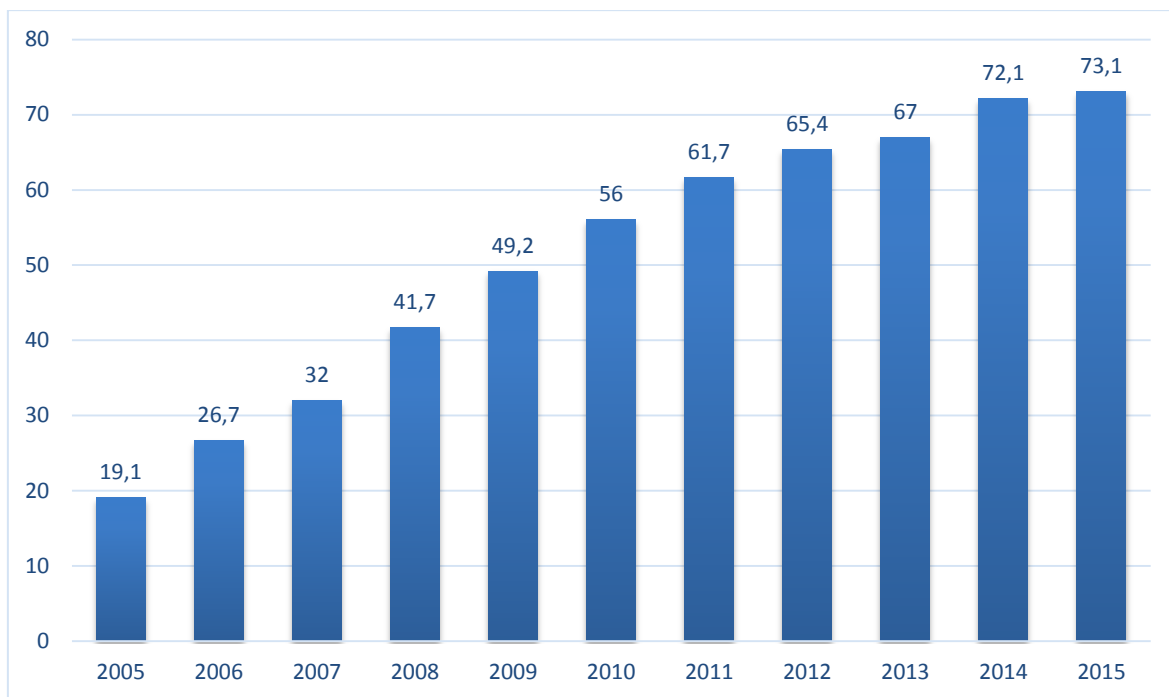
	Základní	Výuční list	Maturita	Vysoká škola	Bez vzdělání	Nezjištěno
1950	83	9,8	5,1	0,9	0,9	0,9
1961	80,4	7,7	9	2,2	0,3	0,4
1970	53,1	28,8	13,6	3,4	0,3	0,8
1980	44,6	32,4	17,1	5	0,3	0,6
1991	33,1	35,4	22,9	7,2	0,3	1,1
2001	23	38	28,4	8,9	0,4	1,3
2011	17,6	33	31,2	12,5	0,5	5,3

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Český statistický úřad (2017, online)

Mezi sociální vlivy lze také zahrnout rostoucí počet obyvatel a zvyšující se kupní sílu. Vzhledem k neustálému růstu příjmů obyvatelstva a měnícím se ekonomickým podmínkám skýtá investice do drahých kovů, šperků, jistou neprodělečnou investici, kde lidé mohou uložit svůj kapitál.

Na jistém předělu mezi faktory sociálními a technologickými se pohybují sociální sítě jako jeden z nejvýznamnějších současných trendů. Otevírá se tak prostor pro získání okamžité zpětné vazby a vzájemnou komunikaci mezi podnikem a potenciálním i současným zákazníkem. Tento trend je výrazně podpořen rapidně rostoucím počtem domácností s připojením k internetu, kdy se aktuálně jedná již o penetraci 73,1 % domácností. (Český statistický úřad 2017, online)

Trendy v aplikovaných technologiích podporují rostoucí využívání online sítí, a to včetně online distribučních kanálů. Nákup čehokoliv prostřednictvím internetu se stává nezbytnou novodobou normou, kdy je tento přístup zajištění online prodeje od podniků téměř automaticky očekáván a vyžadován. Podíl tuzemských domácností používajících internetové připojení ilustruje obrázek 13.



Obr. 13: Podíl tuzemských domácností s připojením k internetu v %

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě Český statistický úřad (2017, online)

5.2 Analýza mikroprostředí

Kapitola je rozdělena do dvou podkapitol. První se zabývá mikroprostředím z hlediska marketingu. Druhá kapitola se zaměřuje na finanční analýzu, která dle Kislingerové (2001) spadá také do mikroprostředí. Analýza je zaměřena na poměrové ukazatele, které budou následně využity v kapitole 6 Generátory podniku.

5.2.1 Mikroprostředí z marketingového hlediska

Vedení podniku rozhoduje o strategii podniku, klade důraz na efektivní řízení všech oddělení a na spolupráci s nimi. V družstvu Granát má tuto úlohu představenstvo složené z členů družstva, v čele je předseda představenstva.

Většina dolů, kde se český granát těží, je již dnes vyčerpána a je potřeba vynaložit značné prostředky na rekultivaci. Přírodní zdroj je neobnovitelný. Pokud se naleziště vyčerpá, vynaloží se finanční prostředky na hledání nového naleziště. Tyto povrchové doly, ať již zaniklé nebo funkční, zabírají velkou plochu země a zapříčiňují velký hluk a prach do přilehlých oblastí, což poškozují kvalitu životního prostředí.

Vyskytují se tak významné bariéry proti vstupů nových konkurentů do odvětví v návaznosti na nutnost navázat kvalitní odběratelské vztahy se současnými dodavateli. Vybudovat takové vztahy je však relativně náročné, kdy jsou kvalitní dodavatelé již „zabraní“ současně působícími podnikatelskými subjekty.

Konkurence je nepřitelem každého výrobce. Každý subjekt by měl sledovat svoji konkurenci, zkoumat její chování a záměry, a snažit se nabídnout svému spotřebiteli produkt ve stejné nebo lepší kvalitě. Konkurence v oblasti šperků je veliká, ovšem družstvo Granát vlastní svou ochrannou známku, která zaručuje svým spotřebitelům pravost a originalitu výrobku. Ke každému výrobku je přiložen certifikát pravosti. Konkurenční tlak vyvíjí i zahraniční firmy, které produkují šperky téměř totožné, ale používají napodobeniny českého granátu.

Konkurenční výhodu a předmět diverzifikace tak tvoří garance originality a kvality. Zákazník může od společnosti za rozumnou cenu zakoupit původní a kvalitní výrobek, u kterého se nemusí obávat falzifikátu.

Dodavatelů zajišťujících potřebné zdroje je na trhu mnoho. Cena drahých kovů, hlavně zlata, se velmi často mění, je tedy třeba tyto ceny sledovat. Vyjednávací síla dodavatelů pak vyplývá z charakteru vzácných a omezených zdrojů, jichž se v přírodě vyskytuje pouze konečné množství. V rámci dodavatelského trhu se ovšem také realizuje konkurence mezi dodavateli, kteří tak usilují o nabídnutí co nejvýhodnějších podmínek, jež by se staly předpokladem dlouhodobého odběratelsko-dodavatelského vztahu.

Podnik vlastní řadu podnikových prodejen, kde distribuuje své výrobky na vlastní náklady. Dále spolupracuje s dalšími obchodními partnery. Zákazníky nachází firma na spotřebitelských trzích, jsou to lidé všech věkových skupin, především ženy ve středním věku.

Na plnění podnikových plánů má svůj vliv veřejnost. Jedná se například o banky poskytující úvěry nebo o media a tisk, o jejichž pozornost je třeba usilovat. Širší veřejnost si právě díky médiím může udělat názor na určitý produkt a může ovlivnit nákupní chování spotřebitelů.

5.2.2 Mikroprostředí z hlediska finanční analýzy - Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele se dělí na ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity a další. V práci jsou zpracovány ukazatele rentability a aktivity, se kterými se bude dále pracovat v kapitole Generátory podniku. Výsledky jednotlivých ukazatelů zobrazují tabulky 5 a 6.

Tab. 5: Ukazatelé rentability

	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	14 002	33 381	20 050	20 508	6 088
EAT	11 520	27 295	15 322	17 181	5 015
Provozní zisk	15 460	34 702	20 822	20 983	6 663
Celková aktiva	245 934	265 575	266 942	283 929	282 136
Vlastní kapitál	205 844	230 346	243 091	258 827	261 788
Tržby	145 236	182 043	194 259	163 478	135 944
ROA	0,0569	0,1257	0,0751	0,0722	0,0216
ROE	0,0560	0,1185	0,0630	0,0664	0,0192
ROC	0,0629	0,1307	0,0780	0,0739	0,0236
ROS	0,0793	0,1499	0,0789	0,1051	0,0369

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

Pro názornost jsou vyčísleny výsledky vybraných ukazatelů v roce 2015.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Celková aktiva}} = \frac{6\,088}{282\,136} = 0,02158 * 100 = 2,16 \%$$

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{5\,015}{261\,788} = 0,01916 * 100 = 1,92 \%$$

$$ROC = \frac{\text{Operativní (provozní) zisk}}{\text{Celkový kapitál}} = \frac{6\,663}{282\,136} = 0,0236 * 100 = 2,36 \%$$

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby} = \frac{5\,015}{135\,944} = 0,03689 * 100 = 3,69 \%$$

Všechny tyto ukazatele dle Kislingerové (2001) udávají, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. U všech ukazatelů viz tabulka 1 je v čitateli zisk. Vždy je třeba vědět, jaký zisk použít, aby nedošlo ke špatné interpretaci. Buď se jedná o čistý zisk (EAT) nebo o zisk před zdaněním a úroky (EBIT).

Prvním ukazatelem v tabulce ROA – ukazatel rentability celkových aktiv. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2012, kdy jedna Kč majetku vygenerovala zisk 12,57 %. Vyšší hodnoty ukazatele ROA souvisí s efektivním využitím aktiv společnosti. Naopak nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2015, kdy byl ukazatel vypočten ve výši 2,16 %.

Druhý významný ukazatel rentability vlastního kapitálu – ROE měří, kolik čistého zisku vygeneruje 1 Kč investovaného kapitálu. Nejvyšší hodnoty ukazatel dosáhl opět v roce 2012 ve výši 11,85 %, nejnižší v roce 2015 ve výši 1,92 %.

Třetí ukazatel rentability investovaného kapitálu – ROC ukazuje výnosnost dlouhodobých zdrojů. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2012 ve výši 13,07 %, nejnižší v roce 2015 ve výši 2,36 %. Posledním ukazatelem je rentabilita tržeb – ROS. Udává, kolik procent zisku přinese 1 Kč tržeb. Tento ukazatel vykazuje nejvyšší hodnoty ze všech ukazatelů rentability. Opět bylo nejvyšších hodnot naměřeno v roce 2012 a nejnižších v roce 2015.

V tabulce 6 jsou vypočítané hodnoty ukazatelů aktivity. Podle Kislingerové (2001) ukazatelé poskytují informaci o tom, jak podnik využívá své jednotlivé majetkové části a do jaké míry je schopen jejich odpovídajícího zhodnocení.

Tab. 6: Ukazatelé aktivity

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby	145 236	182 043	194 259	163 478	135 944
Celková aktiva	245 934	265 575	266 942	283 929	282 136
Dlouhodobá aktiva	26 406	27 307	25 551	24 839	22 612
Zásoby	189 701	198 010	211 420	224 640	225 829
Pohledávky (krátkodobé)	23 404	27 028	24 641	21 297	19 745
Závazky (krátkodobé)	27 304	25 178	16 787	17 871	15 611
Obrat aktiv	0,5905	0,6855	0,7277	0,5758	0,4818
Obrat dlouhodobých aktiv	5,5001	6,6665	7,6028	6,5815	6,0120
Obrat zásob	0,7656	0,9194	0,9188	0,7277	0,6020
Doba obratu zásob	476,7473	397,0142	397,2444	501,5574	606,3349
Doba obratu pohledávek	58,8178	54,1917	46,2988	47,5502	53,0139
Doba obratu závazků	68,6191	50,4824	31,5417	39,9009	41,9144

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

Níže jsou uvedeny výpočty jednotlivých ukazatelů v roce 2011. Stejný postup je použit i při výpočtu ukazatelů následujících období.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}} = \frac{145\,236}{245\,934} = 0,5905$$

$$\text{Obrat dlouhodobých aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobá aktiva}} = \frac{145\,236}{26\,406} = 5,5001$$

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}} = \frac{145\,236}{189\,701} = 0,7656$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Tržby}/365} = \frac{189\,701}{\frac{145\,236}{365}} = 476,7473 \text{ dnů}$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Obchodní pohledávky}}{\text{Tržby}/365} = \frac{23\,404}{\frac{145\,236}{365}} = 58,8178 \text{ dnů}$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Závazky vůči dodavatelům}}{\text{Tržby}/365} = \frac{27\,304}{\frac{145\,236}{365}} = 68,6191 \text{ dnů}$$

Výše obratu aktiv do roku 2013 roste, od roku 2014 začíná klesat. Ve sledovaném období ani jednou nedosahuje doporučené výše 1. Ukazatel vypovídá o tom, že aktiva se v podniku za 1 rok neobrátní. Stejně tomu je i u ukazatele obratu zásob. Vznikají tak náklady tzv. „mrtvé váhy“, které jsou vynakládány na držbu aktiv, které se nijak nepodílejí na generovaných tržbách.

Pro nápravu situace je tak vhodné navýšit celkový objem získaných tržeb nebo alternativně snížit hodnotu celkových aktiv společnosti. Vyloučen není ani podpůrný vzájemný efekt obou opatření ve vzájemné kombinaci. Doba obratu dlouhodobých aktiv vykazuje pohyb opačný, kdy se sice zejména za poslední dva roky významně snižuje výsledná hodnota, ale jedná se o význačné přesáhnutí doporučeného optima, které je shodné jako pro hodnotu obratu celkových aktiv.

Vysoká obrátkovost dlouhodobých aktiv je dána představeným charakterem realizovaného podnikatelského záměru, při kterém je potřeba pouze nízké úrovně dlouhodobých aktiv v podílovém vyjádření na objemu celkových aktiv. Současně však dosažení hodnot velmi vysokých nebo maximálních není žádoucí, protože u dlouhodobých aktiv hrozí jejich opotřebení, které negativně působí v podobě nutnosti vynakládat obnovovací investice na nákup nových dlouhodobých aktiv, která by nahradila dosavadní.

Relativně nízký obrat zásob je zkreslen jejich velmi vysokým objemem v souvislosti s již uvedenou strukturou majetku společnosti. Doba obratu zásob poskytuje informaci o tom, jak dlouho jsou zásoby drženy v podniku od jejich pořízení. V celém sledovaném období jsou zásoby drženy v podniku velmi dlouhou dobu, která je ovlivněna již zmíněným dominantním podílem zásob na objemu celkových aktiv.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje, jak dlouho čeká podnik na platbu od svých odběratelů. Tento ukazatel měl od roku 2011 do 2013 rostoucí tendenci, v roce 2011 byl až 58,8178 dnů. Roste tak platební morálka odběratelů, kteří uhradí za poskytnuté produkty a služby ve stále dřívějším termínu, avšak s postupným návratem na výchozí úroveň.

Doba obratu závazků vykazuje nejednoznačný vývojový trend, kdy se s vyšší labilitou střídají etapy růstu a poklesu. Dlouhodobě však převažuje růst, kdy ve srovnání hraničních hodnot 41,91 a 68,62 stále klesá doba, za kterou zaplatí předmětný podnik dodavatelům za pořízené výrobní faktory. Při vyhodnocení obou ukazatelů jako definovaného vzájemně provázaného konceptu pak v letech 2012 – 2015 disponuje podnik delší dobou obratu pohledávek než závazků, čímž se staví do nevýhodné pozice s financováním svých odběratelů po dobu uhrazení pohledávek. Výhodnost pozice pro odběratele je evidentní v růstu doby obratu.

Za rok 2011 jsou však nastoleny podmínky pro podnik výhodnější, kdy je využíváno po delší dobu pozice dlužníka s čerpáním výhody dispozice krátkodobým neúročeným kapitálem od dodavatelů v rámci vyšší doby obratu závazků než pohledávek. Pro podnik je přitom možné doporučit návrat k situaci roku 2011, kdy doba obratu závazků převyšovala dobu obratu pohledávek.

5.2.3 Mikroprostředí z hlediska finanční analýzy - Rozdílové ukazatele

V období 2011 – 2015 byl sledován rozdílový ukazatel čistý pracovní kapitál (ČPK). Jeho výši zobrazuje tabulka 7.

Tab. 7: Čistý pracovní kapitál

Položky	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva	218 330	236 957	240 115	256 194	255 946
Krátkodobé závazky	27 305	25 178	16 787	17 871	15 611
Čistý pracovní kapitál	191 025	211 779	223 328	238 323	240 335

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky} = 255\,946 - 15\,611 = 240\,335$$

Ve sledovaném období má ČPK rostoucí tendenci. Ukazatel vyjadřuje, kolik z provozních prostředků zůstane podniku k dispozici po úhradě krátkodobých závazků. ČPK by mělo být kladné číslo, což je v tomto případě splněno. Na druhou stranu je ovšem třeba zvážit, zda se jedná pro podnik o pozitivní informaci. Vysoká hodnota čistého pracovního kapitálu navyšuje náklady na prostředky kryjící aktiva, kdy jsou obecně zdroje dlouhodobé dražší než krátkodobé.

Na základě získaných výsledků zpracovaných analýz je možné přistoupit k sestavení SWOT analýzy a rozčlenění hlavních poznatků do kvadrantů silných, slabých stránek, příležitostí a hrozeb.

Tab. 8: SWOT analýza

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
Certifikát originality, ochranná známka a tradice	Zastaralé technologické zázemí
Vlastní doly	Pozdní platby zákazníků
Moderní technologie odlévání kovů	Velká finanční zátěž plynoucí
Vlastní distribuční síť prodejen	Vysoká mzdová náročnost
Kvalitní výrobky	
Hodnotová stálost výrobku	
Dobry obchodní tým	
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
Využití nových trhů (zahraničí)	Odklon od výrobků z granátu
Nové distribuční cesty	Velká konkurence v odvětví
Vývoj nových technologií	Rostoucí ceny surovin
Outsourcing	Levnější náhražky na trhu
Logistika	Pokles spotřeby
Internetový obchod	
Konzumní chování spotřebitelů	

Zdroj: Vlastní zpracování

6 Generátory hodnoty podniku

V kapitole jsou analyzovány vybrané generátory hodnoty podniku. Před provedením analýzy je potřeba rozdělit aktiva na provozně potřebná a nepotřebná. V případě tohoto podnikatelského subjektu byla všechna aktiva vyhodnocena jako provozně potřebná a jsou zařazena do ocenění.

6.1 Tempo růstu tržeb

Podle Mariniče (2008) tempo růstu tržeb ovlivňují faktory jako loajalita zákazníka, řízení hodnoty zákaznického portfolia, řízení přínosů ze zákaznického portfolia, image značky. Jedná se tak o široké množství faktorů, které jsou vhodné pro výkon fundamentální analýzy v kvalitativním pojetí. Podle těchto faktorů je ale obtížné hodnotu tempa růstu kvantifikovat. Pro výpočet by byl optimální geometrický průměr, který se v těchto případech používá ve statistice. Geometrický průměr nemůže být použit, jelikož tempo růstu tržeb vykazuje záporné hodnoty. Z tohoto důvodu byl použit pro predikci aritmetický průměr za meziročně definovaná tempa růstu ve vyjádření rozdílu hodnot dvou období děleném hodnotou za období t-1.

Tab. 9: Tempo růstu tržeb

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	152 553	182 675	196 806	165 060	136 862	134 136	130 327
Tempo růstu		19,75 %	7,74 %	-16,13 %	-17,08 %	-1,43 %	-1,43 %
Aritmetický průměr				-1,43 %			

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

$$\text{Tempo růstu} = \frac{\text{Tržby}_t - \text{Tržby}_{t-1}}{\text{Tržby}_{t-1}} = \frac{182\,675 - 152\,553}{152\,553} = 0,1975 = 19,75 \%$$

Pokud se vedení podniku nepodaří oživit prodeje, mohla by v roce 2017 spadnout výše tržeb na 130 327 tis. Kč. Vedení se snaží navázat kontakty s novými zákazníky, kteří by

mohli podpořit růst tržeb v následujících obdobích, kdy se jedná o nastolení žádoucího směřování v souladu s pozicí odběratelů jako jediných stakeholderů, kteří přinášejí podniku příjmy.

6.2 Zisková marže

Pro výpočet ziskové marže je potřeba nejprve zjistit korigovaný provozní výsledek. K provoznímu hospodářskému výsledku jsou přičteny tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a odečtena zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření a ziskové marže zobrazuje tabulka 10.

Tab. 10: Provozní zisková marže

	2011	2012	2013	2014	2015
Provozní VH	15 460	34 702	20 822	20 983	6 663
Tržby z prodeje DM a materiálu	202	632	2 457	1 582	918
Zůstatková cena prodaného DM	120	369	919	1 445	0
KPVH	15 542	34 965	22 360	21 120	7 581
Odpisy DHM a DNM	2 582	2 526	3 307	3 381	3 307
KPVH před odpisy	18 124	37 491	25 667	24 501	10 888
Výkony	162 915	194 879	224 265	212 782	150 276
Provozní zisková marže	11,12 %	19,24 %	11,44 %	11,51 %	7,25 %
Aritmetický průměr	12,11 %				

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

$KPVH = \text{Provozní HV} + \text{Tržby z prodeje DHM a materiálu} - \text{Zůstatková cena}$

$$= 20\,983 + 1\,582 - 1\,445 = 21\,120$$

Zisková marže se vypočítá jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a výkonů. Výsledná procenta ziskové marže jsou ve sledovaném období stabilní. Za období 2011 až 2015 je z provozní ziskové marže vypočten aritmetický průměr 12,11 %.

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní VH} + \text{Odpisy}}{\text{Výkony}} = \frac{21\,120 + 3\,381}{212\,782} = \mathbf{0,1151}$$

Dalším krokem je výpočet tempa růstu výkonů. Výsledky zobrazuje tabulka 11. Z meziročního tempa růstu je vypočten aritmetický průměr ve výši 0,05 %.

Tab. 11: Tempo růstu výkonů

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výkony v tis. Kč	194 879	224 265	212 782	150 276	150 351	150 426	150 501
Tempo růstu v %	19,62	15,08	-5,12	-29,38	0,05	0,05	0,05
Aritmetický průměr				0,05 %			

Zdroj: Vlastní zpracování z účetních výkazů podniku

$$\text{Tempo růstu} = \frac{Výkony_t - Výkony_{t-1}}{Výkony_{t-1}} = \frac{224\,265 - 194\,879}{194\,879} = \mathbf{0,1508} = \mathbf{15,08\%}$$

Tabulka 12 ukazuje odhad provozní ziskové marže a korigovaného provozního výsledku hospodaření. Je zde použita odhadovaná průměrná marže ve sledovaném období ve výši 12,11 % (hodnota převzata z tabulky 10) a výkony navýšené každý rok o 0,05 % (hodnota převzata z tabulky 11). Korigovaný provozní výsledek hospodaření je určen jako součin výkonů a provozní ziskové marže.

Tab. 12: Odhad provozní ziskové marže a KPVH

	2016	2017	2018
Provozní zisková marže	12,11%	12,11%	12,11%
Výkony v tis. Kč	150 351	150 426	150 501
KPVH	18 208	18 217	18 226

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

Dalším krokem je naplánování hodnot nejdůležitějších nákladových položek ve výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období 2016 – 2018. Položky jsou naplánovány podle poměru, který mají vůči výkonům. Procento použité pro zjištění plánovaných hodnot nákladových položek (výkonová spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období) bylo zjištěno jako průměr podílů jednotlivé složky na výkonech v letech 2011 – 2015. Podíly jednotlivých složek zobrazuje tabulka 13.

Tab. 13: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty

	2011	2012	2013	2014	2015	Aritmetický průměr
Výkony	100 %	100%	100 %	100 %	100 %	100 %
Výkonová spotřeba	64,5 %	61,3 %	63,1 %	62,9 %	61,5 %	62,7 %
Osobní náklady	45,1 %	40,8 %	40,4 %	41,8 %	52,1 %	44,0 %
Daně a poplatky	0,18 %	0,18 %	0,17 %	0,13 %	0,20 %	0,17 %
Změna stavu rezerv	-3,98 %	-1,47 %	2,2 %	-0,9%	-0,8 %	-0,99 %

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

Zjištěný aritmetický průměr byl použit pro plánování položek v období 2016 - 2018. Výsledky hodnot ilustruje tabulka 14.

Tab. 14: Plán budoucích hodnot výkazu zisku a ztráty 2016 - 2016

	Průměrný podíl na výkonech (%)	2016	2017	2018
Výkony	-	150 351	150 426	150 501
Výkonová spotřeba	62,7	94 720	94 317	94 364
Osobní náklady	44,0	66 155	66 187	66 220
Daně a poplatky	0,17	256	256	256
Změna stavu rezerv	-0,99	-1 488	-1 489	- 1 450

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů podniku

6.3 Obrátkovost pracovního kapitálu

V této kapitole je provedena analýza pracovního kapitálu. Dle Marka (2009) je nejefektivnějším způsobem vypočítat dobu obratu jednotlivých složek pracovního kapitálu, konkrétně se jedná o dobu obratu (DO) pohledávek, zásob a krátkodobých závazků. Výsledky zobrazuje tabulka č. 15.

Tab. 15: Obrátkovost vlastního kapitálu

Ukazatel	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat pohledávek	0,15	0,15	0,14	0,13	0,14
DO pohledávek	56	54	50	48	53
Obrat zásob	0,80	0,92	0,93	0,73	0,61
DO zásob	454	396	392	497	602
Obrat krátkodobých závazků	0,18	0,14	0,09	0,11	0,11
DO krátkodobých závazků	66	51	32	40	42

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů firmy

Obrat pracovního kapitálu lze vypočítat jako poměr jednotlivé složky pracovního kapitálu k tržbám, v našem případě k výkonům. Doba obratu složky pracovního kapitálu odráží stejnou skutečnost ve dnech.

Doba obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho zákazník zaplatí za produkty či služby. Pro firmu tato hodnota vyjadřuje počet dní, kdy má v těchto pohledávkách vázány své finance. Nejvyšší hodnota ukazatele byla vypočtena v roce 2011.

Doba obratu zásob sděluje, za jakou dobu průměrně prodá firma své zásoby. Nejvyšší hodnota je evidována v roce 2015, kdy zásoby průměrně leží na skladě 602 dní. Doba krátkodobých závazků určuje platební morálku podniku. Nejnižší hodnoty podnik dosáhl v roce 2013, kdy byl schopen uhradit své závazky průměrně za 32 dní.

6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Pro analýzu čtvrtého generátoru byl použit globální přístup. Tento přístup je spojen s výpočtem koeficientu náročnosti výkonů na hrubé investice. Podle hodnot, které byly dosaženy v minulém období, lze predikovat vývoj pro budoucí období. Dodržen je i přístup založený na odpisech, kdy se doporučuje plánovat velikost investic alespoň na úrovni odpisů. Tento přístup je označován jako going concern princip (Kislingerová, 2001).

Tabulka 16 vyjadřuje výpočet a výsledné hodnoty koeficientu náročnosti výkonů na investice do dlouhodobého majetku za období 2011 – 2015.

Brutto investice jsou vypočteny jako rozdíl DM brutto daného období a období předchozího. Koeficient náročnosti výkonů v daném roce je vypočten jako podíl investic brutto a výkonů. Dále je v tabulce vypočten ještě poměr mezi odpisy a DM brutto v jednotlivých letech sledovaného období. Nakonec jsou vypočteny aritmetické průměry koeficientu náročnosti výkonů a poměrů mezi odpisy a DM brutto. S aritmetickými průměry se dále pracuje v tabulce 17.

Tab. 16: Analýza investic do dlouhodobého majetku

Rok	Výkony	DM brutto	Investice brutto	Koeficient náročnosti výkonů	Odpisy	Poměr mezi odpisy DM brutto
2011	162 915	95 068	-	-	2 582	2,72 %
2012	194 879	98 066	2 998	1,54 %	2 326	2,58 %
2013	224 265	94 581	-3 485	-1,55%	3 307	3,50 %
2014	212 782	96 436	1 805	0,87 %	3 381	3,51 %
2015	150 276	96 510	74	0,05 %	3 307	3,43 %
aritm. průměr 0,35 %					aritm. průměr 3,15 %	

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů

Jak je zřejmé z tabulky 16, podnik v roce 2013 zaznamenal zápornou hodnotu - 1,55 %. Záporné hodnoty koeficientu náročnosti výkonů na brutto investice potvrzují nízkou investiční aktivitu. V ostatních sledovaných letech se již záporné hodnoty nevyskytují.

Průměrná hodnota koeficientu náročnosti výkonů na brutto investice ve vybraném období byla zjištěna ve výši 0,35 %. Jelikož hodnota vyšla kladná, je naplněn going concern princip.

Tab. 17: Investice do dlouhodobého majetku 2016 - 2018

Rok	2016	2017	2018
Výkony	150 351	150 426	150 501
Koeficient náročnosti výkonů na brutto investice	0,35 %	0,35 %	0,35 %
Brutto investice	526	527	527
DM brutto	97 036	97 563	98 090
Odpisy:DM brutto	3,15	3,15	3,15
Odpisy	2 663	2 747	2 844

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů

Tabulka 17 zachycuje plánované investice do dlouhodobého majetku na období 2016 – 2018. Velikost výkonů v odhadovaném období již byla vypočtena v kapitole Zisková marže.

Tabulka 17 zobrazuje plánované hodnoty brutto investic. Velikost investic ve sledovaném období 2016 – 2018 je stabilní a to ve výši 527 tis. Kč. Podnik se v roce 2016 chystá na nákup nového stroje v odhadované výši 500 tis. Kč, který by pomohl s plynulostí výroby.

6.5 Čistý pracovní kapitál

Jak již bylo zmíněno v teoretické části, pro účely generátoru je třeba čistý pracovní kapitál upravit. Nejprve je nutné vyloučit všechny provozně nepotřebné položky. V našem případě se takové položky nevyskytují. Dalším krokem je vymezení krátkodobých závazků. Z nich je třeba vyřadit krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci. Dále se přičtou položky časové rozlišení aktiv a odečtou položky časového rozlišení pasiv. Tabulka 18 zahrnuje výpočet upraveného čistého pracovního kapitálu. Z tabulky je zřejmé, že hodnota ve sledovaném období roste.

Čistý pracovní kapitál získáme součtem hodnot zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku, časového rozlišení aktiv. Od této sumy se odečtou hodnoty krátkodobých závazků, bankovních úvěrů a finančních výpomocí a časového rozlišení pasiv.

Tab. 18: Čistý pracovní kapitál v letech 2011 – 2015 v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	189 701	198 010	211 421	224 640	225 829
DO zásob	425	371	344	385	549
Pohledávky	23 404	27 028	24 640	21 297	19 745
DO pohledávek	52	51	43	37	48
Krátkodobý finanční majetek	5 225	11 919	4 054	10 257	10 312
DO krátkodobého finančního majetku	12	22	7	18	25

Časové rozlišení aktiv	1 198	1 311	1 276	2 896	3 378
DO časového rozlišení aktiv	3	2	2	5	8
Krátkodobé závazky	27 305	25 178	16 787	17 871	15 611
DO krátkodobých závazků	61	47	27	31	38
Bankovní úvěry a finanční výpomoci	5 000	2 500	0	0	0
DO bank. úvěrů a finanční výpomoci	11	5	0	0	0
Časové rozlišení pasiv	1 823	3 025	2 237	2 160	1 799
DO časového rozlišení pasiv	4	6	4	4	4
Čistý pracovní kapitál	185 400	207 565	222 367	239 059	241 854

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů

Tabulka 19 ilustruje výpočet čistého pracovního kapitálu následujícího období 2016 – 2018. Nejprve se určí doba obratu jednotlivých složek. Odhad doby obratu byl určen dle aritmetického průměru položek předchozího sledovaného období 2011 - 2015. Následně byla předpokládaná doba obratu jednotlivých položek následujících období 2016 - 2018 konzultována s vedoucím ekonomického úseku podniku.

U doby obratu zásob nebyl použit aritmetický průměr, jelikož ve sledovaném období 2011 – 2015 byly zaznamenány velké výkyvy. Snahou bude stlačit časem DO alespoň na průměrnou hodnotu, která vyšla 415 dní. Pokud je známá doba obratu všech položek, lze pomocí základního vzorce vyjádřit hodnoty jednotlivých složek. Vyřazeny byly bankovní úvěry a výpomoci, jelikož se jejich užití ve sledovaném období nepředpokládá.

Tab. 19: Čistý pracovní kapitál v letech 2016 – 2018 v tis. Kč

	2016	2017	2018
Zásoby	224 497	221 721	218 535
DO zásob	545	538	530
Pohledávky	18 949	18 545	18 143
DO pohledávek	46	45	44
Krátkodobý finanční majetek	7 003	6 182	6 185
DO krátkodobého fin. majetku	17	15	15
Časové rozlišení aktiv	2 060	1 649	1 649
DO časového rozlišení aktiv	5	4	4
Krátkodobé závazky	15 653	14 837	14 431
DO krátkodobých závazků	38	36	35
Časové rozlišení pasiv	2 060	2 061	2 062
DO časového rozlišení pasiv	5	5	5
Čistý pracovní kapitál	234795	231 199	228 019

Zdroj: Vlastní zpracování dle účetních výkazů

7 Stanovení hodnoty podniku Granát, d. u. v., Turnov

V této kapitole je stanovena hodnota podniku Granát, d. u. v., Turnov prostřednictvím dvou libovolných metod. Nejprve je hodnota stanovena moderní metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA) a následně výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků (DCF).

7.1 Stanovení hodnoty podniku pomocí EVA

Ekonomická přidaná hodnota vyžaduje pro své vyčíslení získání několika dílčích veličin, kdy především průměrné náklady na kapitál vyžadují pozornost v ohledu na určení dle objektivních měřítek, tedy v souladu s určitou tržní objektivizací aplikovaných hodnot.

Průměrné náklady na kapitál se vztahují rovněž k určení optimální kapitálové struktury, která determinuje generování hodnoty v celém podniku. Pokud se daný subjekt pohybuje v hodnotách jiných, než optimálních pak dochází vlivem nákladů vyšších než potřebných ke snižování celkového výkonnostního potenciálu. Podnik tak může kromě primárního určení využít získané výsledky pro výpočet optimální kapitálové struktury

Požadovaná výnosová míra

Při určení požadované výnosové míry je zohledněna hodnota peněz v čase. Lze uplatnit dle Damodarana (2012) CAPM model, Arbitrage Pricing Model, Multifaktorový model nebo některé z alternativních distribucí. Využit bude nejčastěji využívaný model CAPM. Následující vzorec pro vyjádření CAPM odráží lineární vztah mezi jedinou nezávisle proměnnou v podobě systematického rizika měřeného beta faktorem a očekávanou výnosovou mírou (Veselá, 2011).

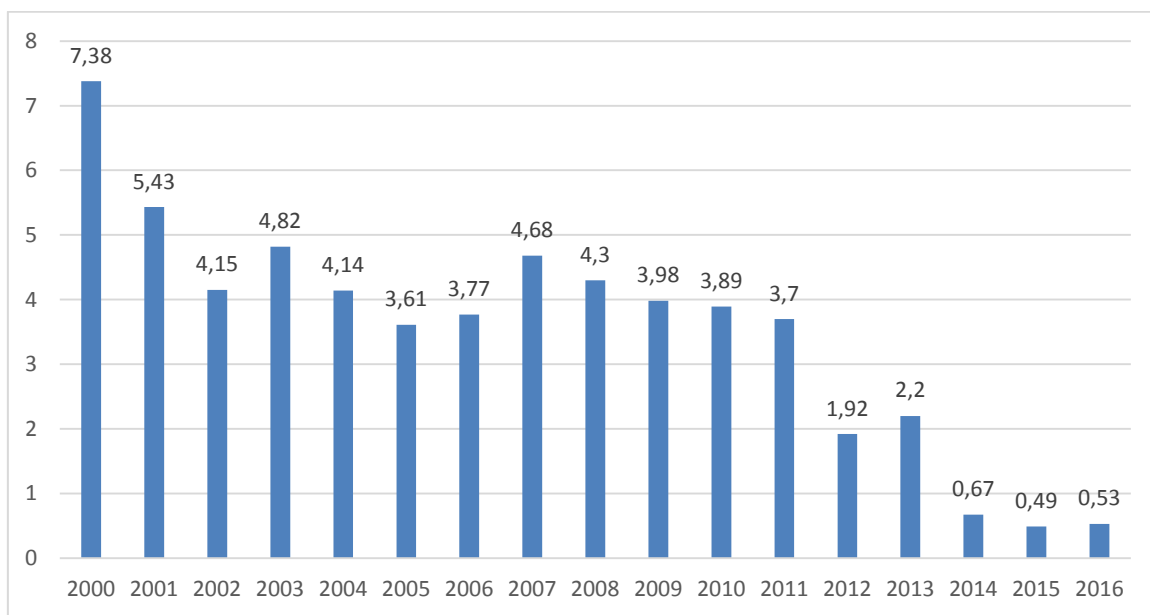
$$E(r_i) = R_F + \beta_i(r_m - R_F) \quad (26)$$

kde: $E(r_i)$očekávaná výnosová míra (ve vztahu k portfoliu)
 R_Fvýnosová míra s nulovým systematickým rizikem

B_i míra systematického rizika (ve vztahu k portfoliu)

r_m tržní výnosová míra reprezentativního tržního indexu

Míra systematického rizika vyčísluje tzv. rizikovou prémii, která se zpravidla vztahuje k určité zemi nebo v užším zaměření odvětví. Tímto zaměřením se dlouhodobě zabývá Aswath Damodaran, která nejaktuálněji vyčísлил hodnotu tzv. Damodaranovy bety (Total Equity Risk Premium) pro Českou republiku v hodnotě 6,87 % (Damodaran 2017, online).



Obr. 14: Vývoj bezrizikové míry desetiletých státních dluhopisů

Zdroj: Vlastní zpracování autora na základě Česká národní banka (2017, online)

Za bezrizikovou výnosovou míru bývají obvykle brány státní dluhopisy, které poskytují bezpečné zhodnocení, avšak za cenu tomu odpovídajícího nízkého výnosu. České dlouhodobé státní dluhopisy se přitom vyznačují dlouhodobým poklesem, kdy dle aktuálního emisního kalendáře k březnu 2017 představuje nejvyšší zhodnocení úrok 2,50 % pro státní dluhopis na období 2017 – 2028 a úrok 2,40 % pro státní dluhopis na období 2017 – 2025. (Ministerstvo financí ČR 2017, online)

Maximálně tak lze dosáhnout úrokového zhodnocení 2,50 %. Tržní úrokovou míru zastupuje reprezentativní tržní index PX, který přináší za období posledních 15 let průměrné zhodnocení kolem 10 %. (Patria 2017, online)

$$E(r_i) = 0,025 + 0,0687 * (0,1 - 0,025) = 0,03 = 3 \%$$

Požadovaná výnosová míra nabývá hodnoty 3 %, kdy se nejedná o relativně vysokou hodnotu. Jako příčina vystupuje zejména uvedené nízké zhodnocení státních dluhopisů, u nichž nelze hovořit o vývojové perspektivě vedoucí k navyšování hodnot.

Náklady cizích zdrojů vycházejí ze smluvního určení. „*Družstvo má uzavřenou Rámcovou smlouvu o poskytování služeb s KB Liberec s limitem čerpání úvěru do výše 20 mil. Kč. K 31. 12. 2015 zůstatek úvěru činil částku 0 Kč. Úvěr je úročen pohyblivou úrokovou sazbou složenou z O/N PRIBOR a pevné smluvní odchylky.*“ Pevná smluvní odchylka není známa, kdy samotná sazba PRIBOR vykazuje průměrnou roční hodnotu 0,44 %. (Kurzy 2017, online)

$$WACC = \frac{261\,788}{280\,337} * 0,03 + \frac{18\,549}{280\,337} * 0,0044 * (1 - 0,19)$$

$$WACC = 0,9338 * 0,03 + 0,0662 * 0,003564 = 0,028014 + 0,0002359 = \mathbf{0,02825}$$

NOPAT (Net Operating Profit After Tax) je provozním hospodářským výsledkem po zdanění, který tvoří za rok 2015 hodnotu 6 663 tis. Kč.

$$EVA = NOPAT - WACC * C = 6\,663 - 0,02825 * 58\,915 = 6\,663 - 1\,664,35 \\ = \mathbf{4\,998,65}$$

Kapitál vázaný v aktivech využitých v hlavní operativní činnosti je chápán jako soubor potřebných kapitálových položek pro dosažení provozního zisku ve formátu NOPAT. Přitom v rámci předmětného podniku se jedná o veličiny vyjádřené v tis. Kč:

• Základní kapitál	4 409
• Výsledek hospodaření minulých let	47 498
• Výsledek hospodaření běžného účetního období	5 015
• Dlouhodobé závazky	1 993
• Celkem	58 915

7.2 Stanovení hodnoty pomocí DCF

Aplikace metody DCF entity přináší zhodnocení ročního diskontovaného cash flow v rámci aplikace výnosové metody, kdy jsou peněžní toky brány jako reálný příjem a současně tak reálný užitek. Modely diskontovaného cash flow se odlišují ve vazbě na identifikaci příjemců, kterým je určena informační hodnota. DCF entity se dle Kislíngerové (2001) zaměřuje na vlastníky a věřitele s využitím FCFF (free cash flow to firm).

Diskontováním peněžních toků je současně určena hodnota podniku jako celku. Pro vyčíslení FCFF je zapotřebí nejprve vyčíslit míru růstu cash flow. Přitom lze aplikovat mnoho rozličných metod (např. historická míra růstu s aritmetickým nebo geometrickým zprůměrováním), kdy bude využita míra růstu cash flow dle vzorce (Veselá, 2011)

$$g_{CF} = b_R * ROC \quad (27)$$

kde: g_{CF}míra růstu cash flow
 b_Rmíra reinvestic společnosti
 ROCrentabilita vloženého kapitálu

Míra reinvestic společnosti je jednou z dílčích složek, kterou je třeba dopočítat, protože se nejedná o běžnou součást zveřejňovaných finančních výkazů. Míru reinvestic tvoří podíl sumy veličin kapitálových výdajů, odpisů a změny pracovního kapitálu na zisku před zdaněním.

$$b_R = \frac{\text{Kapitálové výdaje} - \text{Odpisy} + \text{Změna pracovního kapitálu}}{\text{Zisk před zdaněním}} \quad (28)$$

Kapitálové výdaje na investice za rok 2015 dosahují hodnoty 1 132 000 Kč. Již vyjádřený čistý pracovní kapitál pak tvoří za rok 2015 hodnotu 241 854 a za rok 2014 hodnotu 239 059, kdy tak lze změnu vyjádřit v podobě:

$$\mathbf{Změna\ pracovního\ kapitálu}_{2015} = 241\,854 - 239\,059 = \mathbf{2\,795}$$

$$b_R = \frac{1\,132 - 3\,307 + 2\,795}{6\,088} = \frac{620}{6\,088} = \mathbf{0,1018 = 10,18\%}$$

Změna pracovního kapitálu je tak vyjádřena jako rozdíl kapitálu v čase t a t-1, kdy tato období zastupují 2014 a 2015. Odpisy za rok 2015 pak dosahují 3 307 tis. Kč a zisk před zdaněním 6 088 tis. Kč. Rentabilita vloženého kapitálu (ROC) se pak vyčíslí jako podíl operativního zisku k celkovému kapitálu (282 136 tis. Kč). Veličina operativního zisku je pak shodná se ziskem provozním 6 663 tis. Kč.

$$ROC = \frac{\text{Operativní (provozní) zisk}}{\text{Celkový kapitál}} = \frac{6\,663}{282\,136} = \mathbf{0,0236 = 2,36\%}$$

$$g_{CF2015} = b_R * ROC = 0,1018 * 0,0236 = \mathbf{0,0024 = 0,24\%}$$

Získanou hodnotu míry růstu cash flow lze klasifikovat jako nízkou, kdy nedosahuje ani jednoho procenta. Výpočet je využit pro vyjádření Free Cash Flow to Firm, které pracuje s provozními peněžními toky uspokojujícími nároky vlastníků a věřitelů. Jde tak v jistém smyslu o spočítání hodnoty, kterou je podnikatelský subjekt schopný vyprodukovat navíc z majetkové báze (Kislingerová, 2010).

$$FCFF_0 = EBIT_{DA} * (1 - \text{Sazba daně}) + \text{Odpisy} - \text{Investiční výdaje} \\ - \text{Změna pracovního kapitálu}$$

$$FCFF_0 = 6\,088 * (1 - 0,19) + 3\,307 - 1\,132 - 2\,795 = 4\,931,28 - 620 = \mathbf{4\,311,28}$$

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g_{FCFF}} = \frac{FCFF_0(1 + g_{FCFF})}{WACC - g_{FCFF}} \quad (29)$$

kde: V_0vnitřní hodnota společnosti
 $FCFF_0$hodnota FCFF v běžném roce
 $FCFF_1$hodnota FCFF v roce následujícím
 g_{FCFF}míra růstu FC
 $WACC$vážené průměrné náklady kapitálu

$$V_0 = \frac{4\,311,28 * (1 + 0,0024)}{0,02825 - 0,0024} = \frac{4\,321,627}{0,02585} = \mathbf{167\,181}$$

Celková hodnota podniku brutto se vyčísluje v rámci DCF entity jako hodnota plynoucí podniku z diskontování peněžních toků z hlavního provozu. Obecný vzorec pro výpočet má podobu (Mařík,2011)

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} = \frac{4\,311,28}{1+0,02825} = \mathbf{4\,193} \quad (30)$$

kde: H_bhrubá hodnota DCF entity
 $FCFF_0$hodnota FCFF v běžném roce
 I_kkalkulovaná diskontní míra nebo WACC

Při vzájemném srovnání dosažených výsledků aplikovaných metod se jedná o velmi podobné výsledky (4 998,65 tis. Kč pro EVA a 4 193 tis. Kč pro DCF), které vypovídají o správnosti výpočtů. Dle využitého ukazatele vnitřní hodnoty společnosti pak dosahuje současná hodnota podnikatelského subjektu jako celku 167 181 tis. Kč.

8 Návrhy na zvýšení výkonnosti podniku Granát, d. u. v., Turnov

Ocenění podniku není dle v teoretické části uvedených skutečností jednoduchým úkolem. Je třeba zvážit vliv mnoha rozličných skutečností, které determinují výslednou hodnotu podnikatelského subjektu v rámci trhu, účetní hodnoty současné nebo budoucí. Ohodnocení podniku z rozličných hledisek je tak již známé a nabízí se otázka, jaké vykonat kroky pro zvýšení výkonnosti vybraného podniku do budoucna.

Odpověď na tuto komplexní otázku je vhodné konstruovat na základě již identifikovaných skutečností, které přinášejí informace o silných i slabých stránkách společnosti, jakožto i o příležitostech a hrozbách realizovaných v analyzovaném podnikatelském prostředí subjektu. Lze tak vyslovit návrh jednotlivých opatření v podobě:

- Navýšení rentability společnosti, která vykazuje klesající tendenci a nízkou úroveň.
 - Působení na navýšení objemu realizovaných tržeb.
 - Výkon nákladové optimalizace k zajištění vyššího podílu generovaných tržeb přeměněných ve výsledný zisk.

- Odstranění nákladů mrtvé váhy.
 - Působení na navýšení objemu realizovaných tržeb.
 - Snížení hodnoty celkových aktiv.
 - Vzájemná kombinace obou opatření.

- Vylepšení doby obratu pohledávek a doby obratu závazků.
 - Snížení doby obratu pohledávek zavedením sankčních opatření pro odběratele v případě pozdního splacení.
 - Navýšení doby splatnosti závazků dodavatelům pro dispozici krátkodobým neúročeným kapitálem.

- Případné snížení současné hodnoty čistého pracovního kapitálu pro snížení nákladů s pozitivním vlivem na rentabilitu společnosti.

- Výkon optimalizace nákladů na kapitál s využitím vyjádřeného WACC pro nalezení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů.
- Zvýšení míry růstu cash flow pro navýšení hodnoty DCF.
- Posílení marketingové komunikace společnosti se zdůrazněním tradice a certifikace originality poskytovaných produktů.
- Využití nových zahraničních trhů pro rozšíření odbytu a tím i tržeb.
- Implementace patternbased strategií v rámci online komunikačních aktivit.
- Posílení online distribučních cest s akcentem trendu internet on everything.
- Prezentace produktů jako investiční příležitosti s hodnotovou stálostí.

V rámci jednotlivých návrhů se propojují opatření realizovaná ve finanční oblasti i v oblasti mimofinanční, kdy se jedná o vzájemně propojenou působnost vycházející z výstupů zpracovaných analýz.

Závěr

Cílem mé práce byla analýza generátorů hodnoty podniku, stanovení jeho hodnoty a tvorba návrhů na zvýšení výkonnosti. Analyzovány byly generátory tempo růstu tržeb, zisková marže, obrátkovost pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého majetku a čistý pracovní kapitál ve sledovaném období 2011 – 2015 a jejich odhad do blízké budoucnosti dvou až tří let. Hodnota podniku byla stanovena pomocí výnosové metody diskontovaného peněžního toku a moderní metody ekonomické přidané hodnoty k datu 31. 12. 2015. Návrhy na zvýšení výkonnosti podniku byly odvozeny od provedené strategické analýzy i analýzy generátorů hodnoty podniku.

Teoretická východiska pro provedení analýzy generátorů hodnoty podniku a stanovení jeho hodnoty byla shrnuta v prvních čtyřech kapitolách. Nejprve byla popsána problematika oceňování podniku jako taková, dále byly shrnuty přístupy ke stanovení hodnoty podniku, popsána byla strategická analýza, vysvětleny byly metody oceňování podniku a generátory hodnoty podniku.

Na začátku praktické části byl představen vybraný podnik Granát, družstvo umělecké výroby, Turnov. Společnost Granát, d. u. v., Turnov má dlouhodobou tradici ve výrobě šperků s českými granáty a je největším výrobcem těchto šperků. Dále byla provedena strategická analýza, konkrétně analýza makroprostředí a mikroprostředí. V makroprostředí byly zahrnuty vnější faktory ovlivňující podnik, např. faktory ekonomické (HDP, inflace), sociální (demografické změny obyvatelstva), technologické (sociální sítě) a další. Problematika mikroprostředí byla pojata z více hledisek. Nejprve z hlediska marketingu, kde bylo pojednáno o dodavatelích, konkurenci, atd. V druhé části pojetí mikroprostředí byly vypočteny finanční ukazatele ve sledovaném období 2011- 2015, konkrétně ukazatele rentability a aktivity. Výsledky ukazatelů jsou zobrazeny v přehledných tabulkách a okomentovány. Na základě provedených analýz byla sestavena SWOT analýza, která popisuje silné, slabé stránky, příležitosti a hrozby podniku.

V další kapitole byly analyzovány generátory hodnoty podniku podle poznatků z teoretické části. Výpočty jsou opět zobrazeny v přehledných tabulkách a okomentovány. Pod tabulkami jsou zobrazeny vzorové výpočty daného generátoru v libovolném roce.

Předposlední kapitola řeší stanovení hodnoty podniku podle metod DCF a EVA. Opět jsou zobrazeny postupy jednotlivých výpočtů. Při vzájemném sledování dosažených výsledků aplikovaných metod se jedné o velmi podobné výsledky. V případě metody EVA byla hodnota stanovena ve výši 4. 998, 65 tis. Kč a v případě DCF ve výši 4. 193 tis. Kč. Podobná výše hodnoty podniku vypovídá o správnosti vypočtených výsledků. Dále byl vypočten ukazatel vnitřní hodnoty podniku jako celku ve výši 167. 181 tis. Kč.

V poslední kapitole jsou prezentovány návrhy na zvýšení výkonnosti podniku Granát, d. u. v., Turnov. Návrhy jsou vytvořeny na základě zjištěných informací, které poskytly provedené analýza (finanční analýza, SWOT analýza). Možností, jak zvýšit výkonnost podniku je mnoho. Například se může jednat o navýšení rentability společnosti, která vykazuje klesající tendenci a nízkou úroveň, vylepšení doby obratu pohledávek a závazků, případné snížení současné hodnoty čistého pracovního kapitálu, posílení marketingové komunikace, využití nových zahraničních trhů a další.

Provedení analýzy generátorů hodnoty podniku, stanovení jeho hodnoty a návrhy na zvýšení výkonnosti by mělo být pro společnost přínosem užitečných informací. Dle jednotlivých výsledků analýz může management podniku vyhodnotit jeho současnou situaci.

Seznam použité literatury

BERMANGROUP: *Jak chápeme podnikatelské prostředí*. [online]. 2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: <http://www.bermangroup.cz/rif/jak-chapeme-podnikatelske-prostredi>

BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006. ISBN 80-7261-145-3.

BLAŽKOVÁ, Martina. *Marketingové řízení a plánování pro malé a střední firmy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1535-3.

BOUČKOVÁ, Jana. *Marketing*. Praha: C.H. Beck, 2003. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 8071795771.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD – časové řady: Výnosnost státních dluhopisů*.

[online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22049&p_uka=1%2C2%2C3&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=201701&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Úrokové sazby*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Domácnosti s připojením k internetu*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/informacni_technologie_pm

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Hrubý domácí produkt*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produk_t_-hdp-

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Míra nezaměstnanosti*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-leden-2017>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Obyvatelstvo – lidé*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo_lide

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Početem uživatelů internetu jsme přeskočili Evropu*. [online]. 2016 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/pocem-uzivatelu-internetu-jsme-preskocili-evropu>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Práce a mzdy*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/prace_a_mzdy_prace

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Míra inflace*. [online]. 2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf;jsessionid=2G7SrITP8JACYvA-548ouXD9WzwJ01JKzgvO09YaiUIENn_jvieu!2002160909?page=vystup-objekt&pvo=CEN08C&z=T&f=TABULKA&skupId=43&katalog=31779&pvo=CEN08C

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Národní účty*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_narodni_ucty

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Ročenka statistických dat*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.presmsocas>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Souhrná data o České republice*. [online]. 2017 [cit. 2017-02-25]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/souhrnna_data_o_ceske_republice

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Zaměstnanost a nezaměstnanost*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zamestnanost_nezamestnanost_prace

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

DAMODARAN, Aswath. *Estimating Total Equity Risk Premium For Countries*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> or <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly16.xls>

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd univ. ed. Hoboken, N.J: Wiley, 2012. ISBN 11-181-3073-1.

DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-603-4.

FIREŠ, Bohuslav a Vladimír ZELENKA. *Oceňování aktiv a dluhů v účetnictví*. 2. dopl. a rozš. vyd. Praha: Management Press, 1997. ISBN 80-85943-24-7.

GRANÁT TURNOV: *O společnosti*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.granat.cz/o-firme>

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

CHANNELWORLD. *Vývoj výdajů na firemní IT v následujících letech*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://channelworld.cz/smb/gartner-vyvoj-vydaju-na-firemni-it-v-nasledujicich-letech-3134>

HANZELKOVÁ, Alena. *Strategický marketing: teorie pro praxi*. Praha: C.H. Beck, 2009. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-120-8.

HYRŠLOVÁ, Jaroslava a Jiří KLEČKA. *Ekonomika podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2008. ISBN 97880-86730-36-3.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing*. Praha: Grada, 2008. Expert. ISBN 978-80-247-2690-8.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 362 s. ISBN 978-80-247-4670-8.

KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2015. ISBN 978-80-7380-526-5.

KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-453-8.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.

KURZY. *Přibor – měsíční průměr*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/pribor-mesicni-prumer/>

KURZY: *Makroekonomika - HDP*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>

MÁČE, Miroslav. *Finanční analýza investičních projektů: praktické příklady a použití*. Praha: Grada, 2006. Finanční řízení. ISBN 80-247-1557-0.

MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1911-5.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 8086119378.

MARINIČ, Pavel. *Finanční analýza a finanční plánování ve firemní praxi*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-80-245-1397-3.

MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2432-4.

MAŘÍK, Miloš (ed.) *Vybrané problémy oceňování podniku: sborník z kolokvií Katedry financí a oceňování podniku* Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Oeconomica. 2007. ISBN 978-80-2451-295-2.

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

MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota : tržní přidaná hodnota*. Praha: Ekopress, 2001. ISBN 80-86119-36-X.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů – březen 2017*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd/2017/emisni-kalendar-strednedobych-a-dlouhodo-27680>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Doing business 2016: Podnikatelské prostředí v ČR se zlepšuje*. [online]. 2016 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument167580.html>

PATRIA.CZ. *PX index a jeho dlouhodobý vývoj*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/indexy/.PX/px-index/graf.html>

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012. ISBN 978-80-7201-872-7.

PORTER, Michael E. *Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-11-2.

REJSTŘÍK FIREM: *Granát – družstvo umělecké výroby Turnov*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/00030091/granat-druzstvo-umelecke-vyroby-turnov>

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finance. ISBN 978-80-247-3308-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: ComputerPress, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

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

SOLOMON, M., R., MARSHALL, G., W., STUART, E., W.: *Marketing očima světových manažerů*. 1. vyd. Brno: ComputerPress, 2006. ISBN 978-80-251-1273-X.

STRATEGY AND PWC. *Telecommunications Trends and Perspectives*. [online]. 2016 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.strategyand.pwc.com/perspectives/2015-telecommunications-trends>

STROUHAL, Jiří. *Finanční řízení firmy v příkladech*. Brno: ComputerPress, 2006. ISBN 80-251-0913-5.

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

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007. 978-80-247-1992-4.

ÚČETNÍ KAVÁRNA. *Sazby daně z přidané hodnoty*. [online]. 2017 [cit. 2017-03-16]. Dostupné z: <http://www.ucetnikavarna.cz/uzitecne-tabulky/sazby-dane-z-pridane-hodnoty/>

VEBER, Jaromír. *Management: základy, prosperita, globalizace*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2000. ISBN 80-7261-029-5.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-647-9.

Seznam příloh

Příloha A	Rozvaha podniku za období 2011 - 2015	99
Příloha B	Výkaz zisku a ztrát podniku za období 2011 - 2015	101

Příloha A Rozvaha podniku za období 2011 – 2015 (v tis. Kč)

		2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM	245934	265575	266942	283929	282136
B	Dlohodobý majetek	26406	27307	25551	24839	22812
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1541	1775	1466	1170	732
3.	Software		1775	1466	1170	732
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	1541				
B.II. 1.	Dlouhodobý hmotný majetek	24855	25222	24075	23659	22070
2.	Pozemky	325	325	316	316	316
3.	Stavby	22192	20691	18605	17182	15599
5.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1760	2015	4492	5173	5028
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	333	333	333	310	310
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	245	2158	329	678	817
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	10	10	10	10	10
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	10	10	10	10	10
C.	Oběžná aktiva	218330	236957	240115	256194	255946
C.I.	Zásoby	189701	198010	211420	224640	225829
C.I. 1.	Materiál	33666	37700	43168	34715	27910
2.	Nedokončená výroba a polotovary	53358	66204	59953	58866	60385
3.	Výrobky	100175	90947	104315	127116	133773
5.	Zboží	2502	3159	3984	3943	3761
C.III	Krátkodobé pohledávky	23404	27028	24641	21297	19475
C.III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	22382	25472	23504	17914	16499
6.	Stát - daňové pohledávky	92	85	33	2079	2123
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	849	1433	1064	1202	1029
8.	Dohadné účty aktivní					1
9.	Jiné pohledávky	81	38	40	102	93
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	5225	11919	4054	10257	10372
C.IV.1.	Peníze	878	949	768	531	808
2.	Účty v bankách	4347	10970	3286	9726	9654
D.I.	Časové rozlišení	1198	1311	1276	2896	3378
D.I. 1.	Náklady příštích období	702	829	865	2504	3067
2.	Komplexní náklady příštích období	397	369	341	312	284
3.	Příjmy příštích období	99	113	70	80	27

		2011	2012	2013	2014	2015
	PASIVA CELKEM	245934	265575	266942	283929	282136
A	Vlastní kapitál	205844	230346	243091	258827	261788
A.I.	Základní kapitál	5265	4988	4687	4546	4409
A.I. 1.	Základní kapitál	5265	4988	4687	4546	4409
A.II.	Kapitálové fondy	480	480	480	480	480
2.	Ostatní kapitálové fondy	480	480	480	480	480
A.III.	Rezervní fondy	152262	161266	184285	198303	204386
A.III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	129539	129839	129839	129839	129839
2.	Statutární a ostatní fondy	22423	31247	54446	68464	74547
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	36317	36317	38317	38317	47498
A.IV.1	Nerozdělný zisk minulých let	36317	36317	38317	38317	47498
A.V	Výsledek hospodaření běžného účetního období	11520	27295	15322	17181	5015
B	Cizí zdroje	38267	32204	21614	22942	18549
B.I.	Rezervy	1683	992	1128	1294	945
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	1683	992	1128	1294	945
B.II.	Dlouhodobé závazky	4280	3534	3699	3777	1993
9.	Jiné závazky	4280	3534	3699	3777	1993
B.III.	Krátkodobé závazky	27304	25178	16787	17871	15611
B.III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	9844	8124	3427	6169	3297
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva	2295	2263	2288	2064	1933
5.	Závazky k zaměstnancům	1411	1777	2069	1916	1779
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1980	2157	2485	2186	2072
7.	Stát - daňové závazky a dotace	3556	5981	3460	1947	2291
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	393	83	72	170	82
10.	Dohadné účty pasivní	532	1076	367	785	486
11.	Jiné závazky	7293	3717	2619	2634	3671
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	5000	2500			
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	5000				
B.IV.2	Krátkodobé bankovní úvěry		2500			
C.I.	Časové rozlišení	1823	3025	2237	2160	1799
C.I.1.	Výdaje příštích období	1823	1642	2237	2160	1799
C.I.2.	Výnosy příštích období		1383			

Zdroj: Vlastní zpracování (účetní výkazy podniku)

Příloha B Výkaz zisku a ztráty podniku za období 2011 – 2015 (v tis. Kč)

		2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	59827	68644	79090	66590	57718
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	24063	26469	38268	29314	26119
+	Obchodní marže	35764	42175	40822	37276	31599
II.	Výkony	162915	194879	224265	212782	150276
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	92524	113399	115169	96888	78226
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1147	4131	15679	26444	8174
3.	Aktivace	71538	77349	93417	89450	63876
B.	Výkonová spotřeba	105135	119459	141646	133822	92447
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	91121	102478	123185	115702	76156
B. 2.	Služby	14014	16981	18461	18120	16291
+	Přidaná hodnota	93544	117595	123441	116236	89428
C.	Osobní náklady	73476	79485	90756	88883	78365
C. 1.	Mzdové náklady	53491	57608	65630	64802	57179
C. 2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	310	310	408		
C. 3.	Náklady na sociální zabezp. a zdravotní pojištění	18830	20223	23101	22981	20159
C. 4.	Sociální náklady	845	1344	1617	1100	1027
D	Daně a poplatky	299	352	382	288	296
E	Odpisy DNM a DHM	2582	2526	3307	3381	3307
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	202	632	2457	1582	918
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	92	2092	113	147
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	182	540	365	1469	771
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	120	369	919	1445	420
F. 1.	Zůstatková cena prodaného DM	3		597	23	
F. 2.	Prodaný materiál	117	369	322	1422	420
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštího období	-6484	-2868	4947	-1913	-1190
IV.	Ostatní provozní výnosy	468	523	381	367	529
H.	Ostatní provozní náklady	8761	4184	5146	5118	3014
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	15460	34702	20822	20983	6663
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku		125	250	529	541
X.	Výnosové úroky	6	7	4	3	1
N.	Nákladové úroky	261	184	123	12	112
XI.	Ostatní finanční výnosy	137	97	339	106	20
O.	Ostatní finanční náklady	1340	1366	1243	1101	1025
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-1458	-1321	-773	-475	-575
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2482	6086	4727	3327	1073
S. 1.	splatná	2482	6086	4727	3327	1073
**	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	11520	27295	15322	17181	5015
***	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	11520	27295	15322	17181	5015
****	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ PŘED ZDANĚNÍM (+/-)	14002	33381	2050	20508	6088