

Stanovení výnosové hodnoty konkrétního podnikatelského subjektu

Diplomová práce

Vedoucí práce:

Ing. Michaela Beranová Ph.D.

Vypracoval:

Bc. Marek Slouka

Brno 2015

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Ing. Michaele Beranové, Ph.D. za její ochotu, cenné připomínky a rady při zpracování diplomové práce. Dále bych rád poděkoval managementu oceňované společnosti za ochotu a poskytnutí materiálů a informací nezbytných k vypracování diplomové práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Stanovení výnosové hodnoty konkrétního podnikatelského subjektu**

vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

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

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

V Brně dne 22. května 2015

Abstract

Slouka, M. Business valuation of the specific company using the income approach of valuation. Diploma thesis. Brno: Mendel University, 2015.

This diploma thesis deals with valuation of the manufacturing company ABC s.r.o. using the income methods of business valuation. The thesis is divided into two parts. First part discusses theoretical literature of valuation principles and valuation methods. In the second part of the thesis are these methods applied to selected company. Second part also includes the characteristics of the valued company, strategic, financial analysis and the prognosis of the generators of value. Based on these analyses, the business value is estimated to 1 January 2014 using discounted cash flow method and capitalized earnings method.

Keywords

Valuation, company, strategic analysis, financial analysis, discount rate, generators of value, discounted cash flow, capitalized earnings.

Abstrakt

Slouka M. Stanovení výnosové hodnoty konkrétního podnikatelského subjektu. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2015.

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty výrobního podniku ABC s.r.o. s využitím výnosových oceňovacích metod. Práce je rozdělena do dvou částí. První část se zabývá teoretickými poznatky oceňovacích principů a metod. V druhé části práce jsou tyto metody aplikovány na vybraný podnik. Součástí druhé části práce je rovněž charakteristika oceňované společnosti, strategická, finanční analýza a prognóza generátorů hodnoty. Na základě provedených analýz je s využitím metody diskontovaných peněžních toků a kapitalizovaných čistých výnosů stanovena hodnota podniku k 1. 1. 2014.

.

Klíčová slova

Ocenění, podnik, strategická analýza, finanční analýza, diskontní míra, generátory hodnoty, diskontované peněžní toky, kapitalizované výnosy.

Obsah

1	Úvod	11
2	Cíl práce a metodika	12
3	Literární rešerše	14
3.1	Obecné základy pro oceňování podniku	14
3.1.1	Hladiny a kategorie hodnoty podniku.....	15
3.1.2	Základní postup při oceňování podniku.....	18
3.1.3	Strategická analýza	19
3.1.4	Finanční analýza	22
3.1.5	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	25
3.1.6	Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	26
3.1.7	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	28
3.1.8	Sestavení finančního plánu	29
3.2	Metody pro finanční ocenění podniku	29
3.2.1	Ocenění na základě analýzy výnosů.....	30
4	Vlastní práce	37
4.1	Charakteristika společnosti.....	37
4.2	Strategická analýza	38
4.2.1	Charakteristika odvětví	38
4.2.2	Analýza vnějšího potenciálu podniku	41
4.2.3	Analýza vnitřního potenciálu podniku	49
4.3	Finanční analýza	54
4.3.1	Analýza poměrových ukazatelů.....	54
4.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	60
4.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	62
4.6	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	65
4.7	Ocenění na základě výnosových metod.....	68
4.7.1	Ocenění metodou DCF entity	68

4.7.2	Ocenění metodou kapitalizovaných výnosů	70
5	Diskuze a doporučení	72
6	Závěr	75
7	Literatura	78
A	Účetní výkazy společnosti ABC s.r.o.	83
B	Generátory hodnoty	91
C	Finanční plán	92

Seznam obrázků

Obr. 1	Postup ocenění podniku	19
Obr. 2	Postavení podniku v makroprostředí	20
Obr. 3	Porterova analýza pěti hybných sil	22
Obr. 4	Vývoj HDP v letech 2003-2014	42
Obr. 5	Prognóza HDP	43
Obr. 6	Míra inflace v letech 2003-2014	43
Obr. 7	Predikce inflace	44
Obr. 8	Vývoj měnového kurzu	44
Obr. 9	Vývoj tempa růstu tržeb	47
Obr. 10	Rentability	55
Obr. 11	Vývoj obrátu aktiv	57
Obr. 12	Koeficient samofinancování	58
Obr. 13	Altmanovo Z-score	59
Obr. 14	Index IN05	60
Obr. 15	Citlivostní analýza předběžného ocenění	68

Seznam tabulek

Tab. 1	Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu	27
Tab. 2	Výpočet volného peněžního toku (FCF)	31
Tab. 3	Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu	32
Tab. 4	Vývoj počtu podniků v rámci CZ-NACE 22 v letech 2007-2013	39
Tab. 5	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v běžných cenách v tis. Kč	39
Tab. 6	Počet zaměstnaných osob v letech 2007-2013	39
Tab. 7	Vývoj zahraničního obchodu s výrobky v běžných cenách v letech 2009-2013	40
Tab. 8	Teritoriální struktura zahraničního obchodu v roce 2013	41
Tab. 9	Vybrané ukazatele sociálního prostředí	45
Tab. 10	Vývoj tržeb odvětví a podniku	47
Tab. 11	Atraktivita trhu	48
Tab. 12	Prognóza vývoje trhu	49
Tab. 13	Zisk po zdanění	50
Tab. 14	Analýza konkurenční síly podniku	52
Tab. 15	SWOT analýza	53
Tab. 16	Prognóza tržeb a tržního podílu	54
Tab. 17	Analýza rentability	55
Tab. 18	Ukazatele likvidity	56
Tab. 19	Ukazatele aktivity	57
Tab. 20	Ukazatele zadluženosti	58
Tab. 21	Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	60

Tab. 22	Provozně nutný investovaný kapitál	61
Tab. 23	Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)	61
Tab. 24	Analýza a prognóza tržeb	62
Tab. 25	Zisková marže	62
Tab. 26	Průměrná zisková marže po odpisech a daních	63
Tab. 27	Doby obratu složek pracovního kapitálu ve dnech	63
Tab. 28	Provozně nutný pracovní kapitál	64
Tab. 29	Investice do dlouhodobého nutného majetku	65
Tab. 30	Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle modelu CAPM	66
Tab. 31	Předběžné ocenění podniku	67
Tab. 32	Provozně nutný investovaný kapitál	69
Tab. 33	Free cash flow a současná hodnota 1. fáze pomocí metody DCF entity	69
Tab. 34	Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF entity v tis. Kč	70
Tab. 35	Úprava výsledků hospodaření	71
Tab. 36	Trvale odnímatelný čistý výnos a netto hodnota podniku	71
Tab. 37	Rozvaha v tis. Kč	83
Tab. 38	Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	86
Tab. 39	Cash Flow v tis Kč	88
Tab. 40	Prognóza ziskové marže zdola	91
Tab. 41	Plánovaná rozvaha v tis. Kč	92
Tab. 42	Plánovaný výkaz zisku a ztráty v tis. Kč	93
Tab. 43	Plánované cash flow v tis. Kč	94

1 Úvod

Stanovení hodnoty podniku se v současné době stále výrazněji dostává do popředí zájmů podnikatelských subjektů. Tento trend se začal v České republice projevovat v souvislosti s transformací ekonomiky z centrálně plánované na tržní. Od 90. let 20. století, stanovení tržní hodnoty podniku nabývalo na důležitosti právě v souvislosti s velkým rozmachem privatizačních projektů. Zatím co v období rozsáhlých privatizací podniků, bylo jejich ocenění prováděno především za účelem stanovení prodejní či nákupní ceny, dnes má tato aktivita daleko širší využití. Jedná se především o jejich slučování, splývání či strategické řízení podniku. Tržní hodnota podniku je také důležitým orientačním bodem pro investory, vlastníky či věřitele. Proces stanovení hodnoty podniku má široké využití a v průběhu času zaujímá stále důležitější postavení.

Ocenění podniku v praxi nepředstavuje zrovna jednouchý proces. Každý podnik je jedinečný a je tvořen složitou vnitřní strukturou, což je nutné mít při stanovení hodnoty na paměti. Cílem oceňovatele je stanovit co nejpřesnější odhad hodnoty podniku. K dosažení tohoto cíle musí provést analýzu jak minulého vývoje, tak na základě zjištěných skutečností predikovat vývoj podniku v budoucnosti. Nestačí tedy pouze zkoumat dosažené finanční výsledky společnosti, ale je zapotřebí zhodnotit vývoj prostředí, ve kterém se podnik pohybuje a které činnost podniku ovlivňuje a působí na něj prostřednictvím nejrůznějších vlivů. Výsledné ocenění tedy nepředstavuje pouze sumu peněžního vyjádření majetku, ale odráží v sobě i informace o jeho konkurenční síle, finanční situaci, pozici na trhu a mnoha dalších faktorech. Jsou-li brány v úvahu výše uvedené faktory a případné synergické efekty, je potom pochopitelné, že je výsledná hodnota podniku často vyšší, než pouhý součet jeho majetkových částí.

Vyjádření hodnoty podniku v peněžních jednotkách je rovněž ovlivněno zvoleným účelem ocenění. Přestože je v současné době k dispozici řada postupů, standardů a metod jak hodnotu podniku stanovit, nelze se vyhnout situacím, kdy se do ocenění promítne i subjektivní pohled oceňovatele. Z tohoto důvodu není hodnota čistě objektivním znakem, ale může se u různých oceňovatelů lišit.

Pro ocenění podniku lze využít řadu nejrůznějších metod. V rámci této diplomové práce je využito dvou výnosových metod, které jsou nejčastěji využívané a uznávané znaleckou obcí v České republice. Tyto metody jsou aplikovány v podniku, pro který byl v rámci zachování anonymity zvolen alternativní název „ABC s.r.o.“

2 Cíl práce a metodika

Cílem diplomové práce je stanovení výnosové hodnoty konkrétního podnikatelského subjektu. Ocenění bude provedeno pro potřeby managementu za účelem strategického řízení podniku. Při ocenění bude využito výnosových metod, kterými jsou metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) a metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). Předmětem ocenění je podnik, pro který byl v rámci zachování anonymity zvolen alternativní název ABC s.r.o. Hodnota podniku bude stanovena k datu 1. 1. 2014. K dosažení hlavního cíle předchází naplnění cílů dílčích, kterými jsou:

- Vymezení postavení podniku na trhu své působnosti;
- Zhodnocení budoucí perspektivy podniku;
- Zhodnocení stávající finanční situace a výkonnosti podniku a jejich;
- Predikce budoucího vývoje podniku;
- Stanovit vlivy ovlivňující hodnotu podniku.

Práce je členěna na dvě části. První část se věnuje literární rešerši, která se sestává z odborné literatury, jak české, tak zahraniční, věnující se problematice oceňování a stanovení hodnoty podniku. V této části jsou nejprve vysvětleny základní pojmy týkající se této problematiky. Dále jsou popsány zásady oceňování podniku a nutné postupy a analýzy, které předcházejí samotnému oceňování. Zdroje využívané při zpracování této části jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Na základě poznatků a s využitím postupů uvedených v literární rešerši je následně zpracována část druhá, tedy vlastní práce. Pro zpracování této části bylo nutné shromáždit sekundární data. Jejich zdrojem byly převážně, Český statistický úřad, Česká národní banka, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR a výroční zprávy oceňované společnosti. Tato datová základna byla dále rozšířena o poznatky získané z rozhovorů se zástupci managementu společnosti. Na úvod vlastní práce bude uvedena stručná charakteristika společnosti, na kterou navazuje strategická analýza, jejímž cílem je vymezení celkový výnosový potenciál podniku. Na úvod strategické analýzy bude uvedena stručná charakteristika odvětví. Pro analýzu vnějšího prostředí bude použita PESTE analýza, na kterou bude navazovat vymezení relevantního trhu a analýza atraktivity trhu působnosti podniku. Vývoj trhu do budoucna bude predikován s využitím metody klouzavých průměrů. Pro další část strategické analýzy bude využit Porterův model pěti hybných sil, na který naváže vymezení celkové konkurenční síly podniku. Výstupy ze strategické analýzy budou dále využity pro zpracování SWOT analýzy. Posledním krokem v rámci strategické analýzy bude prognóza tržeb a tržního podílu podniku pro následující čtyři roky.

Další část bude tvořit finanční analýza, jejíž výstup bude podkladem pro zhodnocení stávajícího finančního zdraví oceňovaného podniku. Finanční analýza bude provedena pomocí poměrových ukazatelů, kterými jsou ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Následně bude provedena predikce finanční tísně

pomocí vícerozměrných bankrotních modelů a to konkrétně Altmanův Z-score model a model IN05.

Dalším krokem potřebným před přistoupení k ocenění podniku je rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný. V rámci tohoto rozdělení budou vyčísleny provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Posledním bodem analýzy dat bude analýza a prognóza generátorů hodnoty, kterými jsou tržby, zisková marže, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Tržby a jejich prognóza budou převzaty z poslední části strategické analýzy. Zisková marže bude vypočtena z dostupných dat a její prognóza bude získána pomocí metody shora a zdola a jejich sladěním. Predikce investic do provozně nutného pracovního kapitálu bude získána pomocí odhadů dob obrátů jednotlivých položek pracovního kapitálu na základě vývoje vykázaného v minulých obdobích. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku budou převzaty z investičních plánů společnosti. Před přistoupení k předběžnému ocenění na základě generátorů hodnoty je nutné vyčíslit kalkulovanou úrokovou míru, která bude stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál. Jejich součástí jsou náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady vlastního kapitálu budou vyčísleny na základě metody CAPM. Náklady na cizí kapitál budou získány jako podíl nákladových úroků a váženého aritmetického průměru zpoplatněného cizího kapitálu za roky 2012 a 2013. Následně bude provedeno předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty. Dále bude sestaven finanční plán společnosti.

Ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě entity se skládá s několika dílčími kroky. Prvním krokem je výpočet provozně nutného investovaného kapitálu, po kterém následuje stanovení volných peněžních toků. Pro výpočet hodnoty podniku bude využita dvoufázová metoda. Hodnoty obou fází jsou diskontovány na současnou hodnotu a jejich součtem bude poté dána brutto hodnota podniku. Jejím očištěním o výši cizího kapitálu a zvýšením o neprovozní aktiva je získána hodnota vlastního kapitálu podniku.

V rámci metody kapitalizovaných čistých výnosů bude využito tzv. paušální metody. Jako první budou upraveny výsledky hospodaření, na jejichž základě se stanoví výše trvale odnímatelného čistého výnosu. Ta bude následně upravena o provozní hodnotu vlastního kapitálu a výši neprovozních aktiv. Po těchto úpravách bude získána netto hodnota podniku.

Na základě všech předešlých kroků a analýz bude provedena diskuze získaných výsledků a v případě zjištěných problémů či nedostatků budou rovněž stanovena doporučení na nápravu dané stavu.

3 Literární rešerše

Cílem této kapitoly je na základě odborné literatury, sestavit teoretický základ o problematice oceňování podniku. V rámci této kapitoly budou charakterizovány metody a postupy oceňování podniku. Dále budou teoreticky rozebrány jednotlivé analýzy, které je nutné provést před samotným oceněním. Jedná se především o analýzu strategickou, finanční a generátorů hodnoty.

3.1 Obecné základy pro oceňování podniku

Odborná literatura nabízí velké množství definic pojmu podnik. V podmínkách České republiky má však největší význam definice, kterou uvádí občanský zákoník. Ten dle § 502 zákona 89/2012 Sb., vymezuje obchodní závod jako:

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

Na tuto skutečnost upozorňuje Mařík (2011) a poukazuje na fakt, že je na podnik nutné z ekonomického hlediska nahlížet jako na funkční celek. Dále se domnívá, že je výstižnější pojetí podniku dle německých oceňovacích standardů, které podnik označují za účelnou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.

Dle Kislingerové (2001), pak podnik tvoří komplex hmotného majetku a nehmotného majetku. Jeho součástí je i lidský faktor, čímž je myšlena pracovní síla včetně svých znalostí a zkušeností. Všechny zmíněné složky vytváří smysluplný celek, a proto je při oceňování nutné brát všechny jeho části v úvahu. Podnik by měl také plnit svou funkci, kterou je dosažení zisku.

Ocenění je ve své podstatě službou, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší užitek. Povaha tohoto užitku může být značně různorodá a může být členěna dle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Důvody pro ocenění lze tedy kategorizovat na základě podnětů, ze kterých vychází a na základě účelu, kterým má sloužit.

Jelikož existuje velké množství podnětů, které vyvolávají potřebu ocenění podniku, je dle Maříka (2011) vhodné tyto podmínky rozčlenit do následujících skupin:

- Ocenění **související s vlastnickými změnami**, kam lze zařadit např. koupi a prodej podniku, nepeněžní vklad do obchodní společnosti, ocenění v souvislosti s fúzí či rozdělením společností.
- Ocenění, kdy **nedochází k vlastnickým změnám**. Do této kategorie patří: změna právní formy společnosti, zastavení obchodního podílu, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru, ocenění v souvislosti se sanací podniku.

Kislingerová (2001) doplňuje k nejobvyklejším podnětům, které vyvolávají potřebu ocenění následující: likvidaci, dědické řízení, restrukturalizaci podniku, vstup na kapitálový trh, pojištění podniku a další.

Součástí každého ocenění by měla být jasná specifikace, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň hodnoty má být určena a jakému datu ocenění platí (Rejnuš, 2014).

V České republice momentálně neexistuje žádný obecně závazný zákon nebo předpis upravující problematiku oceňování podniku. Existují ovšem předpisy, které jsou uplatňovány dílčím způsobem. Mezi nejdůležitější patří (Mařík, 2011):

- České předpisy
 - Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR;
 - Metodický pokyn České národní banky.
- Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy
 - Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards);
 - Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards).
- Národní standardy
 - Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards od Professional Appraisal Practice);
 - Německý oceňovací standard IDW S1.

3.1.1 Hladiny a kategorie hodnoty podniku

Pojem hodnota pro potřeby oceňování vyjadřuje vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- **Užitnou hodnotu** – vyplývá ze skutečnosti, že podnik tvoří funkční celek, který má schopnost uspokojovat lidské potřeby. Jedná se o subjektivní, individuální vlastnost statku pro konkrétního vlastníka podniku.
- **Směnnou hodnotu** – je podmíněna skutečností, že statek disponuje užitnou hodnotu a zároveň je dostupný pouze v omezeném množství. Je výsledkem střetu nabídky a poptávky. V případě, že je vyjádřena v penězích, vede k tržní ceně.

Do hodnoty podniku se též promítají budoucí užitky, které mohou z vlastnictví podniku plynout. Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy na úrovni vlastníků nebo všech investorů, které jsou diskontovány na současnou hodnotu. Při oceňování podniku je uvažován předpoklad jeho nekonečného fungování. V tomto případě ovšem neleze budoucí příjmy exaktně určit ale pouze odhadnout. Hodnota podniku tedy představuje určitou výru v budoucnost podniku vyjádřenou

v penězích (Mařík, 2011). Na základě výše uvedených skutečností je možné konstatovat, že:

- Objektivní hodnota podniku neexistuje. Jedná se pouze o odhad, který je ve své podstatě názorem autora ocenění.
- Nelze sestavit jednoznačný algoritmus pro určení hodnoty.
- Hodnota je závislá na účelu ocenění a subjektu, který jej provádí.

Hladiny hodnoty podniku jsou rozděleny z hlediska objemu a vlastnictví vloženého oceňovaného kapitálu (Sabolovič, 2011). Rozlišují se následující hladiny hodnoty:

- **Hodnota brutto** – jedná se o hodnotu podniku jako celku, jak pro vlastníky, tak pro věřitele. V případě využití výnosových metod oceňování se hovoří o hodnotě entity. V právním pojetí je brutto hodnota označena jako obchodní majetek.
- **Hodnota netto** – zde se jedná o hodnotu na úrovni vlastníků podniku. Jedná se tedy o oceněná vlastního kapitálu. Při aplikaci výnosových metod je nazývána jako hodnota equity. Právní vymezení této hodnoty nalezneme opět v obchodním zákoníku, kde je označena jako čistý obchodní majetek.

Kategorie (standardy) hodnoty

Hodnota podniku je rozdělena do čtyř kategorií, které dle Maříka (2011) vznikly na základě odpovědí na následující otázky:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný (průměrný) zájemce?
- Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?

Na základě těchto otázek byly vymezeny čtyři přístupy k oceňování podniku a to tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota

Tržní hodnota využívá předpokladu existence trhu s podniky, kde se střetává nabídka a poptávka a tím se vytváří podmínky pro vznik tržní ceny. Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC) definuje tržní hodnotu následovně:

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

Hodnota aktiva je dle této definice určena bez ohledu na náklady prodeje a koupě a bez započítání daní, které s touto činností souvisejí. Mělo by se tedy jednat o odhad

rovnovážné ceny, tedy ceny, která vyrovnává poptávku a nabídku na konkrétním trhu. (Mařík, 2011)

Subjektivní (investiční) hodnota

Další kategorií hodnoty je subjektivní neboli také investiční hodnota. Risius (2007) říká:

„Investment Value represents the value to particular investor based on individual investment requirements and expectations. As such, synergies available to a potential buyer of a company would be appropriate to factor into the value under this standard, unlike what would be appropriate under Fair Market Value standard.“

Subjektivní hodnota je tedy dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího nebo současného vlastníka. Investiční hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného aktiva. Jako základní charakteristiky subjektivní hodnoty můžeme označit:

- Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ řídicích pracovníků oceňovaného podniku, případně potencionálního investora.
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat.

Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota dává odpověď na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou či nespornou. Jedná se o přístup, který je využíván odborníky a profesionálními odhadci. Objektivizovanou hodnotu definuje německý standard IDW S1 jako typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu. Tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci možností trhu, rizik a dalších vlivů. Při výpočtu objektivizované hodnoty by se mělo v co největší míře využívat všeobecně uznávaných dat a postupů (Mařík, 2011).

U této metody je na prvním místě v žebříčku zájmů její prokazatelnost. Její využití je tedy v hodné v případě (Sabolovič, 2011):

- Poskytování úvěru;
- Při zjišťování reálné bonity podniku;
- Při oceňování podniku v krizi;
- Při transformaci;
- V případě hledání substanční hodnoty podniku.

Kolínská škola

Stanovení hodnoty pomocí Kolínské školy je založeno na subjektivním postoji jednotlivých účastníků transakce. Její podstatou je ocenění na základě obecných funkcí. Rozlišuje několik základních funkcí oceňování a funkcí oceňovatele:

- **Funkce poradenská** – tato funkce je považována za nejdůležitější. Její smysl spočívá v poskytnutí podkladů a informací o maximální a minimální ceně, na kterou může kupující či prodávající přistoupit, aniž by na transakci prodělal. V té to souvislosti se hovoří o tzv. hraničních hodnotách účastníků.
- **Funkce rozhodčí** – jedná se o činnost nezávislého oceňovatele, jejíž podstatou je odhadnout hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího a nelézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- **Funkce argumentační** – podstatou této funkce je hledání argumentů pro to, aby subjekt transakce dosáhl ze svého hlediska zlepšení vyjednávací pozice (Krabec, 2009).
- **Funkce komunikační** – smyslem je poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, investory a bankami.
- **Funkce daňová** – cílem je přinést podklady k daňovým účelům.

3.1.2 Základní postup při oceňování podniku

Před začátkem samotného procesu ocenění je nutné vymezit účel, za kterým se ocenění zpracovává a také termín jeho řešení. Takto stanovený cíl práce se stává vodítkem pro výběr metod a modelů, se kterými oceňovatel následně pracuje. (Kislingerová, 2001)

Postup ocenění podniku není striktně určen. Jak uvádí Mařík (2011), je třeba jej modifikovat dle konkrétních podmínek. Především podle podnětu ocenění, kategorie hodnoty, kterou chceme zjistit, použitých metod a dostupných dat. Obecně se lze orientovat dle následujícího doporučeného postupu:

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

V praktické podobě mohou jednotlivé kroky nabývat různé podoby, hloubky a váhy. Tyto modifikace souvisí zejména se zvolenou metodou ocenění. Na obrázku č. 1 na následující straně jsou dle Kislingerové (2001) znázorněny čtyři okruhy, kterými se musí zabývat odhadce při tvorbě ocenění.



Obr. 1 Postup ocenění podniku
Zdroj: Kislíngerová, (2001, str. 27)

3.1.3 Strategická analýza

Strategická analýza představuje klíčový bod oceňovacího procesu. Její hlavní funkcí je vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Tento potenciál je do velké míry dán potenciálem vnějším. Vnější potenciál představují šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí. A dále potenciálem vnitřním, který určují silné a slabé stránky podniku. Silné a slabé stránky podniku odpovídají na otázku, zda disponuje nějakou podstatnou konkurenční výhodou (Mařík, 2011).

Úkolem strategické analýzy je zmapovat strategickou pozici organizace, tedy udělat externí a interní analýzu, dále identifikovat možné strategické alternativy, rozpracovat varianty řešení a vybrat tu nejvhodnější (Neumaierová, 2005).

Strategická analýza by měla poskytnout konkrétní výsledky a též dopovědi na několik základních otázek:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký lze očekávat vývoj trhu, konkurence a vývoj podnikových tržeb ve vztahu k perspektivám podniku?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

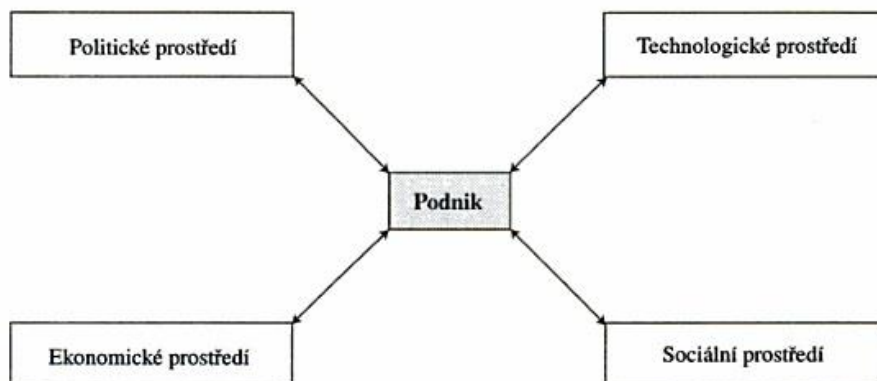
Mařík (2011) člení postup strategické analýzy do tří kroků:

- Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (vnější potenciál);
- Analýza konkurence a vnitřního potenciálu;
- Prognóza tržeb.

Analýza vnějšího potenciálu

Obecně lze o této hovořit jako o analýze makroprostředí. Tedy prostředí, ve kterém podniky fungují, vykonávají svou činnost, a které má na podnik podstatný vliv. Zaměřuje se na vývoj podmínek v minulosti, současnosti a věnuje se též prognóze

jejich budoucího vývoje (Kislingerová, 2001). Podnik a jeho postavení v makroprostředí znázorňuje následující schéma.



Obr. 2 Postavení podniku v makroprostředí
Zdroj: Kislingerová, (2001, str. 29)

Z obrázku je patrné, že na podnik působí řada prvků. K jejich posouzení a rozboru je možné využít tzv. PESTE analýzy. Název této analýzy je tvořen vytvořen z faktorů, jejichž prostřednictvím je podnik v rámci makroprostředí ovlivňován. Dle Sedláčkové (2006) se jedná o faktory:

- **Politické a právní** – zákony, státní regulace, stabilita politického prostředí, daňové zákony, pracovní právo apod.;
- **Ekonomické** – vývoj HDP, inflace, míry nezaměstnanosti, úrokové míry, kupní síly obyvatelstva, měnových kurzů a dalších;
- **Sociální** – demografický vývoj, průměrná mzda, podpory v nezaměstnanosti;
- **Technologické** – výzkum a vývoj, informační systémy, technologická úroveň, vynálezy a patenty;
- **Ekologické** – surovinové zdroje, ochrana životního prostředí, energie atd.

Podle Maříka (2011) je styčným bodem této analýzy vymezení relevantního trhu a to z hlediska věcného, území, zákazníků a konkurentů. Volba tohoto trhu by měla umožňovat získat základní data o tomto trhu. K těmto patří – velikost trhu, velikost poptávky, vývoj cen, segmentace trhu a další. Následně je vhodné zhodnotit atraktivitu trhu, aby bylo možné predikovat jeho další vývoj. Cílem analýzy atraktivity trhu je přispět k lepšímu rozpoznání šancí a rizik, které se na trhu vyskytují. Za kritéria atraktivity trhu lze považovat:

- Růst trhu;
- Velikost trhu;
- Intenzita konkurence;
- Průměrná rentabilita, substitute a bariéry vstupu;
- Citlivost na konjunkturu;

- Strukturu zákazníků.

Posledním krokem analýzy vnějšího prostředí je prognóza vývoje trhu. Jejím východiskem by měla být analýza právě těch faktorů, které nejvíce ovlivňují vývoj daného trhu. Jedná se převážně o faktory národohospodářské (HDP, výroba v odvětví a spotřeb apod.), obecné faktory poptávky (příjem na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich strukturu) a specifické faktory (zvyky, trendy). Při prognóze vývoje trhu je vhodné využít různých metod a postupů jako jsou: analýza časových řad a jejich extrapolace, jednoduchá či vícenásobná regresní analýza nebo odhad budoucího vývoje pomocí porovnání se zahraničím.

Výsledkem analýzy vnějšího prostředí by mělo být stanovení dvou ze čtyř prvků tvořících SWOT analýzy. Z analýzy makroprostředí by měl vyplynout soubor příležitostí (O) a identifikace hrozeb (T).

Analýza vnitřního potenciálu

Druhá část strategické analýzy spočívá v ohodnocení potenciálu podniku, tedy v posouzení silných a slabých stránek a to především v oblastech, které významně ovlivňují konkurenční pozici podniku a spoluvytvářejí dlouhodobou hodnotu společnosti (Neumaierová, 2005).

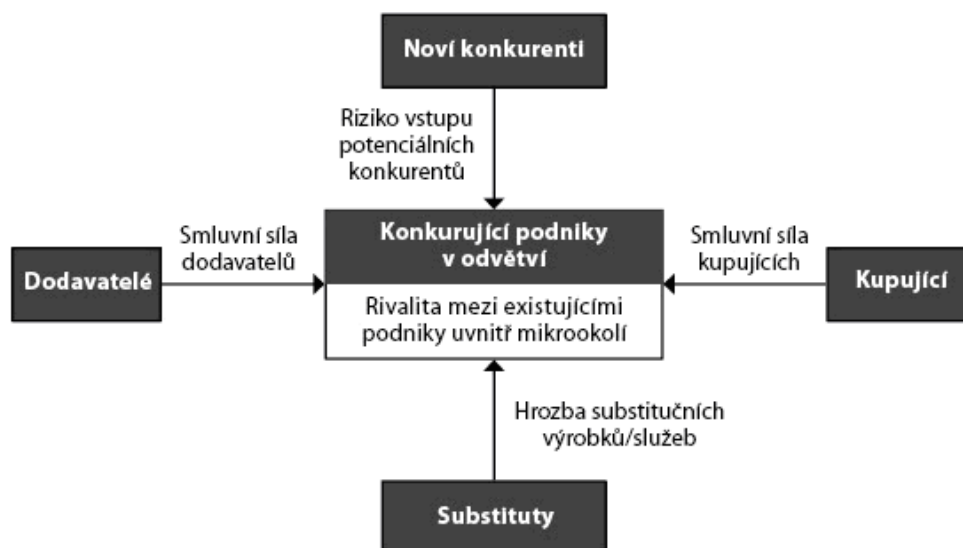
Mařík (2011) doporučuje rozdělit analýzu konkurenční síly podniku do několika kroků:

- Určení dosavadních tržních podílů podniku;
- Identifikace konkurentů;
- Analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů konkurenční síly;
- Prognóza tržních podílů.

Stanovení tržního podílu je doporučeno provést jak na úrovni fyzických jednotek, tak v korunovém vyjádření. V případě, že není možné stanovit velikost trhu a tím pádem tržní podíl, přistupuje se ke kvalifikovaným odhadům. Následujícím krokem je identifikace hlavních konkurentů, v rámci níž jsou shromažďovány údaje o jejich hospodaření a data nejrůznějšího charakteru, které v co nejvyšší míře přispívají k vysvětlení vývoje tržního podílu jednotlivých podniků a především podniku, který je předmětem ocenění. Jako třetí v pořadí nastupuje na řadu analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly. Úkolem tohoto bodu je zhodnotit vývojové možnosti podniku a určit, do jaké míry disponuje schopností využít šance, které plynou z rozvoje trhu a okolí a jak je schopen čelit konkurenci a případným hrozbám. V souvislosti s těmito schopnostmi určit konkurenční sílu daného podniku vůči hlavním konkurentům. Na základě předcházejících kroků je zpracován poslední bod, jímž je prognóza tržních podílů (Mařík, 2011).

Pro analýzu tržního prostředí, ve kterém podnik působí, slouží Porterův model pěti hybných sil. Smyslem tohoto modelu je identifikace pěti hlavních sil, které ovlivňují postavení podniku na trhu, možnost budoucího růstu a dlouhodobou ziskovost tržního segmentu. Těchto pět hybných sil tvoří stávající konkurence, poten-

cionální nová konkurence, existence substitutů, síla dodavatelů a odběratelů (Hill, 2000). Vztahy mezi jednotlivými prvky jsou patrné z následujícího schématu.



Obr. 3 Porterova analýza pěti hybných sil
Zdroj: Businessinfo.cz

Výsledkem analýzy vnějšího potenciálu je identifikace silných (S) a slabých (W) stránek podniku. S využitím výstupů analýzy vnějšího potenciálu lze sestavit kompletní SWOT analýzu, která je prostředkem pro sumarizaci mnoha analýz a prostředkem k jejich kombinování s klíčovými výsledky analýzy prostředí firmy a jejími schopnostmi (Jakubíková, 2008).

3.1.4 Finanční analýza

Nedílnou součástí ocenění podniku je finanční analýza. Představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena převážně v účetních výkazech. Zahrnuje v sobě hodnocení firemní minulosti, současnosti a predikci budoucí finanční situace podniku. Hlavní smysl finanční analýzy spočívá v přípravě podkladů pro kvalitní fungování podniku. Na finanční analýzu je možné nahlížet z časového pohledu ve dvou rovinách. První spočívá možnosti nahlédnout do minulosti (ex post analýza) a hodnotit vývoj podniku až do současnosti. Druhou rovinou je fakt, že výsledky finanční analýzy slouží jako základ pro finanční plánování jak krátkodobé, tak strategické, které je spojeno s dlouhodobým rozvojem firmy. V tomto případě se hovoří o ex ante analýze a zkoumá se finanční perspektiva podniku (Růčková, 2011).

Na základě finanční analýzy bychom měli být schopni doplnit předběžné tvrzení o perspektivnosti podniku, které nám již částečně poskytla strategická analýza. Dále je schopna doplnit představy o rizicích podniku, pokud se během analýzy projeví nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti (Mařík, 2011).

Zdroje pro finanční analýzu

Kvalita vstupních informací je jedno z hlavních kritérií úspěšnosti finanční analýzy. Vedle kvality je důležitá i komplexnost použitých informací, jelikož je nutné podchytit pokud možno všechna data, která by mohla nějakým způsobem zkreslit výsledky hodnocení finančního zdraví podniku. Základní data jsou čerpána z účetních výkazů. Ty lze rozdělit do dvou skupin na účetní výkazy finanční a účetní výkazy vnitropodnikové. Finanční účetní výkazy jsou výkazy externími, protože poskytují informace převážně externím uživatelům. Poskytují přehled o stavu a struktuře majetku, zdrojích krytí, tvorbě a užití výsledků hospodaření a neposlední řadě o peněžních tocích. Jedná se o veřejně dostupné informace, které je firma povinna zveřejňovat nejméně jedenkrát do roka. Pro vnitropodnikové účetní výkazy neexistuje právně závazná úprava a vycházejí z vnitřních potřeb firmy. Tyto výkazy umožňují zpřesnění výsledků finanční analýzy a vedou k eliminaci rizika odchylky od skutečnosti, neboť jsou zpracovávány s častější frekvencí a umožňují tak vytvářet podrobnější časové řady (Růčková, 2011).

Pohled na majetkovou a finanční strukturu podniku poskytuje rozvaha. Tvorbu výsledku hospodaření za konkrétní účetní období zachycuje výkaz zisku a ztrát (VZZ). Dalším výkazem, který je pro posouzení skutečné finanční situace podniku velice důležitý, je výkaz peněžních toků – cash flow. Posledním je přehled o změnách vlastního kapitálu, který podává informace o zvýšení či snížení jednotlivých položek vlastního kapitálu (Knápková a kol., 2013).

Při tvorbě finanční analýzy se využívá zejména následujících metod:

- Analýza absolutních ukazatelů – analýza majetkové a finanční struktury, nástrojem je analýza trendů (horizontální analýza) a procentní rozbor dílčích položek rozvahy (vertikální analýza);
- Analýza tokových ukazatelů – analýza výnosů, nákladů, zisku a cash flow. Nástrojem je opět horizontální a vertikální analýza;
- Analýza rozdílových ukazatelů – nejvýraznějším ukazatelem je čistý pracovní kapitál;
- Analýzy poměrových ukazatelů – analýza ukazatelů likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti, produktivity, ukazatelů kapitálového trhu, ukazatelů na bázi cash flow a dalších;
- Analýza soustav ukazatelů – podstatou je sestavení jednoduchého modelu, který zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu;
- Souhrnné ukazatele hospodaření (Knápková a kol., 2013).

Absolutní ukazatele udávají představu o určitém stavu nebo informují o údajích za určitý časový interval. Hovoříme tedy o stavových nebo tokových veličinách. Každá analýza zabývající se absolutními ukazateli jako první krok zpracovává vertikální a horizontální rozbor absolutních ukazatelů. V případě horizontální analýzy se jedná o porovnání jednotlivých položek v čase. Provádí se tedy srovnání základního a běžného období. Cílem je zjistit, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka a kolik tato změna činí v procentním vyjádření. Vertikální analýza ve své podstatě

provádí rozbor struktury účetních výkazů, který je vyjádřen v procentech. Na rozdíl od horizontální analýzy se při vertikální analýze zkoumá pouze jedno období, ve kterém se analyzuje, jak se dílčí veličiny podílí na tvorbě veličiny globální. (Kislingerová, 2008).

Rozdílové ukazatele slouží k analýze a řízení finanční situace firmy s ohledem na jeho likviditu. Nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelem je čistý pracovní kapitál (ČPK). Jedná se o rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji (Knápková a kol., 2013).

K tomu, abychom mohli zkoumat vzájemné vazby a souvislosti mezi ukazateli, dáváme jednotlivé absolutní hodnoty uvedené v účetních výkazech do vzájemných poměrů. Tímto způsobem vznikají poměrové ukazatele. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je hojně aplikována především z důvodu její univerzální použitelnosti a vysoké praktické využitelnosti. K tradičním ukazatelům používaným pro měření finanční výkonnosti podniku patří především ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu (Kislingerová, 2001).

- **Ukazatele rentability**

Rentabilita (výnosnost) vloženého kapitálu, vyjadřuje schopnost dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu, tedy schopnost podniku vytvářet nové zdroje. Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu. Tímto vstupem jsou nejčastěji celková aktiva (majetek), kapitál (vlastní kapitál) nebo tržby (Knápková a kol., 2013; Kislingerová, 2001). Jak uvádí Mařík (2011) ukazatele rentability tvoří pouze vstup do celé analýzy výnosnosti. Po zjištění rentability je nutné přistoupit k hledání a hodnocení příčin dané skutečnosti.

- **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity podávají informace o tom, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Jedná se o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. Pracuje se s ukazateli dvojího typu, a to s ukazateli počtu obrátů nebo doby obrátu. Ukazatele pracují s jednotlivými položkami majetku, které jsou poměřovány buď k tržbám, výnosům nebo jiným rozvrhovým základnám (Kislingerová, 2008).

- **Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti podávají informace o úspěšnosti práce managementu při získávání dodatečných zdrojů financování podniku. Charakterizují jednak zadluženost vlastního kapitálu a dále základní proporce vlastního a cizího kapitálu. Jedná se tedy o ukazatele věřitelského rizika, finančního rizika a úrokového krytí. Aktuální míra zadlužení je porovnávána s doporučenými hodnotami. Na základě této skutečnosti je následně odhadována velikost dalšího zadlužení. Míru zadlužení a podíl vlastního kapitálu však nelze posuzovat bez ohledu na strukturu aktiv (Kislingerová, 2001; Mařík, 2011).

- **Ukazatele likvidity**

Likvidita je významná z hlediska finanční rovnováhy podniku, jelikož pouze likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Ovšem přílišná likvidita také není pozitivním jevem především pro vlastníky podniku, neboť finanční prostředky jsou vázány v aktivech, které se nepodílí na zhodnocování finančních prostředků a snižují tak možnou rentabilitu. Cílem je tedy najít kompromis mezi vyváženou likviditou, která zaručí jak dostatečné zhodnocení prostředků, tak schopnost plnit splatné závazky (Růčková, 2008).

Souhrnné analýzy finančního zdraví – predikce finanční tísně

V této souvislosti se hovoří o bankrotních a bonitních modelech, které slouží pro rychlé roztržidění firem dle jejich výkonnosti a důvěryhodnosti. Jejich předností je především snaha o omezení subjektivity při výběrů stěžejních ukazatelů a jejich významnosti při hodnocení finanční situace podniku. Bonitní indikátory slouží k vyjádření míry kvality firmy dle její výkonnosti. V tomto smyslu jsou tedy orientovány na investory a vlastníky. (Neumaierová, Neumaier, 2002)

Bonita je obvykle vyjádřena ratingem, který umožňuje zařadit firmu do hodnotící škály, na základě které je následně stanoveno riziko hrozící investorům, případně věřitelům. K těmto modelům se řadí (Marinič, 2008):

- Model dle M. Tamariho;
- Kralickův quicktest;
- Skóre bonity.

Podstatou bankrotních modelů je poskytnout svým uživatelům informace o tom, zda podniku v blízké budoucnosti hrozí bankrot. Pracují s předpokladem, že v podniku již několik let před úpadkem k určitým příznakům, které se projevují jak ve vývoji hodnot finančních ukazatelů, tak plynou z disproporce mezi některými z nich. Bankrotní modely nabývají podoby rovnic, které vedou k číselnému hodnotícímu koeficientu, jehož hodnota vypovídá o míře ohrožení podniku bankrotem (Rejnuš, 2014). Zástupci bankrotních modelů jsou:

- Altmanovo Z-score;
- IN05;
- Taflerův bankrotní model.

3.1.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Při rozdělování aktiv na provozně potřebná a nepotřebná se vychází z předpokladu, že podnik má pouze jedno podnikatelské zaměření. Pro výkon této činnosti potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených rezerv. Tyto aktiva jsou označována jako provozně potřebná (nutná). Všechna ostatní aktiva řadíme do skupiny provozně nepotřebných (nenutných) či neprovozních aktiv. Pro rozdělení majetku existuje několik důvodů. Prvním z nich je fakt, že část majetku nemusí být vůbec využívána a tak z něj neplynou žádné nebo jen velmi malé pří-

jmy. Dále by měla být vyčleněna i aktiva nesouvisející s provozem, která sice přináší určitý příjem, ale rizika s tímto příjmem spojená se liší od rizik hlavního provozu podniku. Posledním důvodem je potřeba rozdílného způsobu ocenění provozně potřebných a nepotřebných aktiv.

Nejčastěji je do kategorie provozně nepotřebných aktiv řazena ta část krátkodobého finančního majetku, která přesahuje úroveň, která je z hlediska provozu a k zajištění likvidity nezbytná. Provozně nutnou část krátkodobého finančního majetku je možné odhadnout ze zkušeností z minulých let nebo pomocí žádané úrovně poměrového ukazatele okamžité likvidity. Další neprovozním aktivem jsou cenné papíry a podíly, které mohou být prodány, aniž by došlo k narušení provozní činnosti podniku. Dále se jedná o dlouhodobý finanční majetek, především – podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, dluhové cenné papíry, půjčky, úvěry a další. Neprovozním aktivem mohou být nemovitosti a pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nadbytečné kapacity a ostatní nepotřebný dlouhodobý i krátkodobý majetek (Knápková a kol., 2010; Mařík, 2011).

V souvislosti s rozdělením aktiv na provozně nutná a nenutná, je nutné vymezit korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH). Korigovaný provozní výsledek hospodaření lze získat úpravou provozního výsledku hospodaření o náklady nebo výnosy, které plynou z provozně nepotřebných aktiv (Mařík, 2011).

3.1.6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pojmem generátory hodnoty se rozumí soubor základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Jsou obvykle vyvozovány vzhledem ke konkrétnímu přístupu k ocenění podniku, kterým je nejčastěji metoda diskontovaných peněžních toků (Mařík, 2011). Za základní generátory hodnoty lze považovat:

- Tržby;
- Marže provozního zisku;
- Investice do pracovního kapitálu;
- Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku;
- Diskontní míru;
- Způsob financování;
- Dobu existence podniku.

Tržby

Tržby jsou první klíčový generátor hodnoty, jehož predikce by měla být založena na výsledcích strategické analýzy. Výsledky strategické analýzy nemusí být definitivní. Jedná se o odhad, kolik by podnik mohli prodat s ohledem na pravděpodobný vývoj trhu. Tento odhad je poté možné korigovat v návaznosti na kapacitní možnosti podniku či plánované investice, jejich financování a rychlost jejich uvedení do provozu (Sabolovič, 2011).

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže (NOPBT – net operating profit before tax – čistý operační zisk po zdanění) je definován jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a tržeb. Při výpočtu provozní ziskové marže se zpracovávají dvě nezávislé prognózy, které se poté sladují mezi sebou (Mařík, 2011).

- Prognóza ziskové marže **shora**, je základní přístup, který vychází u vývoje ziskové marže v minulosti a na něj navazuje zdůvodněný budoucí vývoj. V první řadě, se vypočítá KPVH, ze kterého se následně odvodí zisková marže. Ta je poté i s faktory které ji ovlivňují podrobena analýze, na jejímž základě bude proveden dohad budoucích hodnot ziskové marže. Na závěr je prognózován KPVH jako součin odhadnuté ziskové marže a dříve prognózovaných tržeb.
- Prognóza ziskové marže **zdola** vychází z prognózy hlavních provozních nákladových položek, které mohou být doplněny i o méně významné položky nákladů či výnosů. KPVH je následně dán rozdílem provozních výnosů a nákladů. Ze zisku a tržeb je poté vypočítána zisková marže (Mařík, 2011).

Pracovní kapitál

Pracovní kapitál, jako generátor hodnoty je nutné modifikovat. Oproti klasickému pojetí pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobý cizí kapitál) bude pracovní kapitál jako generátor hodnoty upraven tak, že od oběžných aktiv bude odečten neúročený cizí kapitál a všechny veličiny budou započteny pouze v provozně nutném rozsahu (Mařík, 2011). Postup výpočtu je znázorněn v následující tabulce.

Tab. 1 Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu

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

Zdroj: Mařík, (2011, str. 132)

Podstatou analýzy pracovního kapitálu je zjistit náročnost růstu výkonů podniku na pracovní kapitál, především na zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky. Výsledkem by měla být zdůvodněná prognóza budoucího vývoje pracovního kapitálu, koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál, jehož rovnice má následující tvar:

$$k_{wc} = \frac{\Delta WC}{\Delta X} = \frac{WC}{X}$$

Investice do dlouhodobého majetku

I v tomto případě se jedná jen o investice do dlouhodobého majetku, který je nezbytný pro základní podnikatelskou činnost firmy. Plánování investiční činnosti se řadí mezi nejobtížnější části analýzy generátorů hodnoty především z důvodu nepravidelnosti vývoje investic. Při plánování investic se vychází z dlouhodobých strategických cílů podniku, kterých se snaží dosáhnout pomocí efektivních investičních projektů (Synek, 2011).

Dle Maříka (2011) je možné rozlišit několik variant plánování investiční náročnosti. Jedná se o globální přístup, přístup podle hlavních položek a přístup na základě odpisů. Výsledkem této analýzy by mělo být zjištění koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu (k_{WC}) a koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku (k_{DMn}) kde:

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

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

3.1.7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Po analýze a prognóze generátorů hodnoty lze s jejich využitím přistoupit k předběžnému ocenění podniku, které je založena na principu peněžních toků. Volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky je možné vyjádřit dle vztahu:

$$FCF_t = X_{t-1} \times (1 - g) \times r_{ZPx} \times (1 - d) - X_{t-1} \times g \times (k_{WC} + k_{DMn})$$

kde jednotlivé prvky rovnice vyjadřují:

X	– velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky
g	– tempo růstu tržeb
r_{ZPx}	– provozní zisková marže vypočítaná z KPVH
d	– sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření
k_{WC}	– koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
k_{DMn}	– koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku
t	– rok

Volný peněžní tok je také možné vyjádřit jako rozdíl korigovaného provozního zisku po dani a přírůstku pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty lze vytvořit odhad průměrné hodnoty generátorů a tím pádem modelovat pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku (Mařík, 2011). Odhad výnosové hodnoty jako celku (H_b) lze získat pomocí vzorce na následující straně.

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

kde:

H_b – výnosová hodnota brutto
 i_k – kalkulovaná úroková míra

3.1.8 Sestavení finančního plánu

Finanční plán by měl být dle Maříka (2011) sestaven vždy, když je podnik oceňován pomocí výnosové metody. Obsahem tvorby finančního plánu je především plánování výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků. Finanční plán vychází z dlouhodobé koncepce a strategie podniku. Je tedy součástí podnikového plánu. Podnikový plán je tvořen několika dílčími plány a to především:

- Plány prodeje pro odhad budoucích výnosů;
- Plány produkce a s nimi související odhad nákladů;
- Plány kapacit, které se promítají do plánů investic, pracovního kapitálu, plánů údržby, obnovy a odpisů;
- Plán pracovních sil;
- Plán provozního výsledku hospodaření, plán daní a podílů na zisku;
- Plán provozního peněžního toku;
- Plán celkového peněžního toku;
- Plánovaná rozvaha pro všechny plánované roky.

3.2 Metody pro finanční ocenění podniku

Cílem finančního ocenění podniku je stanovit jeho hodnotu pomocí peněžní částky a potenciál podniku peněžním ekvivalentem. Výsledná hodnota podniku je dána kombinací více oceňovacích metod, které lze členit na výnosové, tržní a majetkové metody. Konkrétní metodu je nutné volit s ohledem na účel ocenění. Jednotlivé oceňovací metody je možné rozdělit následujícím způsobem:

- **Výnosové metody**
 - Metoda DCF – diskontovaných peněžních toků;
 - Metoda KČV – kapitalizovaných čistých výnosů;
 - Metody výnosové metody;
 - Metoda EVA – ekonomické přidané hodnoty;
- **Tržní metody**
 - Na základě tržní kapitalizace;
 - Na základě srovnatelných podniků;
 - Na základě údajů o podnicích uváděných na burzu;
 - Na základě srovnatelných transakcí;
 - Na základě odvětvových multiplikátorů;

- **Majetkové metody**

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen;
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen;
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů;
- Likvidační hodnota;
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

3.2.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

Výnosový způsob ocenění podniku je založen na předpokladu, že hodnota jakéhokoli statku je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, kam se řadí i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Za výnosy lze považovat skutečné peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Výnosové metody tvoří v současné době jednoznačný základ pro oceňování podniku a schopnost jejich praktického využití je nezbytnou součástí výkonu praxe odhadce podniku (Janíček, Marek, 2013).

Výnosové metody jsou koncipovány na principu stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných příjmů (výnosů), které generují aktiva podniku. Jako výnosy mohou vystupovat diskontované peněžní toky, dividendový výnos, kapitalizovaný zisk nebo ekonomická přidaná hodnota. Při využití těchto metod je klíčovým problémem stanovení diskontní míry. Ta může být tvořena reálnou úrokovou mírou, průměrnými kapitálovými náklady nebo požadovanou výnosností akcií (Nývtová, 2010).

Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků je považována za základní výnosovou metodu, neboť právě peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku. Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách, jejichž smyslem je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, nebo v návaznosti na mezinárodní terminologii hodnotu vlastního kapitálu (Mařík, 2011).

- **Metoda DCF entity** – zjišťuje hodnotu podniku jako celku. Ocenění probíhá ve dvou krocích. V první řadě je stanovena hodnota podniku jako celku H_b (hodnota brutto). Tedy hodnota pro vlastníky i věřitele. Následně se po odečtení hodnoty cizího kapitálu dospěje k hodnotě vlastního kapitálu H_n (hodnota netto), která vyjadřuje hodnotu pro vlastníky podniku.
- **Metoda DCF equity** – zjišťuje přímo hodnotu vlastního kapitálu. Vychází z peněžních toků dostupných pouze vlastníkům podniku. Po jejich diskontování je získána hodnota vlastního kapitálu H_n (Palepu, 2007).
- **Metoda DCF APV** – vychází z upravené současné hodnoty. V první řadě je stanovena brutto hodnota podniku (H_b), která je dána součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových štítů. Po odečtení hodnoty cizího kapitálu je opět získána hodnota netto (H_n).

Metoda **DCF entity** je z výše uvedených metod nejvíce používanou. Lze ji tedy považovat za metodu základní. Podnik jako celek je chápán na úrovni investovaného kapitálu, který představuje velikosti provozně potřebného majetku a kapitálu, který váže. Vymezení provozního investovaného kapitálu a neprovozního majetku má zásadní význam pro způsob výpočtu volných peněžních toků. Vstupními veličinami pro metodu DCF entity jsou tedy investovaný kapitál, volný peněžní tok, prognóza volných peněžních toků a odhad diskontní míry (Janíček, Marek, 2013).

Východiskem pro výpočet **investovaného kapitálu** je upravená rozvaha. Její úprava spočívá v potřebě učit náklady na investovaný kapitál a v rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Po těchto úpravách je vyčíslen provozně nutný investovaný kapitál, který je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Ten následně v součtu s neprovozními aktivy tvoří celkový investovaný kapitál (Krabec, 2009).

Základním prvkem metody DCF entity jsou **volné peněžní toky**. Jedná se o množství peněžních prostředků, které je možné rozdělit mezi investory, aniž by to narušilo vývoj podniku. Základní hodnota podniku je pro tyto investory dána současnou hodnotou očekávaných peněžních toků (Birgham, Ehrhart, 2011).

Tab. 2 Výpočet volného peněžního toku (FCF)

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
- Upravená daň z příjmu
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení provozně nutného dlouhodobého majetku
= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Sabolovič, (2008, str. 81)

U metody DCF entity se hovoří o volných peněžních tocích pro vlastníky a věřitele. V tomto případě se lze setkat s označením FCFF (Free Cash Flow to Firm).

Další podstatným prvkem modelů DCF je **diskontní míra**, která významně ovlivňuje výslednou hodnotu podniku. Základní úlohou diskontní míry je převod budoucích peněžních toků na současnost, vyjádření očekávané výnosnosti a zohlednění míry rizika (Kislingerová, 2001).

Postup stanovení diskontní míry je závislý na výběru použité varianty modelu DCF. V případě oceňování metodou DCF entity je diskontní míra stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu má tento tvar (Mařík, 2011):

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

kde:

- n_{CK} - náklady na cizí kapitál
- d - sazba daně z příjmu
- CK - tržní hodnota cizího kapitálu (úročeného) vloženého do podniku
- $n_{VK(Z)}$ - náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku
- VK - tržní hodnota vlastního kapitálu
- K - celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Výpočet hodnoty podniku pomocí výnosové metody DCF entity lze rozdělit do dvou kroků. Prvním krokem je určení celkové hodnoty podniku, tedy hodnoty brutto. Jedná se o výnosovou hodnotu investovaného kapitálu, která je dána diskontovanými peněžními toky plynoucími z hlavního provozu podniku. Hodnotu podniku jako celku (H_b) lze vyjádřit pomocí následujícího vztahu (Mařík, 2011):

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

kde:

- $FCFF_t$ - volné peněžní toky do firmy v roce t
- i_k - diskontní míra
- n - počet let předpokládané existence podniku

Výsledné hodnoty vlastního kapitálu (H_n) je dosaženo snížením H_b o hodnotu úročeného cizího kapitálu a následným navýšením o hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění. Postup výpočtu je znázorněn v následující tabulce.

Tab. 3 Výpočet výsledné hodnoty vlastního kapitálu

Hodnota brutto (provozní)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění
= Hodnota vlastního kapitálu (provozní)
+ Hodnota provozně nepotřebných aktiv ke dni ocenění
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: Mařík, (2011, str. 201)

V praxi se ovšem pracuje s předpokladem nekonečné existence podniku tzv. „going concern“. Pro takto dlouhé období je nemožné naplánovat peněžní toky. Proto se využívá takzvané **dvoufázové metody**. Vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje roky, pro které je možné stanovit prognózu volného peněžního toku. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze až do nekonečna. V průběhu této fáze je tvořena takzvaná pokračující hodnota (PH),

kteřá představuje současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze do nekonečna. Pokračující hodnota zásadním způsobem ovlivňuje odhad finanční hodnoty podniku. Podíl pokračující hodnoty na celkovém výnosovém ocenění podniku může dosahovat až 80 %. Hodnotu podniku při využití dvoufázové metody lze stanovit dle následujícího vzorce (Mařík, 2011):

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

kde:

T	- délka první fáze v letech
PH	- pokračující hodnota
i_k	- kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

Odhad pokračující hodnoty je založen na následujících předpokladech:

- Stabilizace základních parametrů – zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu, podíl na trhu;
- Konstantní růst podniku, stabilizace míry investic;
- Stabilní výnosnost nových investic.

Pro výpočet pokračující hodnoty existuje několik způsobů. Typicky se využívá Gordonova či Parametrického vzorce. Gordonův vzorec nachází své využití při oceňování akcií na základě dividend. Pokračující hodnota podle Gordonova vzorce je stanovena dle následujícího vztahu:

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

kde:

T	- poslední rok prognózovaného období
i_k	- kalkulovaná úroková míra
g	- tempo růstu volného peněžního toku do nekonečna
FCFF	- volný peněžní tok do firmy

Aby uvedený vzorec nabyl platnosti, je nutné aby $i_k > g$. Při výpočtu pomocí Gordonova vzorce je nezbytné použít odhad volného peněžního toku pro rok T+1, tedy rok, pro který již není k dispozici plán. Ke stanovení tohoto odhadu lze využít vztahu:

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

Parametrický vzorec pracuje s dvěma základními generátory hodnoty, kterými jsou tempo růstu KPVH sníženého o upravené daně a očekávaná rentabilita nových investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (r_I).

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ – korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

Rentabilita čistých investic se vypočítá pomocí vztahu:

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je výnosovou metodou, která svou koncepcí spadá do metod tzv. reziduálních zisků. Lze ji pokládat za konzervativní, na finančním účetnictví postavenou alternativu k výnosovým metodám diskontovaných peněžních toků (Petřík, 2009). Podstatou je výnosový potenciál podniku k datu ocenění. V úvahu je brán pouze skutečný stav věcí k datu ocenění. Dlouhodobý rozvoj není zahrnut vůbec, nebo pouze pro období snadno predikovatelné. Metoda KČV se v porovnání s ostatními výnosovými metodami vyznačuje větší objektivitou a opatrností. Předpokládá, že investice budou financovány především z odpisů. V případě, že potřeba investic přesahuje výši odpisů, pracuje se s předpokladem plného financování z cizích zdrojů. Při využití Metody KČV je získána přímo hodnota vlastního kapitálu, tedy hodnoty netto. Metoda KČV se dále člení na dvě dílčí metody:

- **Paušální metoda** – využívá se u podnikatelských subjektů, které mají určitou minulost ale velice obtížně odhadnutelnou budoucnost. Nelze tedy rozhodnout, zda podnik bude růst či zda svou podnikatelskou činnost v brzké době ukončí. Podstatou této metody je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tedy výnosu, který je možné z podniku odebrat, aniž by došlo k narušení jeho majetkové podstaty (Janíček, Marek, 2013).
- **Analytická metoda** – je považována za základní metodu pro stanovení hodnoty, jejíž postup je srovnatelný s výpočty metody DCF. Rozdíl ovšem spočívá v kalkulaci očekávaného výnosu. U metody DCF je kalkulován z peněžních toků, kdežto u metody KČV z upravených budoucích výsledků hospodaření. Vý-

nosové ocenění je u této metody založeno na prognóze budoucích výsledku hospodaření upravených o vliv financování.

Při oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů je rovněž nutné dodržovat určité zásady. Jedná se především o účel ocenění, ocenění podniku jako hospodářské jednotky, princip rozhodného dne, oddělené ocenění provozního a neprovozního majetku a zásada transparentnosti posudku.

Prvním krokem při ocenění metodou KČV je úprava minulých výsledků hospodaření, jejímž cílem je zjistit skutečný výsledek hospodaření, který by bylo možné rozdělit a dosáhnout stavu srovnatelnosti, aby minulé výsledky hospodaření mohly sloužit jako základ pro plánování výsledků budoucích. Takto upravené výsledky hospodaření jsou následně využity při tvorbě finančního plánu. Kalkulovaná úroková míra je pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, které vyjadřují výnosnost alternativního použití kapitálu. Úroková míra je obvykle rozdělena na základní úrokovou míru a rizikovou přírážku. Po těchto krocích lze přistoupit k propočtu výnosové hodnoty a to buď metodou analytickou, nebo paušální (Mařík, 2011).

Analytická metoda pracuje s předpokladem trvalé existence podniku a jejím styčným prvkem jsou odnímatelné čisté výnosy, tedy výnosy, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Hodnotu podniku lze poté vyjádřit vzorcem:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

kde:

H_n	- hodnota vlastního kapitálu (netto)
$\check{C}V_t$	- odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
T	- délka první fáze
TČV	- trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu v druhé fázi
i_k	- kalkulovaná úroková míra

Druhou metodou výpočtu je metoda paušální. Její použití je vhodné zejména v případech:

- Odhadu výnosové hodnoty podniku bez růstových možností. Odhaduje se tedy dolní hranice výnosové hodnoty podniku.
- V případě podniků, jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná.
- U podniků, které v minulosti nevykazovaly žádné výraznější růstové tendence.

Výnosovou hodnotu paušální metodou je možné vypočítat dle následujícího vzorce:

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

kde:

TČV - trvale odnímatelný čistý výnos
 i_k - kalkulovaná úroková míra

Paušální metoda je použitelná pouze v případech, kdy není ohrožena dlouhodobá existence podniku a je schopen v budoucnosti generovat minimálně trvalý čistý výnos k rozdělení. Paušální metoda počítá se stálými cenami, a proto je nutné provést očištění kalkulované úrokové míry o inflaci.

4 Vlastní práce

Na základě požadavku vedení společnosti na zachování anonymity byl změněn název podniku na společnost ABC s.r.o. a byly upraveny účetní výkazy za použití určitého koeficientu. Nejdříve bude uvedena stručná charakteristika podniku. Následně bude provedena strategická a finanční analýza, na které bude navazovat rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný. Dále předběžné ocenění na základě generátorů hodnoty. Konečné ocenění podniku bude provedeno s využitím výnosových metod DCF entity a KČV. Ocenění bude vycházet z teoretických východisek uvedených v literární rešerši této práce.

4.1 Charakteristika společnosti

Společnost ABC s.r.o. se zabývá výrobou plastových a pryžových produktů pro automobilový průmysl a průmyslovou výrobu v Evropě a Severní Americe. Řadí se mezi přední výrobce vyfukovaných a vstřikovaných plastových výrobků. Společnost byla založena v roce 2003 v České republice, jakožto dceřiná společnost mezinárodního koncernu.

Právní forma: Společnost s ručením omezeným

Datum zápisu o OR: 2003

Základní kapitál: 36 844 000 Kč

Klasifikace dle CZ-NACE:

- 22. Výroba pryžových a plastových výrobků;
- 22.1 Výroba pryžových výrobků;
- 22.2 Výroba plastových výrobků.

Klasifikace OKEČ: 250000 Výroba pryžových a plastových výrobků

Předmět podnikání:

- Výroba plastových výrobků a pryžových výrobků;
- Velkoobchod;
- Výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd;
- Činnost technických poradců v oblasti plastů.

Mateřská společnost je 100% vlastníkem společnosti ABC s.r.o. i její sesterské společnosti. Mateřská společnost, jakožto ovládající osoba schvaluje všechny obchodní smlouvy a smlouvy na nákup materiálu, zboží i majetku, které chce ovládaná osoba uzavřít. Mezi těmito společnostmi probíhají jak materiální toky, tak si navzájem poskytují služby. Mateřská společnost dodává i materiál a poskytuje pronájem strojů pro výrobu ve společnosti ABC. Materiál je dodáván za ceny obvyklé v obchodním styku a pronájem strojního vybavení je poskytován ve výši odpisů.

Kromě výše zmíněných toků probíhají mezi společnostmi i toky s výrobky, kde společnost v České republice dodává ovládající osobě výrobky, za ceny stanovené ovládající osobou, které jsou v obchodním styku považovány za obvyklé. Za obvyklé ceny a podmínek obchodního styku jsou poskytovány i všechna plnění či protiplnění mezi ovládající i propojenou osobou.

V oblasti výroby pro automobilový průmysl poskytuje společnost ABC služby od vývoje materiálů přes konstrukci až po výrobu a testování. Mezi jejich zákazníky v této oblasti se řadí: Toyota, BMW, Volkswagen, Honda, Suzuki, Hyundai a další.

Průmyslovou výrobu společnosti zastupují výrobky z řad kancelářského vybavení, bezpečnostní zábrany pro stavebnictví, kufříky pro významné značky strojového nářadí a mnoho dalších. K předním zákazníkům patří společnosti Bosch a Makita.

4.2 Strategická analýza

V rámci strategické analýzy bude analyzováno jak vnější, tak vnitřní prostředí podniku. Dále budou vymezeny potenciální příležitosti, hrozby a identifikovány silné a slabé stránky podniku. Cílem této analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.

4.2.1 Charakteristika odvětví

Předmět činnosti oceňované společnosti, tedy výroba pryžových a plastových výrobků se řadí v klasifikaci ekonomických činností dle Českého statistického úřadu do oddílu CZ-NACE 22. Ten v rámci zpracovatelského průmyslu již řadu let vykazuje vysokou dynamiku v růstu tržeb, účetní přidané hodnotě i počtu zaměstnaných osob. Oddíl CZ-NACE 22 se dále dělí na dvě výrobní skupiny, kterými jsou:

- 22.1 Výroba pryžových výrobků
- 22.2 Výroba plastových výrobků

Poměr těchto dvou výrobních skupin v rámci tržeb činil za rok 2013 přibližně 42:58 ve prospěch výroby plastových výrobků.

Výroba pryžových a plastových výrobků má podíl na tržbách v rámci celého zpracovatelského průmyslu ve výši 6,7 %. Investiční aktivita v této sféře vykazovala v roce 2013 mírný pokles v porovnání s rokem 2012 a to o 1,5 % na konečných 11,5 mld. Kč. Na oblast výzkumu a vývoje je vynakládáno poměrně konstantní množství finančních prostředků, neboť řada technologií a inovací je dodávána ze zahraničí. V roce 2012 bylo na tyto účely vynaloženo 683 mil. Kč. Vývoj počtu podnikatelských subjektů v rámci oddílu CZ-NACE 22 je patrný z tabulky č. 4 na následující straně.

Tab. 4 Vývoj počtu podniků v rámci CZ-NACE 22 v letech 2007-2013

CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	660	643	669	900	856	802	727
22.2	2 761	2 619	2 716	3 344	3 217	3 105	2 900
22	3 421	3 262	3 385	4 244	4 073	3 907	3 627

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2013, MPO

Z tabulky je patrný výrazný nárůst počtu podniků v roce 2010, který ve srovnání s rokem předcházejícím činí u kategorie 22.1 34,5 % a 23 % u kategorie 22.2. Celkový počet podniků spadajících do CZ-NACE 22 činil 4 244. Od roku 2011 ovšem dochází k posupnému poklesu, na stav vykázaný v roce 2013 a to 3 627 subjektů. Tedy o 617 méně, než v roce 2010. V roce 2012 poskytoval plastikářský průmysl EU-27 1,4 milionu pracovních míst ve více než 62 000 společnostech v oboru.

Tab. 5 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb v běžných cenách v tis. Kč

CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	85 564 704	75 690 665	63 957 878	79 815 446	89 555 348	97 092 305	94 925 305
22.2	138 160 864	123 900 474	105 182 794	116 319 480	125 365 057	124 652 397	132 939 780
22	223 725 568	199 591 139	169 140 672	196 134 926	214 920 405	221 744 702	227 865 085

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2013, MPO

Z tabulky č. 5, která dokumentuje vývoj tržeb v rozmezí let 2007 a 2012 je patrný výrazný pokles v letech 2008 a 2009, který byl způsoben finanční krizí a recesí. Další roky vykazují příznivý vývoj ovšem od roku 2011 je patrné zpomalení tempa růstu tržeb, které bylo způsobeno především poklesem poptávky významných odběratelů. Největší podíl na spotřebě plastů v Evropě v roce 2013 připadl na obalové materiály (39,4 %), stavebnictví (20,3 %), automobilový průmysl (8,2 %) a elektronické výrobky (5,5 %). V globálním měřítku je však největším odběratelem automobilový průmysl. Tržby plastikářského odvětví v EU-27 dosáhly v roce 2012 celkem 202 mld. Eur.

Tab. 6 Počet zaměstnaných osob v letech 2007-2013

CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	21 639	20 732	17 601	17 871	18 904	18 760	18 335
22.2	64 930	64 021	55 723	56 040	57 974	57 343	57 403
22	86 569	84 753	73 324	73 911	76 878	76 103	75 738

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2013, MPO

Dle údajů Ministerstva průmyslu a obchodu ČR je oddíl CZ-NACE 22 pátým největším zaměstnavatelem v rámci zpracovatelského průmyslu v České republice. Nej-

více zaměstnanců vykázal v letech 2007 a 2008. Vývoj dalších let byl poznamenán finanční krizí a tím způsobeným poklesem zaměstnaných osob i v tomto odvětví jak znázorňuje tabulka č. 6 na předchozí straně. Dle předběžných výsledků roku 2014 dochází opět k nábory nových zaměstnanců.

Vývoj zahraničního obchodu v letech 2009 až 2013 dle klasifikace produktů CZ-CPA je zachycen v tabulce č. 7. Je patrné, že v období pěti let, tedy od roku 2009 do roku 2013 zaznamenal export přetrvávající růst. Ten v porovnání s prvním sledovaným rokem vzrostl o 53 %. Dynamika exportu se projevila rozdílně u obou skupin. Mezi roky 2012 a 2013 lze vyšší nárůst pozorovat u kategorie CZ-NACE 22.2, kde došlo k 10% nárůstu oproti CZ-NACE 22.1 která vykázala růst pouze o 1,4 %.

Tab. 7 Vývoj zahraničního obchodu s výrobky v běžných cenách v letech 2009-2013

Vývoz celkem (mil. Kč)					
CZ-NACE	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	48 070,6	59 446,7	68 155,6	72 041,6	73 073,0
22.2	50 722,1	58 982,4	66 068,8	71 222,2	78 394,3
22	98 792,7	118 429,1	134 224,4	143 263,8	151 467,3
Dovoz celkem (mil. Kč)					
CZ-NACE	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	30 425,7	36 050,5	43 937,0	43 148,2	42 237,2
22.2	65 052,3	76 153,2	82 630,2	85 089,3	92 146,4
22	95 478,0	112 203,7	126 567,2	128 237,5	134 383,6
Saldo (mil. Kč)					
CZ-NACE	2009	2010	2011	2012	2013
22.1	17 644,9	23 396,2	24 218,6	28 893,4	30 835,8
22.2	-14 330,2	-17 170,8	-16 561,4	-13 867,1	-13 752,1
22	3 314,7	6 225,4	7 657,2	15 026,3	17 083,7

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2013, MPO

Dovoz se vyvíjel stejným trendem jako vývoz a vykázal nárůst během sledovaných let o 41 %. Tomu to vývoji odpovídá i kladné celkové saldo těchto ukazatelů.

Nejvýznamnější obchodní partneři jsou seřazeni v tabulce 8 na následující straně. Jasně největším obchodním partnerem je Spolková republika Německo, kde obrat dosáhl v roce 2013 výše 102,2 mld. Kč. Na druhém místě se pak umístilo Slovensko s obratem 20,4 mld. Kč následované Polskem s obratem 19,7 mld. Kč.

Tab. 8 Teritoriální struktura zahraničního obchodu v roce 2013

Země	Vývoz (mld. Kč)	Dovoz (mld. Kč)	Obrat (mld. Kč)	Saldo (mld. Kč)
Německo	49,5	52,7	52,7	-3,2
Slovensko	14,3	6,1	20,4	8,2
Polsko	9,1	10,6	19,7	-1,5
Itálie	5,4	7,2	12,6	-1,8
Francie	8,1	5,8	13,9	2,3

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2013, MPO

Globální produkce plastů stoupla z vykazované hodnoty roku 2012 288 mil. tun na 299 mil. tun v roce 2013, což představuje nárůst o 3,9 %. Světovým lídrem v tomto oboru je Čína s 24,8% podílem na světové produkci plastů. Evropa se stala druhým největším producentem s 20% podílem v roce 2013.

4.2.2 Analýza vnějšího potenciálu podniku

PESTE analýza

Politické a právní prostředí představuje, jak již bylo uvedeno v literárním přehledu oblast zákonů, státní regulace, politického prostředí, daňových zákonů, pracovního práva dalších. Podniky vykonávající svou podnikatelskou činnost na území České republiky se musí řídit zákony ČR, tak legislativou Evropského společenství. Stručný přehled zákonů, které ovlivňují podnikatelské subjekty v rámci ČR je patrný z následujícího výčtu:

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

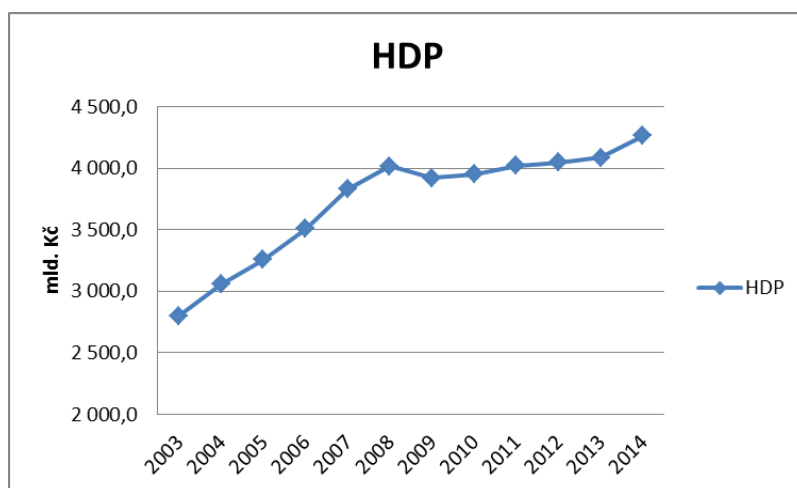
S účinností od 1. 1. 2014 vešel v platnost nový občanský zákoník, který je rozčleněn do pěti částí o 17 hlavách. Nejvýraznější změny nastaly v oblasti nemovitostí, předkupního práva, sousedských vztahů, odpovědnosti, nájmu, evidence v katastru nemovitostí a mnoho dalších. Celkem se jedná o změnu více než tisíc paragrafů.

Důležitým milníkem, který výrazně ovlivnil politické a právní prostředí České republiky byl její vstup do Evropské unie v roce 2004. S tím souvisela harmonizace právních řádů členských států. Došlo ke vniknutí vnitřního trhu EU a sním spojených čtyř svobod, tedy volného pohybu zboží, osob, služeb a kapitálu. To usnadnilo spo-

lečnosti její činnost v návaznosti na značnou část produkce určenou pro export. Dalšími oblastmi, které byly podrobeny úpravám a revizím jsou energie, regionální politika, ochrana spotřebitele, politika veřejného zdraví, zaměstnanost a sociální politika, životní prostředí a další. (euroskop, 2015)

Ekonomické prostředí je definováno základními ukazateli, které svým vývojem ovlivňují podnikatelské subjekty působící v České republice. Těmito faktory jsou HDP, inflace, vývoj měnového kurzu, průměrná měsíční mzda a další.

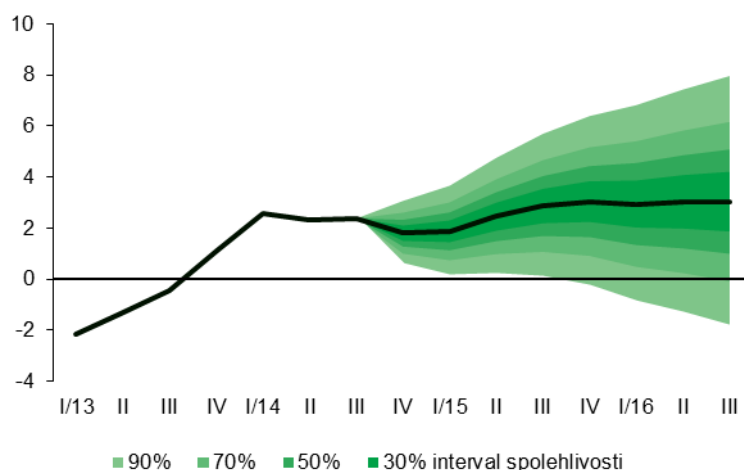
Hrubý domácí produkt je definován Českým statistickým úřadem jako peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období a na daném území. Jedná se o hlavní ukazatel sloužící k vyjádření výkonnosti ekonomiky dané země. Vývoj hrubého domácího produktu v rozmezí let 2003 až 2014 je zachycen v grafu na níže uvedeném obrázku.



Obr. 4 Vývoj HDP v letech 2003-2014

Zdroj: ČSÚ, 2015

HDP vykazoval v letech od roku 2003 do roku 2008 konstantní růst. Průměrný meziroční růst v těchto letech činil 4,8 %. V roce 2009 došlo k přerušení tohoto trendu díky finanční krizi. Ta se projevila poklesem HDP z hodnoty roku 2008 4 015,3 mld. Kč na 3 921,8 mld. Kč vykázaných v roce 2009. Finanční krize měla vliv i na oceňovanou společnost především v důsledku jejího výrazného navázání na automobilový průmysl, který byl krizí vážně poznamenán. To se projevilo poklesem tržeb mezi roky 2007 a 2008 o více než 31 milionů korun. V následujících letech došlo k postupnému zotavování ekonomiky a také k růstu HDP. Tento růst ovšem již nedosahoval dynamiky vykazované v letech před proběhnutí krizí. V roce 2014 dosahoval meziroční růst reálného HDP 2,0 %. Predikce vývoje HDP Českou národní bankou hovoří o meziročním růstu v roce 2015 o 2,6 % a v roce 2016 předpokládá 3,0% růst. Prognózu vývoje HDP dle ČNB znázorňuje graf na obrázku č. 5 na následující straně.

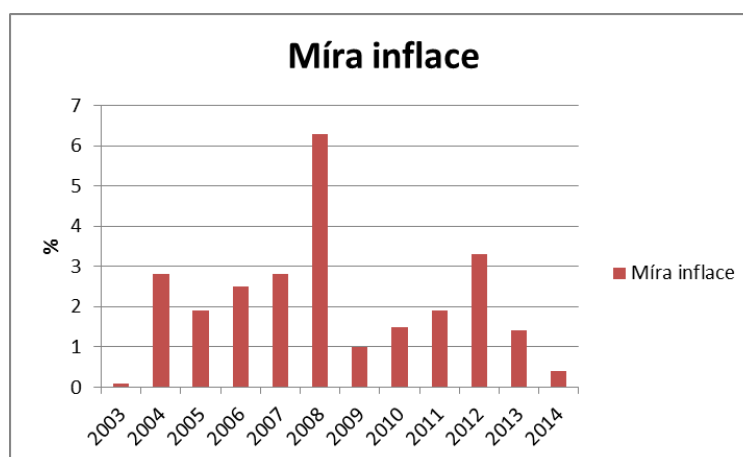


Obr. 5 Prognóza HDP

Zdroj: ČNB, 2015

Vějířový graf znázorňuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu hrubého domácího produktu. Grafem vykreslené barvy znázorňují interval spolehlivosti, od nejtmaší 30 %, 50 %, 70 % a 90 % (ČNB, 2015).

Dalším z ukazatelů ekonomického prostředí je **inlace**. Inflaci je chápán růst cenové hladiny. Charakterizuje tedy míru znehodnocování měny během vymezeného časového období. Míra inflace je měřena pomocí přírůstkem indexu spotřebitelských cen (CPI). Cenové indexy poměřují úroveň cen vybraného spotřebního koše ve dvou obdobích. Spotřební koš obsahuje cca 700 výrobků a služeb, které se výrazně podílejí na výdajích obyvatelstva. Vývoj míry inflace je patrný z grafu na obrázku č. 6.

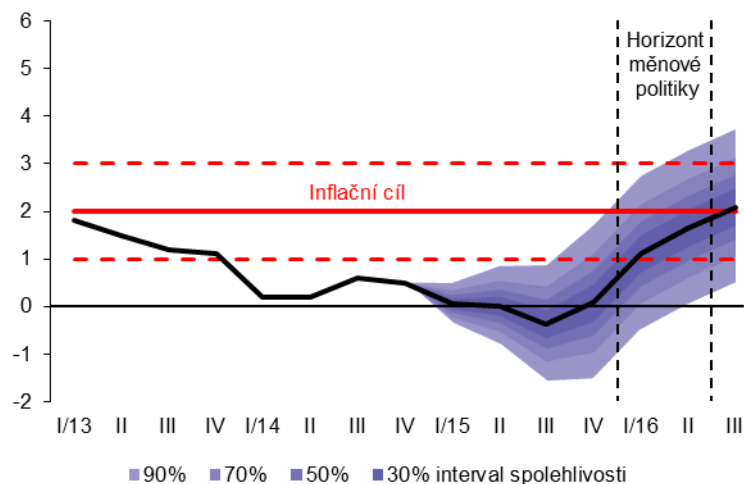


Obr. 6 Míra inflace v letech 2003-2014

Zdroj: ČSÚ, 2015

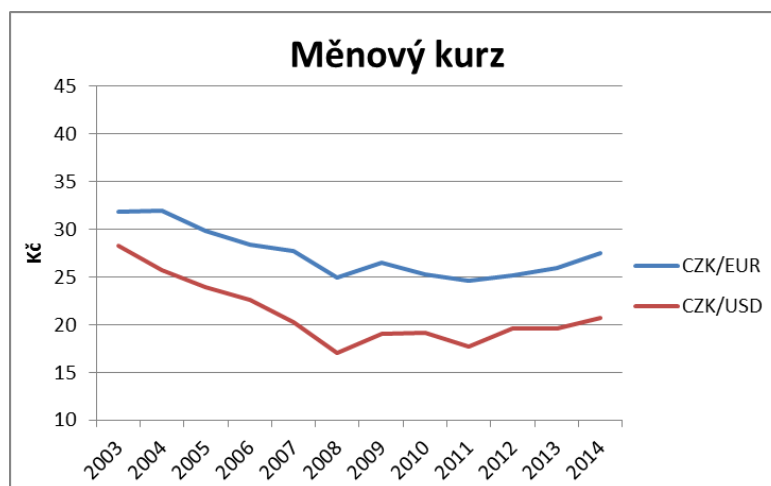
Míra inflace byla za sledované období nejvyšší v roce 2008, ve kterém dosahovala hodnoty 6,3 %, což v porovnání s předešlými roky znamenalo výrazný nárůst. Od

roku 2009 je možné sledovat stabilní vývoj míry inflace do hodnoty 3 %. V roce 2014 dosahovala míra inflace hodnoty 0,4 %, což je hluboko pod 2% inflačním cílem. Dle prognóz ČNB by mělo docházet k pozvolnému růstu inflace a inflačního cíle by mělo být dosaženo až na přelomu roku 2016.



Obr. 7 Predikce inflace
Zdroj: ČNB, 2015

Dalším ukazatelem, charakterizujícím ekonomické prostředí je **měnový kurz**. Vývoj české koruny vůči dvěma hlavním měnám euru a dolaru je zachycen v níže umístěném grafickém zobrazení.



Obr. 8 Vývoj měnového kurzu
Zdroj: ČSÚ, 2015

Od roku 2004 dochází ke konstantnímu posilování české koruny vůči oběma sledovaným měnám. Tento trend byl přerušen vlivem výše zmíněných událostí v roce 2008. Od listopadu 2013 zahájila ČNB devizové intervence na oslabení kurzu ko-

runy s cílem udržet kurz vůči euru na hladině 27 CZK/EUR. Oslabení koruny je patrné i z výše uvedeného grafu. Hlavním cílem tohoto kroku ČNB je omezit riziko deflace a udržet cenovou stabilitu v české ekonomice v souladu s inflačním cílem. Slabší měnový kurz by měl podpořit české exportéry a tím by měla růst konkurenceschopnost a ziskovost podniků. Důsledek tohoto opatření na oceňovanou společnost, jakožto společnost s výraznou exportní aktivitou, však není z nyní dostupných dat možné kvantifikovat. Naopak negativní vliv má tento zásah na importéry a koupěschopnost domácích subjektů (ČNB, 2015).

Dalším prvkem PESTE analýzy je **sociální prostředí**. Jeho významné faktory tvoří zejména demografické, sociální a kulturní podmínky, ve kterých se podnik pohybuje. Tabulka č. 9 zobrazuje vývoj vybraných ukazatelů v rozmezí let 2005 až 2013. Veškeré údaje jsou vztaženy dle klasifikace CZ-NACE k sekci zpracovatelský průmysl.

Tab. 9 Vybrané ukazatele sociálního prostředí

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Počet zaměstnaných osob v CZ-NACE 22	74192	83 611	86 569	84 753	73 324	73 911	76 878	76 103	75 738
Průměrná hrubá měsíční mzda v Kč	17 200	18 386	19 802	21 389	21 801	22 680	23 521	24 302	24 556
Míra registrované nezaměstnanosti v %	10,2	8,8	6,9	6,8	10,6	10,9	9,8	10,4	8,94

Zdroj: ČSÚ, 2015

Vývoj průměrné hrubé měsíční mzdy vykazoval ve sledovaném období rostoucí trend. Stejný trend lze pozorovat v průměrném počtu zaměstnanců a to do roku 2008. Od tohoto roku počet zaměstnanců v rámci zpracovatelského průmyslu konstantně klesá. To může být způsobeno, jak finanční krizí roku 2008, jejíž důsledky se promítly i do dalších let, tak neustále se zvyšující automatizací výroby v tomto odvětví. Míra registrované zaměstnanosti je od roku 2009 na relativně stabilní úrovni, pouze s občasnými výkyvy.

Technické a technologické prostředí

Výrobu pryžových a plastových výrobků lze označit za technologicky velmi náročnou disciplínu. Investice do rozvoje vědy a výzkumu a nových technologií jsou kapitálově velmi náročné. Zásadní prvek technologických změn je rozvoj nanotechnologií. Jejich využití může v tomto odvětví výrazně přispět k zlepšení funkčních vlastností a tím jejich použitelnosti v mnoha oblastech. Problémem v této oblasti je z hlediska lidských zdrojů nedostatek kapacit ve vývoji, kde se podíl vědců a inženýrů na zaměstnanosti v odvětví pohybuje pouze okolo 2 %. Důležitými faktory

v této oblasti je kvalita a flexibilita vývoje a výroby, k jejichž úspěšné realizaci přispívá i využívání softwarů, které pomáhají řešit výrobní procesy a postupy. Dále plnění ISO norem, kde oceňovaná společnost plní normu managementu jakosti ISO 9001:2000 (Budoucnost profesí, 2015).

Jak již bylo zmíněno, obnova strojního zařízení je velice kapitálově náročná. Společnost řeší tuto otázku pronájemem části strojního vybavení od sesterské společnosti.

Ekologické prostředí

Na ekologii v odvětví zpracovatelského průmyslu je tradičně kladen velký důraz. Bezohledné jednání a nedodržování ekologických norem a principů může mít na životní prostředí závažný dopad. Důraz je kladen na zacházení s nebezpečnými látkami, zpracování odpadů jejich případnou recyklaci. Jednání podniků v těchto oblastech upravuje:

- Zákon č. 350/2011 Sb., o chemických látkách a chemických směsích (chemický zákon);
- Zákon č. 229/2014 Sb., o odpadech;
- Zákon č. 477/2001 Sb., o obalech.

Vymezení relevantního trhu

Obchodní aktivity společnosti se neorientují pouze na trh České republiky. Své obchodní partnery má po celém světě. Nelze tedy relevantní trh omezit pouze na určité území. Relevantní trh bude pro účely ocenění podniku z věcného hlediska aproximován na území České republiky. Vymezen bude pomocí ukazatele tržeb v odvětví (zpracovatelský průmysl) konkrétně v sekci výroba pryžových a plastových výrobků. Dále budou vyčísleny tržby podniku v daných letech a vypočteny tempa růstů tržeb podniku i celého odvětví.

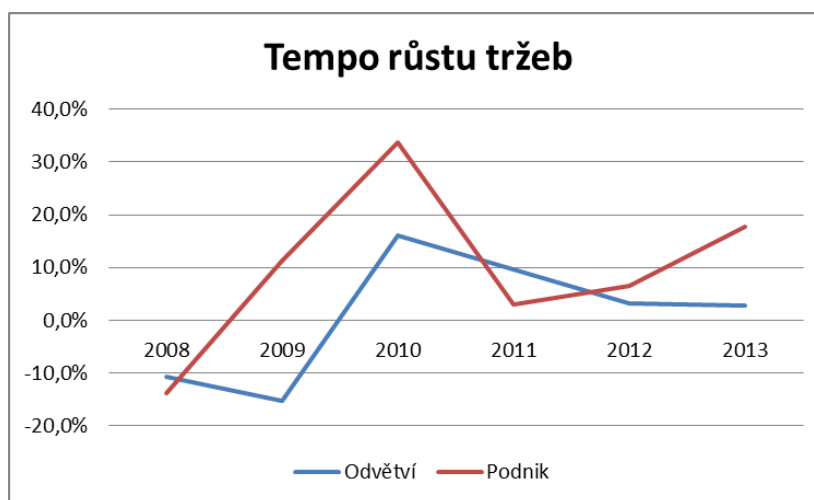
Tab. 10 Vývoj tržeb odvětví a podniku

Rok	Tržby odvětví v tis. Kč	Tempo růstu tržeb (odvětví)	Tržby podnik v tis. Kč	Tempo růstu tržeb (podnik)
2007	223 725 568	9,2%	227 388	4,4%
2008	199 591 139	-10,8%	196 075	-13,8%
2009	169 140 672	-15,3%	218 186	11,3%
2010	196 134 926	16,0%	291750	33,7%
2011	214 920 405	9,6%	300177	2,9%
2012	221 744 702	3,2%	319503	6,4%
2013	227 865 085	2,8%	375967	17,7%

Zdroj: MPO, 2015

Z tabulky č. 10 je patrné, že v roce 2008 a 2009 vykazovalo odvětví výroby pryžových a plastových výrobků pokles v řádu desítek procent. Tento jev lze opět považovat za důsledek proběhnuvší ekonomické krize. Opětovný růst tržeb nastal v roce 2010 a pokračoval i v dalších letech ovšem v mírnějším tempu.

U oceňovaného podniku lze jediné záporné tempo růstu tržeb pozorovat v roce 2008. Od tohoto roku se tempo růstu tržeb pohybuje v kladných hodnotách a to i v roce 2009, kdy odvětví vykazovalo pokles tržeb o 15,3 %. Nejvyšší hodnoty růstu tržeb nabylo v roce 2010, kdy dosahovalo 33,7 %. V následujících letech podnik vykazoval další růst tržeb s poslední měřenou hodnotou roku 2013, která představovala 17,7% růst v porovnání s rokem předchozím. Grafické porovnání temp růstu odvětví a podniku je zachyceno níže.



Obr. 9 Vývoj tempa růstu tržeb

Analýza atraktivity trhu

K posouzení trhu z hlediska jeho atraktivity slouží analýza atraktivity trhu. Jedná se o subjektivní hodnocení, v rámci něhož jsou stanovena kritéria týkající se odvětví a na jejich základě bude poté stanovena atraktivita trhu. Jednotlivá kritéria mohou být ohodnocena vahami v rozmezí 1 až 3, dle jejich významnosti. Vyšší číslo značí větší významnost kritéria. Následně budou kritéria ohodnocena na škále od 0 do 6 bodů, a to dle aktuální situace na trhu působnosti podniku. Ohodnocení kritérií bylo provedeno na základě konzultace s finančním manažerem společnosti. Následným součinem váhy a bodového ohodnocení kritéria je získán dílčí výsledek. Sumou všech dílčích výsledků a následným vyjádřením poměru získaných bodů vůči maximálnímu možnému bodovému ohodnocení je získán výsledek konečný.

Tab. 11 Atraktivita trhu

Kritéria	Váha	Bodové hodnocení kritérií atraktivity							Váha x bodové ohodnocení
		Negativní			Průměr		Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Růst trhu	3					x			12
2. Velikost trhu	3				x				9
3. Bariéry vstupu	2						x		10
4. Intenzita konkurence	3						x		15
5. Substituty	1						x		5
6. Citlivost na hosp. cyklus	3					x			12
7. Průměrná rentabilita	2					x			8
8. Struktura zákazníků	2						x		10
SUMA	19								81

Maximální počet bodů: $19 \times 6 = 114$

Dosažené hodnocení: $81/114 = 0,711 \Rightarrow 71,1 \%$

V návaznosti na dosažené hodnocení byla atraktivita trhu působnosti podniku stanovena na 71,1 %.

Prognóza vývoje trhu

Při prognóze vývoje relevantního trhu byla nejdříve zkoumána jeho závislost na hrubém domácím produktu a míře inflace. Při sestavení modelu nebyla prokázána významná vazba mezi těmito ukazateli a trhem působnosti oceňovaného podniku. Variabilita modelu byla vysvětlena pouze z 54 %. Z tohoto důvodu byla provedena prognóza trhu na základě metody klouzavých průměrů, kde klouzavá část byla zvolena v délce 3 let a konfidenční interval na úrovni 95 %. Výsledky předpovědi vývoje trhu jsou zachyceny v následující tabulce.

Tab. 12 Prognóza vývoje trhu

	Rok	Tržby odvětví mil. Kč	Tempo růstu tržeb odvětví
Skutečnost	2004	150 257,8	x
	2005	168 155,6	11,9%
	2006	204 885,2	21,8%
	2007	223 725,6	9,2%
	2008	199 591,1	-10,8%
	2009	169 140,7	-15,3%
	2010	196 134,9	16,0%
	2011	214 920,4	9,6%
	2012	221 744,7	3,2%
	2013	227 865,1	2,8%
Predikce	2014	215 417,3	-5,5%
	2015	201 804,1	-6,3%
	2016	202 142,0	0,2%
	2017	209 846,8	3,8%

4.2.3 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Porterův model pěti hybných sil

Stávající konkurence

J. P. Plast, s.r.o.

Tato společnost byla založena v roce 1992 se sídlem v Kyjově. Zabývá se výrobou a zpracováním plastů za využití technologie vyfukování a vstřikování. Hlavní podíl její výrobní kapacity představují standardní plastové obaly o objemu 1 až 50l. Další část produkce společnosti představují technické výlisky a výrobky z oblasti polygrafie, domácí a zahraniční techniky, hraček, dopravního značení a dalších. Nedílnou součástí výroby společnosti jsou výrobky pro automobilový průmysl. Za rok 2013 vykázala meziroční pokles tržeb o 16,38 mil. Kč. Výše tržeb v tomto roce dosahovala 264 mil. Kč. Zisková marže společnost činila 4,2 %. Tato společnost je rovněž držitelem certifikátů ISO 9001:2008, jež stanovuje požadavky na systém řízení kvality. V oblasti ochrany životního prostředí je držitelem certifikátu ISO 14001:2004. (JP Plast, 2015)

Greiner Packaging s.r.o.

Společnost Greiner Packaging je jeden z předních výrobců plastových obalů v oblasti potravinářských a nepotravinářských výrobků. V ČR se nachází dva výrobní závody této společnosti a to v Louce u Litvínova a ve Slušovicích. Je vedoucím dodavatelem obalů pro mléčné produkty, výrobu plastových lahví, nádob pro potraviny, zdravotnictví, kosmetiku, chemický průmysl, zakázkovou výrobu a pro-

dukty z oblastí kancelářských potřeb, volného času, domácnosti a zahradničení, péče o zdraví a automobilového průmyslu. Závod se sídlem ve Slušovicích dosáhl za rok 2013 meziročního růstu tržeb o 10,3 %. Celková výše tržeb činila 1 560 mil. Kč. Zisková marže společnosti byla vyčíslena na 10,3 %.

Noví konkurenti

Odvětví, ve kterém oceňovaná společnost působí, může být pro vstup nových konkurentů lákavé, jelikož sekce výroby pryžových a plastových výrobků je dlouhodobě zisková, jak je patrné z níže uvedené tabulky. Jediný výrazný pokles v zisku byl zaznamenán v roce 2008. Od tohoto roku opět vykazuje rostoucí trend.

Tab. 13 Zisk po zdanění

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zisk po zdanění v mil. Kč	10 317	13 208	15 585	9 337	10 899	14 947	16 457	18 582

Zdroj: ČSÚ 2014

Ziskovost ovšem není jediným prvkem, který rozhoduje o vstupu nových konkurentů na trh. Nově vstupující subjekty se musí potýkat s výraznými bariérami, které jsou se vstupem na daný trh spojeny. Překážky, které komplikují vstup nových konkurentů, jsou především vstupní náklady do technologií a strojního vybavení. Další bariérou jsou legislativní omezení a normy ČR a EU v oblasti kvality a ochrany životního prostředí. Hrozba náhlého zvýšení konkurence v tomto odvětví tedy není považována za příliš výraznou.

Dodavatelé

TVK Plc.

Společnost TVK založená v Maďarsku je členem skupiny MOL. Tato společnost je se svou více než padesátiletou historií jediným maďarským výrobcem olefinů a polyolefinů. Mezi produkty vyráběné společností TVK patří především PE granuláty, sloužící k vyfukování folií, lahví, nádob. Dále LDPE granuláty které jsou mimo jiné využívány při výrobě technikou vstřikování. Poslední z produktů jsou PP granuláty využívány při extruzi desek, pásků, trubek, výrobě vláken a laminace. V rámci finančních výsledků vykazovala společnost za rok 2013 tržby ve výši 1 356 milionu eur, což představovalo v porovnání s předcházejícím rokem nárůst o 7 %. Čistý zisk pak činil 19 mil. eur. (TVK, 2015)

Rompa CZ s.r.o.

Společnost byla založena v roce 1991 a sídlí ve Vyškově. Zabývá se vstřikováním a tepelným zpracováním plastů pro automobilový trh, trh průmyslových aplikací, trh spotřebitelského zboží a obalových materiálů. Je držitelem certifikace ISO 9001, ISO 14001 a ISO TS 16949. Tržby společnosti za rok 2013 činily 342 283 tis. Kč a vykazovala zisk 4 057 tis. Kč (Rompa, 2015).

CTP Property a.s.

Tato společnost vznikla v roce 2006 v České republice. Hlavním předmětem její činnosti je pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor. Společnost CTP property a.s. patří do skupiny CTP, což je inovativní developerská a investiční skupina poskytující komplexní služby, která sdružuje cca 40 firem. Specializuje se na výstavbu a financování velkých průmyslových staveb určených k pronájmu a na projekty výstavby kancelářských prostor. Zaměstnává zhruba 140 lidí. V roce 2013 dosáhla výnosů z pronájmu v celkové výši 120 mil. eur. Mezi její projekty patří například: CTPark Bor, Brno – Spilberk Office Center, CTZone, CTPark Network Ostrava a CTPark Brno Modřice.

Odběratelé

Odběratelé budou rozděleni do dvou kategorií dle charakteru výrobků, které od oceňované společnosti kupují. První skupinou jsou odběratelé ze sekce průmyslové výroby. Hlavními představiteli jsou:

Bosch s.r.o.

Společnost byla založena v roce 1886 ve Stuttgartu. V současnosti je Bosch vedoucím mezinárodním dodavatelem technologií a služeb. Činnost společnosti se dělí do čtyř obchodních oblastí: Mobility Solutions, Průmyslová technika, Spotřební zboží a Energetika a technika budov. Za rok 2013 dosáhla tržeb ve výši 46 068 mil. eur, což představuje v porovnání s předchozím rokem 3,1% růst. Zároveň v tomto roce vykázala čistý zisk ve výši 1 251 mil. eur (Bosch, 2015).

Makita, spol. s.r.o.

Byla založena v roce 1915, jako společnost na výrobu elektromotorů a generátorů. Dnes je Makita jedním z nejvýznamnějších světových výrobců profesionálního ručního nářadí. V současnosti nabízí téměř 400 typů profesionálního nářadí. Společnost disponuje devíti výrobními závody po celém světě. Všechny výrobní závody společnosti jsou certifikovány dle ISO 9002. Makita Česká republika byla založena v roce 1995 a díky husté obchodní síti nabízí celý sortiment a zajišťuje prvotřídní servis. Tržby za rok 2013 činily 353 207 mil. jenů. Zisková marže byla vyčíslena na hodnotu 10,97 %. (Makita, 2015).

Xerox

Společnost Xerox se zabývá výrobou kopírek a tiskáren. Byla založena v roce 1906 v Rochesteru ve státě New York. Mezi její výrobky patří kancelářské tiskárny, multifunkční tiskárny, skenery, produkční tiskárny, velkoformátové tiskárny a další. Má zastoupení i v České republice pod obchodním jménem Xerox Czech Republic s.r.o. se sídlem v Praze (Xerox, 2015).

Druhou sekcí odběratelů jsou zákazníci z oblasti automobilového průmyslu. K těm se řadí Audi, BMW, Mercedes-Benz, Toyota a další.

Substituty

Plastové výrobky oceňované společností jsou poměrně specifické. Jako takové poskytují vlastnosti, které jiný materiál nenabízí. Jako substituty lze označit výrobky vytvořené pouze jinou technologií například vstřikováním nebo pěnovým lisováním. Jiné substituty výrobků oceňované společností jsou obtížně identifikovatelné. Lze tedy předpokládat, že nebude docházet k rapidnímu nahrazování pastových výrobků produkty z jiných materiálů a proto substituty nepředstavují výraznou hrozbu.

Konkurenční síla podniku

V rámci analýzy konkurenční síly podniku jsou stanoveny faktory, které ovlivňují schopnost udržet, případně zvyšovat tržní podíl podniku. Její princip je totožný s analýzou atraktivity, která byla provedena v předchozí kapitole. Analýza konkurenční síly se sestává z přímých a nepřímých faktorů, kterým byly přiřazeny váhy a následně body. Konkrétní bodové hodnocení jednotlivých faktorů bylo stanoveno na základě konzultace s finančním manažerem společnosti.

Tab. 14 Analýza konkurenční síly podniku

	Kritéria	Váha	Bodové hodnocení							Váha x bodové ohodnocení
			Negativní		Průměr			Pozitivní		
			0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků	3						x		15
	2. Technická úroveň výrobků	3					x			12
	3. Cenová úroveň	2						x		10
	4. Zaměření na zákazníka	3							x	18
	5. Výhody místa	2							x	12
	6. Intenzita reklamy	1		x						1
	7. Image firmy	2			x					4
	8. Servis a služby	2				x				6
Nepřímé f.	9. Kvalita managementu	3							x	18
	10. Majetek a investice	2					x			8
	11. Výzkum a vývoj	3						x		15
	12. Finanční situace	3							x	18
	SUMA	29								137

Maximální počet bodů: 162

Dosažené hodnocení: $137/174 = 0,787 \Rightarrow 78,7 \%$.

SWOT analýza

Na základě výše provedené analýzy vnějšího prostředí je možné identifikovat příležitosti (O) a hrozby (T) podniku a s ohledem na analýzu vnitřního potenciálu podniku lze stanovit silné (S) a slabé (W) stánky podniku, které ovlivňují jeho působení v konkurenčním prostředí.

Tab. 15 SWOT analýza

Silné stránky (S)	Slabé stránky (W)
Kvalita managementu	Částečná závislost produkce na jiných odvětvích
Finanční stabilita podniku	Kapitálová náročnost investic
Lokace podniku	Kapacitní omezení růstu
Opora v mateřské společnosti	Vysoká fluktuace výrobních zaměstnanců
Stabilní odběratelsko-dodavatelské vztahy	
Orientace na zákazníka	
Příležitosti (O)	Hrozby (T)
Průnik na nové trhy	Růst cen vstupů
Rozvoj technologií	Hospodářský cyklus
Růst odvětví	Vstup nových konkurentů
Diverzifikace výroby	Nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců
Čerpání dotací	Změna legislativy

Prognóza tržeb podniku

Prognóza tržeb a tržního podílu podniku uzavírá strategickou analýzu. Predikce tržeb podniku byla provedena metodou klouzavých průměrů. Byla provedena na období čtyř let, tedy od roku 2014 do roku 2017. Následně byly vypočítány tempa růstu tržeb v jednotlivých letech a také vyčísleno průměrné tempo růstu tržeb jak pro část skutečnou, tak pro část prognózy. Tržní podíl společnosti byl stanoven jako poměr tržeb podniku a tržeb vykázaných za celé odvětví.

Z tabulky č. 16 na následující straně je patrné, že v následujících čtyřech letech, je možné očekávat růst tržeb, který bude průměrně činit 10,47 %. Mělo by rovněž docházet ke konstantnímu růstu tržního podílu.

Tab. 16 Prognóza tržeb a tržního podílu

	Rok	Tržby odvětví v mil Kč	Tempo růstu tržeb odvětví	Tržby podnik v mil Kč	Tempo růstu tržeb podnik	Tržní podíl	Průměrné tempo růstu tržeb podniku
Skutečnost	2004	150 257,8	x	60,4	x	0,04%	22,53%
	2005	168 155,6	11,9%	133,9	121,7%	0,08%	
	2006	204 885,2	21,8%	217,8	62,7%	0,11%	
	2007	223 725,6	9,2%	227,4	4,4%	0,10%	
	2008	199 591,1	-10,8%	196,1	-13,8%	0,10%	
	2009	169 140,7	-15,3%	218,2	11,3%	0,13%	
	2010	196 134,9	16,0%	291,7	33,7%	0,15%	
	2011	214 920,4	9,6%	300,2	2,9%	0,14%	
	2012	221 744,7	3,2%	319,5	6,4%	0,14%	
	2013	227 865,1	2,8%	376,0	17,7%	0,16%	
Predikce	2014	215 417,3	-5,5%	426,5	13,4%	0,20%	10,47%
	2015	201 804,1	-6,3%	459,5	7,7%	0,23%	
	2016	202 142,0	0,2%	500,9	9,0%	0,25%	
	2017	209 846,8	3,8%	560,0	11,8%	0,27%	

4.3 Finanční analýza

Na strategickou analýzu, která slouží k stanovení výnosového potenciálu podniku, úzce navazuje finanční analýza. Jedná se o nejdůležitější nástroj finančního řízení, jehož cílem je zhodnotit finanční zdraví podniku. Skládá se z analýzy poměrových ukazatelů a následně ukazatelů pro predikci finanční tísně. Finanční analýza podniku vychází z rozvahy a výkazu zisku a ztrát za roky 2007 až 2013 uvedených v příloze A.

4.3.1 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů dává jednotlivé položky rozvahy či výsledovky do poměru mezi sebou. V jejím rámci se rozlišuje více skupin ukazatelů, které se týkají určité finanční oblasti analyzovaného podniku.

Ukazatele rentability

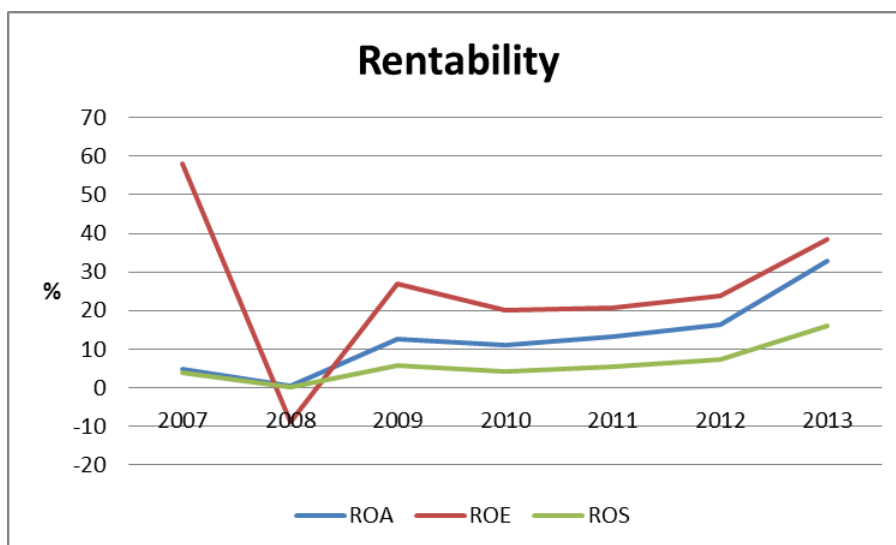
Vývoj ukazatelů rentability má v jednotlivých letech podobný průběh. Zřetelný pokles, lze pozorovat u podnikových hodnot ukazatelů ROA, ROE i ROS v roce 2008, který lze s největší pravděpodobností připsat vlivu ekonomické krize, díky níž došlo k propadu tržeb podniku o více než 13 %. Ve srovnání s odvětvovými hodnotami, u kterých nebyl výkyv ani v jednom z výše zmiňovaných ukazatelů zazname-

nán, se podnik u ukazatelů ROA a ROS pohyboval až do roku 2012 pod průměrem. Ukazatel ROE se ihned v roce 2009 vyšplhal ke srovnatelným hodnotám odvětvového průměru, a dokonce krátkodobě i mírně nad něj. Podobný vztah podnikových hodnot jako vzhledem k odvětvovým hodnotám lze pozorovat i při srovnání s nejlepšími podniky, s tím rozdílem, že nejlepší podniky dosahují pochopitelně ještě o něco lepších výsledků než odvětvový průměr.

Tab. 17 Analýza rentability

Analýza rentability	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	4,68%	0,55%	12,55%	10,90%	13,32%	16,49%	32,79%
ROE	58,01%	-8,78%	26,78%	20,21%	20,57%	23,79%	38,32%
ROS	3,96%	0,22%	5,68%	4,24%	5,35%	7,38%	15,81%

Postupnému zlepšování hodnot ukazatelů, od jejich nejhorších výsledků v roce 2008 až do roku 2013, kdy se podnik svými výsledky dostává až nad hodnoty nejlepších podniků, pomohlo markantní snížení bankovních úvěrů a výpomocí v roce 2008, spolu se snížením krátkodobých závazků. Zároveň také docházelo k průběžnému růstu vlastního kapitálu, kdy se jeho výše od roku 2007 vzrostla více než 10krát. Vzhledem k výše zmíněným skutečnostem, docházelo v průběhu zkoumaných let k výrazné změně kapitálové struktury. Vývoj ukazatelů rentability v grafickém vyjádření je zachycen v grafu na obrázku č. 10 na následující straně.



Obr. 10 Rentability

Ukazatele likvidity

Na základě ukazatelů likvidity, lze hodnotit schopnost podniku dostát svým závazkům. Aby byl podnik schopen plnit tento požadavek, musí být rentabilní a zároveň vykazovat dostatečnou likviditu. Důležitým aspektem je udržování přiměřené likvidity, jelikož jsou v oběžném majetku vázány zdroje, které nepřinášejí žádný zisk.

V rámci zjištění platební schopnosti podniku je využito ukazatelů běžné, pohotové a okamžité likvidity. Jejich vývoj během analyzovaného období je zachycen v tabulce č. 18.

Tab. 18 Ukazatele likvidity

Analýza likvidity	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	0,81	1,32	1,38	1,28	1,56	1,74	2,72
Pohotová likvidita	0,35	0,97	1,12	0,94	1,04	1,33	2,36
Okamžitá likvidita	0,01	0,42	0,30	0,20	0,05	0,34	0,09

Ukazatel běžné likvidity vykazuje rostoucí trend. V průběhu sledovaných let se pohyboval v rozmezí od 0,81 do 2,72. Dle doporučení odborné literatury by se tento ukazatel měl u průmyslových podniků udržovat na úrovni 1,5 až 2,5. Analyzovaný podnik těchto hodnot dosahuje až do roku 2011. Tomu odpovídá i srovnání odvětvím, kde se až do roku 2012 pohybuje pod odvětvovým průměrem. V roce 2013 již vykazuje nadprůměrné hodnoty a blíží se nejlepším podnikům v odvětví. Tento výrazný růst mezi roky 2012 a 2013 byl ale způsoben dvojnásobným zvýšením krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů a také poskytnutím krátkodobé půjčky sesterské společnosti. Současně došlo k poklesu krátkodobých závazků především z obchodních vztahů podniku.

Vývoj hodnot pohotové likvidity lze až na rok 2010 označit za rostoucí. Nejvýraznější skokový růst je patrný mezi roky 2007 a 2008. Tento vývoj byl dán prodejem dvou nemovitostí v roce 2008. Došlo k více než čtrnáctinásobnému zvýšení stavu prostředků na bankovních účtech a současnému poklesu stavu závazků z obchodního vztahu více než 7krát. Tato skutečnost se projevuje i v ostatních ukazatelích likvidity. V doporučeném rozmezí 1 až 1,5 se podnik pohybuje od roku 2009 s mírným poklesem v roce 2010. V roce 2013 došlo k výraznému překročení tohoto rozmezí, které bylo způsobeno výše uvedenými skutečnostmi.

Okamžitá likvidita byla rovněž ovlivněna výše zmíněnými událostmi. Její hodnota se ale až na rok 2008 stabilně pohybuje pod odvětvovými průměry. Kolísající vývoj tohoto ukazatele je dán výraznými výkyvy stavu finančních prostředků na bankovních účtech společnosti.

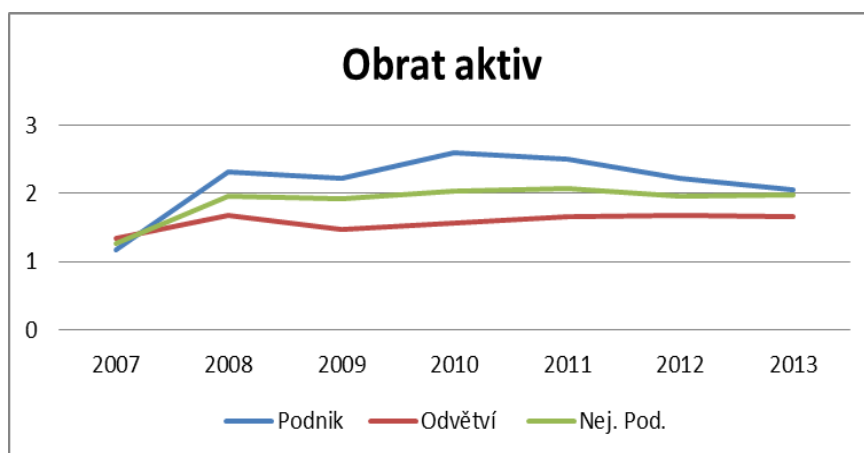
Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří efektivnost podnikatelské činnosti. Jejich cílem je zhodnotit hospodaření podniku s aktivy a říci, jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Obrátkovost vyjadřuje počet obrátek aktiv za období a doba obrátu představuje počet dní, které trvá jedna obrátka. Vývoj ukazatelů aktivity je zachycen v tabulce.

Tab. 19 Ukazatele aktivity

Analýza aktivity	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktiv	1,18	2,45	2,21	2,57	2,49	2,23	2,07
Doba obratu aktiv	309,04	149,17	165,29	141,95	146,59	163,36	176,00
Obrat zásob	5,57	14,12	16,61	15,09	14,09	15,86	22,78
Doba obratu zásob	65,56	25,85	21,97	24,18	25,90	23,01	16,02
Obrat pohledávek	7,39	9,24	5,25	6,72	7,26	6,43	3,67
Doba obratu pohledávek	49,36	39,51	69,56	54,29	50,28	56,81	99,35
Doba obratu závazků	144,93	72,60	84,53	72,70	50,71	57,30	43,88
Obchodní deficit	-95,57	-33,09	-14,97	-18,41	-0,43	-0,50	55,47

Obrat celkových aktiv se od roku 2008 se pohybuje nad úrovní 2 obrátek za rok, což lze považovat za uspokojivou hodnotu. Značí to tedy, že se celková aktiva společnosti přemění dvakrát ročně v tržby, což pozitivně ovlivňuje i jejich rentabilitu. Jak je patrné i z uvedeného grafu hodnota tohoto ukazatele je u oceňovaného podniku vyšší než průměr za odvětví.



Obr. 11 Vývoj obratu aktiv

Vykazovaná doba obratu zásob svědčí o tom, že podnik efektivně řídí svůj sklad. Obchodní deficit, který je dán rozdílem doby obratu pohledávek a doby obratu závazků svědčí o tom, že podnik inkasoval pohledávky dříve, než platí svým dodavatelům. Až posledním sledovaném roce 2013 musel podnik úvěrovat své zákazníky. V případě, že by se obchodní deficit i nadále vyvíjel stejným způsobem, měl by podnik apelovat na zlepšení platební morálky svých zákazníků.

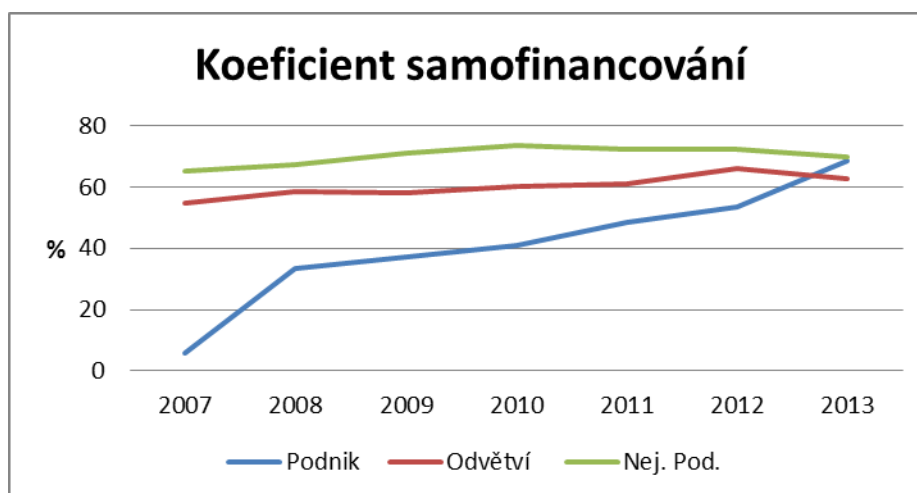
Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti vychází ze skutečnosti, že podniky financují svá aktiva nejen pomocí vlastního ale i z cizího kapitálu. Její podstatou je nalezení optimální kapitálové struktury. Vybrané ukazatele zadluženosti a jejich hodnoty pro oceňovaný podnik jsou zachyceny v tabulce.

Tab. 20 Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Koeficient samofinancování	5,70%	33,58%	37,20%	40,81%	48,35%	53,48%	68,40%
Celková zadluženost	94,30%	66,42%	62,80%	59,19%	51,50%	46,20%	31,39%
Úrokové krytí	4,72	0,17	18,25	24,30	18,59	26,66	94,44

Celková zadluženost vykazuje dlouhodobě klesající trend. Velmi vysoké hodnoty dosahovala v roce 2007. Tento stav byl způsobem dlouhodobým úvěrem na nákup dvou nemovitostí ve výši 60 mil. Kč. Skokové snížení zadluženosti v následujícím roce bylo způsobeno splacením tohoto úvěru prostředky získanými z prodeje výše zmíněných nemovitostí.



Obr. 12 Koeficient samofinancování

U ukazatele koeficientu samofinancování lze pozorovat stejný trend jako u ukazatele předchozího, včetně skokového zvýšení v roce 2008. Jak je možné vyčíst z grafického zobrazení jeho vývoje, můžeme konstatovat, že v roce 2013 již dosahuje nadprůměrných hodnot v porovnání s odvětvím a blíží se hodnotám vykazovaným nejlepšími podniky v odvětví.

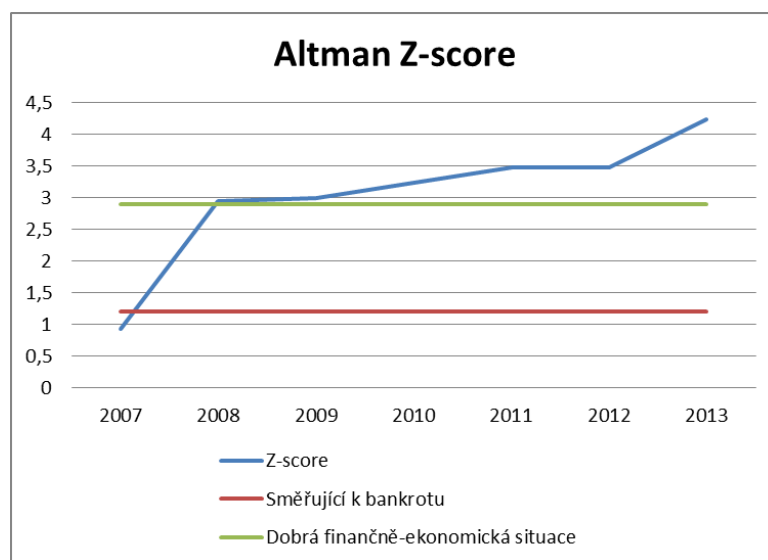
Pro predikci finanční tísně jsou využity vícerozměrné bankrotní modely a to konkrétně Altmanův Z-score model a model IN05.

Altmanovo Z-score

Výpočet tohoto modelu je dán součtem hodnot šesti poměrových ukazatelů, kterým jsou přiřazeny váhy. Altmanův model v původní podobě se hodí spíše pro americký trh, proto je pro výpočet použit model upravený pro využití v podmínkách České republiky. Upravený Altmanův model má tvar:

$$Z = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5 + 1,0x_6$$

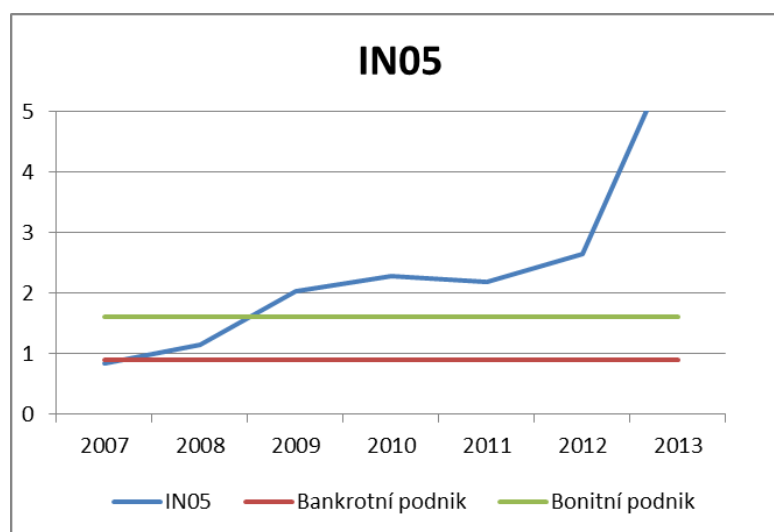
Z grafu na obrázku č. 13 na následující straně je patrné, že se mezi roky 2007 a 2008 podnik nacházel v takzvané šedé zóně, která je vymezena hodnotami 1,2 až 2,9. V této zóně se pohybují podniky s nevyhraněnou finančně-ekonomickou situací. Od roku 2008 už se tento ukazatel pohybuje nad hranicí 2,9 bodu, což podnik řadí do skupiny podniků s dobrou finančně-ekonomickou situací.



Obr. 13 Altmanovo Z-score

IN05

Obdobných výsledků dosahuje podnik i při hodnocení pomocí indexu IN05, který byl zkonstruován s ohledem na české podmínky a proto jej lze považovat za více vypovídající. Vývoj tohoto ukazatele je znázorněn pomocí grafu na obrázku č. 14 uvedeném na následující straně. Srovnatelně s Altmanovým modelem řadí podnik po roce 2008 do kategorie bonitních podniků. Výrazný nárůst je pak patrný na přelomu let 2012 a 2013.



Obr. 14 Index IN05

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Provozně potřebná aktiva představují majetek podniku bezprostředně nutný k vykonávání jeho činnosti. Ostatní aktiva jsou považována za provozně nepotřebná. Důvody pro toto rozdělení jsou blíže specifikovány v literární rešerši. V rámci tohoto rozdělení bude vymezen provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Jako první je stanovena výše provozně nutného krátkodobého finančního majetku. Jeho výše je vyčíslena na základě srovnání ukazatele okamžité likvidity a doporučené hodnoty provozně nutné likvidity ve výši 20 % z krátkodobých závazků. V případě že okamžitá likvidita podniku nedosahuje této hodnoty, je krátkodobý finanční majetek započítán v plné výši, jako provozně nutný. V případě překročení výše uvedené hodnoty je krátkodobý finanční majetek náležitě upraven, jak je zachyceno v následující tabulce.

Tab. 21 Provozně nutný krátkodobý finanční majetek

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Krátkodobý finanční majetek	1 298	16 468	15 121	11 392	2 115	17 159	4 261
Krátkodobé závazky	90 287	38 999	50 528	58 110	41 707	50 159	45 197
Okamžitá likvidita	0,01	0,42	0,30	0,20	0,05	0,34	0,09
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	1 298	7 800	10 106	11 392	2 115	10 032	4 261

Provozně nutný investovaný kapitál je dán součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. V rámci úprav dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku byly vyřazeny poskytnuté zálohy. Dále u

dlouhodobého hmotného majetku byly vyloučeny budovy a pozemky, jelikož nebyly využívány a v rámci pohledávek byla vyřazena půjčka sesterské společnosti.

Tab. 22 Provozně nutný investovaný kapitál

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek	38 946	26 221	26 314	34 968	51 169	51 056	39 622
Dlouhodobý nehmotný majetek	993	700	824	161	289	405	220
Dlouhodobý majetek provozně nutný	39 939	26 922	27 138	35 129	51 458	51 461	39 842
Zásoby	40 841	13 885	13 133	19 330	21 301	20 142	16 505
Krátkodobé pohledávky	30 751	21 223	41 579	43 393	41 351	49 725	85 600
Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	1 298	7 800	10 106	11 392	2 115	10 032	4 261
Časové rozlišení aktiv	2 059	1 614	1 610	3 798	3 811	4 491	1 251
Krátkodobé závazky	90 287	38 999	50 528	58 110	41 707	50 159	45 197
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0	181	450	384
Provozně nutný pracovní kapitál	-15 338	5 523	15 901	19 803	26 691	33 780	62 036
Provozně nutný investovaný kapitál	24 601	32 445	43 038	54 932	78 150	85 241	101 877

Provozně nutný pracovní kapitál je tvořen součtem zásob, krátkodobých pohledávek, snížených o půjčku sesterské společnosti ve výši 16 738 tis. Kč. Dále pak provozně nutným krátkodobým finančním majetkem, časovým rozlišením aktiv sníženým o krátkodobé závazky a časové rozlišení pasiv. Ten poté v součtu s dlouhodobým provozně nutným majetkem tvoří již zmíněný provozně nutný investovaný kapitál.

V souvislosti s uvedenými úpravami majetku, je nutné upravit i provozní výsledek hospodaření. Korigovaný výsledek hospodaření je dán součtem provozního výsledku hospodaření a zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu sníženým o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Tab. 23 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní výsledek hospodaření	338	1 386	11 706	12 973	18 034	25 106	57 728
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	4 032	109 493	1 205	500	3 051	22 819	19 633
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3 662	88 574	1 698	952	2 606	19 192	17 039
KPVH	-32	-19 532	12 199	13 425	17 589	21 479	55 133

Z dlouhodobého hlediska vykazuje korigovaný provozní výsledek hospodaření rostoucí trend. V letech 2007 a 2008 byl záporný. Stav roku 2008 byl způsoben prodejem dlouhodobého majetku.

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Tržby

Analýza a prognóza tržeb byla provedena již v rámci strategické analýzy, konkrétně analýzy vnitřního potenciálu. Byly analyzovány hodnoty tržeb podniku za posledních deset let. V návaznosti na ně byla, pomocí metody klouzavých průměrů, provedena projekce budoucích tržeb v horizontu čtyř let. V rámci analyzovaných let docházelo ke konstantnímu růstu tržeb, s jedinou výjimkou v roce 2008, kdy došlo k poklesu, který je možné přičítat ekonomické krizi. Prognózované období vykazuje rovněž stabilní růst tržeb s průměrným tempem 10,47 %.

Tab. 24 Analýza a prognóza tržeb

	Skutečnost							Predikce			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	227 388	196 075	218 186	291 750	300 177	319 503	375 967	426 458	459 460	500 908	559 997
Roční tempo růstu	4,4%	-13,8%	11,3%	33,7%	2,9%	6,4%	17,7%	13,4%	7,7%	9,0%	11,8%

Prognóza ziskové marže

Druhým generátorem hodnoty je provozní zisková marže. Pro její stanovení a projekci její výše se využívá prognózy shora a zdola, Metoda shora je považována za základní a vychází z výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření před daní a odpisy. Následně je vypočtena zisková marže jako podíl KPVH a tržeb.

Tab. 25 Zisková marže

	Skutečnost							Predikce			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
KPVH před odpočtem odpisů a daní	5 596	-11 073	19 182	22 216	30 143	37 055	69 823	72626	75899	80263	87039
Průměrné tempo růstu		52,29%						5,66%			
Zisková marže	2,46%	-5,65%	8,79%	7,61%	10,04%	11,60%	18,57%	17,03%	16,52%	16,02%	15,54%

V roce 2008 dosahovala zisková marže hodnoty -5,65 %, což bylo způsobeno záporným korigovaným výsledkem hospodaření. Zisková marže vykazuje od roku 2010 rostoucí vývoj a v posledním sledovaném roce vykázala hodnotu 18,57 %. Tato výše ziskové marže je považována za dlouhodobě neudržitelnou v návaznosti na konkurenční podmínky a průměrnou ziskovou marži vykazovanou v tomto odvětví, která činí 8,15 %. Prognóza ziskové marže zdola je uvedena v příloze B.

V tabulce č. 26 je zachycen výpočet průměrné ziskové marže před odpisy a zdaněním, který bude následně využit při ocenění na základě generátorů hodnoty.

Tab. 26 Průměrná zisková marže po odpisech a daních

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Zisková marže před odpočtem odpisů a daní	2,46%	-5,65%	8,79%	7,61%	10,04%	11,60%	18,57%	17,03%	16,52%	16,02%	15,54%	
Podíl odpisů na tržbách	2,02%	4,31%	3,20%	3,01%	4,18%	4,87%	3,91%	2,48%	2,49%	2,30%	2,05%	
Zisková marže po odpočtu odpisů	0,44%	-9,96%	5,59%	4,60%	5,86%	6,72%	14,66%	14,55%	14,03%	13,73%	13,49%	
Sazba DPPO	24%	21%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	
Zisková marže po zdanění	0,34%	-7,87%	4,47%	3,73%	4,75%	5,45%	11,88%	11,78%	11,36%	11,12%	10,93%	
Průměrná zisková marže po odpisech a zdanění	3,25%							11,30%				

Z vypočtené ziskové marže po zdanění byla následně stanovena průměrná zisková marže jak za skutečné (3,25 %), tak za predikované období, ve kterém se ustálila na hodnotě 11,30 %.

Provozně nutný pracovní kapitál

Nejdříve byla provedena analýza náročnosti výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu. Jsou tedy vypočteny doby obratu zásob krátkodobých pohledávek a závazků. Jak uvádí následující tabulka, doby obratu materiálu se v průběhu let neustále snižovaly. Stejný vývoj je předpokládán i v průběhu predikovaného období. V případě doby obratu výrobků se předpokládá mírný růst v návaznosti na udržení určité výše pojistných zásob. Doba obratu pohledávek je stanovena na úrovni 68,5 dní. Hodnota roku 2013 je považována pouze za dočasný výkyv, který byl způsoben skokovým navýšením pohledávek splatných do jednoho roku. Co se týče krátkodobých závazků, je doba obratu pro predikované období stanovena na přibližně stejné výši jako poslední rok s mírně klesajícím tempem.

Tab. 27 Doby obratu složek pracovního kapitálu ve dnech

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby - materiál	43,7	19,9	12,2	12,9	13,4	13,7	11,9	11,7	11,5	11,3	11,1
- nedokončená výroba	1,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- výrobky	20,8	4,6	7,9	10,6	12,2	9,0	4,0	4,5	4,7	5,0	5,2
- zboží	0,0	1,4	1,1	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Krátkodobé pohledávky celkem	49,4	39,5	69,6	54,3	50,3	56,8	83,1	68,5	68,5	68,5	68,5
Krátkodobé závazky celkem	144,9	72,6	84,5	72,7	50,7	57,3	43,9	43,0	42,1	41,2	40,3

K odhadnutým dobám obratu, jsou na základě predikce tržeb dopočítány hodnoty těchto položek v absolutním vyjádření. Tyto hodnoty jsou uvedeny v tabulce č. 28. Následně byl vyčíslen provozně nutný pracovní kapitál jako součet zásob, krátkodobých pohledávek a časového rozlišení aktiv snížený o výši krátkodobých závazků a časového rozlišení pasiv. Následně byla provedena i predikce krátkodobého finančního majetku podle provozně nutné likvidity, která byla stanovena ve výši 20 % krátkodobých závazků. Posledním krokem byl výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál k_{wc} , kde pro skutečné období byl vyčíslen ve výši 52 % a pro predikované roky dosáhl hodnoty 10,67 %.

Tab. 28 Provozně nutný pracovní kapitál

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	40 841	13 885	12 644	19 330	21 301	20 090	16 464	19 004	20 474	22 458	25 108
- materiál	27 206	10 675	7 296	10 331	11 039	12 023	12 251	13 663	14 468	15 499	17 021
- nedok. výroba	693	0	0	48	0	0	0	0	0	0	0
- výrobky	12 942	2 484	4 698	8 440	10 006	7 891	4 139	5 258	5 916	6 862	7 978
- zboží	0	726	650	511	256	176	73	83	89	98	109
Krátkodobé pohledávky celkem	30 751	21 223	41 579	43 393	41 351	49 725	85 600	80 034	86 227	94 006	105 095
Krátkodobé závazky celkem	90 287	38 999	50 528	58 110	41 707	50 159	45 197	50 216	52 969	56 512	61 797
Časové rozlišení aktivní	2 059	1 614	1 610	3 798	3 811	4 491	1 251	1 251	1 251	1 251	1 251
Časové rozlišení pasivní	0	0	0	0	181	450	384	384	384	384	384
Provozně nutný PK (bez peněz)	-16 636	-2 277	5 306	8 411	24 576	23 696	57 733	49 688	54 599	60 819	69 272
Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	1 298	7 800	10 106	11 392	2 115	10 032	4 261	10 043	10 594	11 302	12 359
Upravený pracovní kapitál včetně peněz	-15 338	5 523	15 411	19 803	26 691	33 728	61 994	59 731	65 193	72 121	81 631
Kwc	52,05%						10,67%				

Investice do dlouhodobého majetku

Posledním z generátorů hodnoty jsou investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Výše dlouhodobého majetku je převzata z kapitoly rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný majetek. Následně jsou vyčísleny odpisy, které vychází z účetních výkazů podniku. V roce 2007 byly odpisy upraveny o výši odpisů provozně nepotřebných budov. Jejich výše byla získána jako rozdíl opravek staveb v jednotlivých letech. Dalším krokem bylo vyčíslení netto investic, které jsou dány jako rozdíl provozně nutného DHM v jednotlivých letech. Investice brutto jsou získány jako součet investic netto a dopisů. Pro predikci bylo využito informa-

cí o plánovaných investicích společnosti. Odpisy pro predikované období byly stanoveny na úrovni průměrného podílu na dlouhodobém provozně nutném majetku.

Tab. 29 Investice do dlouhodobého nutného majetku

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Dlouhodobý provoz. nutný majetek	39 939	26 922	27 138	35 129	51 458	51 461	39 842	41 012	54 212	61 462	61 487	
Odpisy DHM a DNM	4 589	8 459	6 983	8 791	12 554	15 576	14 690	10 851	14 343	16 261	16 268	
Investice netto		-13 017	216	7 991	16 330	2	-11 619	1170	13200	7250	25	
Investice brutto		-4 558	7 199	16 782	28 884	15 578	3 071	12 021	27 543	23 511	16 293	
k_{DM}			45,06%					43,13%				

V roce 2008 došlo, ve srovnání s předchozím rokem, ke značnému snížení dlouhodobého majetku což mělo za důsledek zápornou hodnotu netto i brutto investic. Obdobný vývoj lze pozorovat i v roce 2013. Posledním krokem byl výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku, který ve sledovaném období dosáhl hodnoty 45,06 % a v rámci predikce následujících čtyř let činí 43,13 %.

4.6 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Aby bylo možné stanovit odhad hodnoty podniku pomocí generátorů hodnoty, je zapotřebí vyčíslit náklady na kapitál podniku, které do výpočtu vstupují jako kalkulovaná úroková míra.

Kalkulovaná úroková míra

Kalkulovaná úroková míra neboli diskontní míra bude využita jak pro předběžné ocenění podle generátorů hodnoty, tak pro ocenění na základě výnosové metody DCF entity. Diskontní míra bude stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Pro výpočet WACC je nutné nejdříve vyčíslit náklady na vlastní a cizí kapitál.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál bylo využito modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Tab. 30 Stanovení nákladů na vlastní kapitál dle modelu CAPM

CAPM	2013
Bezriziková úroková míra (aktuální výnosnost 10letých státních dluhopisů)	3,04%
Beta nezadlužené pro odvětví - zpracovatelský průmysl	1,24
Riziková prémie kapitálového trhu USA	4,62%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	0,70%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	2,80
Riziková prémie země	1,96%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	1,76%
Riziková přírážka za menší společnost (odhad)	2,0%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů (odhad)	1,5%
Poměr cizího a vlastního kapitálu podniku	7,78%
Sazba daně z příjmu právnických osob	19%
Beta zadlužené	1,32
Náklady na vlastní kapitál	14,39%

Data vstupující do výpočtu modelu CAPM byla čerpána především z databáze profesora Damodarana. Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům byl převzat pro Českou republiku ve výši 2,8 od Maříka (2011, str. 222), na což navazuje výpočet rizikové prémie země, která je dána součinem rizika selhání země a výše zmíněného poměru. Riziková prémie je upravená o rozdíl v inflaci ČR a USA ve výši -0,2 %. Riziková prémie za velikost podniku a likviditu vlastnických podílů byla stanovena expertním odhadem. Beta zadlužená je následně stanovena dle vztahu:

$$\beta_{zadlužená} = \beta_{nezadlužená} \times \left(1 + \frac{D}{CK}\right) \times (1 - d)$$

Náklady na vlastní kapitál jsou poté dány jako:

$$n_{VK} = r_f + \beta_{zadlužená} \times RPT_{USA} + RPZ + \text{přirážka za velikost} + \text{přirážka za likviditu}$$

$$n_{VK} = 3,04 \% + 1,32 \times 4,62 \% + 1,76 \% + 2,0 \% + 1,5 \%$$

$$n_{VK} = 14,39 \%$$

Náklady na cizí kapitál jsou vypočítány jako podíl nákladových úroků a váženého aritmetického průměru zpoplatněného cizího kapitálu za roky 2012 a 2013.

$$n_{CK} = \frac{\text{nákladové úroky}_{2013}}{(\text{Dlouh. záv.} + \text{bank. úvěry a výp.}_{2012} + \text{Dlouh. záv.} + \text{bank. úvěry a výp.}_{2013})/4}$$

$$n_{CK} = \frac{516}{(10865 + 941 + 7384 + 1185)/4} \times 100$$

$$n_{CK} = 10,13 \%$$

Poslední složkou nutnou pro výpočet WACC je stav kapitálové struktury podniku. Vlastní kapitál tvoří k datu ocenění 92,22 % celkového kapitálu a cizí kapitál pouhých 7,78 %.

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

$$WACC = (0,1013 \times (1 - 0,19) \times 0,0778 + 0,1439 \times 0,9222) \times 100$$

$$WACC = 13,91 \%$$

Předběžné ocenění

Na základě výše provedených výpočtů, analýz a prognóz lze přistoupit k předběžnému ocenění pomocí generátorů hodnoty. Vstupní údaje pro stanovení brutto hodnoty podniku a její výpočet jsou zachyceny v tabulce.

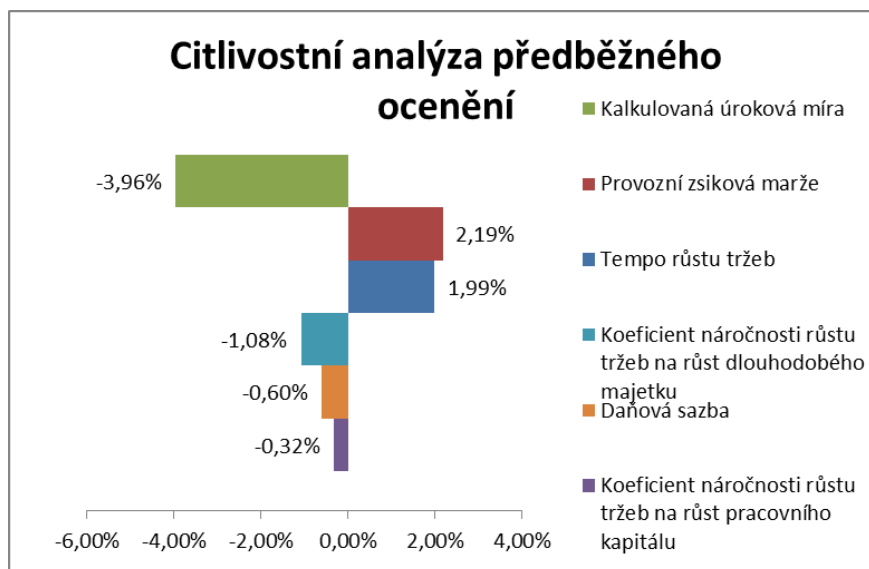
Tab. 31 Předběžné ocenění podniku

Hodnota tržeb v posledním skutečném roce	375 967
Tempo růstu tržeb podniku	10,47%
Provozní zisková marže po odpisech a zdanění	11,30%
Sazba daně z příjmu právnických osob	19,00%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	10,67%
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku	43,13%
Kalkulovaná úroková míra (WACC)	13,91%
Hodnota brutto (tis. Kč)	490 515

Brutto hodnota na základě ocenění dle generátorů hodnoty činí 490 515 tisíc Kč. Jedná se ovšem pouze o orientační hodnotu, která může sloužit jako základní představa o hodnotě podniku pro následné ocenění výnosovými metodami.

Citlivostní analýza předběžného ocenění

Za účelem zjištění významnosti vlivů jednotlivých položek vstupujících do výpočtu hodnoty podniku pomocí předběžného ocenění byla provedena citlivostní analýza. Jedná se o izolovanou změnu jednotlivé proměnné, konkrétně o její zvýšení o 1 %. Velikost vlivu v procentuálním vyjádření a směr působení tohoto vlivu jsou zachyceny v grafu na obrázku č. 15.



Obr. 15 Citlivostní analýza předběžného ocenění

Z grafu je patrné, že největší vliv na bruto hodnotu podniku má kalkulovaná úroková míra (WACC). Při zvýšení WACC o 1 % dojde ke snížení hodnoty podniku o 3,98 %. Generátory hodnoty provozní zisková marže a tempo růstu tržeb již působí v kladném směru, jejich zvyšování tedy vyvolá růst hodnoty oceňovaného podniku. Další tři analyzované proměnné již opět působí v negativním směru. Jejich vliv lze ovšem označit za poměrně málo významný.

4.7 Ocenění na základě výnosových metod

Pro stanovení hodnoty podniku je využito dvou výnosových metod, konkrétně metody diskontovaného cash flow (DCF) ve variantě entity a metody kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

4.7.1 Ocenění metodou DCF entity

Metoda DCF patří k základním výnosovým metodám. Prvotním výstupem této metody je hodnota podniku jako celku (brutto hodnota), ze které je po odečtení cizího kapitálu získána hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota).

Samotný výpočet je rozdělen na dvě fáze. V rámci první fáze je vyčíslena hodnota podniku pro období, pro které lze sestavit prognózu volných peněžních toků

(roky 2014 až 2017). V druhé fázi této metody je vyčíslena hodnota podniku od konce první fáze do nekonečna tzv. pokračující hodnota.

Prvním krokem je výpočet provozně nutného investovaného kapitálu pro období prognózy, tedy roky 2014 až 2017. Provozně nutný investovaný kapitál je dán součtem provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Prognóza obou zmíněných veličin byla již provedena v rámci kapitoly 4.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná a kapitoly 4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty, konkrétně v rámci investic do dlouhodobého majetku.

Tab. 32 Provozně nutný investovaný kapitál

	20012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozně nutný dlouhodobý majetek	51 461	39 842	41 012	54 212	61 462	61 487
Provozně nutný upravený pracovní kapitál	33 728	61 994	59 731	65 193	72 121	81 631
Provozně nutný investovaný kapitál	85 189	101 836	100 743	119 404	133 583	143 118

Tab. 33 Free cash flow a současná hodnota 1. fáze pomocí metody DCF entity

	2014	2015	2016	2017
KPVH před zdaněním	61 775	61 555	64 002	70 771
Upravená daň z příjmu	11 737	11 696	12 160	13 447
KPVH po zdanění	50 038	49 860	51 841	57 325
Odpisy	10 851	14 343	16 261	16 268
Předběžné cash flow z provozní činnosti	60 889	64 203	68 103	73 593
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	2 263	-5 462	-6 928	-9 510
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-12 021	-27 543	-23 511	-16 293
Volné cash flow (FCF)	51 131	31 198	37 663	47 790
Odúročitel (WACC = 13,91 %)	1,1391	1,2975	1,4780	1,6836
Diskontované FCF	44 887	24 044	25 482	28 385
Současná hodnota 1. fáze (tis. Kč)	122 798			

Výpočet volných peněžních toků (FCF) vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním. Ten odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření vyčíslenému v rámci prognózy ziskové marže sníženému o odpisy a zdanění. Pro prognózované období se předpokládá neměnná 19% sazba daně z příjmu právnických osob. Takto upravený KPVH je zvýšen o plánované odpisy a dále upraven o investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Investice, jsou vždy uvedeny s opačným znaménkem, než tomu bylo u jejich prognózy v rámci generátorů hodnoty, jelikož se jejich realizací snižuje volný peněžní tok. Na základě výše zmíněných úprav bylo získáno volné cash flow, které je následně diskontováno na současnou hodnotu. Jako diskontní míra jsou zvoleny

WACC, které byly již dříve vyčísleny na 13,91 %. Současná hodnota první fáze je dána sumou takto diskontovaných peněžních toků. Současná hodnota první fáze k datu ocenění 1. 1. 2014 činí 122 798 tis. Kč.

Druhým krokem ocenění metodou DCF entity je stanovení pokračující hodnoty, která bude stanovena pomocí Parametrického vzorce. Ještě před jejím samotným stanovením je nutné odhadnout KPVH pro první rok druhé fáze. Ten je odhadnut jako KPVH roku 2013 zvýšený o tempo růstu, které je stanoveno na úrovni průměrného tempa růstu tržeb podniku pro predikované období, tedy ve výši 10,47 %. Takto získaná hodnota je následně dosazena do Parametrického vzorce (viz. str. 33). Pokračující hodnota je následně opět diskontována na současnou hodnotu pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál.

Tab. 34 Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou DCF entity v tis. Kč

Pokračující hodnota	1 405 297
Současná hodnota 1. fáze	122 798
Současná hodnota 2. fáze	834 681
Provozní hodnota brutto	957 479
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	10 454
Provozní hodnota netto	947 025
Neprovozní majetek k datu ocenění	33 804
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2014	980 828

Součtem současné hodnoty 1. fáze a současné hodnoty 2. fáze, je provozní brutto hodnota podniku. Jejím snížením o úročený cizí kapitál je získána provozní hodnota netto. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je dána součtem provozní netto hodnoty a neprovozního majetku k datu ocenění. Její výše činí 980 828 tis. Kč.

4.7.2 Ocenění metodou kapitalizovaných výnosů

Pro ocenění podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů bude využita takzvaná paušální metoda. Je založena na předpokladu, že podnik bude v nadcházejících letech dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. Jedná se způsob ocenění současného potenciálu podniku, který na rozdíl od předchozí metody DCF entity nezachycuje možné růstové příležitosti podniku. Výsledkem je netto hodnota, kterou lze považovat za odhad dolní hranice výnosové hodnoty podniku.

Prvním krokem je úprava minulých výsledků hospodaření, pro kterou bylo zvoleno období pěti posledních let. Výsledky hospodaření jsou upraveny o odpisy, finanční výnosy a mimořádné vlivy. Takto upravený výsledek hospodaření je následně pomocí cenových indexů pře počítán na ceny k datu ocenění. Po úpravě VH o inflaci jsou přiřazeny váhy tak, že nejstarší údaj má váhu nejnižší a nejaktuálnější data mají váhu nejvyšší. Na jejich základě byly vypočítány vážené výsledky hospodaření upravené o inflaci. Výše zmíněné úpravy zachycuje tabulka č. 36 na následující straně.

Tab. 35 Úprava výsledků hospodaření

	2009	2010	2011	2012	2013
Výsledek hospodaření před zdaněním	11 724	11 854	15 190	22 694	58 821
Odpisy	6 983	8 791	12 554	15 576	14 690
Finanční výnosy	7 464	5 882	5 580	5 104	7 649
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	37	150	107	0	139
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	6	7	0	127
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Upravený VH (UVH) před odpisy	11 207	14 619	22 064	33 166	65 850
Cenový index - řetězový	1,010	1,015	1,019	1,033	1,014
Cenový index - bazický	0,923	0,937	0,955	0,986	1,000
UVH očištěný o inflaci	12 141	15 604	23 111	33 630	65 850
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci x váhy	12 141	31 208	69 333	134 520	329 248

Následně je stanoven trvale odnímatelný čistý výnos, jako podíl sumy upravených výsledků hospodaření o inflaci a součtu vah. Dále je zapotřebí vyčíslit odpisy z reprodukčních cen. Ty byly stanoveny na přibližně stejné úrovni jako v roce 2013, tedy ve výši 15 000 tis. Kč.

Tab. 36 Trvale odnímatelný čistý výnos a netto hodnota podniku

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	38 430
Odpisy z reprodukčních cen	15 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	23 430
Základ daně (s odpisy roku 2013)	23 740
Sazba daně z příjmu právnických osob (19 %)	4 511
Trvale odnímatelný čistý výnos po zdanění	18 919
Provozní hodnota vlastního kapitálu	152 753
Neprovozní aktiva	33 804
Netto hodnota podniku	186 557

Trvale odnímatelný čistý výnos je následně zdaněn. Provozní hodnota vlastního kapitálu je vypočítána jako věčná renta, kde diskontní sazbou byly náklady na vlastní kapitál společnosti snižené o dlouhodobou míru inflace, která činí 2 %. Po přičtení hodnoty neprovozních aktiv je získána netto hodnota podniku ve výši 186 557 tis. Kč.

5 Diskuze a doporučení

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku pomocí dvou výnosových metod k datu ocenění 1. 1. 2014. Zvolenými oceňovacími metodami byly dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Pomocí metody DCF entity byla stanovena hodnota podniku na 980 828 tis. Kč. Metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla získána hodnota podniku 186 557 tis. Kč. Jak je vidět, tak se obdržené hodnoty výrazně liší. Rozdíly ve výsledných hodnotách podniku jsou způsobeny rozdílnými principy, na kterých jsou výše zmíněné metody založeny. Metoda diskontovaných peněžních toků je založena na ocenění současného výnosového potenciálu i budoucích růstových příležitostech. Hodnota první fáze, která byla získána sumou diskontovaných peněžních toků za roky 2014 až 2017, byla vyčíslena na 122 798 tis. Kč. Jedním z dílčích cílů bylo stanovit vlivy působící na hodnotu podniku. Mezi nejvýznamnější patří tempo růstu tržeb. To bylo na základě minulých výsledků podniku a predikce pomocí klouzavých průměrů odhadnuto na 10,47 % ročně, což je poměrně dosti vysoká hodnota, která má vliv na výši pokračující hodnoty druhé fáze ocenění metodou DCF. Hodnota fáze druhé, která byla získána pomocí parametrického vzorce, činí 834 681 tis. Kč, což je více než šestinásobek fáze první. Tedy právě odhad budoucích růstových příležitostí je příčinou vysoké hodnoty vlastního kapitálu podniku k datu ocenění. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je o 856 835 tis. Kč vyšší než výše vlastního kapitálu vykázaného v rozvaze společnosti. Lze tedy konstatovat, že podnik zvyšuje hodnotu vlastního kapitálu vloženého do podniku a tvoří hodnotu.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je, v porovnání s hodnotou získanou metodou DCF, výrazně nižší. Je to dáno tím, že je tato metoda založena na ocenění pouze současného výnosového potenciálu. Na základě metody KČV byla stanovena netto hodnota podniku ve výši 186 557 tis. Kč. Tato hodnota byla pozitivně ovlivněna vysokým trvale odnímatelným čistým výnosem, který byl následně snížen o poměrně nízké odpisy z reprodukčních cen. Nízká velikost odpisů je dána především tím, že společnost nedisponuje žádnou výrobní halou či budovou. Svou podnikatelskou činnost provozuje v pronajatých prostorách. Dalším faktorem je i to, že část výrobního zařízení má v pronájmu do mateřské společnosti.

Na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty bylo s jejich využitím provedeno předběžné ocenění. Byla získána brutto hodnota podniku ve výši 490 515 tis. Kč. Ovšem je nutné poznamenat, že se jedná pouze o orientační odhad ocenění. V návaznosti na toto ocenění byla provedena citlivostní analýza. Analýza odhalila nejvýznamnější vlivy a směr jejich působení na hodnotu podniku.

Největší vliv na hodnotu podniku má výše kalkulované úrokové míry, která je reprezentována váženými průměrnými náklady na kapitál (WACC) a působí v negativním směru. Výše WACC činila k datu ocenění 13,91 %. Z toho náklady na vlastní kapitál byly 14,39 % a náklady na cizí kapitál 10,13 %. V rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že podnik ke svému financování využívá ve stále větší míře

vlastní kapitál. Podíl vlastního kapitálu na kapitálu celkovém v posledním analyzovaném roce (2013) činil 92,22 %. Podnik tedy využívá výrazně dražší zdroje. Měl by tedy ve větší míře využívat cizích zdrojů. Tím by došlo jak ke snížení vážených průměrných nákladů na kapitál, tak ke zvýšení hodnoty podniku. Dalším pozitivum, které přináší větší využívání cizího kapitálu, lze spatřovat ve zvýšení rentability vlastního kapitálu.

Tempo růstu tržeb, jakožto generátor hodnoty působí v pozitivním směru. V případě jeho zvýšení o 1 %, dochází k růstu hodnoty podniku o 9 785 tis. Kč. V rámci finanční analýzy bylo zjištěno, že podnik od roku 2008, ve kterém na něj dopadly důsledky ekonomické krize, vykazuje konstantní růst tržeb. K zajištění přetrvávajícího růstového trendu lze podniku doporučit diverzifikaci výrobního portfolia. Přestože, výrobní portfolio společnosti obsahuje řadu výrobků, zůstává stále úzce vázané na automobilový průmysl, který je výrazně citlivý na hospodářský cyklus. Společnost by tedy měla rozšířit svou výrobu o výrobky, jejichž prodej je vůči hospodářskému cyklu neutrální nebo anticyklické. Společnost by se mohla zaměřit kupříkladu na výrobu obalových materiálů (fólie, nádoby apod.).

Dalším generátorem hodnoty je zisková marže, která u oceňovaného podniku vykazuje od roku 2010 růstový trend a v posledním roce dosahovala 18,57 %. Její výše se odvíjí především od postavení podniku vůči své konkurenci. V rámci strategické analýzy bylo deklarováno, že podnik působí na atraktivním trhu, kde sekce výroby pryžových a plastových výrobků je dlouhodobě zisková. Dále bylo zjištěno, že společnost vykazuje konkurenční sílu, která byla po konzultaci s managementem společnosti ohodnocena 78,7 %. K udržení takto vysoké ziskové marže, případně k jejímu dalšímu zvyšování lze podniku doporučit pravidelnou obnovu a inovaci výrobního zařízení, které by vedlo k úsporám materiálu. Jelikož právě materiál činí více než 50 % celkových nákladů společnosti. Další možností je proniknout na nové trhy díky diverzifikaci výrobního portfolia, jak bylo zmíněno výše. Tím by mohlo též dojít ke zvýšení tržeb a zisku.

Finanční analýza poskytla převážně pozitivní výsledky. U analýzy aktivity byl v letech 2007 až 2012 vykázan záporný obchodní deficit, což vypovídá o schopnosti podniku dříve inkasovat své pohledávky než platit závazky. V roce 2013 ovšem došlo k téměř dvojnásobnému růstu krátkodobých pohledávek, především z obchodních vztahů. Tato skoková změna se promítla do ukazatele doby obratu pohledávek, která více než dvojnásobně přesahovala dobu obratu závazků společnosti. Podnik tak platí své závazky dříve, než inkasuje pohledávky a tento časový úsek musí profinancovat z vlastních zdrojů. V případě, že by se obchodní deficit i nadále vyvíjel stejným způsobem, mohlo by postupně dojít k ohrožení platební schopnosti. Podnik by tedy měl apelovat na zlepšení platební morálky svých zákazníků například zavedením smluvních pokut či úroků z prodlení. Další možností je zavedení skonta, které by mohlo motivovat zákazníky k dřívějšímu splácení závazků. V případě splatnosti pohledávky 60 dní by mohla společnost, v závislosti na nákladech kapitálu, poskytnout skonto ve výši 2 % při splacení závazku do 7 dní. Dále je možné přistoupit k postoupení pohledávek. Faktoringová společnost po přijetí faktury standardně vyplácí 80 % z fakturované částky jako zálohovou platbu a zby-

lých 20 % v době, kdy odběratel zaplatí fakturu. Náklady na faktoring se obecně skládají ze dvou složek a to faktoringového poplatku a úrokové sazby. Dle dat Faktoringu České spořitelny a.s. je průměrný faktoringový poplatek pro klienty s ročním obratem 100 mil. Kč ve výši 0,5 % z fakturované částky. Úrok z profinancování se skládá dle ze sazeb 1M PRIBOR + 2,0 % p. a. V případě pohledávky ve jmenovité hodnotě 1 mil. Kč a době splatnosti 60 dní tedy náklady faktoringu činí 11 950 Kč. Celkový náklad faktoringové služby tedy činí 1,2 % nominální hodnoty pohledávky.

Výše zmíněné alternativy řešení by pozitivně ovlivnily i okamžitou likviditu společnosti, která v analyzovaných letech vykazovala nízkou úroveň s výraznými výkyvy. V případě ukazatelů zadluženosti a rentability vykazuje společnost velmi dobré výsledky. Rentability vlastního kapitálu, aktiv i tržeb vykazují od roku 2010 stabilní růst. Pozitivní vývoj finanční situace potvrzují i vícerozměrné bankrotní modely Altmanův Z-score model a model IN05.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení objektivizované hodnoty podniku ABC s.r.o. pomocí výnosových metoda k datu 1. 1. 2014. Toto ocenění by mělo sloužit managementu společnosti jako představa o výši hodnoty podniku jako celku, o stavu plnění vedením společnosti nastavených strategických cílů a rovněž jako doplnění podnikem standardně prováděných analýz. Dílčím cílem práce bylo stanovení výnosového potenciálu podniku. K dosažení hlavního cíle byla využita metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných výnosů. Jak již bylo zmíněno, každá z uvedených metod je založena na jiných principech, což je důvodem rozdílných hodnot ocenění podniku. Při aplikaci obou výše zmíněných metod byl použit metodický postupu dle Maříka (2011).

Na základě požadavku vedení společnosti na zachování anonymity byl zvolen alternativní název podniku ABC s.r.o. Dále byly upraveny výkazy společnosti pomocí koeficientu, tak aby vypovídací schopnost všech analýz byla zachována a podávala reálnou představu o stavu podniku. Podnik ABC s.r.o. byl založen v roce 2003 a působí jako člen mezinárodního koncernu. Společnost provozuje svou podnikatelskou činnost v odvětví výroby plastových a pryžových výrobků.

První část práce se zabývá vytvořením teoretického základu pro následné ocenění podniku. Její součástí je vymezení obecných základů oceňování podniku, v jejichž rámci jsou definovány základní pojmy, kategorie hodnoty a postupy, které předchází samotnému ocenění. Následně jsou detailněji rozebrány vybrané oceňovací metody DCF entity a KČV.

V rámci druhé části práce byla nejdříve provedena strategická analýza, jejímž cílem je vymezení celkový výnosový potenciál podniku. V první řadě byla uvedena stručná charakteristika odvětví, která obsahuje vývoj nejdůležitějších ukazatelů definujících daný obor. Vnější potenciál podniku byl zhodnocen pomocí PESTE analýzy, která podává představu o vývoji faktorů ovlivňující podnik zvenčí. Následně byl vymezen relevantní trh, který byl z geografického hlediska aproximován na území České republiky a vymezen pomocí tržeb v odvětví zpracovatelského průmyslu, konkrétně sekcí výroba pryžových a plastových výrobků. Po vymezení relevantního trhu bylo přistoupeno k hodnocení jeho atraktivity. Atraktivita byla hodnocena pomocí faktorů, které mají význam z hlediska poptávky a možností prodeje výrobků společnosti. Zvolenými faktory byly růst trhu, velikost trhu, intenzita konkurence, struktura zákazníků a další. Na základě jejich ohodnocení, byla atraktivita trhu vyčíslena na 71,1 %, což svědčí o dobré perspektivně dalšího rozvoje podniku na daném trhu i možnosti růstu tržeb.

Pro analýzu vnitřního potenciálu podniku byl využit Porterův model pěti hybridních sil, v rámci kterého byla vymezena stávající konkurence, potenciaální nová konkurence, existence substitutů a vyjednávací síla dodavatelů a odběratelů. Konkurenční síla podniku byla stanovena pomocí přímých a nepřímých faktorů, které ovlivňují schopnost podniku udržet a případně dále navyšovat tržní podíl. Konkurenční síla podniku ABC s.r.o. byla vyčíslena na 78,7 %, což značí dobré postavení podniku vůči konkurenci. Nejvýznamnějšími faktory ovlivňující konkurenční pozici

společnosti jsou zaměřeni se na zákazníka, finanční situace, kvalita managementu podniku, kvalita výrobků a výzkum a vývoj.

Na základě analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu byla sestavena SWOT analýza, ve které jsou specifikovány silné, slabé stránky společnosti, příležitosti a hrozby, kterým je podnik vystaven.

Posledním krokem strategické analýzy byla prognóza tržeb a tržního podílu společnosti pro roky 2014 až 2017, dle které by mělo docházet k průměrnému růstu tržeb podniku ve výši 10,47 % a současně by mělo docházet ke kontinuálnímu zvyšování tržního podílu.

Na strategickou analýzu navazuje analýza finanční situace podniku. Při jejím zpracování se vycházelo z účetních výkazů společnosti z let 2007 až 2013. Finanční analýza byla provedena na základě poměrových ukazatelů, které se člení do čtyř skupin a to, rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Vypočítané hodnoty vybraných ukazatelů byly rovněž srovnány s průměrnými hodnotami i nejlepšími podniky v odvětví. V oblasti rentability nebyl zjištěn žádný závažný problém, pouze v roce 2008 vykazovala nízké hodnoty a rentabilita vlastního kapitálu byla dokonce mírně v záporu. Tento stav byl způsoben záporným výsledkem hospodaření, jako následek dopadu ekonomické krize. Od roku 2010 již však všechny ukazatele rentability vykazují rostoucí vývoj. V rámci likvidity vykazuje podnik rovněž převážně dobré výsledky. K výraznému zvýšení hodnot ukazatelů došlo díky enormnímu nárůstu pohledávek v posledním ze sledovaných let. Podnik rovněž vykazuje kolísavý vývoj ukazatele okamžité likvidity, kdy se její výše pravidelně vyskytuje pod úrovní doporučených hodnot. V oblasti aktivity byla v posledním sledovaném roce objevena problémová oblast, kterou je příliš velká doba obratu pohledávek, právě díky jejich enormnímu nárůstu, a tím negativní vývoj obchodního deficitu. Ukazatele zadluženosti vypovídají o tom, že během posledních let podnik využívá ke krytí svých aktiv převážně vlastního kapitálu. Ke snížení zadluženosti podniku výrazně dopomohl prodej několika nemovitostí, díky kterým došlo v roce 2009 k poklesu zadluženosti na 66 % z hodnoty 94 % vykázané v roce 2008.

Podnik jako celek vykazuje dobré finanční výsledky, což potvrzuje i analýza pomocí dvou bankrotních modelů. Konkrétně Altmanova modelu a modelu IN05. Oba zmíněné modely řadí podnik po roce 2008 do kategorie bonitních podniků tvořících hodnotu.

Dalším krokem bylo rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný, v jeho rámci byl stanoven provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření.

Následovala analýza a prognóza generátorů hodnoty, kterými jsou tržby, zisková marže, provozně nutný pracovní kapitál a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Výše zmíněné generátory hodnoty byly využity pro předběžné ocenění podniku. Nejdříve však bylo nutné stanovit kalkulovanou úrokovou míru, která byla stanovena na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál. K jejich výpočtu bylo nutné vyčíslit náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál, které byly stanoveny pomocí modelu CAPM. Kalkulovaná úroková míra činila

13,91 %. Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty bylo poté stanoveno ve výši 490 515 tis. Kč.

Finální ocenění podniku ABC s.r.o. k datu 1. 1. 2014 bylo provedeno metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Pomocí metody DCF entity, která ve výpočtu kalkuluje s budoucím růstovým potenciálem, byla hodnota podniku odhadnuta ve výši 980 828 tis. Kč. Metodou KČV, která uvažuje pouze současný výnosový potenciál podniku, byla hodnota vlastního kapitálu odhadnuta ve výši 186 557 tis. Kč.

Na základě zjištěných skutečností a provedených analýz byla na závěr práce stanovena doporučení, týkajících se oblastí, ve kterých se vyskytují drobné nedostatky. Jednalo se především o oblast řízení oběžného majetku. Podnik ABC s.r.o. jako celek vykazuje dobré výsledky a tvoří hodnotu pro vlastníky, což mimo jiné svědčí o promyšleném finančním řízení podniku. Jeho konkurenceschopnost v čase roste. Zároveň podnik působí na trhu, který je z globálního hlediska atraktivní, ziskový a stále se rozvíjející, což ještě více umocňuje jeho růstový potenciál.

7 Literatura

Knižní zdroje

- BRIGHAM, Eugene F a Michael C EHRHARDT. Financial management: theory and practice. 14th Edition. xxxi, 1163 pages. ISBN 11-119-7221-4.
- HILL, Terry. Operations management: strategic context and managerial analysis. Basingstoke: Macmillan, 2000. ISBN 0-333-77592-9.
- JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. Strategický marketing: [strategie a trendy]. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 269 s. ISBN 978-80-247-2690-8.
- JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 592 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.
- KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008, xiii, 135 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
- KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MARINIČ, Pavel. Plánování a tvorba hodnoty firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2008, 232 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK, Miloš. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
- NEUMAIEROVÁ, Inka. Řízení hodnoty podniku, aneb, Nedělejme z podniku záhadu. 1. české vyd. Praha: Profess Consulting, 2005, xi, 233 s. ISBN 80-725-9022-7.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ. Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. 1. vyd. ISBN 978-80-247-3158-2.
- PALEPU, K G. a kol. Business analysis and valuation : text & cases. Andover: South-Western Cengage Learning, 2007. 788 s. ISBN 978-1-84480-492-4.
- PETŘÍK, Tomáš. Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2009, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- REJNUŠ, Oldřich. Finanční trhy. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Grada, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.
- RISIUS, Jeffrey M. 2007. Business valuation: a primer for the legal professional. Chicago, Ill.: American Bar Association, Section of Business Law, ix, 196 p. ISBN 978-159-0317-464.
- RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- SABOLOVIČ, Mojmír. Stanovení hodnoty podniku: Business valuation : monografie. Vyd. 1. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2011, 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, xi, 121 s. ISBN 9788071793670.
- SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.

Internetové zdroje

- About Bosch in Czech Republic: Bosch [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: http://www.bosch.cz/en/cz/newsroom_7/publications_7/publications.html
- Aktuální prognóza ČNB: Česká národní banka [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#inflace
- Current Data: Damodaran online [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Česká republika od roku 1989 v číslech: Český statistický úřad [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-v-cislech-od-roku-1989-wau52m1y38#05>

- ČR a politiky EU: Euroskop [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <https://www.euroskop.cz/9018/sekce/cr-a-politiky-eu/>
- Factoring: Erste Factoring [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.factoringcs.cz/cs/faq>
- Hlavní makroekonomické ukazatele: Český statistický úřad [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- Indexy spotřebitelských cen: Český statistický úřad [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://vdb.czso.cz/vdbvo/tabparam.jsp?cislotab=CEN1112CU>
- Občanský zákoník: Businesscenter [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://businesscenter.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>
- O společnosti J. P. plast, s.r.o.: J. P. plast [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.jp-plast.cz/o-spolecnosti>
- O společnosti Greiner Packaging s.r.o.: Greiner Packaging [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.greiner-gpi.com/cz/spolecnost/>
- O nás: Rompa CZ s.r.o. [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: http://www.rompagroup.cz/o_nas.aspx
- Our Company: TVK Plc. [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: http://www.tvk.hu/en/about_tvk/our_company/
- Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2013: Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>
- Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2007: Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument56081.html>
- Průmysl, energetika - časové řady: Český statistický úřad [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/pru_cr
- Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry: Česká národní banka [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne.jsp?year=2014
- Společnost MAKITA ČR: Makita, spol. s.r.o. [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.makita.cz/o-firme/>

Tvorba komplexní analýzy v rámci marketingového řízení a plánování MSP: Businessinfo [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/marketing-rizeni-msp-komplexni-analyza-2769.html>

Veřejný rejstřík a Sběrka listin: Ministerstvo spravedlnosti ČR [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>

Výroba pryžových a plastových výrobků: Budoucnost profesí [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/pryze.html>

Změny v daňových zákonech v roce 2015: Ministerstvo financí České republiky [online]. [cit. 2015-05-19]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/regulace/dane/danova-legislativa/2014/zmeny-v-danovych-zakonech-v-roce-2015-19976>

Přílohy

Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	72 941	51 576	69 952	74 235	64 902	87 048	123 127
Zásoby	40 841	13 885	13 133	19 330	21 301	20 142	16 505
Materiál	27 206	10 675	7 296	10 331	11 039	12 023	12 251
Nedokončená výroba a polotovary	693	0	0	48	0	0	0
Výrobky	12 942	2 484	4 698	8 440	10 006	7 891	4 139
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0
Zboží	0	726	650	511	256	176	73
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	489	0	0	52	41
Dlouhodobé pohledávky	51	0	120	120	134	22	22
Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	120	120	134	22	22
Dohadné účty aktivní	51	0	0	0	0	0	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	30 751	21 223	41 579	43 393	41 351	49 725	102 338
Pohledávky z obchodních vztahů	26 834	19 629	39 498	37 957	33 739	44 950	83 937
Pohledávky - ovládající a řídící osoba	0	0	0	0	0	0	16 738
Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0
Stát - daňové pohledávky	2 837	741	398	2 212	2 679	3 601	1 359
Krátkodobé poskytnuté zálohy	118	96	716	1 848	104	26	65
Dohadné účty aktivní	0	742	952	1 352	4 781	1 148	239
Jiné pohledávky	963	16	16	24	48	0	0
Krátkodobý finanční majetek	1 298	16 468	15 121	11 392	2 115	17 159	4 261
Peníze	170	89	90	142	66	63	39
Účty v bankách	1 129	16 379	15 030	11 251	2 050	17 096	4 222
Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	2 059	1 614	1 610	3 798	3 811	4 491	1 251

Náklady příštích období	2 059	1 614	1 610	3 337	3 509	4 188	948
Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0
Příjmy příštích období	0	0	0	461	303	303	303

PASIVA CELKEM	192 527	80 134	98 805	113 464	120 559	143 000	181 285
Vlastní kapitál	10 971	26 910	36 751	46 299	58 290	76 483	123 993
Základní kapitál	18 544	36 844	36 844	36 844	36 844	36 844	36 844
Základní kapitál	18 544	36 844	36 844	36 844	36 844	36 844	36 844
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0	0	0
Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
Emisní ážio	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0	0
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností	0	0	0	0	0	0	0
Rozdíly z přeměn společností	0	0	0	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0	0	0	936	1 535	2 445
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	0	0	0	0	936	1 535	2 445
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	-13 937	-7 573	-9 934	98	8 519	19 912	37 195
Nerozdělený zisk minulých let	0	0	0	190	8 519	19 912	37 195
Neuhrazená ztráta minulých let	-13 937	-7 573	-9 934	-93	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	6 365	-2 362	9 842	9 357	11 991	18 193	47 509
Cizí zdroje	181 556	53 225	62 054	67 165	62 088	66 067	56 907
Rezervy	486	359	1 299	1 236	1 676	1 504	1 255
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0
Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní rezervy	486	359	1 299	1 236	1 676	1 504	1 255
Dlouhodobé	0	0	0	520	950	1 148	1 446
Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0	0

Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0
Jiné závazky	0	0	0	192	77	0	0
Odložený daňový závazek	0	0	0	328	874	1 148	1 446
Krátkodobé závazky	90 287	38 999	50 528	58 110	41 707	50 159	45 197
Závazky z obchodních vztahů	85 881	12 043	20 893	36 705	27 032	37 154	27 556
Závazky - ovládající a řídicí osoba	207	23 573	21 908	13 942	6 792	0	0
Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0
Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0	0
Závazky k zaměstnancům	1 864	2 194	2 807	2 370	2 155	2 439	3 379
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 102	1 080	1 473	1 448	1 359	1 481	2 124
Stát - daňové závazky a dotace	1 024	0	1 479	1 347	1 135	4 604	9 093
Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	210	110	1 969	2 183	3 107	4 351	2 980
Jiné závazky	0	0	0	115	128	131	65
Bankovní úvěry a výpomoci	90 783	13 868	10 227	7 299	17 755	13 255	9 008
Bankovní úvěry dlouhodobé	64 627	11 006	7 568	4 734	12 737	8 450	6 310
Krátkodobé bankovní úvěry	18 460	2 862	2 660	2 566	5 018	4 806	2 699
Krátkodobé finanční výpomoci	7 784	0	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	181	450	384
Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy příštích období	0	0	0	0	181	450	384

Tab. 38 Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč

Výkaz zisku a ztráty	Rok						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	4 017	2 712	7 021	8 347	7 294	11 746	8 275
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 913	1 874	5 653	7 266	5 107	10 310	5 503
Obchodní marže	1 104	838	1 368	1 081	2 187	1 436	2 772
Výkony	224 120	182 318	213 273	287 208	294 303	305 135	363 758
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	223 371	193 363	211 165	283 402	292 883	307 757	367 692
Změna stavu zásob vlastní činnosti	749	-11 045	2 108	3 805	1 420	-2 622	-3 935

Aktivace	0	0	0	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	178 107	150 077	151 002	211 339	214 110	218 018	239 864
Spotřeba materiálu a energie	145 447	111 833	108 143	158 344	160 282	157 220	169 811
Služby	32 659	38 245	42 859	52 996	53 828	60 797	70 054
Přidaná hodnota	47 118	33 079	63 639	76 949	82 381	88 554	126 665
Osobní náklady	40 178	39 008	43 275	54 678	51 229	51 540	57 468
Mzdové náklady	29 275	28 743	31 735	40 422	37 697	37 944	42 091
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	10 204	9 583	10 536	13 024	12 307	12 432	14 257
Sociální náklady	699	682	1 004	1 232	1 225	1 164	1 120
Daně a poplatky	24	3 122	18	20	16	18	22
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 628	8 459	6 983	8 791	12 554	15 576	14 690
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	4 032	109 493	1 205	500	3 051	22 819	19 633
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	366	107 883	37	150	107	0	139
Tržby z prodeje materiálu	3 666	1 609	1 169	350	2 944	22 819	19 494
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	3 662	88 574	1 698	952	2 606	19 192	17 039
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	87 065	0	6	7	0	127
Prodaný materiál	3 662	1 509	1 698	946	2 599	19 192	16 912
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	486	1 115	734	-576	514	10	-333
Ostatní provozní výnosy	162	81	254	601	210	905	1 251
Ostatní provozní náklady	996	987	683	1 213	689	836	936
Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek hospodaření	338	1 386	11 706	12 973	18 034	25 106	57 728
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z ostatního dlouhodobého fi-	0	0	0	0	0	0	0

nančního majetku							
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	7	102	26	13	1	1	1
Nákladové úroky	1 907	2 605	680	509	864	885	630
Ostatní finanční výnosy	17 289	15 152	7 464	5 882	5 580	5 104	7 649
Ostatní finanční náklady	8 630	16 200	6 792	6 506	7 562	6 633	5 928
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	6 759	-3 550	18	-1 120	-2 844	-2 412	1 093
Daň z příjmů za běžnou činnost	732	198	1 882	2 496	3 199	4 502	11 312
- splatná	732	198	1 882	1 978	2 654	4 226	11 014
- odložená	0	0	0	519	545	276	298
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	6 365	-2 362	9 842	9 357	11 991	18 193	47 509
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0
- splatná	0	0	0	0	0	0	0
- odložená	0	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6 365	-2 362	9 842	9 357	11 991	18 193	47 509
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	7 097	-2 164	11 724	11 854	15 190	22 694	58 821

Tab. 39 Cash Flow v tis Kč

CASH FLOW	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	3 416	1 298	16 468	15 121	11 392	2 115	17 159
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)	-	-	-	-	-	-	-

Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	7 097	-2 164	11 724	11 854	15 190	22 694	58 821
Úpravy o nepeněžní operace	8 579	-9 983	8 541	8 567	13 830	16 287	15 057
Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	5 628	8 459	6 983	8 791	12 554	15 576	14 690
Změna stavu opravných položek, rezerv	486	-127	941	-576	514	-172	-249
Zisk z prodeje stálých aktiv	-366	-20 818	-37	-144	-100	0	-12
Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0	0	0	0
Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	1 900	2 502	654	495	863	883	628
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	932	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z prov. činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim. položkami	15 676	-12 148	20 265	20 420	29 020	38 981	73 878
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	96 764	-90 323	-9 810	-2 710	-14 518	-323	-39 687
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	11 469	10 025	-20 472	-4 002	2 014	-8 941	-32 635
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	97 234	-127 303	9 910	7 488	-14 561	7 459	-10 688
Změna stavu zásob	-11 939	26 956	752	-6 196	-1 972	1 159	3 637
Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostř. a ekvivalentů	0	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	112 440	-102 470	10 455	17 711	14 502	38 658	34 192
Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-1 907	-2 605	-680	-509	-864	-885	-630
Přijaté úroky	7	102	29	13	1	1	1
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-732	-366	-479	-2 456	-3 159	-3 040	-5 351
Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	0	0	0	0	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	109 809	-105 338	9 326	14 760	10 481	34 735	28 213
Peněžní toky z investiční činnosti	-	-	-	-	-	-	-
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-112 292	-5 675	-7 320	-15 764	-27 754	-15 191	-3 526
Příjmy z prodeje stálých aktiv	366	107 883	76	150	107	0	139
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0	0	-33 477

Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-111 926	102 208	-7 244	-15 614	-27 646	-15 191	-36 864
Peněžní toky z finanční činnosti	-	-	-	-	-	-	-
Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	0	0	-3 428	-2 874	7 889	-4 499	-4 247
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	18 300	0	0	0	0	0
Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	18 300	0	0	0	0	0
Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0	0	0	0	0
Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0	0	0	0
Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0	0	0	0
Přímé platby na vrub fondů	0	0	0	0	0	0	0
Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	0	0	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	0	18 300	-3 428	-2 874	7 889	-4 499	-4 247
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-2 118	15 169	-1 347	-3 728	-9 277	15 044	-12 898
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	1 298	16 468	15 121	11 392	2 115	17 159	4 261

B Generátory hodnoty

Tab. 40 Prognóza ziskové marže zdola

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Náklady na prodané zboží	2 913	1 874	5 653	7 266	5 107	10 310	5 503	6 274	6 793	7 443	8 362
Podíl na tržbách	1,28%	0,96%	2,59%	2,49%	1,70%	3,23%	1,46%	1,47%	1,48%	1,49%	1,49%
Výkonová spotřeba	178 107	150 077	151 002	211 339	214 110	218 018	239 864	274 798	299 024	329 259	371 780
Podíl na tržbách	78,33%	76,54%	69,21%	72,44%	71,33%	68,24%	63,80%	64,44%	65,08%	65,73%	66,39%
Osobní náklady	40 178	39 008	43 275	54 678	51 229	51 540	57 468	66 490	73 068	81 252	92 654
Podíl na tržbách	17,67%	19,89%	19,83%	18,74%	17,07%	16,13%	15,29%	15,59%	15,90%	16,22%	16,55%
Ostatní provozní náklady	996	987	683	1213	689	836	936	1 066	1 149	1 252	1 400
Podíl na tržbách	0,44%	0,50%	0,31%	0,42%	0,23%	0,26%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Daně a poplatky	24	3122	18	20	16	18	22	26	28	30	34
Podíl na tržbách	0,01%	1,59%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Změna stavu rezerv	486	1115	734	-576	514	10	-333	0	0	0	0
Podíl na tržbách	0,21%	0,57%	0,34%	-0,20%	0,17%	0,00%	-0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní provoz výnosy	162	81	254	601	210	905	1251	1 418	1 528	1 666	1 863
Podíl na tržbách	0,07%	0,04%	0,12%	0,21%	0,07%	0,28%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
KPVH před odpisy	5 596	-11 073	19 182	22 216	30 143	37 055	69 823	72 625	75 899	80 262	87 040
Zisková marže	2,46%	-5,65%	8,79%	7,61%	10,04%	11,60%	18,57%	17,03%	16,52%	16,02%	15,54%

C Finanční plán

Tab. 41 Plánovaná rozvaha v tis. Kč

Aktiva celkem	234 754	287 324	341 441	404 345
Dlouhodobý majetek	57 750	70 950	78 200	78 225
Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek	41 012	54 212	61 462	61 487
Dlouhodobý finanční majetek (nepotřebný)	16 738	16 738	16 738	16 738
Oběžná aktiva	177 004	216 374	263 241	326 120
Zásoby	19 004	20 474	22 458	25 108
Materiál	13 663	14 468	15 499	17 021
Nedokončená výroba	0	0	0	0
Výrobky	5 258	5 916	6 862	7 978
Zboží	83	89	98	109
Dlouhodobé pohledávky	22	22	22	22
Krátkodobé pohledávky	96 772	102 966	110 744	121 834
Krátkodobé pohledávky (potřebné)	80 034	86 227	94 006	105 095
Krátkodobé pohledávky (nepotřebné)	16 738	16 738	16 738	16 738
Krátkodobý finanční majetek	59 956	91 661	128 766	177 906
Peníze a bankovní účty (potřebné)	10 043	10 594	11 302	12 359
Peníze a bankovní účty (nepotřebné)	49 913	81 067	117 463	165 547
Časové rozlišení aktivní	1 251	1 251	1 251	1 251
Pasiva celkem	234 754	287 324	341 441	404 345
Vlastní kapitál	175 064	226 022	279 103	337 725
Základní kapitál	36 844	36 844	36 844	36 844
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Fondy ze zisku	2 445	2 445	2 445	2 445
Nerozdělený VH minulých let	84 705	135 775	186 733	239 814
VH běžného roku	51 071	50 958	53 081	58 622
Cizí zdroje	59 690	61 302	62 337	66 620
Rezervy	1 255	1 255	1 255	1 255
Krátkodobé závazky	50 216	52 969	56 512	61 797
Dlouhodobé závazky	1 446	1 446	1 446	1 446
Bankovní úvěry	6389	5248	2740	1737
Časové rozlišení pasivní	384	384	384	384

Tab. 42 Plánovaný výkaz zisku a ztráty v tis. Kč

	2014	2015	2016	2017
a) VH z hlavního provozu podniku				
Tržby za prodej zboží	9 387	10 113	11 025	12 326
Náklady vynaložené na prodané zboží	6 274	6 793	7 443	8 362
Obchodní marže	3 113	3 320	3 582	3 963
Výkony	410 472	444 318	486 807	547 082
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	417 071	449 347	489 883	547 671
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-6 599	-5 029	-3 076	-589
Aktivace	0	0	0	0
Výkonová spotřeba	274 798	299 024	329 259	371 780
Přidaná hodnota	138 788	148 614	161 131	179 265
Osobní náklady	66 490	73 068	81 252	92 654
Daně a poplatky	26	28	30	34
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10 851	14 343	16 261	16 268
Změna stavu rezerv v provozní oblasti	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	1 418	1 528	1 666	1 863
Ostatní provozní náklady	1 066	1 149	1 252	1 400
Provozní výsledek hospodaření (KPVH)	61 775	61 555	64 002	70 771
b) VH z provozně nenutného majetku				
Ostatní finanční výnosy	7 649	7 649	7 649	7 649
Ostatní finanční náklady	5 928	5 928	5 928	5 928
Výnosové úroky	1	1	1	1
VH z neprovozního majetku	1 723	1 723	1 723	1 723
Nákladové úroky	447	367	192	122
Daň z příjmu	11980	11953	12451	13751
VH za účetní období	51 071	50 958	53 081	58 622
VH před zdaněním	63 050	62 911	65 533	72 372

Tab. 43 Plánované cash flow v tis. Kč

Stav peněžních prostředků na začátku roku	4 261	59 956	91 661	128 766
KPVH po zdanění	50 038	49 860	51 841	57 325
Odpisy	10 851	14 343	16 261	16 268
Změna rezerv	0	0	0	0
Změna stavu zásob	-2 540	-1 471	-1 984	-2 649
Změna stavu pohledávek	5 566	-6 194	-7 779	-11 089
Změna stavu krát, závazků	5 018	2 753	3 543	5 286
Změna stavu časového rozlišení aktiv	0	0	0	0
Změna stavu časového rozlišení pasiv	0	0	0	0
Provozní CF	68 933	59 292	61 883	65 140
Investice do provozně nutného DM	-12 021	-27 543	-23 511	-16 293
CF z provozně nutného majetku celkem	56 913	31 749	38 372	48 847
Výnosy z finančního majetku	1 721	1 721	1 721	1 721
CF z nenutného majetku	1 721	1 721	1 721	1 721
Nákladové úroky	-447	-367	-192	-122
Diference v dani z příjmu	-242	-258	-291	-304
Změna bankovních úvěrů	-2 250	-1 140	-2 506	-1 002
CF z finanční činnosti	-2 940	-1 765	-2 989	-1 428
Zvýšení/snížení peněžních prostředků (Celkové CF)	55 694	31 705	37 105	49 140
Peníze na konci období	59 956	91 661	128 766	177 906