

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku

Valuation of the company

STUDIJNÍ PROGRAM

Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu

STUDIJNÍ OBOR

Podnikání a management v průmyslu

VEDOUCÍ PRÁCE

doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

MÜLLEROVÁ

JANA

2017

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Müllerová	Jméno:	Jana	Osobní číslo:	892414
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu				
Studijní obor:	Podnikání a management v průmyslu				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:
Stanovení hodnoty podniku

Název diplomové práce anglicky:
Valuation of the company

Pokyny pro vypracování:
Cíl: stanovení hodnoty konkrétní firmy pro potenciálního externího investora, příprava podkladu k rozhodnutí o investici
Osnova práce:
Úvod - teoretický základ - podnik a prostředí - strategická a finanční analýza - vymezení použitelných metod
Vlastní přínos - praktická část - analýza stavu a potenciálu oceňovaného subjektu - výběr metody adekvátně ke stavu společnosti - kvantifikace vstupních parametrů - kvantifikace hodnoty
Závěr - doporučení a omezující podmínky platnosti dané hodnoty, diskuze.

Seznam doporučené literatury:
MAŘÍK, Miloš. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Přepřac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:
doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 23. 6. 2016 Termín odevzdání diplomové práce: 20. 12. 2016
Platnost zadání diplomové práce: 20. 12. 2017

Podpis vedoucí(ho) práce: Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry: Podpis děkana(ky):

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

23. 6. 2016 Datum převzetí zadání

Podpis studenta(ky)

MÜLLEROVÁ, Jana. *Stanovení hodnoty podniku*. Praha: ČVUT 2017. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury. Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne 5.5.2017

Podpis:

PODĚKOVÁNÍ

Touto cestou bych velice ráda poděkovala vedoucí mé diplomové práce doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za pomoc, cenné rady a informace poskytnuté při zpracování této diplomové práce.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu podniku RUDOLF JELÍNEK a.s. jako podklad pro potenciálního investora prostřednictvím vybraných výsonových metod. Teoretická část práce obsahuje východiska pro ocenění podniku. Praktická část se věnuje strategické a finanční analýze a finančnímu plánu. V závěru práce je provedeno samotné stanovení hodnoty vybraného podniku ke dni 8.4.2017.

Klíčová slova

Oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, diskontní míra.

Abstract

The aim of this thesis is to determine the value of the company RUDOLF JELÍNEK Inc. as a basis for potential investors through selected methods of valuation. Theoretical part contains basis for valuation. The practical part deals with strategic and financial analysis and financial plan. The conclusion made themselves determine the value of the selected company, dated April 8, 2017.

Key words

Valuation of the company, strategic analysis, financial analysis, financial plan, the discount rate.

Obsah

1	Teoretická východiska oceňování podniku	11
1.1	Definice podniku a jeho prostředí	11
1.2	Hodnota podniku	11
1.2.1	Kategorie hodnoty	14
1.3	Předpisy pro oceňování podniku	16
1.3.1	České předpisy	16
1.3.2	Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:	17
1.3.3	Nadnárodní standardy	17
1.4	Důvody pro ocenění podniku	17
2	Faktor času a rizika	19
2.1	Faktor času	19
2.2	Faktor rizika	20
2.2.1	Rizika spojená s podnikatelskou činností	20
2.2.2	Obchodní riziko	20
2.2.3	Finanční riziko	21
2.3	Diskontní míra	21
2.3.1	Diskontní míra a míra kapitalizace	23
2.3.2	Diskontní míra a účel ocenění	23
3	Postup oceňování podniku	24
3.1	Sběr vstupních dat	25
3.2	Strategická analýza	25
3.3	Finanční analýza	26
3.3.1	Rozvaha	26
3.3.2	Výkaz zisku a ztráty	28
3.3.3	Výkaz peněžních toků (Cash flow)	28
3.4	Analýza absolutních ukazatelů	28

3.4.1	Vertikální a horizontální analýza	29
3.4.2	Čistý pracovní kapitál	29
3.4.3	Bilanční pravidla	29
3.5	Analýza poměrových ukazatelů	30
3.5.1	Ukazatele rentability	30
3.5.2	Ukazatele likvidity	31
3.5.3	Ukazatele aktivity	32
3.5.4	Ukazatele zadluženosti	33
3.5.5	Ukazatele kapitálového trhu	33
3.5.6	Ukazatele produktivity	34
4	Výnosové metody oceňování podniku	35
4.1	Metoda diskontovaného čistého cash flow	36
4.1.1	Peněžní toky pro model DFC entity	38
4.1.2	Model DFC equity	44
4.1.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	45
4.1.4	Kombinované výnosové metody	46
4.1.5	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	48
4.2	Metody založené na analýze trhu	49
4.2.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	49
4.2.2	Ocenění metodou tržního porovnání	49
4.3	Ocenění na základě analýzy majetku	50
4.3.1	Likvidační hodnota	50
4.3.2	Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	50
5	Analýza společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s.	53
5.1	O společnosti	53
5.2	Profil společnosti	54
5.3	Vize a strategické cíle	55

5.4	Produkty.....	55
5.5	Analýza makroprostředí	56
5.5.1	PEST analýza.....	56
5.6	Analýza mikroprostředí	61
5.6.1	Relevantní trh	61
5.6.2	Export.....	63
5.6.3	Porterova analýza 5 sil	64
5.7	SWOT analýza	66
5.8	Finanční analýza	68
5.8.1	Analýza absolutních ukazatelů	68
5.8.2	Analýza na základě bilančních pravidel	74
5.8.3	Analýza poměrových ukazatelů	78
5.8.4	Analýza čistého pracovního kapitálu	81
5.8.5	Souhrnné ukazatele	82
5.8.6	Závěr finanční analýzy	82
6	Finanční plán společnosti.....	84
6.1	Plán výkazu zisku a ztrát	84
6.2	Plán rozvahy	85
7	Ocenění společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s.....	87
7.1	Metoda účetní hodnoty	87
7.2	Stanovení diskontní míry.....	87
7.3	Free cash flow to the firm.....	91
7.3.1	Stabilní růstový model	91
7.3.2	Dvoufázový model	92
7.4	Model s využitím ukazatele EVA	93
	Závěr	94
	Seznam literatury:	96

Seznam tabulek.....	98
Seznam grafů	99

Úvod

Cílem mé diplomové práce je stanovit hodnotu podniku RUDOLF JELÍNEK a.s. jako podklad pro případného externího investora k rozhodnutí o investici. Práce je strukturovaná na teoretickou a praktickou část. Teoretická část práce sestává ze čtyř hlavních kapitol a dílčích podkapitol. V teoretické části byla popsána teoretická východiska pro oceňování podniků obecně, definován byl podnik a jeho okolí, pojem hodnota podniku. Popsány byly předpisy pro oceňování podniku, a to národní i mezinárodní, dále důvody pro ocenění podniku. Druhá kapitola se zabývá faktorem času a rizika, popsána byla rizika spojená s podnikatelskou činností, obchodní a finanční riziko a diskontní míra. Třetí kapitola se již podrobně věnuje samotnému postupu oceňování podniku, definuje strategickou a finanční analýzu. Čtvrtá kapitola definuje jednotlivé výnosové metody oceňování podniku. V této kapitole je popsána metoda diskontovaného čistého cash flow, metody založené na analýze trhu a ocenění na základě analýzy majetku. Po čtvrté kapitole následuje praktická část, začínající rozsáhlou kapitolou Analýza podniku, ve které je společnost představena. Jsou zde uvedeny základní údaje o společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. Kapitola se dále popisuje produkty společnosti, relevantnímu trhu a exportu společnosti. V rámci analýzy mikroprostřední a makroprostředí byla uvedena PEST analýza, Porterova analýza pěti sil a SWOT analýza. Dále je provedena finanční analýza, která zahrnuje analýzu absolutních a poměrových ukazatelů, analýzu čistého pracovního kapitálu a souhrnné ukazatele. Na základě finanční a strategické analýzy byl v další kapitole práce sestaven finanční plán společnosti, konkrétně plán výkazu zisku a ztráty a rozvahy. Poslední kapitola se zabývá samostatným stanovením hodnoty společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. na základě skutečností uvedených v předešlých kapitolách.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Teoretická východiska oceňování podniku

1.1 Definice podniku a jeho prostředí

Definice podniku je v literatuře vymezována často odlišně. V souvislosti s oceňování podniku má největší význam definice uvedená v obchodním zákoníku v § 5 odstavec 1) a 2):

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“

„Podnik je věc hromadná. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.“

Pro úplnost výše uvedené definice je žádoucí doplnit jistá fakta, konkrétně skutečnost, že při oceňování podniku je zapotřebí brát v potaz rozsah závazků všeho druhu a nutnost pohlížet na podnik jako na funkční celek. Podnik je entita, která je schopna přinášet užitek a generovat výnos v současnosti i budoucnosti. [1]

1.2 Hodnota podniku

Je důležité zmínit, že hodnota podniku a cena podniku nejsou zpravidla totožné. Rovnají se jen ve velice výjimečných situacích. Podnik lze oceňovat ve dvou hodnotových hladinách, hladině brutto a hladině netto. Hodnota brutto je hodnota podniku jako celku pro vlastníky i pro věřitele. Hodnotou netto je označováno ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňován je vlastní kapitál.

V obchodním zákoníku v § 6 odst. 1) je hodnota brutto vymezena pod pojmem obchodní majetek:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

Komplexní pohled na majetek podniku a závazky je zahrnut v pojmu obchodní jmění, jenž je definován v § 6 odst. 2):

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“

V obchodním zákoníku v § 6 odst. 3) je hodnota netto vymezena pod pojmem čistý obchodní majetek:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“

Pojem vlastní kapitál je vymezen v § 6 v odst. 4) v obchodním zákoníku:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“

Čistý obchodní majetek se od vlastního kapitálu liší způsobem ocenění, kdy je vlastní kapitál oceňován dle účetních pravidel a rozhodující váhu mají historické pořizovací ceny, kdežto čistý obchodní majetek se oceňuje na základě odpovídající ekonomické reality. Dále se čistý obchodní majetek a vlastní kapitál liší položkami zahrnovanými do ocenění. Cizí pasiva nemusí být kategorizována jako dluh z pohledu čistého obchodního majetku. Jeho součástí by však měly být i závazky, o kterých není v rozvaze účtováno a nejsou tedy zachyceny jako cizí pasiva. Součástí čistého obchodního majetku jsou i aktiva, která se nenachází v rozvaze.

Příkladem jsou ochranné známky, Godwill, aj. Součástí čistého obchodního majetku však nemusí být aktiva vykazovaná v účetnictví. Vlastní kapitál se v účetním pojetí získá jako souhrn jednotlivých položek majetku v účetnictví snížený o cizí pasiva.

Existují dva způsoby, jak vypočítat čistý obchodní majetek:

1. Souhrn jednotlivých položek majetku sníženého o souhrn závazků. Tento postup je možný, jestliže se jedná o podnik, který nemá z podnikatelského hlediska jasnou perspektivu nebo jestliže je skutečně možné ocenit všechny majetkové položky včetně majetku nehmotného.
2. Ocenění podniku jako celku, především výnosovými metodami.

Je třeba zdůraznit, že hodnota není objektivní vlastností podniku. Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. [2]

Hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností:

- Lidské potřeby nemají hranice,
- Zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Ekonomicky definovaná hodnota má dvě vlastnosti:

1. Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho užitnou hodnotu. Pro různé vlastníky však existuje různá užitná hodnota.
2. Má-li statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má směnnou hodnotu.

Hodnota podniku je tedy určena očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu.

1.2.1 Kategorie hodnoty

Hodnoty podniku lze rozlišit do kategorií dle čtyř základních přístupů k oceňování podniku:

1. Tržní hodnota
2. Subjektivní hodnota
3. Objektivizovaná hodnota
4. Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Tržní hodnota

Tržní hodnota podniku se zabývá otázkou, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce trhu, a tedy, jaké je jeho tržní ocenění. Základní myšlenkou je existence trhu s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniku. Tím, že se na trhu s podniky vyskytuje více kupujících a více prodávajících, vytvářejí se podmínky pro vznik tržní ceny.

Definice tržní hodnoty: [3]

„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.“

„Tržní hodnota je chápána jako hodnota aktiva bez ohledu na náklady prodeje nebo koupě a bez započítání souvisejících daní.“

„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného podniku.“

Subjektivní (investiční) hodnota

Řada teoretiků oceňování se přiklání k názoru, že na hodnotu podniku je nutné pohlížet jako na jev zcela jedinečný. Prioritou je individuální názor účastníků dané transakce. Hodnota je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, současného vlastníka aj.

Subjektivní (investiční) hodnota se zabývá otázkou, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího.

Základní rysy investiční hodnoty: [4]

1. Budoucí peněžní toky se odhadují na základě představ řídicích pracovníků oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů.
2. Diskontní míra se stanovuje na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Jak je výše zmíněno, investiční hodnota je převážně dána subjektivními názory a představami a případně také konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

Objektivizovaná hodnota

Jedná se o jistý protiklad subjektivní hodnoty. Dle německých standardů je objektivizovaná hodnota definována takto:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“ [5]

Objektivizovaná hodnota řeší otázku, jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou? Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu je nutné dodržovat dané zásady a požadavky.

Kolínská škola

Kolínská škola vychází z myšlenky, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti

na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.

Kolínská škola rozlišuje několik základních funkcí oceňování:

- a) Funkci poradenskou – oceňování poskytuje tzv. hraniční hodnoty. Ty určují rozmezí pro vlastní cenové jednání.
- b) Funkci rozhodčí - jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele. Ten by měl odhadnout marginální hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí.
- c) Funkci argumentační – oceňovatel hledá argumenty, které mají sloužit k zlepšení pozice dané strany a také jako podklad pro jednání.
- d) Funkci komunikační – cílem je poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, hlavně s investory a bankami.
- e) Funkci daňovou – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

1.3 Předpisy pro oceňování podniku

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon, který by oceňování podniku upravoval a který by byl obecně závazný. Avšak existuje určité množství předpisů, které se alespoň zčásti zpravidla uplatňují. [4]

1.3.1 České předpisy

- a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR – jedná se o zákon, jenž je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitosti, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty.
- b) Metodický pokyn České národní banky – jedná se o pokyn určený pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance.

1.3.2 Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:

- a) Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards) – jsou vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council).
- b) Evropské oceňovací standardy (European Valuation Standards) – jsou vydávány Evropskou skupinou odhadcovských asociací (The European Group of Valuers Associations).

1.3.3 Nadnárodní standardy

- a) Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practise), jejichž součástí jsou standardy pro oceňování podniku (Business Valuation Standards).
- b) Německý standard IDW S1, který je vydáván institutem německých auditorů (Institut der Wirtschaftsprüfer).

1.4 Důvody pro ocenění podniku

Důvody pro ocenění podniku mohou být velice různorodé. Je třeba odlišit, zda se jedná o ocenění související s vlastnickými změnami, anebo nikoliv. [4]

1. Ocenění související s vlastnickými změnami

a) Na základě Zákona č.513/1991 Sb., obchodní zákoník:

- Koupě a prodej podniku
- Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti
- Ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu cenných papírů
- Ocenění v souvislosti s právem výkupu cenných papírů

b) Na základě Zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách na převzetí

- Ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti

c) Na základě Zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev

- Ocenění v souvislosti s fúzí
- Ocenění v souvislosti s rozdělením společností

2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám
- Změna právní formy
 - Zastavení obchodního podílu
 - Ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
 - Ocenění v souvislosti se sanací podniku

2 Faktor času a rizika

Faktor času i faktor rizika se do oceňování podniku promítají hlavně prostřednictvím diskontní míry.

2.1 Faktor času

Hodnota aktiva je vymežována jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. Výše zmíněná definice je platná pro určité majtkové položky, ale také pro podnik jako celek. Budoucí příjmy podniku či majtkové položky, které budou tvořit jeho hodnotu, však nemají rovnocenný význam. Roli hraje jejich výše stejně jako to, ve kterém okamžiku je držitel aktiva získá. Jedná se tedy o tzv. Časovou hodnotu peněz. Příjem, který je získaný dříve, má pro příjemce větší hodnotu, než příjem získaný později, jelikož příjemce může získané prostředky investovat dříve a pomocí nich dosáhnout dalších výnosů. Není tedy možné očekávané budoucí příjmy přímo sečíst, je zapotřebí je neprve přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Tyto současné hodnoty budoucích příjmů je pak možné sečíst. [6]

Peněžní částky mohou mít tuto podobu:

- Jednotlivá částka
- Anuita, tj. řada stejně velkých pravidelných plateb
- Perpetuita, tj nekonečná řada stejně velkých pravidelných plateb

2.2 Faktor rizika

Analýza rizika má velice významný vliv na výsledek a správnost ocenění podniku. S rostoucí mírou rizika by měla být vyšší míra výnosu pro investora. Riziko je definováno stupněm nejistoty spojeným s očekávaným výnosem. Pro výslednou hodnotu je kromě velikosti plateb a časového okamžiku, kdy platby příjemce získá, důležitá i pravděpodobnost, s jakou částky nastanou. Hodnota aktiva roste s rostoucí pravděpodobností toho, že platba nastane. Hodnota aktiva tedy roste s klesajícím rizikem. [1]

2.2.1 Rizika spojená s podnikatelskou činností

Riziko je důsledkem nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti. Skutečné výnosy se mohou lišit od očekávané hodnoty. Mírou rizika se označuje rozptyl očekávaných výnosů, respektive směrodatné odchytky těchto výnosů.

2.2.2 Obchodní riziko

Obchodní riziko je určeno proměnlivostí čistých výnosů. Ta může být způsobena proměnlivostí prodeje anebo úrovní fixních provozních nákladů.

- a) Kvantifikace prodejního rizika – riziko spočívá v možnosti, že očekávaný zisk nebude dosažen. Lze jej změřit prostřednictvím variability čistých tržeb. Variabilita je závislá na variabilitě poptávky v určitých segmentech trhu, na diverzifikaci podnikových aktivit a na intenzitě konkurence.
- b) Kvantifikace provozního rizika – provozní riziko je definováno podílem fixních provozních nákladů na celkové provozní náklady. Je tedy ovlivněno tzv. provozní pákou. Provozní páka se měří procentní změnou provozních zisků relativně k procentní změně prodeje: [7]

$$\text{Provozní riziko} = \frac{\text{Procentní změna provozního zisku}}{\text{Procentní změna prodeje}}$$

- c) Kvantifikace obchodního rizika – nejlépe lze změřit pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření.

$$\text{Variační koeficient provozního VH} = \frac{\text{Směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{Střední hodnota provozních VH}}$$

2.2.3 Finanční riziko

Finanční riziko zrcadlí míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Za poskytnutí zdrojů platí podnik věřiteli úrok. Úrok je považován za podnikovou fixní platbu. Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů. Fixní finanční náklady jsou tvořeny převážně nákladovými úroky a dalšími relativně pevnými platbami za používání kapitálu (leasingové splátky, dividendy z prioritních akcií apod.). Každé navýšení podílu cizích zdrojů zvyšuje míru finančního rizika akcionářů. [1]

Měření finančního rizika:

- a) Prostřednictvím stupně finanční páky:

$$\text{Stupeň finanční páky} = \frac{\text{Procentní změna VH z běžné činnosti}}{\text{Procentní změna provozního VH}}$$

- b) Prostřednictvím ukazatelů, které zachycují výši zadlužení a likviditu.

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. Jedná se o pojem, který je užíván v anglosaské literatuře. V německé literatuře se setkáme s pojmem kalkulovaná úroková míra. Pojem diskontní míra je vymezen Americkou společností odhadců na základě funkcí, které má plnit.

Diskontní míra je tedy:

- Míra výnosnosti užívaná pro přepočtení peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky.
- Míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. [6]

Z ekonomického hlediska je důležitá převážně druhá funkce. Kalkulace výnosnosti přiměřené riziku je základním hlediskem při odvozování úrokového procenta, které je důležité pro výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků. I proto se dává německému pojmu kalkulovaná úroková míra přednost před diskontní mírou.

U oceňovaného podniku je zapotřebí zjistit, jaké jsou očekávané příjmy a jaké je jejich pravděpodobnostní rozdělení. V ideálním případě by mělo být možné nalézt srovnatelný podnik, jehož hodnota je známá. Jedná se o takový podnik, jehož očekávané výnosy a jejich pravděpodobnost je ideálně stejná jako u podniku, který oceňujeme. Shodné výnosy poté implikují shodnost hodnot podniků, avšak za předpokladu finančního ocenění podniku. V ideálním případě tedy není zapotřebí použít kalkulovanou úrokovou míru. Prakticky však není příliš pravděpodobné, že nalezneme shodný podnik, je tedy zapotřebí vymezení žádnoucí relace mezi očekávanými výnosy a investovaným kapitálem s ohledem na riziko. [6]

„Kalkulovaná úroková míra by pak měla odpovídat výnosnosti alternativní investice, která by svými základními parametry byla ekvivalentní investicí do oceňovaného podniku.“ [6]

Jedná se především o:

- Rizika – je zapotřebí najít již existující investici se shodným rizikem, jaké vykazuje investice do podniku.
- Doby – je zapotřebí najít již existující investici na stejné období, jako vykazuje investice do podniku.
- Likvidnosti – je zapotřebí nalézt již existující investici, která vykazuje podobné možnosti likvidnosti, jako vykazuje investice do podniku.

2.3.1 Diskontní míra a míra kapitalizace

Diskontní míru a míru kapitalizace je zapotřebí odlišovat. Jedno se o dva rozdílné pojmy. Rozdíl mezi mírou kapitalizace a diskontní mírou: [3]

- „U kapitalizačních metod, které používají diskontování, se očekávaný růst uvažuje explicitně v odhadu budoucích výnosů.“
- „U kapitalizačních metod, které nepoužívají diskontování, je očekávaný růst zahrnut do míry kapitalizace. Vztah je dán vzorcem: diskontní míra minus očekávaná míra dlouhodobého růstu se rovná míře kapitalizace.“

Vztah mezi diskontní mírou a mírou kapitalizace:

$$\text{Kapitalizační míra} = \text{Diskontní míra} - \text{Očekávané tempo růstu}$$

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Volba metody kalkulace diskontní míry by měla záviset na kategorii hodnoty, kterou se oceňovatel snaží zjistit a také na typu potenciálního investora, pro kterého je ocenění určeno.

Kalkuluje-li se diskontní míra pro tržní hodnotu, je zapotřebí mít postup opřený o tržní data a tomu poté zvolit odpovídající metody. Při kalkulaci pro investiční hodnotu je nutné vycházet z konkrétní situace určitého investora. Pro objektivizované ocenění je zapotřebí mít odhad diskontní míry podložený běžně dostupnými daty. Doporučuje se vycházet z tržní úrokové míry chápané jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přírážky. [6]

Dalším faktorem, který je třeba zohlednit je převládající povaha investorů: [4]

1. Věřejná společnost v americkém pojetí – akcie se obchodují na kapitálovém trhu a investoři jsou akcionáři, kteří mohou tvořit portfolio cenných papírů. Zde je možné se omezit na tzv. systematické riziko.
2. Soukromá společnost – akcie nejsou obchodovány a investoři nemají možnost snížit riziko diverzifikací dřených vlastnických podílů mezi více podniků. Zde je zapotřebí kalkulovat systematické i specifické riziko.

3 Postup oceňování podniku

Postup ocenění je zapotřebí vždy přizpůsobit konkrétním podmínkám. Hlavně důvodu ocenění, zjišťované kategorii hodnoty, zvoleným metodám. Obecně se doporučuje následující postup: [4]

- Sběr vstupních dat
- Analýza dat
 - Strategická analýza
 - Finanční analýza
 - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nenutná
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- Sestavení finančního plánu
- Ocenění
 - Volba metody
 - Ocenění podle zvolených metod
 - Souhrnné ocenění

Strategickou analýzu je zapotřebí provádět pokaždé. Finanční analýza by měla být také provedena vždy, avšak je třeba ji přizpůsobit postupu a účelu ocenění. Jestliže to okolnosti umožňují, je doporučováno vždy provést rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Toto je možné vynechat při oceňování likvidační hodnoty podniku, jelikož se jedná o aktiva nepotřebná k dalšímu provozu. Další výjimkou je ocenění založené na metodách tržního porovnání. Jestliže oceňovatel předpokládá pokračování oceňovaného podniku, měl by vždy provést analýzu a prognózu generátorů hodnoty. Naopak finanční plán se zpracovává pouze při použití některé ze standardních výnosových metod. Vždy by měla být uvedena volba metody ocenění a to včetně zdůvodnění.

3.1 Sběr vstupních dat

Východiskem pro sběr vstupních dat je vždy účel ocenění daného podniku. Jedná se o základní data o podniku (název, právní forma, IČ), předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, organizační struktura, historie podniku aj. Dále je zapotřebí mít k dispozici ekonomická data, jako jsou účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů či podnikové plány. Před samotným oceněním je třeba definovat trh, na kterém oceňovaný podnik působí, jeho segmentaci a faktory ovlivňující vývoj daného trhu včetně dat o odbytu a marketingu, o výrobě, dodavatelích i samotných pracovnících.

3.2 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku. Vnější potenciál souvisí s možnostmi, ale také riziky podnikatelského prostředí, na kterém daný podnik působí. Významným rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je analýza konkurenčního prostředí. Účelem strategické analýzy je určit perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, stanovit očekávaný vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb a definovat rizika spojená s podnikem. [4]

Kroky pro provedení strategické analýzy:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza – výchozím bodem je definování trhu, na kterém příslušný podnik působí. Měl by být vymezen relevantní trh oceňovaného podniku z hlediska:
 - Produktu
 - Území
 - Zákazníků
 - Konkurentů
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku – je zapotřebí stanovit tržní podíly oceňovaného podniku, identifikovat konkurenty, provést analýzu vnitřního potenciálu podniku a určit prognózu tržních podílů.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku – prognóza je vyvozována z předešlých kroků, tj. z analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku a dále z výsledků analýzy časových tržeb oceňovaného podniku. [4]

3.3 Finanční analýza

Cílem finanční analýzy v souvislosti s oceňováním podniku je prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. Z finančního plánu je vyvozována výnosová hodnota. Oceňovatel by v tomto kroku měl prověřit majetkovou a finanční strukturu a provést srovnání s obdobnými podniky. Dále by měla být prověřena struktura aktiv, zajištění likvidity podniku, výnosnost podniku aj. Výstupem finanční analýzy je zhodnocení celkového finančního zdraví podniku. Spolu s dalšími informacemi poskytuje finanční analýza východisko pro posouzení rizika, obzvláště provozního a finančního, což je významné pro stanovení kapitalizační nebo diskontní míry. (1) Výchozím zdrojem informací pro provedení finanční analýzy jsou především externí výkazy finančního účetnictví. Do této skupiny se řadí rozvaha, výkaz zisku a ztráty a Cash Flow. Dalším zdrojem jsou výkazy vnitropodnikového účetnictví, které jsou individuálně vytvářeny dle potřeb daného podniku, ty ale většinou nebyvají veřejně dostupnými. Dalšími užitečnými a potřebnými informacemi jsou například statistiky odbytu, produkce, zaměstnanosti, normy spotřeby aj. [8]

3.3.1 Rozvaha

Rozvaha je jedním ze základních výkazů účetní uzávěrky. Podává přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému datu. Zachycuje tedy majetkovou a kapitálovou strukturu podniku. Je zapotřebí mít k dispozici rozvahy za více období, aby bylo možné vysledovat projevující se tendence. V kontextu oceňování podniku jsou z rozvahy důležitá především tato data:

- Stav a vývoj bilanční sumy
- Struktura aktiv, její vývoj
- Struktura pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů
- Relace mezi složkami aktiv a pasiv

Aktiva

- Stálá aktiva – sestávají z nehmotného a hmotného investičního majetku, finančních investic, nedokončených investic, poskytnutých záloh na hmotný a nehmotný investiční majetek a z opravné položky k nabytému majetku. Mezi nehmotný investiční majetek patří zřizovací výdaje, výsledky výzkumné a odborné činnosti, software, ocenitelná práva a další nehmotná aktiva, jejichž doba užití je delší než jeden rok. Mezi hmotný investiční majetek patří hlavně pozemky, budovy, stavby, stroje a zařízení, nedokončené hmotné investice, opravná položka k nabytému majetku. Do finančních investic jsou řazeny cenné papíry, vklady držené podnikem déle než jeden rok, obligace, termínované vklady aj.
- Oběžná aktiva – sestávají ze zásob, pohledávek a finančního majetku. Jejich úkolem je zajišťovat plynulost činnosti podniku
- Ostatní aktiva – do této kategorie se zahrnuje časové rozlišení aktivní a dohadné účty aktivní. Časové rozlišení aktivní zahrnuje náklady příštích období, komplexní náklady příštích období, příjmy příštích období, kursové rozdíly aktivní.

Pasiva

- Vlastní kapitál – sestává ze základního jmění, kapitálových fondů, fondů ze zisku, hospodářského výsledku minulých let a z hospodářského výsledku běžného účetního období.
- Cizí zdroje – do této kategorie patří rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky, bankovní úvěry a výpomoci
- Ostatní pasiva – sestávají z časového rozlišení a dohadných účtů pasivních.

3.3.2 Výkaz zisku a ztráty

Jedná se o účetní výkaz, který informuje o hospodářském výsledku, což je rozdíl výnosů a nákladů. Vyjadřuje, jak byl podnik v hodnoceném období úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, jež měl k dispozici. Rozlišuje se hospodářský výsledek z provozní, finanční a mimořádné činnosti.

Vzorec pro výpočet zisku podniku:

$$zisk = tržby (výnosy) - náklady$$

Ve výkazu zisku a ztráty je zapotřebí zaměřit se na podíl jednotlivých položek na celkových výkonech ve vztahu k obvyklé hodnotě podílů u obdobných podniků a vývoj podílu jednotlivých položek ve vztahu k obvyklému podílu a ve vztahu k dosahovanému výsledku hospodaření. Mimo jiné je vhodné zkoumat i dílčí výsledky hospodaření (provozní výsledek hospodaření, finanční výsledek hospodaření).

3.3.3 Výkaz peněžních toků (Cash flow)

Jedná se o účetní výkaz, který je součástí přílohy k účetní uzávěrce. Zabývá se vztahem mezi příjmy a výdaji. Funkcí tohoto účetního výkazu je zachycení toho, kde vznikly peněžní prostředky a jakým způsobem s nimi bylo naloženo. Cash flow tedy popisuje vývoj finanční situace a identifikuje příčiny změn finanční pozice podniku. Výkaz peněžních toků může být sestavován přímou nebo nepřímou metodou. Veličiny, které se v tomto výkazu vyskytují, jsou označovány jako tokové. V praxi převládá sestavování nepřímou metodou. Cash flow je východiskem posouzení likvidity oceňovaného podniku.

3.4 Analýza absolutních ukazatelů

Převažující část vstupních údajů tvoří údaje z účetních výkazů. Tyto údaje jsou nazývány absolutními ukazateli. V účetních výkazech rozlišujeme veličiny tokové anebo stavové. V rozvaze se nacházejí veličiny stavové, naopak cash flow a výkaz zisku a ztrát obsahuje veličiny tokové. [1]

3.4.1 Vertikální a horizontální analýza

Východiskem finanční analýzy je provedení horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů. Jedná se o tzv. techniky procentního rozboru. Horizontální analýza je rozbor finančního výkazu, který mapuje vývoj určité veličiny v čase. Horizontální analýza umožňuje kvantifikaci meziročních změn. Pomocí horizontální analýzy je možné sledovat jednak relativní růst určité položky účetního výkazu (tzv. podílová analýza) a také absolutní růst hodnoty položky účetního výkazu (rozdílová analýza). Naopak vertikální analýza mapuje strukturu účetního výkazu k určité veličině (např. bilanční suma). Na jednotlivé položky účetních výkazů je pohlíženo v relaci k určité veličině. [1]

3.4.2 Čistý pracovní kapitál

Jako tzv. rozdílový ukazatel se označuje čistý pracovní kapitál:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Pracovní kapitál reprezentuje část oběžného majetku, který je financován z dlouhodobého kapitálu. Měří tedy velikost části kapitálu, který není vázán na krátkodobé závazky. Čistý pracovní kapitál je nutný k zajištění potřebné míry likvidity.

3.4.3 Bilanční pravidla

Označují souhrn doporučení, kterými by se podnik měl řídit, jestliže je jeho cílem dosáhnout dlouhodobé finanční rovnováhy a stability.

Bilanční pravidla jsou čtyři:

1. Zlaté bilanční pravidlo financování – dle tohoto pravidla je nutné sladit časový horizont trvání majetkových částí s časovým horizontem zdrojů, ze kterých je financován. Stálá aktiva jsou financována z vlastních nebo dlouhodobých cizích zdrojů, krátkodobá aktiva z krátkodobých zdrojů.
2. Pravidlo vyrovnání rizika – na základě tohoto pravidla by měly vlastní zdroje převyšovat zdroje cizí. V hraničním případě se mají rovnat.

3. **Pari pravidlo** – toto pravidlo popisuje vztah stálých aktiv a vlastních zdrojů. Doporučuje se, aby vlastního kapitálu bylo v podniku méně než dlouhodobého majetku.
4. **Poměrové pravidlo** – tempo růstu investic by nemělo předstihnout tempo růstu tržeb.

3.5 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů se provádí z důvodu zjištění vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli. Absolutní hodnoty jsou vzájemně poměřovány, čímž vznikají poměrové ukazatele. Jejich úkolem je měření určité stránky finančního zdraví podniku. Jedná se o analýzu ukazatelů likvidity, rentability, aktivity a zadlužení, ukazatele kapitálového trhu. [9]

3.5.1 Ukazatele rentability

Rentabilitou, neboli výnosností kapitálu rozumíme schopnost podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Čím vyšší rentability podnik dosahuje, tím je jeho hospodaření s majetkem a kapitálem lepší. V ukazatelích rentability dochází k poměřování tokové veličiny za určité období a veličiny stavové.

1. **Rentabilita aktiv (ROA)** – rentabilita aktiv je hlavním ukazatelem rentability. Jedná se o poměr zisku podniku s celkovými vloženými prostředky.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

2. **Rentability vlastního kapitálu (ROE)** – rentability vlastního kapitálu je poměr čistého zisku podniku a vlastního kapitálu. Vyjadřuje efektivnost návratnosti kapitálu vloženého vlastníky.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

3. Rentabilita tržeb (ROS) – rentabilita tržeb vyjadřuje, jaký zisk podnik vygeneruje z jedné koruny tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb} + \text{tržby z prodeje zboží}}$$

3.5.2 Ukazatele likvidity

Likvidita je chápána jako schopnost podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi krýt všechny splatné závazky. Likvidita má úzkou souvislost s tím, zda je podnik schopný dlouhodobé existence. Neměla by být příliš vysoká ani příliš nízká.

1. Běžná likvidita – vyjadřuje, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky.

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

Doporučené jsou hodnoty od 1,8 – 2,5.

2. Pohotová likvidita – Od oběžných aktiv jsou odečtené zásoby, jež jsou nejhůře přeměnitelné na peníze.

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

Doporučené jsou hodnoty od 1 – 1,5.

3. Okamžitá likvidita – jedná se o poměr finančního majetku a krátkodobých závazků. Jako finanční majetek jsou označovány peníze na účtech, pokladnách a také krátkodobé obchodovatelné cenné papíry.

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Doporučené jsou hodnoty od 0,2 – 0,5.

3.5.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží k měření schopnosti podniku využívat svůj majetek (aktiva) a zjištění, zda podnik disponuje nevyužívanými kapacitami a zda má dostatek produktivních aktiv. Ukazatele aktivity lze kalkulovat na různých úrovních.

1. Obrat aktiv – ukazatel, který udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za 1 rok.

$$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$$

Hodnota by se měla pohybovat maximálně na úrovni 1.

2. Obrat zásob – ukazatel udává, kolikrát se přemění zásoby v jiné formy oběžného majetku za 1 rok.

$$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$$

3. Doba obratu zásob – označuje průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby (suroviny, materiál) nebo do doby jejich prodeje (zásoby vlastní výroby).

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$$

4. Doba splatnosti pohledávek – označuje dobu trvání, kdy podnik musí čekat, než dostane za své produkty a služby zaplacen.

$$\text{doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$$

5. Doba splatnosti krátkodobých závazků – počet dnů, během kterých podnik od svých dodavatelů využívá bezplatný obchodní úvěr.

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\frac{\text{tržby}}{360}}$$

3.5.4 Ukazatele zadluženosti

Hlavním úkolem ukazatelů zadluženosti je poměrování cizích a vlastních zdrojů, dále určují schopnost hradit náklady dluhu. Zadluženost nemusí být vždy negativem, vysoká finanční páka může kladně přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu.

1. Celková zadluženost – vyjadřuje se jako poměr celkových dluhů a celkových aktiv podniku.

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{celkové dluhy}}{\text{celková aktiva}}$$

2. Ukazatel úrokového krytí – poměr zisku před úroky a zdaněním (EBIT) a nákladových úroků.

$$\text{ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}}$$

3.5.5 Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu informují o tom, jakým způsobem trh hodnotí minulou činnost podniku a jeho možnou budoucnost. Tyto ukazatele jsou významné pro možné investory, jelikož určují, zda případná investice přinese požadovanou návratnost.

1. Účetní hodnota akcie:

$$\text{účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet emitovaných kmenových akcií}}$$

2. Čistý zisk na akcii:

$$\text{čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet emitovaných kmenových akcií}}$$

3. Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii (P/E):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}$$

4. Výplatní poměr:

$$\text{výplatní poměr} = \frac{\text{dividendy}}{\text{čistý zisk}}$$

5. Aktivační poměr:

$$\text{aktivační poměr} = 1 - \text{výplatní poměr}$$

6. Tempo růstu g :

$$g = ROE \cdot \text{aktivační poměr}$$

3.5.6 Ukazatele produktivity

Ukazatele produktivity mapují výkonnost podniku k počtu zaměstnanců. Jestliže není možné zjistit počet zaměstnanců, je možné místo toho kalkulovat s osobními náklady.

1. Osobní náklady k přidané hodnotě:

$$\text{osobní náklady k přidané hodnotě} = \frac{\text{osobní náklady}}{\text{přidaná hodnota}}$$

2. produktivita práce z přidané hodnoty:

$$\text{produktivita práce z přidané hodnoty} = \frac{\text{přidaná hodnota}}{\text{počet pracovníků}}$$

4 Výnosové metody oceňování podniku

Tato metoda vychází z poznání, že hodnota statku je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele.[8] U podniku jsou užitekem očekávané výnosy. Konkrétně se jedná o peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. [4]

Základní výnosové metody jsou čtyři:

1. Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
3. Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
4. Kombinované metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým

Výnosy mohou být modifikovány. Obecnými kritérii pro modifikaci použitých výnosů jsou:

1. Kategorie hledané hodnoty
 - Hledáme-li tržní hodnotu, je zapotřebí se tázat, jaké výnosy jsou u oceňovaného podniku očekávány daným trhem. Obecně očekávané výnosy diskontujeme diskontní mírou na úrovni výnosnosti, která je požadována trhem.
 - Při investičním oceňování je nutné zjistit, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt, a diskontujeme je požadovanou výnosností konkrétního investora.
 - Při objektivizovaném ocenění by se měly brát v úvahu ty výnosy, které budou dosaženy s vysokou pravděpodobností z dnešního hlediska.
2. Způsob kalkulace cen
 - Budoucí výnosy jsou kalkulovány ve stálých cenách, konkrétně diskontní mírou očištěnou o inflaci.
 - Výnosy jsou vyjadřovány v tzv. běžných cenách. Diskontní míra musí být nominální (včetně inflace).
3. Způsob kalkulace daní
 - Není kalkulováno s žádnými daněmi z příjmu
 - Kalkuluje se se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti.
 - Kalkuluje se zdanění na úrovni společnosti, ale také daně, které zaplatí subjekt, pro kterého je ocenění určeno.

4.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Peněžní toky jsou reálným vyjádřením užítku z drženého statku. Modely diskontu cash flow patří mezi nejvyužívanější metody, zejména v anglosaských zemích. Hodnota podniku je odvozována od budoucích výnosů, které jsou převáděny na současnou hodnotu. Existují tři metody výpočtu výnosové hodnoty metodou diskontovaného cash flow: [4]

- Metoda DCF entity – entita je jednotka, v tomto případě je označením pro podnik. Při výpočtu touto metodou je zapotřebí nejprve vycházet z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i věřitele. Jejich diskontováním se vypočte hodnota podniku jako celku. Od této hodnoty je ve druhém kroku odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění. Tím se získá hodnota vlastního kapitálu. Tato metoda je považována za základní. Vzorec je následující: [8]

$$V = \frac{FCFF}{WACC}$$

- Metoda DCF equity – pojem equity se rozumí vlastní kapitál. Při použití této metody je vycházeno z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníků podniku. Diskontováním těchto peněžních toků se vypočte hodnota vlastního kapitálu.

$$V = \frac{FCFE}{R_E}$$

- Metoda APV – angl. adjusted present value, neboli upravená současná hodnota. Hodnota podniku se zjistí jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Poté je zapotřebí odečíst cizí kapitál, čímž se vypočte hodnota netto. Tato metoda však není v praxi příliš častá.

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}$$

Všechny tři techniky slouží k nalezení hodnoty tzv. „čistého obchodního majetku“.

Předpokladem použití metody diskontovaných peněžních toků je zpracovaná strategická analýza, finanční analýza a finanční plán. Podnik je při použití této metody vnímán na úrovni investovaného kapitálu.

Pro jeho výpočet je zapotřebí si upravit rozvahu, jelikož je nutné stanovit náklady na investovaný kapitál a dále si rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná.

1. Určení nákladů na kapitál - základními zdroji kapitálu je vlastní kapitál, cizí kapitál, rezervy, závazky a časové rozlišení. Problematické je určení výše závazků, jelikož většinu obvykle tvoří závazky z obchodních vztahů, jež jsou formou obchodního úvěru. Z tohoto důvodu se pracuje s tzv. pracovním kapitálem, tedy s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky.

Běžný výpočet pracovního kapitálu:

$$PK = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěr}$$

Pro výpočet investovaného kapitálu se využívá upraveného výpočtu pracovního kapitálu, jelikož pro toto použití je žádoucí snížit aktiva o závazky, u kterých se komplikovaně zjišťují náklady.

Do závazků, o které je třeba snížit aktiva patří:

- a. Krátkodobé závazky
 - Závazky z obchodních vztahů
 - Závazky k zaměstnancům
 - Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění
 - Daňové závazky a dotace
 - Krátkodobé přijaté zálohy
- b. Položky časového rozlišení
 - Výdaje příštích období
 - Výnosy příštích období

2. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná
 - a. Provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje:
 - Provozně nutný upravený pracovní kapitál,
 - Provozně nutná dlouhodobá aktiva
 - b. Celkový investovaný kapitál = provozně nutný investovaný kapitál + neprovozní aktiva

Provozně nutný upravený pracovní kapitál se vypočte jako:

Provozně nutná oběžná aktiva

+ časové rozlišení aktivní provozně nutné

- neúročené závazky, které se vztahují k provozním oběžným aktivům

- pasivní časové rozlišení provozní povahy

4.1.1 Peněžní toky pro model DFC entity

Pro potřeby ocenění podniku se používá tzv. volné cash flow. Získá se odečtením investic od provozního peněžního toku (angl. Free cash flow – FCF). Volný peněžní tok je také vždy východiskem metody DFC.

Výpočet viz. schéma: [4]

1.	+ korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmu
3.	= korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+ odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok

Ve spojení s metodou DFC entity se někdy používá pojem peněžní toky do firmy (free cash flow to firm – FCFF) nebo pojem peněžní toky pro vlastníky a věřitele.

Dvě hlavní veličiny, které jsou potřebné pro výpočet FCFF jsou korigovaný výsledek hospodaření a investice.

Výpočet korigovaného výsledku hospodaření:

Provozní výsledek hospodaření
- provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= korigovaný provozní výsledek hospodaření

Co se týče investic, uskutečněny by měly být pouze ty, které slibují kladnou čistou součanou hodnotu.

Ocenění podniku metodou DFC entity

Výpočet metodou DFC entity má dvě fáze:

1. Stanovení celkové hodnoty podniku – jak již bylo zmíněno, celkovou hodnotou podniku je myšlena výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tato hodnota se získá diskontováním peněžních toků, které plynou z provozu podniku

Celková hodnota podniku se vypočte jako:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+i)^t}$$

Kde: FCFF – volné cash flow do firmy v roce t

i_k – kapitalizovaná úroková míra

n – počet let očekávané existence podniku

Obvykle se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, což ovšem znemožňuje plánovat cash flow pro jednotlivé roky. Východiska jsou dvě:

- Dvoufázová metoda
 - Metody odhadu průměrných temp růstu
2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu – od celkové hodnoty provozu podniku se odečte hodnota úročených dluhů k datu ocenění. Poté se k hodnotě vlastního kapitálu přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

Dvoufázová metoda

Tato metoda je v praxi často využívána. Vychází z myšlenky, že budoucí období je možné rozdělit na dvě fáze. První fáze, označovaná jako prognóza, zahrnuje dobu, po kterou je oceňovatel schopen vypracovat prognózu FCF pro jednotlivé roky. Druhá fáze je obdobím od konce první fáze do nekonečna. Ve druhé fázi je hodnota podniku ozančována jako pokračující hodnota.

Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázové metody:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^T}$$

kde: T – délka první fáze v letech

PH – pokračující hodnota

i_k – kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

1. Fáze prognózy

V této fázi se oceňovatel musí rozhodnout, jak dlouhé bude prognózované období a od jaké chvíle se bude počítat s pokračující hodnotou. V Evropských zemích je první fáze omezována na 3 až 6 let, Američtí autoři však doporučují dobu delší, konkrétně 8 až 15 let. Neexistuje však žádné unifikované kritérium, dle kterého by se oceňovatel rozhodl. Velkou roli pro volbu délky období mají konkrétní podmínky. Doporučení, dle jakých kritérií se rozhodovat, je více: [4]

- a) Dle tvorby hodnoty – délka první fáze je odvozována dle období, během kterého se předpokládá, že je podnik schopen tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu.
- b) Dle fáze životního cyklu podniku – délka první fáze je odvozována dle životního cyklu podniku, respektive dle etap vývoje, v kterých se podnik nachází.
- c) Dle fáze cyklu konjunktury – délka první fáze by měla být vázána na fázi konjunktury, konkrétně by měla zahrnovat celý konjunkturální cyklus.
- d) Dle rovnováhy – délka první fáze by měla být tak dlouhá, aby podnik mohl dosáhnout stavu rovnováhy.
- e) Dle délky podnikových plánů – délka první fáze je tak dlouhá, jako období, pro které jsou zpracovány plány ze strany vedení daného podniku.

2. Pokračující hodnota

Odhad pokračující hodnoty je založen na řadě předpokladů:

- a) základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty, se stabilizují.
- b) růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic
- c) stabilní je i výnosnost nových investic

Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

- a) Gordonův vzorec

Délka první fáze se pohybuje v rozmezí 4 - 14 let. Předpokladem druhé fáze je stabilita a trvalý růst FCF.

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

Kde: T – poslední rok prognózovaného období

i_k – průměrné náklady kapitálu

g – předpokládané tempo růstu FCF během druhé fáze

$FCFF$ – volný peněžný tok do firmy

Podmínka: $i_k > g$

- b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty

Další možností výpočtu pokračující hodnoty je vzorec založený na dvou základních generátorech hodnoty, a to na tempu růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření, který je ponížen o upravené daně, a na očekávané rentabilitě nových investic.

Rentabilita vlastního kapitálu (r_k):

$$r_k = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}$$

Kde: r_k – rentabilita vlastního kapitálu

$KPVH_t$ – korigovaný provozní zisk po upravených daních

K_{t-1} – provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku t

Rentabilita čistých investic (r_i):

$$r_i = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}}$$

Kde: r_i – rentabilita čistých investic

$KPVH_t - KPVH_{t-1}$ – přírůstek provozního zisku po daních

$K_{t-1} - K_{t-2}$ - přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce

Model pro pokračující hodnotu:

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

Kde:

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

Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech

- a) likvidační hodnota
- b) substanční hodnota
- c) výstupní hodnota
- d) tržní hodnota určená pomocí násobitele tržní cena / účetní hodnota vlastního kapitálu
- e) účetní hodnota

Třífázová metoda

U metody DFC se lze setkat s členěním budoucnosti nejenom na dvě fáze, ale také na fáze tři:

- fáze rychlého růstu – dochází k sestavení finančních plánů
- fáze přechodná – FCF je odhadováno dle ročního tempa růstu
- období stability – pokračující hodnota je počítána jako perpetuita, případně nekonečnou řadu FCF

Vzorec třífázového modelu:

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

Kde: FCF – volný peněžní tok

i_k – diskontní úroková míra

g – stabilní tempo růstu ve třetí fázi

$T1$ – počet let rychlého růstu

$T2$ – součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu

H – hodnota podniku

Zjistění výsledné hodnoty podniku

Výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku se vypočte jako:

Hodnota brutto
- Hodnota úročeného cizího kapitálu
= Hodnota vlastního kapitálu
+Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná
= výsledná hodnota vlastního kapitálu

Přičemž hodnoty úročeného cizího kapitálu a neprovozních aktiv je zapotřebí uvádět ke dni ocenění.

4.1.2 Model DFC equity

Při použití metody DFC equity dochází k výpočtu hodnoty vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků pro vlastníky (angl. FCF to equity – FCFE).

Schéma modelu DFC equity:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni entity
- Úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

Diskontní míra pro metodu DFC

Postup při použití metody DFC závisí na volbě varianty modelu DFC.

- DFC entity – při použití metody DFC entity je zapotřebí stanovení diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).
- DFC equity – při použití metody DFC equity je diskontní míra určena odhadem nákladů na vlastní kapitál.
- DFC APV – určuje-li se hodnota podniku, používá se diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení.

Dále je v textu podrobněji popsán postup při použití metody DFC entity. Jak již bylo uvedeno, při použití metody DFC entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC).

Výpočet WACC (angl. weighted average cost of capital):

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

Kde:

n_{CK} – náklady na cizí kapitál

d – sazba daně z příjmu

CK - tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK(z)}$ – očekávaná výnosnost vlastního kapitálu

VK - vlastní kapitál

K - hodnota investovaného kapitálu

Podíl na celkovém investovaném kapitálu je nutné počítat na základě tržních hodnot, nikoliv hodnot účetních.

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu:

1. Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu
2. Stanovení nákladů na cizí kapitál
3. Stanovení nákladů na vlastní kapitál
4. Výpočet WACC

4.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Výnosová hodnota se při použití této metody počítá z výnosů pro držitele vlastního kapitálu. Rozlišujeme dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. Varianty se liší v pojetí čistých výnosů. Dle první varianty by měl být čistý výnos stanovován dle peněžních toků.

Druhá varianta odvozuje čistý výnos z upravených výsledků hospodaření. Tato metoda je považována za zástupce německého přístupu k oceňování, jelikož se vyznačuje objektivitou a opatrností.

Zásady ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů:

1. Vymezení účelu ocenění
2. Podnik musí být oceněn jako hospodářská jednotka
3. Hodnota musí být vztažena ke konkrétnímu časovému okamžiku
4. Ocenění provozně nutného majetku
5. Oddělené ocenění neprovozního majetku
6. Posudek oceňovatele musí být transparentní

Budoucí čisté výnosy jsou často počítány ve stálých cenách, které jsou platné v období ocenění. Předpokladem při použití této metody je financování investic hlavně z odpisů. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku – narozdíl od metody DFC, kde se nejprve určí celková hodnota podniku a poté se odpočítá hodnota současných dluhů.

4.1.4 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody, nebo také korigované metody, označují metody, které kombinují majetkové a výnosové ocenění.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Při použití této metody se celková hodnota podniku skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnotou „firmy“ je označován rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Hodnota „firmy“ není materializována. Vyjadřuje například okruh zákazníků, účinný systém řízení aj. Jedná se tedy o tzv. goodwill. Základem pro výpočet této hodnoty je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos.

Obvyklý čistý výnos za rok:

$$\text{Obvyklý čistý výnos za rok} = i_k \cdot S_n$$

Kde: i_k – úroková míra

S_n – vložený kapitál, který je vyjádřen substanční hodnotou netto

Mimořádný čistý výnos za rok:

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

Kde: i_k – úroková míra

S_n – vložený kapitál, který je vyjádřen substanční hodnotou netto

$\check{C}V$ - celkový čistý výnos

Hodnota vlastního kapitálu podniku při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu:

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

Kde: i_k – úroková míra

S_n – vložený kapitál, který je vyjádřen substanční hodnotou netto

$\check{C}V$ - celkový čistý výnos

H_n - hodnota vlastního kapitálu podniku

i_{k2} - vyšší úroková míra

4.1.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomická přidaná hodnota neboli EVA (angl. economic value added) je nástrojem finanční analýzy, ukazatelem výnosnosti a nástroj ocenění podniku. Tento ukazatel měří tzv. ekonomický zisk. Zisk je v tomto pojetí chápán jako zisk po uhrazení běžných nákladů a také nákladů na vlastní i cizí kapitál. [10]

Výpočet ukazatele EVA:

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

Kde:

NOPAT – zisk z provozní činnosti podniku

Capital - kapitál vázaný v aktivech potřebných k provozní činnosti podniku, označuje NOA (net operating assets)

WACC - průměrné vážené náklady na kapitál (weighted average cost of capital)

Výpočet ekonomické přidané hodnoty za rok t je možný dvěma způsoby:

1. Vzorec „Capital Charge“:

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

2. Vzorec „Value Spread“:

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

Při běžném postupu se NOA počítá v hodnotě k počátku roku, za který se počítá EVA.

Při výpočtu NOA se vychází z rozvahy, zpravidla následovně upravené:

1. Z aktiv se vydělí neprovozní aktiva
2. Žádoucí je snížit aktiva o neúročený cizí kapitál
3. Vyřazení mimořádných položek
4. Účetní aktiva je žádoucí převést na aktiva „skutečná“

Výpočet NOPAT

Zásadní je pro výpočet NOPAT dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Jestliže jsou nějaká aktiva zařazena do NOA, je nezbytné s nimi kalkulovat i při výpočtu NOPAT a naopak.

Metody ocenění prostřednictvím EVA:

- metoda Entity (hodnota brutto)
- metoda Equity (hodnota netto)
- metoda APV (upravená současná hodnota)

4.2 Metody založené na analýze trhu

V případě oceňování podniku lze rozeznat dvě situace, konkrétně přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a metodou tržního porovnání.

4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Často dochází k ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Oceňovatel má k dispozici tržní cenu akcií. Vynásobením tržní ceny počtem akcií se vypočte hodnota tzv. tržní kapitalizace. Tržní kapitalizace však nesmí být zaměňována s tržní hodnotou podniku. U ceny akcií je nutné brát v úvahu její volatilitu, zpravidla se vychází z průměrné ceny za určité období. Dále nezle předpokládat, že všechny akcie je možné prodat za stejnou cenu.

4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Oceňuje-li se společnost, která není akciová anebo akciová společnost, jejíž akcie nejsou standardně obchodovatelné je zapotřebí postupovat metodou tržního porovnání. Metodu tržního porovnání lze provádět ve čtyřech variantách:

1. Metoda srovnatelných podniků
2. Srovnání podobných podniků, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu
3. Metoda srovnatelných transakcí
4. Metoda odvětvových multiplikátorů

4.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Cílem ocenění na základě analýzy majetku je zjistit majetkovou podstatu oceňovaného podniku. Majetková podstata podniku je často označována jako substance, či substanční hodnota. Jestliže předpokládáme trvalou existenci podniku, ocenění provádíme na principu reprodukčních cen. Naopak pokud dlouhodobou existenci podniku nepředpokládáme, pracujeme s tzv. likvidační hodnotou.

4.3.1 Likvidační hodnota

Tato hodnota se zjišťuje, jestliže se nepředpokládá dlouhodobější existence podniku a že jeho majetek bude rozdělen, rozprodán anebo zlikvidován. Rychlost procesu likvidace podniku je dána obdobím, které je pro rozprodej podnikového majetku potřebné. Důležitým faktorem je, zda k likvidaci dochází z důvodu vnějších vlivů – hlavně z důvodu tlaku věřitelů, anebo se jedná o likvidaci dobrovolnou.

Případy použití likvidační hodnoty:

- a. Ocenění podniků, jejichž životnost je omezená
- b. Ocenění ztrátových podniků
- c. Odhad dolní hranice ocenění podniku
- d. Rozhodování mezi likvidací a sanací podniku
- e. Použití likvidační hodnotu jako indikátor jistoty kapitálu investovaného do podniku
- f. Ocenění neprovozního majetku

4.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Rozlišuje se více variant majetkového ocenění v závislosti na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek:

- a. Ocenění na principu historických cen – východiskem při použití této metody je cena, za kterou byl majetek skutečně pořízen. Jedná se o ocenění dle platných zásad účetnictví.
- b. Ocenění na bázi reprodukčních cen – cílem této metody je nalézt hodnotu, za kterou by bylo reálné podnik opětovně vybudovat.

- c. Ocenění na bázi uspořené nákladů – jedná se kvantitativní vyjádření substitučního efektu existující majetkové podstaty.
- d. Ocenění na bázi tržních hodnot – při této metodě dochází k ocenění každé majetkové položky jejími tržními hodnotami. [4]

PRAKTICKÁ ČÁST

5 Analýza společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s.

5.1 O společnosti

Akciová společnost RUDOLF JELÍNEK se zabývá výrobou alkoholických nápojů, zejména destilátů. Tradice výroby ovocných destilátů ve Vizovicích sahá až do roku 1585. Samotná společnost vznikla na konci předminulého století, v roce 1894. Výrobky společnosti jsou známy ve všech koutech České republiky, ale také ve světě. Na tradici vývozu výrobků do zahraničí, kterou Rudolf Jelínek započal vývozem košer destilátů na zámořské trhy v USA již v roce 1934, navazuje společnost i nyní. Vlajkovou lodí společnosti je slivovice, kterou vyrábí v několika variantách (bílá, zlatá, jubilejní, kosher, atd.) Dále produkuje značkové ovocné destiláty té nejvyšší kvality jako hruškovice, meruňkovice, třešňovice nebo jablkovice. Prémiovými výrobky jsou kosher destiláty, při jejichž výrobě nebyly použity suroviny, výrobní zařízení a postupy, které by odporovaly předpisům židovské víry. Výroba kosher destilátů probíhá za dozoru zástupce ortodoxní unie amerických rabínů. Kosher certifikát udělený americkou ortodoxní unií potvrzuje nejvyšší kvalitu tohoto destilátu. Společnost v roce 2003 zahájila výsadbu vlastních švestkových sadů na jižní straně vizovického údolí, v oblasti zvané Těchlov. Po pěti letech sklídila první úrodu vizovických švestek a započala novou tradici – výrobu limitované série Vizovické slivovice. V závěru roku 2013 rozšířila plochu svých sadů a nyní disponuje 60 ha švestkových sadů ve Vizovicích, 20 ha švestkových a třešňových sadů v Kostelanech a 80 ha meruňkových sadů na jižní Moravě. [11]

5.2 Profil společnosti

- Název: RUDOLF JELÍNEK a.s.
- Sídlo: Razov 472, 763 12 Vizovice, Česká republika IČ: 499 71 361
- Právní forma: Akciová společnost
- Základní kapitál: 233 882 184,- CZK
- Akcie: 4 671 130 ks, na jméno, listinné, jmenovitá hodnota 1,50 CZK 13 329 ks, na jméno, listinné, jmenovitá hodnota 1 041,- CZK 40 ks, na jméno, listinné, jmenovitá hodnota 1 050 000,- CZK 19 ks, na jméno, listinné, jmenovitá hodnota 9 000 000,- CZK
- Organizační složky: Vizovice, Razov 472 – sídlo a vedení společnosti, výroba destilátů a skladování hotových výrobků, obchodní činnost, sady Lesní penzion Bunč, Roštín 287 – ubytovací zařízení, restaurace Ranč Kostelany, Kostelany 200 – sady, ubytovací zařízení, restaurace Podniková prodejna a degustační bar Brno, Jezuitská 582/17 – prodejna, degustační bar
- Ochrana životního prostředí a pracovněprávní vztahy: Společnost při své činnosti dodržuje veškeré právní předpisy
- Orgány společnosti: Představenstvo Dozorčí rada
- Počet zaměstnanců: 126
- Další obchodní podíly společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s.:
 - PROMPT SERVIS, spol. s r.o. Základní kapitál 200 000 Kč Podíl 50 %
 - BIOSADY s.r.o. Základní kapitál 900 000 Kč Podíl 100%
 - RUDOLF JELÍNEK sady s.r.o. Základní kapitál 1,- Kč Podíl 100% [11]

5.3 Vize a strategické cíle

Strategické cíle:

1. V rámci skupiny R.JELINEK GROUP přispívat k udržení pozice největšího výrobce ovocných destilátů při zabezpečení nejvyššího standardu kvality ovocných destilátů.
2. Zvýšení podílu na trhu s lihovinami.
3. Udržitelný růst ziskovosti.
4. Dlouhodobé zajištění kvalitního ovoce.
5. Částečná diverzifikace hlavního předmětu podnikání na související a přitom podpůrné činnosti. [11]

5.4 Produkty

- Slivovice – do této skupiny patří bílá slivovice, zlatá slivovice, košer slivovice
- Ovocné destiláty – sem se řadí hruškovice, meruňkovice, třešňovice
- Netradiční pálenky a elixíry – například pálenka z borůvek, ale i další netradiční pálenky, jako jsou pálenka z oskeruší, červeného jeřábu nebo višňů.
- Plum vodka a vodka
- Borovička a gin
- Likéry – Bohemia Honey
- Gold Rock Whisky
- Ostatní – řada Švejk [11]

5.5 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí byla provedena prostřednictvím metody PEST. Jedná se analytickou techniku, která zkoumá makroprostředí podniku z hlediska politicko-právních, ekonomických, sociálních a technologických faktorů.

5.5.1 PEST analýza

Politické a legislativní faktory

Výroba lihovin podléhá mnoha zákonům a nařízením, a to nejenom českým. Česká republika je členem Evropské unie, čímž se zavazuje dodržovat zákony a nařízení stanovené právě EU. Jedním z nich je například Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 110/2008 ze dne 15. ledna 2008 o definici, popisu, obchodní úpravě, označování a ochraně zeměpisných označení lihovin.

Členství EU umožňuje volný pohyb zboží v rámci členských zemí, což má vliv na snížení nákladů na export a nárůst konkurence. Vzhledem k tomu, že na alkoholických nápojích může vznikat závislost a při konzumaci alkoholu dochází k ovlivnění vnímání člověka, je okruh spotřebitelů alkoholických nápojů legislativně omezen na osoby starší 18 let. Velký vliv má legislativa na cenu alkoholických nápojů prostřednictvím spotřební daně z lihu.

Stručný přehled legislativy, která má vliv na odvětví:

- zákon č. 140/1961 Sb., trestní zákon – upravuje výrobu lihu, prodej alkoholických nápojů mladistvým
- zákon č. 61/1997 Sb. o lihu, vymezuje podmínky výroby, úpravy, skladování, evidence a oběhu lihu
- zákon č. 353/2003 Sb. o spotřebních daních
- zákon č. 226/2006 Sb. o silničním provozu
- zákon č. 676/2004 Sb. o povinném značení lihu

Tabulka 1 Sazby daně z lihu 2014 - 2016 [12]

Kód nomenklatury		Sazba daně
2207	Lih obsažený ve výrobcích uvedených pod kódem nomenklatury 2207	28 500 Kč / hl etanolu
2208	Lih obsažený ve výrobcích uvedených pod kódem nomenklatury 2208 s výjimkou destilátů z pěstitelského pálení	28 500 Kč / hl etanolu
2208	Lih obsažený v ovocných destilátech z pěstitelského pálení	14 300 Kč / hl etanolu
ostatní	Lih obsažený ve výrobcích uvedených pod ostatními kódy nomenklatury	28 500 Kč / hl etanolu

Ekonomické faktory

Vývoj významných makroekonomických ukazatelů, jako je HDP, výdaje na konečnou spotřebu, míra inflace, ve sledovaném období, je uveden v tabulce č. 5

Tabulka 2 Makroekonomické ukazatele 2011-2015 [13]

Rok	2011	2012	2013	2014	2015
HDP (mld. Kč)	4 033,8	4 059,9	4 098,1	4 313,8	4 554,6
HDP (%)	2	-0,8	-0,5	2,7	4,5
Výdaje na konečnou spotřebu	-0,5	-1,4	1,1	1,6	2,7
Z toho spotřeba domácností	0,3	-1,3	0,5	1,8	3,1
Míra inflace	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3
CZK/EUR	24,586	25,143	25,974	27,533	27,283
CZK/USD	17,668	19,583	19,565	20,746	24,6

Hrubý domácí produkt zaznamenal nejvyšší skok v roce 2015, kdy došlo k meziročnímu nárůstu o 4,5 %. Naopak propad hrubého domácího produktu ve sledovaném období pozorujeme v roce 2012 a 2013, kdy došlo k poklesu české ekonomiky. Výrazně se na tom podílely klesající výdaje na konečnou spotřebu a spotřeba domácností. V roce 2012 také došlo ke zvýšení míry inflace o 3,3 %. V roce 2014 a 2015 vzrostla míra inflace pouze o 0,4 a 0,3 %. Česká měna ve sledovaném období oslabuje vůči euru i americkému dolaru, což má pozitivní dopad na export České republiky a roste konkurenceschopnost českých výrobků.

Sociální a demografické faktory:

Tabulka 3 Pořadí zemí z hlediska konzumace alkoholu za rok 2014 [14]

Pořadí	Země	Průměr na osobu
1.	Rakousko	12,2 litru
2.	Česká Republika	11,9 litru
3.	Estonsko	11,7 litru
4.	Francie	11,5 litru
5.	Irsko	11 litrů

Sociální a demografické faktory mají na podnik a jeho výkonnost značný vliv. Česká republika patří k největším konzumentům alkoholických nápojů ve světě. Každým rokem se umísťuje na horních příčkách světového žebříčku v konzumaci alkoholu. Česká republika je známá nejen konzumací, ale i produkcí alkoholických nápojů, převážně piva.

Tabulka 4 Spotřeba lihovin 2011-2015 [13]

Spotřeba lihovin (litry)	2011	2012	2013	2014	2015
Lihoviny (40 %)	6,9	6,7	6,5	6,6	6,9
V hodnotě čistého lihu	2,8	2,7	2,6	2,7	2,8

Z demografického hlediska v obyvatelstvu České republiky převažuje produktivní skupina lidí, tj. od 20 let výše. Tendence je stárnutí populace, což je pro trh s lihovinami příznivé, vzhledem k zájmu konzumace alkoholu mladistvými.

Technologické faktory

Lihoviny a destiláty se vyrábí dle stanovených receptur a postupů a podléhají normám a legislativě České republiky. Česká republika se řadí mezi technologicky vyspělé země. V odvětví neustále dochází ke zdokonalování a modernizaci výrobních postupů, procesů a technologií, čímž se dosahuje časové úspory, navýšení produktivity a kvality. V roce 2011 byla započata rekonstrukce stáčírny, která umožní zvýšení efektivity výroby. V roce 2013 byly realizovány opravy technologií a strojů na stáčírně, do laboratoře byl pořízen nový plynový chromatograf a došlo ke kompletní rekonstrukci skladu pro zboží. V roce 2014 byla zakoupena nová kartonovačka, mycí automat

a došlo k převedení do vlastnictví firmy etiketovačky. V celé firmě byl vybudován kamerový systém.

Závěr PEST analýzy:

V rámci PEST analýzy byly definovány faktory makrookolí, které mohou na podnik působit a ovlivňovat jej. Nejprve byly popsány politicko-legislativní faktory. Uvedeny byly platné zákony, které upravují výrobu, prodej, distribuci i užívání lihovin. Jedná se o faktory, které velkou mírou působí a mimo jiné zúžují okruh spotřebitelů, jelikož užívání alkoholických nápojů je zákonem povoleno až od 18ti let. Konzumace alkoholu se také neslučuje například s řízením motorového vozidla, viz zákon č. 226/2006 Sb. o silničním provozu. Dále legislativa upravuje výši spotřební daně z lihu, což má značný dopad na cenu produktů společnosti.

Dále byly definovány významné makroekonomické ukazatele a byl popsán jejich vývoj. Ve sledovaném období dochází k růstu hrubého národního produktu, což je velice pozitivní, jelikož v obecné rovině lze tvrdit, že rostoucí HDP má za následek vyšší zisky podniku. Rostoucí míra inflace a oslabování koruny vůči euru i americkému dolaru může pro podnik znamenat příležitost na poli exportu a tato skutečnost může mít velice pozitivní dopad na konkurenceschopnost českých produktů.

V rámci PEST analýzy byly dále uvedeny sociální a demografické skutečnosti ovlivňující podnik. Uvedeny byly statistiky konzumace alkoholu a spotřeba lihovin v ČR v hodnotě čistého lihu. Česká republika patří mezi největší konzumenty i producenty alkoholických nápojů ve světě, konzumace alkoholu má dlouholetou tradici, což je pro společnost velice příznivé.

5.6 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí analyzuje úzké okolí podniku, definuje odvětví, ve kterém podnik působí, a jeho strukturu. V této kapitole bude popsán a definován relevantní trh a export. Analýza odvětví bude mimo jiné analyzována prostřednictvím Porterova modelu pěti sil.

5.6.1 Relevantní trh

Akciová společnost RUDOLF JELÍNEK se zabývá výrobou alkoholických nápojů, zejména destilátů. Výrobky společnosti jsou známé ve všech koutech České republiky ale také ve světě. Hlavní podnikatelskou činností společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. je výroba alkoholických nápojů, konkrétně lihovin a ovocných destilátů. Dle CZ-NACE spadá výroba alkoholických nápojů do skupiny 11 sekce C – zpracovatelský průmysl. V roce 2012 vypukla tzv. metanolová aféra, která si vyžádala nemálo obětí na lidských životech. Následovala prohibice, což mělo významný vliv na podnikání legálních producentů lihovin.

Trh se z metanolové aféry dokázal zotavit a momentálně je situace stabilní. Spotřeba lihovin dle údajů ČSÚ v posledních letech stagnuje, od 90. let poklesla asi o 27 %. Dle UVDL došlo k razantnímu omezení rozsahu černého trhu s lihovinami, což se promítlo ve výběru spotřební daně z lihovin. Na celkové spotřebě lihu v ČR se lihoviny podílí zhruba 27 %. [15]

Konkurenčních společností zabývajících se výrobou alkoholických nápojů je na českém trhu poměrně nemalé množství. Na českém trhu působí jak tuzemští, tak zahraniční výrobci alkoholických nápojů. Podrobnější analýza přímých konkurentů bude provedena v části práce, která se věnuje analýze mikroprostředí společnosti.

Velikost relevantního trhu je ve sledovaném období proměnná. V roce 2012 je patrný značný propad, který byl s největší pravděpodobností způsoben metanolovou aférou a následnou prohibicí. Od roku 2012 spotřeba lihovin opět roste a v roce 2015 již převyšuje spotřebu před metanolovou aférou.

Tabulka 5 Odhad velikosti relevantního trhu

Rok	Průměrná spotřeba na osobu (Kč)	Počet obyvatel ČR	Relevantní trh (mil. Kč)
2011	406	10 486 731	4 257
2012	335	10 505 445	3 729
2013	380	10 516 125	3 996
2014	393	10 512 419	4 131
2015	413	10 538 275	4 352

Methanolová aféra

V roce 2012 proběhla v České republice methanolová aféra, která eskalovala v částečnou prohibici, jež měla trvání dva týdny. Prohibice nabyla platnosti dne 14. září 2012 a byla zavedena ministerstvem zdravotnictví jako reakce na otravy methylalkoholem. Zákaz se týkal prodeje alkoholických nápojů s obsahem alkoholu vyšším 20 %. Na základě této aféry byly vládou zavedeny tzv. rodné listy alkoholu a nové kolky. Jednalo se o opatření, která měla za cíl omezení černého trhu s alkoholem.

Z dlouhodobé perspektivy se rok 2012 řadí ve vývoji společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. k zásadním. Společnost, ale i celý český trh lihovin byl prohibicí značně zasažen. V roce 2012 společnosti klesly tržby za prodej výrobků o 14 %. Trh s lihovinami se celkově propadl dokonce o 20 %. Export v tomto roce poklesl o 20 %. Společnost vytvořila v roce 2012 ztrátu před zdaněním ve výši 18 930 tis. Kč. Celkové výnosy poklesly o 21 %. [11]

V roce 2013 se však společnost dokázala po methanolové aféře zotavit. Společnost dokázala dosáhnout v tomto roce zisku před zdaněním ve výši 13 182 tis. Kč a navýšit celkové výnosy o 18 %. Plán zisku byl však splněn pouze na 75 %. [11]

5.6.2 Export

Společnost působí převážně na českém trhu, v současné době představuje podíl exportu na tržbách společnosti 34 %. Významná část exportu směřuje na Slovensko, tradičně důležitým odběratelem zůstávají USA, z dalších zemí Chorvatsko, Itálie, Litva, Maďarsko, Německo, Polsko, Rakousko, Rusko, Švýcarsko, Švédsko, Velká Británie ale také Kanada, Austrálie, Jižní Afrika, Gruzie a Čína. [11]



Graf 1 Podíl tržeb tuzemsko a export 2015 [11]

5.6.3 Porterova analýza 5 sil

Pomocí modelu 5ti sil dle Portera lze analyzovat konkurenci, která působí v odvětví výroby lihovin. Výstupem této analýzy je vyhodnocení síly konkurence a jakou jsou pro daný podnik případnou hrozbou.

Hlavní konkurenti společnosti Rudolf Jelínek jsou STOCK Plzeň, a.s, Likérka GRANETTE & STAROREŽNÁ Distilleries, a. s. a Jan Becher - Karlovarská Becherovka. Rudolf Jelínek zlepšuje svou konkurenceschopnost mimo jiné například akvizicí malých podniků (např. Milan Metelka, a.s.).

Bariéry vstupu potenciálních konkurentů

- Receptury chráněné legislativou
- Značky zavedených produktů jsou známé a spotřebitelé v ně vkládají důvěru a upřednostňují domácí produkty s tradicí. Diferenciace produktu patří k překážkám vstupu, jelikož nově vstupující na trh jsou kvůli tomuto faktoru tlačeni k vysokým výdajům.
- Vstup do odvětví je značně kapitálově náročný. Jedná se o pořízení výrobních zařízení, strojů, prostorů, investice do reklamy, vývoje, výzkumu a například také náklady na zaměstnance.
- Zajištění distribuce může představovat významnou překážku pro nově vstupující podnik na trh výroby lihovin, jelikož přirozené distribuční kanály jsou zpravidla zásobovány zavedenými firmami, které jsou již na trhu delší dobu. Nově vstupující společnost musí distribuční kanály přimět ke spolupráci prostřednictvím zvýhodněných cen, reklamy aj., což je však pro společnost velmi nákladné.

Hrozba vyjednávací schopnosti dodavatelů

- V odvětví výroby lihovin figuruje větší počet dodavatelů nejenom surovin, ale také obalových materiálů. Obalové materiály dodávají především tuzemské společnosti. Ovoce je získáváno převážně od evropských dodavatelů.
- Spolupráce s dodavateli bývají dlouhodobé a jsou založeny na důvěře a dobrých vztazích. Rudolf Jelínek usiluje o zpětnou vertikální integraci.
- Dodavatelé nejsou schopni zajistit vertikální integraci.

Hrozba vyjednávací schopnosti odběratelů

- Odběrateli společnosti jsou velkoobchody, ale i maloobchodní řetězce, čerpací stanice či například gastronomické jednotky. Na českém trhu existuje více společností, které vyrábějí lihoviny a velké množství zahraničních společností své produkty do České republiky dováží.
- Společnost Rudolf Jelínek má na poli výroby ovocných destilátů velice silné postavení.
- Odběratelů je velké množství a ve většině případů nemají dostatek moci k tomu, aby ovlivňovali například cenu produktu.

Hrozba substitučních výrobků

Substituty určují cenové stropy, čímž značně limitují možné výnosy společnosti. Je-li substitut cenově či díky své kvalitě atraktivnější, kupující k němu mohou přecházet od původních produktů. Konkurenční síla, která plyne z hrozby substitutů je významnější s nižší cenou a vyšší kvalitou.

- Cena piva i vína je oproti lihovinám příznivá.
- Substituty jsou velice snadno dostupné.
- Spotřebiteli jsou alkoholické nápoje jako je pivo a víno vnímány jako uspokojující.

Závěr Porterova modelu 5ti sil

Největší hrozby plynou ze strany substitučních výrobků. Konkrétně se jedná o velice snadnou dostupnost substitučních výrobků, oblibu vína a piva v České republice. Svou roli hraje i případný dovoz podobných produktů zahraničními společnostmi. Množství spotřebitelů nalézá komplementární produkt například v tabákových produktech, což vzhledem k zákonem danému zákazem kouření v restauracích může znamenat pro podnik hrozbu snížení konzumace alkoholu obecně. Trh s lihovinami má proměnlivou tendenci, v roce 2012 byl významně ovlivněn prohibicí. Motivace pro případné vstupující subjekty tedy není příliš vysoká. Naopak mezi největší příležitosti patří vývoz na zahraniční trhy, akvizice menších podniků, důvěra spotřebitelů zavedeným značkám - společnost Rudolf Jelínek a.s. má v oblasti výroby ovocných destilátů výsadní pozici.

5.7 SWOT analýza

Jako podklad pro SWOT analýzu posloužily informace uvedené na webových stránkách společností, dále roční uzávěrky za sledované období a v neposlední řadě strategická analýza, která byla provedena v předchozí kapitole této práce.

Silné stránky

- Rudolf Jelínek patří k tradičním a zavedeným společnostem. Historie společnosti sahá do počátku minulého století. Již v roce 1934 začal Rudolf Jelínek vyvážet slivovici do USA. Společnost získala řadu certifikátů kvality.
- Široký sortiment lihovin a pravidelné představování nových produktů.
- Produkty společnosti mají vysokou kvalitu za odpovídající cenu.
- Silná pozice na poli výroby ovocných destilátů, významnou roli hraje exportní politika, společnost dováží na Slovensko, tradičně důležitým odběratelem zůstávají USA, z dalších zemí Chorvatsko, Itálie, Litva, Maďarsko, Německo, Polsko, Rakousko, Rusko, Švýcarsko, Švédsko, Velká Británie, ale také Kanada, Austrálie, jižní Afrika, Gruzie a Čína. Prostřednictvím dalších dceřiných společností exportuje také do Bulharska, Rumunska, Finska, Holandska, Lotyšska, Izraele, Vietnamu, Singapuru a Chile.
- V neposlední řadě je silnou stránkou neustálá modernizace technologií, která umožňuje úspory času a nákladů, aniž by se snižovala kvalita produktů.

Slabé stránky

- Mezi slabé stránky společnosti patří malá reklama a marketingová podpora.
- V období prohibice byla společnost silně zasažena událostmi související s nelegálním prodejem lihovin obsahujících methanol. Společnosti značně klesly tržby.
- Poptávka po lihovinách je nevyvážená.
- Dalším omezením pro společnost je cílová skupina zákazníků, jež je omezena věkem nad 18 let.

Příležitosti

- Mezi hlavní příležitosti společnosti patří rozšiřování sítě exportu a penetrace zahraničních trhů.
- Spotřebitelé důvěřují zavedeným značkám a preference nemění.
- Společnost investuje do nákupu půdy na budování sadů pro pěstování ovoce, v Chile koupila továrnu na výrobu destilátů.
- Možnou příležitostí se pro společnost jeví akvizice menších podniků v odvětví (Milan Metelka, a.s)

Hrozby

- Hrozbu představují pro společnost na trhu snadno dostupné a levnější substituty – pivo a víno.
- Pokles spotřeby lihovin
- Další hrozbu pro společnost představuje existence nelegálního trhu s lihovinami, jak jsme se mohli přesvědčit během methanolové aféry, při které razantně spadly zisky společnosti.
- V neposlední řadě se neustále posiluje vyjednávací síla maloobchodů, které se snaží srážet ceny, což může ohrožovat zisk společnosti.

Výsledek a sumarizace SWOT analýzy je pro přehlednost uvedena v tabulce 5.

Tabulka 6 SWOT matice

SILNÉ STRÁNKY	SLABÉ STRÁNKY
Dlouholetá tradice společnosti Vysoká kvalita zaručená certifikáty Široké portfolio produktů Neustálá modernizace	Nízká marketingová propagace Nevyvážená poptávka po lihovinách Cílová skupina zákazníků nad 18 let
PŘÍLEŽITOSTI	HROZBY
Penetrace na zahraniční trhy Důvěra spotřebitelů Investice do ovocných sadů Možnost akvizice podniků	Dostupné a levnější substituty Existence nelegálního trhu s lihovinami Pokles spotřeby lihovin

5.8 Finanční analýza

5.8.1 Analýza absolutních ukazatelů

V roce 2011 byla celková aktiva na konci roku 650 mil. Kč. Podíl vlastního kapitálu odpovídal 50 % celkové bilanční sumy. V tomto roce došlo k navýšení cizích zdrojů, a to kontokorentních úvěrů a navýšily se provozní náklady, což má souvislost s rekonstrukcí stáčírny, která byla v tomto roce započata, a s nákupem domu U Bílé botky v Praze. Plánované investice do dlouhodobého majetku činily v roce 2011 78,5 mil. Kč.

Rok 2012 byl velice poznamenán prohibicí. Celková aktiva společnosti se na konci roku ustálila na hodnotě 620 mil. Kč, což je meziroční pokles o 30 mil. Kč. Podíl vlastního kapitálu byl stejně jako rok předešlý 50% celkové bilanční sumy. Vlastní kapitál poklesl oproti předchozímu roku o 5 %. Plánované investice do dlouhodobého majetku činily 33,74 mil. Kč.

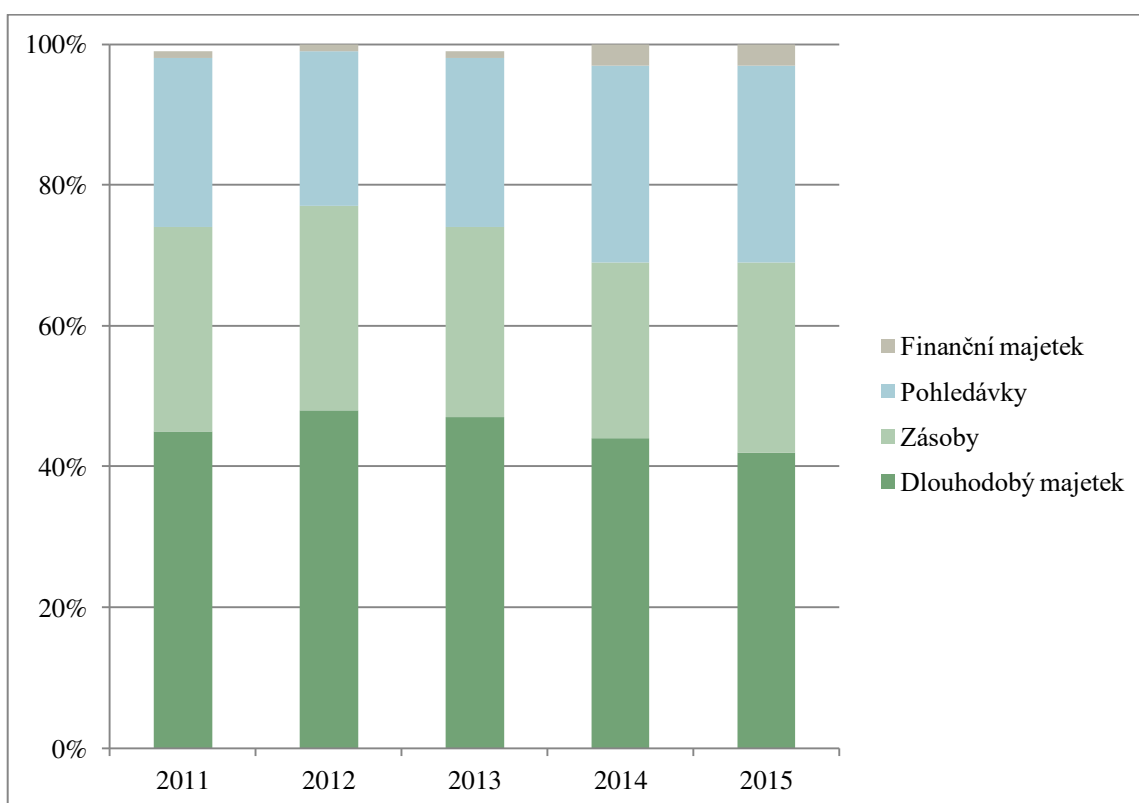
V roce 2013 byla celková aktiva na konci roku 642 mil. Kč. Podíl vlastního kapitálu byl stále 50 % celkové bilanční sumy. Vlastní kapitál vzrostl o 3,31 % na hodnotu 321 mil. Kč. Plánované investice do dlouhodobého majetku činily v roce 2013 28 mil. Kč.

V roce 2014 se celková aktiva zvýšila na hodnotu 668 mil. Kč, a to hlavně z důvodů vysokých prodejů na konci roku. Podíl vlastního kapitálu byl 50 % celkové bilanční sumy. Vlastní kapitál společnosti vzrostl o 3,66 % na hodnotu 333 mil. Kč. Plánované investice do dlouhodobého majetku v roce 2014 činily 17,6 mil. Kč.

V roce 2015 celková aktiva poklesla o 1,8 % na hodnotu 656,8 mil. Kč. Podíl vlastního kapitálu v tomto roce dosahoval 54 % celkové bilanční sumy, což znamená zhodnocení oproti roku předešlému o 6,14 % na hodnotu 353,5 mil. Kč. Plánované investice do dlouhodobého majetku dosáhly v roce 2015 hodnoty 13,8 mil. Kč.

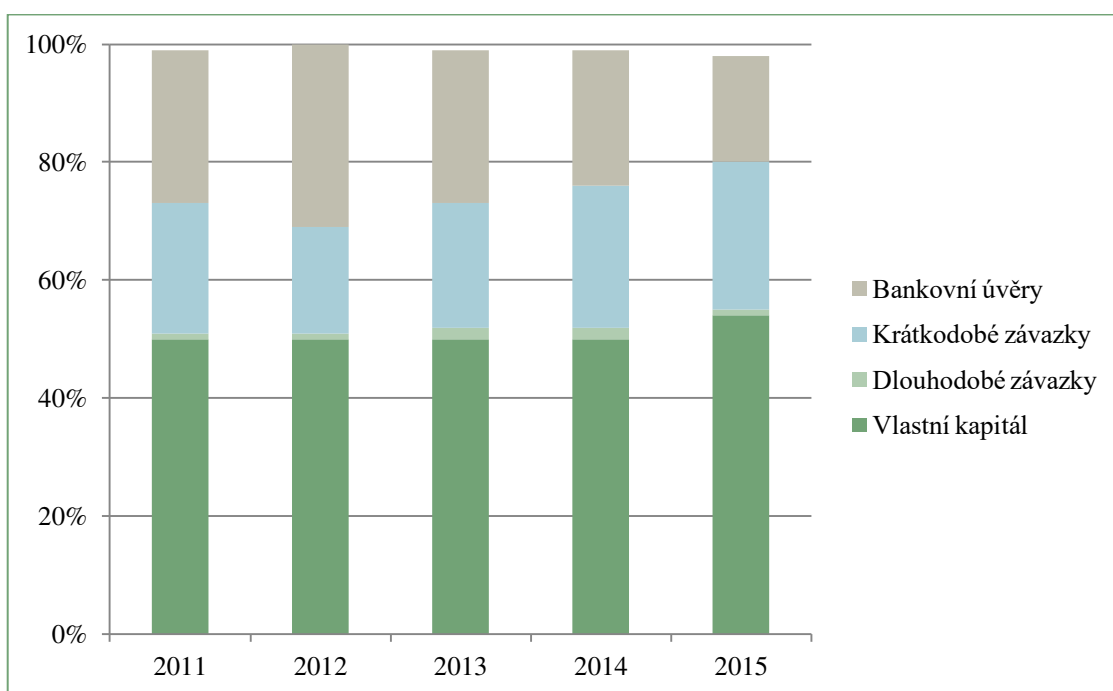
Rozvaha

Z grafu je patrné, že během sledovaného období byl poměr dlouhodobého majetku a oběžných aktiv poměrně vyrovnaný. Dlouhodobý majetek se skládá především z hmotného dlouhodobého majetku. Největší část tvoří budovy a pozemky společnosti. V oběžných aktivech mají největší podíl zásoby společnosti. Ve sledovaném období se zásoby pohybovaly těsně pod hranicí 30 % oběžných aktiv. Další značnou část oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky, jež se ve sledovaném období pohybují od 20 % do 27 %. Krátkodobý finanční majetek se na oběžných aktivech podílí nejméně, ve sledovaném období dosahuje hodnoty 1 % až 3 %.



Graf 2 Vývoj položek aktiv

Z grafu je patrné, že podnik je financován přibližně z 50 % z vlastním kapitálem a přibližně z 50 % z kapitálu cizího. Nejvýznamnější podíl na vlastním kapitálu má kapitál základní, který se ve sledovaném období pohybuje přibližně na úrovni 36 % celkového kapitálu podniku. Co se týče kapitálu cizího, největší podíl mají krátkodobé závazky, které se ve sledovaném období pohybují od 18 % do 25 %, a bankovní úvěry, které se ve sledovaném období pohybovaly od 18 % do 31 %. Nejvyšší hodnotu dosahovaly bankovní úvěry podniku v roce 2012, kdy jak již bylo řečeno, odvětví výroby lihovin nepříznivě zasáhla methanolová aféra.



Graf 3 Vývoj kapitálových položek

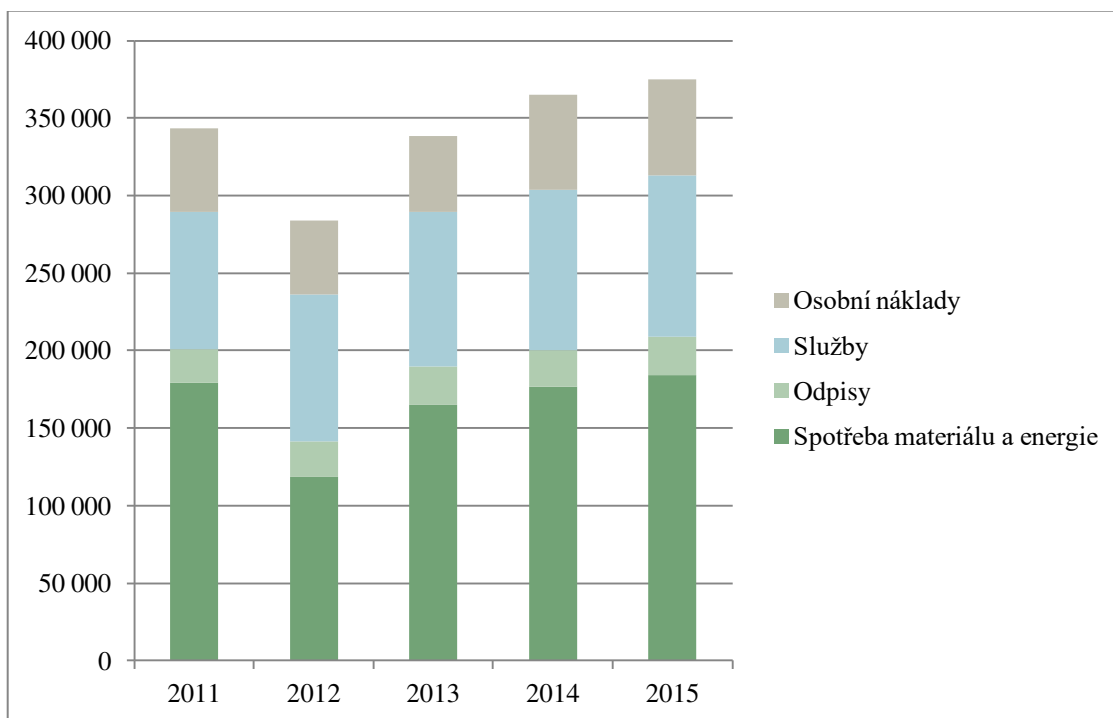
Bilanční suma aktiv zaznamenala největší propad v roce 2012, kdy se meziročně propadla o 5 %. Poté měla bilanční suma aktiv vzestupnou tendenci, meziročně rostla o 4 %. V roce 2015 je opět patrný propad a to o 2 %.

Dlouhodobý majetek se ve sledovaném období příliš nemění. Do roku 2013 dochází k pozvolnému meziročnímu růstu. Od roku 2014 dlouhodobý majetek klesá, největší meziroční propad nastává v roce 2014/2015, kdy se dlouhodobý majetek propadá o 7 %. Oběžných aktiv měl podnik k dispozici nejvíce v roce 2014, kdy došlo k meziročnímu nárůstu o 19 %. Naopak citelný propad nastal meziročně v letech 2011/2012, a to o 10 %.

Vlastní kapitál ve sledovaném období meziročně narůstá s výjimkou období 2011/2012, kde dochází k meziročnímu poklesu o 5 % na hodnotu 311 022 tis. Kč. K největšímu nárůstu naopak dochází v letech 2014/2015, a to o 6 %. V roce 2015 dosahuje vlastní kapitál 353 496 tis. Kč. Největším množstvím cizích zdrojů společnost disponovala v roce 2014, konkrétně 332 694 tis. Kč. V období 2014/2015 došlo k meziročnímu poklesu cizích zdrojů o 10 %. Nejvíce dlouhodobých závazků měla společnost v roce 2013, jednalo se o hodnotu 15 863 tis. Kč. Od roku 2013 dochází ve sledovaném období ke značnému poklesu hodnoty dlouhodobých závazků. V roce 2015 hodnota dlouhodobých závazků čítá 8 059 tis. Kč, což je meziroční pokles o 36 %. Krátkodobé závazky společnosti byly nejnižší v roce 2012, kdy dosahovaly hodnoty 110 429 tis. Kč. Od roku 2012 je patrná vzestupná tendence až do konce sledovaného období, tedy roku 2015, kdy krátkodobé závazky dosahovaly hodnoty 165 359 tis. Kč. Co se týká bankovních úvěrů, nejvyšší hodnoty společnost dosahovala v roce 2012, kdy bankovní úvěry a výpomoci vyšplhaly na hodnotu 190 546 tis. Kč.

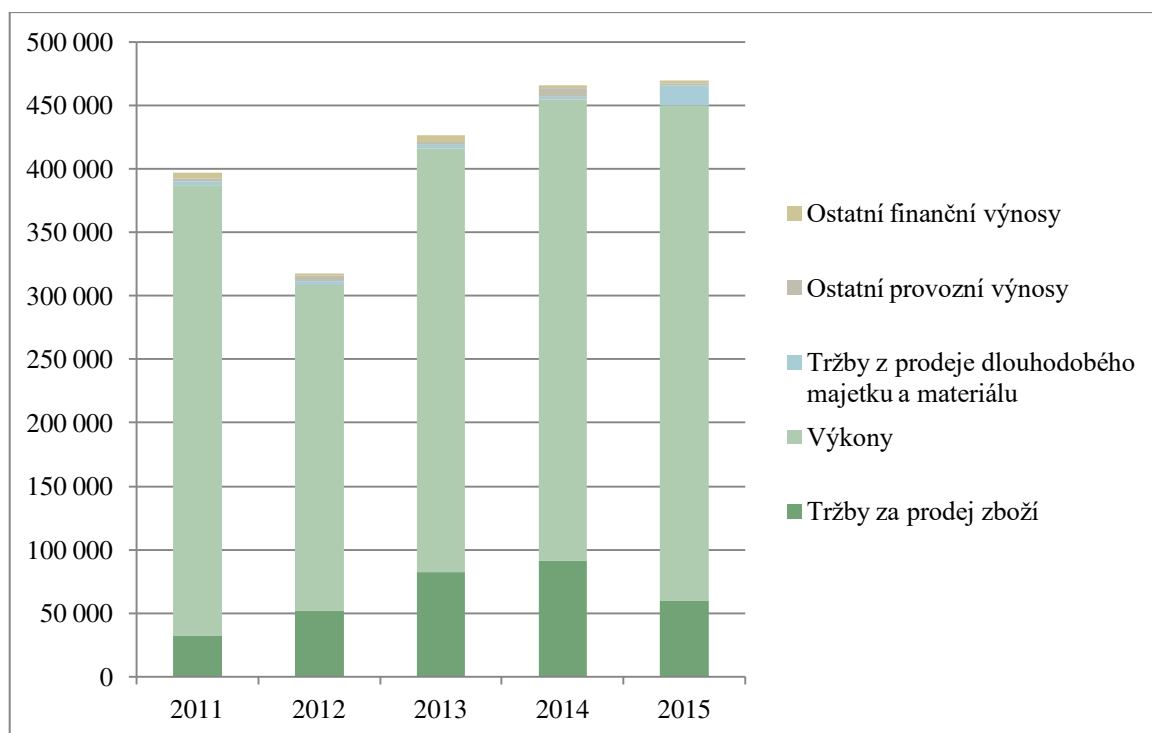
Výkaz zisku a ztrát

V následujícím grafu je znázorněna struktura nákladů podniku ve sledovaném období. Nejvyšší podíl na nákladech má výkonová spotřeba, která se během celého sledovaného období pohybuje kolem 70 %. Další významnější položkou jsou osobní náklady, které se ve sledovaném období pohybují od 12 % do 16 %.



Graf 4 Struktura nákladů podniku ve sledovaném období

Vývoj a struktura výnosů podniku jsou patrné z grafu.



Graf 5 Struktura výnosů podniku ve sledovaném období

Nejvýznamněji se na výnosech podílí položka výkony. V průměru se výkony podílejí přes 80 % na celkových výnosech. Tržby za prodej zboží rostly do roku 2014, kdy dosahovaly 91 229 tis. Kč. V roce 2015 nastal propad tržeb za prodej zboží na částku 59 320 tis. Kč. Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT) zaznamenává značný propad v roce 2012, konkrétně o 6 %, což do velké míry souvisí s celkovým propadem v odvětví kvůli methanolové aféře. V roce 2013 dochází k meziročnímu nárůstu o 3 % a ve vzestupné tendenci výsledek hospodaření pokračuje do konce sledovaného období. V roce 2015 dochází k meziročnímu nárůstu o 6 %.

5.8.2 Analýza na základě bilančních pravidel

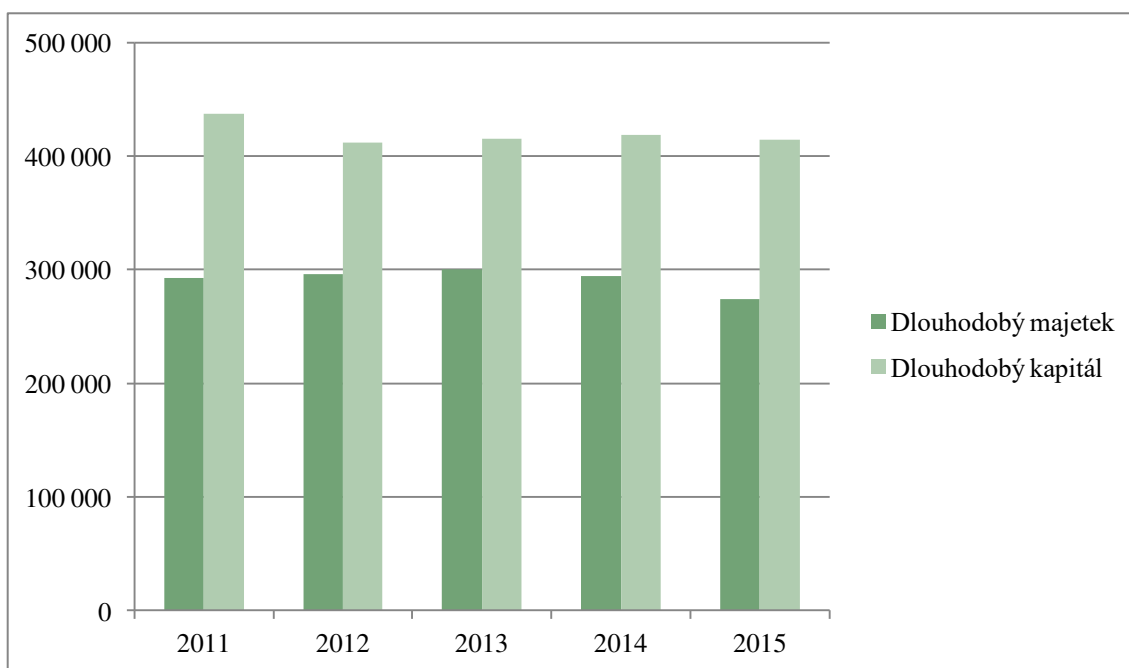
Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo doporučuje uvést v soulad časovou vázanost majetku a zdrojů jeho krytí. Dle tohoto pravidla by měl být dlouhodobý majetek financován z dlouhodobých zdrojů a krátkodobý majetek ze zdrojů krátkodobých. V tabulce jsou uvedené hodnoty dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu, které společnost vykazovala v průběhu sledovaného období.

Tabulka 7 Podíl dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu

	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	292 689	295 622	300 335	293 972	274 458
Dlouhodobý kapitál	436 698	411 839	415 515	418 302	414 666

Pro názornost jsou hodnoty uvedené v tabulce 7 také graficky znázorněny v grafu.



Graf 6 Podíl dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu

Z grafu je patrné, že zlaté bilanční pravidlo společnost RUDOLF JELÍNEK a.s. nespĺňuje, jelikož dlouhodobý kapitál značně převyšuje dlouhodobý majetek společnosti, a to v celém sledovaném období.

Pravidlo vyrovnání rizika

Toto pravidlo doporučuje využívání vlastního i cizího kapitálu, avšak za předpokladu, že vlastní zdroje převyšují zdroje cizí.

Tabulka 8 Podíl vlastního a cizího kapitálu

	2011	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál	327 181	311 022	321 310	333 063	353 496
Cizí kapitál	325 775	308 294	320 671	332 694	299 666

Podíl rozvahových položek vlastního a cizího kapitálu za sledované období je uveden v tabulce 8.



Graf 7 Podíl vlastního a cizího kapitálu

V grafu 7 je znázorněn podíl vlastního a cizího kapitálu. Pravidlo vyrovnání rizika je splněno v celém sledovaném období, během kterého vlastní kapitál převyšuje kapitál cizí, v posledním roce sledovaného období (2015) významně.

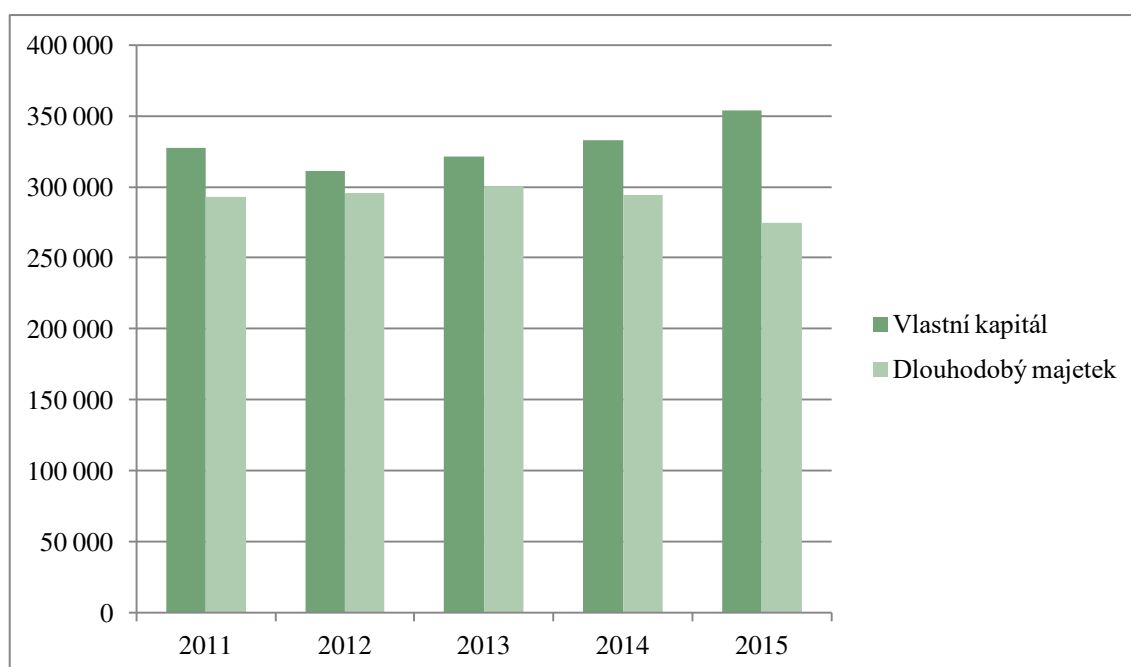
Pari pravidlo

Pari pravidlo doporučuje využívání maximálně tolik vlastního kapitálu, kolik je možné vložit do dlouhodobého majetku. Vlastního kapitálu by tedy mělo být méně nežli dlouhodobého majetku.

Tabulka 9 Podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku

	2011	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál	327 181	311 022	321 310	333 063	353 496
Dlouhodobý majetek	292 689	295 622	300 335	293 972	274 458

Opět jsou položky znázorněny také graficky.



Graf 8 Podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku

Jak je patrné z grafu 8, společnost RUDOLF JELÍNEK a.s. Pari pravidlo nespĺňuje, jelikož v celém sledovaném období vlastní kapitál převyšuje dlouhodobý majetek, což může vést k neefektivnosti financování.

Růstové pravidlo

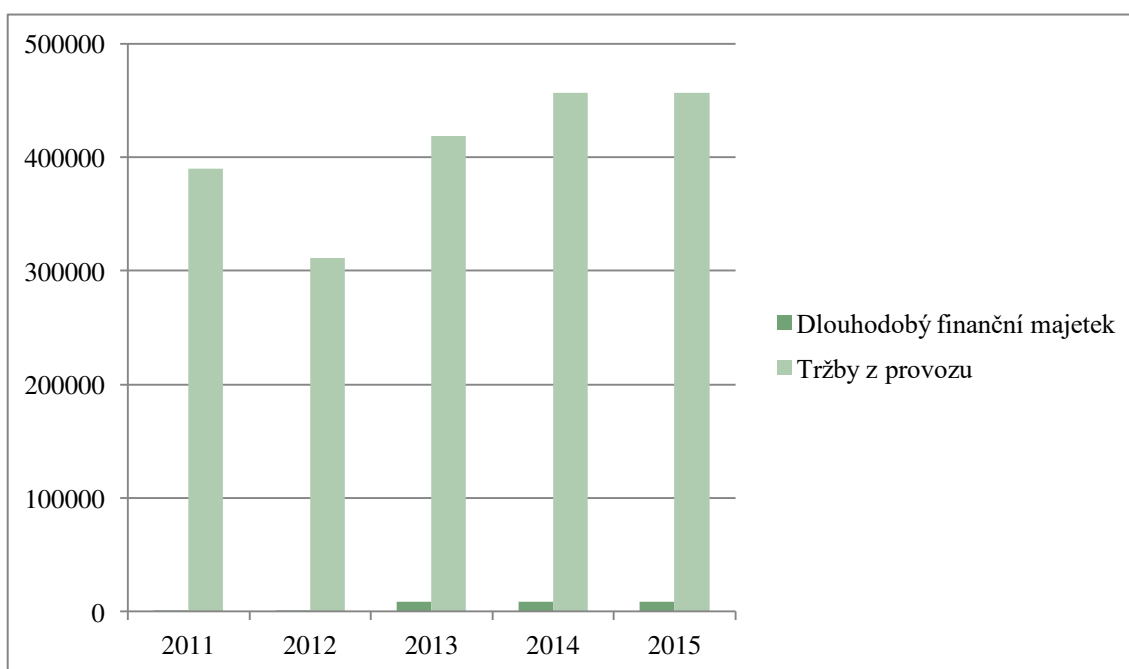
Doporučením růstového pravidla je dodržovat nižší tempo růstu investic než je tempo růstu tržeb. Růstové pravidlo je splněno v celém sledovaném období. Tržby z provozu kromě roku 2012, kdy byla společnost zasažena methanolovou aférou, vykazují rychlý nárůst. Oproti tomu dlouhodobý finanční majetek nevykazuje významnější hodnoty.

Tabulka 10 Růstové pravidlo

	2011	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý finanční majetek	906	906	8 396	8 396	8 396
Relativní změna		0%	89%	0%	0%
Tržby z provozu	389 913	311 165	418 627	456 865	465 404
Relativní změna		-25%	26%	8%	2%

Pro názornost jsou data z tabulky 10 opět zpracována v grafickém provedení.

Graf 9 Růstové pravidlo



5.8.3 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability vyjadřují schopnost podniku hospodařit se svým majetkem. Vývoj ukazatelů rentability ve sledovaném období je znázorněn v tabulce. U všech ukazatelů rentability se doporučuje jejich maximalizace. Všechny ukazatele rentability podniku RUDOLF JELÍNEK, a.s. jsou poměrně nízké. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) označuje návratnost vlastního kapitálu. Ve sledovaném období dosahovala rentabilita vlastního kapitálu nejvyšší hodnoty v roce 2015, a to 5,95 %. Naopak v roce 2012 tento, stejně jako ostatní ukazatele rentability, dosahoval kritických hodnot. Od roku 2012 do konce sledovaného období má však ukazatel ROE rostoucí tendenci, což je velice žádoucí. Rentabilitou aktiv (ROA) se označuje poměr zisku podniku před zdaněním a celkových vložených prostředků. Jak již bylo zmíněno, i tento ukazatel dosahoval nejnižší hodnoty v roce 2012. Nejvyšší hodnoty ukazatel ROA dosahoval v roce 2015, a to 4,46 %. Rentabilita tržeb (ROS) vyjadřuje, jaký zisk podnik vytvoří z jedné koruny tržeb. Ve sledovaném období nastal opět propad tohoto ukazatele v roce 2012, což však bylo stejně jako ostatní markantní výkyvy finančních ukazatelů způsobeno methanolovou aférou. Nejvyšší hodnota ukazatele ROA byla dosažena v roce 2011.

Tabulka 11 Ukazatele rentability ve sledovaném období

Ukazatele rentability	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	5,54%	-5,11%	3,20%	3,60%	5,95%
ROA	3,89%	-2,34%	2,58%	2,75%	4,46%
ROS	5,24%	-4,88%	2,59%	2,72%	4,86%
ROCE	5,82%	-3,52%	3,98%	4,40%	7,06%

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity označují schopnost podniku krýt všechny splatné závazky přeměněním aktiv na peněžní prostředky. Hodnoty jednotlivých ukazatelů likvidity jsou uvedeny v tabulce.

Tabulka 12 Ukazatele likvidity ve sledovaném období

Ukazatele likvidity	2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	1,65	1,54	1,48	1,6	1,59
Pohotová likvidita	0,75	0,62	0,66	0,79	0,83
Peněžní likvidita	0,02	0,02	0,02	0,07	0,09

Běžná likvidita by se dle doporučení měla držet na hodnotách mezi 1,8 – 2,5. Ve sledovaném období podnik těchto hodnot nedosahuje. Na druhou stranu se běžná likvidita pohybuje poměrně vysoko nad hranicí kritickou, za kterou je považována hodnota 1,2. Doporučená hodnota pohotové likvidity je v rozmezí 1,0 – 1,5 a peněžní likvidity 0,2 – 0,5. Oba tyto ukazatele se pohybují pod kritickou hodnotou.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují schopnost podniku využívat jednotlivé části majetku. Tyto ukazatele za celé sledované období jsou uvedeny v tabulce.

Tabulka 13 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	0,53	0,53	0,62	0,66	0,66
Obrat zásob	1,8	1,83	2,3	2,68	2,45
Doba obratu aktiv	680,48	684,27	581,42	544,92	545,64
Doba obratu zásob	199,57	196,83	156,53	134,11	146,72
Doba inkasa pohledávek	166,9	151,2	141,44	153,55	149,18
Doba splatnosti krátkodobých závazků	148,09	121,93	121,18	128,17	137,37

Obrat aktiv by se dle doporučení měl pohybovat minimálně na úrovni hodnoty 1. V celém sledovaném období se této hodnotě obrat aktiv ani zdaleka nepřiblížil, avšak z tabulky ukazatelů aktivity je patrná vzestupná tendence hodnoty obratu aktiv. Obrat zásob označuje, kolikrát se za rok přemění zásoby v jiný oběžný majetek, po prodej hotových produktů a nákup zásob. Z tabulky je zřejmé, že nejvyšší hodnoty obratu zásob dosahoval podnik v roce 2014, konkrétně hodnoty 2,68. Ve sledovaném období je evidentní rostoucí tendence hodnoty tohoto ukazatele, což je velice žádoucí. Doba obratu zásob by měla být dle doporučení minimalizována. Ve sledovaném období je zřejmé, že doba obratu zásob se snižovala do roku 2014, kdy doba obratu zásob dosahovala nejnižších hodnot. V roce 2015 podnik zaznamenal lehký nárůst tohoto indikátoru na hodnotu 147. Doba inkasa pohledávek i doba splatnosti krátkodobých závazků by měla být dle doporučení minimalizována. Doba inkasa pohledávek i doba splatnosti krátkodobých závazků se snižuje do roku 2013, následuje jemný nárůst.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti analyzují vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Ukazatele zadluženosti jsou znázorněny v tabulce.

Tabulka 14 Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadluženost	49,85%	49,75%	49,93%	49,76%	45,62%
Ukazatel úrokového krytí	8,9	-3,26	4,92	6,03	11,26

Celková zadluženost podniku dosahuje poměrně vysokých hodnot. V letech 2011 – 2014 přesahuje 49%. Tato hodnota již může být riziková z hlediska získání případného dalšího úvěru. V roce 2015 zadluženost klesla na 45,62 %. Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát celkový zisk pokryje úrokové platby. Doporučená hodnota je 3, za kritickou je považována hodnota 1. Ve sledovaném období se kromě roku 2012 ukazatel úrokového krytí pohybuje nad doporučenou hodnotou. V roce 2015 dokonce dosahuje hodnoty 11,26.

5.8.4 Analýza čistého pracovního kapitálu

Pracovním kapitálem se označují dlouhodobé zdroje, jež má podnik k dispozici pro financování běžného fungování firmy. Pracovní kapitál se vypočítá jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých cizích zdrojů.

Tabulka 15 Pracovní kapitál ve sledovaném období

	2011	2012	2013	2014	2015
Oběžná aktiva	357 133	319 870	334 593	396 733	378 533
Zásoby	191 664	178 264	172 898	164 555	176 606
Dlouhodobé pohledávky	3 162	12 404	12 627	9 893	3 807
Krátkodobé pohledávky	157 127	124 545	143 601	178 514	175 767
Krátkodobý finanční majetek	5 180	4 657	5 467	16 771	22 353
Krátkodobé cizí zdroje	216 258	207 477	226 466	247 455	238 496
Krátkodobé závazky	142 228	110 429	133 849	157 275	165 359
Krátkodobé bankovní úvěry	74 030	95 173	92 264	90 180	73 137
Krátkodobé finanční výpomoci	0	1 875	353	0	0
Pracovní kapitál	140 875	112 393	108 127	149 278	140 037

Pracovní kapitál byl ve sledovaném období nejvyšší v roce 2014, naopak nejnižší hodnoty dosahoval v roce 2013. Během sledovaného období dochází ke kolísání hodnot pracovního kapitálu, avšak po celou dobu pracovní kapitál vykazuje kladné hodnoty.

Tabulka 16 Ukazatele pracovního kapitálu ve sledovaném období

	2011	2012	2013	2014	2015
Podíl pracovního kapitálu na aktivech	22%	18%	17%	22%	21%
Podíl pracovního kapitálu na tržbách	35%	36%	54%	62%	66%

Doporučená hodnota podílu NWC na aktivech výrobních podniků se pohybuje v rozmezí 10 – 15 %. Společnost RUDOLF JELÍNEK a.s. se celé sledované období pohybuje značně nad doporučenou hodnotou, což může být nevýhodné z hlediska využívání kapitálu. Podíl NWC na tržbách by neměl růst rychleji než tržby. Největší výkyv nastal v roce 2013, kdy podíl pracovního kapitálu na tržbách meziročně vzrostl o 18 %.

5.8.5 Souhrnné ukazatele

Altmanova analýza

Jedná se o souhrnný ukazatel finančního zdraví podniku, který je vyjádřen pomocí jednoho čísla, tzv. Z-skore. Výsledky Z – skore jsou znázorněny v tabulce. Dle výsledků Z – skore se společnost ve sledovaném období drží v hodnotách tzv. „šedé zóny“, což znamená, že o finančním zdraví podniku nelze jednoznačně rozhodnout.

Tabulka 17 Z - skore ve sledovaném období

Altmanova analýza	2011	2012	2013	2014	2015
Z-skore	1,8	1,2	1,5	1,5	1,8

Index IN05

Jedná se o souhrnný ukazatel, který vychází z bankrotních indikátorů, sestavený pro české podmínky. Výsledky indexu IN05 jsou znázorněny v tabulce. Dle výsledků je patrné, že společnost se ve sledovaném období drží v pásmu tzv. „šedé zóny“.

Tabulka 18 Index IN05 ve sledovaném období

Index IN05	2011	2012	2013	2014	2015
IN05	1,4	2	1,4	1,3	1,4

5.8.6 Závěr finanční analýzy

V rámci finanční analýzy byla provedena analýza absolutních ukazatelů, konkrétně vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, dále analýza na základě bilančních pravidel, analýza poměrových ukazatelů, pracovního kapitálu a souhrnných ukazatelů. Analýza rozvahy definovala strukturu majetku a zdroje jeho krytí ve sledovaném vývoji. Popsán byl také vývoj položek aktiv a pasiv. Bilanční suma ve sledovaném období zaznamenává propad v roce 2012, kdy byl podnik zasažen methanolovou aférou, ale jinak lze konstatovat, že bilanční suma ve sledovaném období roste a vyvíjí se příznivě. Z toho lze usoudit, že je podnik úspěšný a tvoří zisk. Dlouhodobý majetek je stabilní, ve sledovaném období odpovídá přibližně 45 % celkových aktiv. V celém sledovaném období je poměr vlastního kapitálu na celkových zdrojích přibližně 50%.

Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty popsala strukturu a vývoj nákladů a výnosů ve sledovaném období, z čehož bude ve velké míře vycházet finanční plán v následující kapitole. Z hlediska financování podnik využívá konzervativního stylu. Jedná se o způsob financování, při kterém podnik požívá dlouhodobý kapitál mimo jiné k financování krátkodobých aktiv. Jedná se o dražší způsob financování, ale na druhou stranu tím podnik příliš neriskuje. Pozitivně lze hodnotit přibližně stejnou úroveň krátkodobých závazků a pohledávek a to v podstatě v celém sledovaném období.

Dále byly analyzovány poměrové ukazatele, konkrétně ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Jak již bylo zmíněno, ukazatele rentability vyjadřují schopnost podniku hospodařit se svým majetkem. Cílem je maximalizace těchto ukazatelů. Bohužel v celém sledovaném období dosahují ukazatele rentability poměrně nízkých hodnot. Avšak významné je, že v celém sledovaném období ukazatel ROE převyšuje ukazatel ROA. To znamená, že výnosnost celkového kapitálu je nižší než vlastního kapitálu. Pro podnik to značí ziskovost při zadluženosti, kterou však společnost udržuje a je schopna ji hradit.

Ukazatele likvidity označují schopnost podniku krýt všechny splatné závazky přeměněním aktiv na peněžní prostředky. Všechny ukazatele likvidity se pohybují pod doporučenými hodnotami. Lze tedy předpokládat případné problémy s krytím závazků ze strany podniku.

Obrat aktiv dosahuje v celém sledovaném období nízkých hodnot a zdaleka se nepřibližuje doporučené hodnotě 1. V analyzovaném období však tento ukazatel roste, což můžeme hodnotit pozitivně. Obrat zásob označuje, kolikrát se za rok přemění zásoby v jiný oběžný majetek, po prodej hotových produktů a nákup zásob. Ve sledovaném období je evidentní rostoucí tendence hodnoty tohoto ukazatele, což je velice žádoucí.

Celková zadluženost podniku dosahuje poměrně vysokých hodnot. V letech 2011 – 2014 přesahuje 49%. Pro společnost je vysoké zadlužení výhodné, ale může být rizikové z hlediska získání případného dalšího úvěru.

Během sledovaného období dochází ke kolísání hodnot pracovního kapitálu, avšak po celou dobu pracovní kapitál vykazuje kladné hodnoty. Podíl NWC na aktivech se v celém období pohybuje značně nad doporučenou hodnotou. To lze hodnotit jako nevýhodné z hlediska využívání kapitálu.

6 Finanční plán společnosti

Výchozím bodem finančního plánu společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. byla provedená finanční a strategická analýza. Na základě těchto analýz lze společnosti predikovat pozitivní vývoj. Finanční plán společnosti byl sestaven na budoucí období, konkrétně na roky 2016 – 2020.

Při plánování tržeb byl brán v úvahu minulý vývoj tržeb, kdy kromě roku 2012, který byl pro společnost velice ztrátový, tržby meziročně narůstaly. Dále byl zohledněn vývoj makroekonomických ukazatelů, legislativní omezení a sociálně-technologické prostředí, ve kterém se společnost působí.

6.1 Plán výkazu zisku a ztrát

S ohledem na analýzu nákladů provedenou v předchozí kapitole, kde kromě roku 2012, kdy společnost zasáhla metanolová aféra, nedochází k výrazným změnám, byla pro plánování výkazu zisku a ztrát využita metoda procentního podílu na tržbách. Předpokladem této metody je skutečnost, že jestliže jsou náklady společnosti v minulém období stabilní, měly by v tomto trendu přibližně setrvat i v období budoucím. Tempo růstu tržeb bylo naplánováno na 5,91 % v každém roce. Vychází se z průměrné relativní změny celkových tržeb ve sledovaném období. Předpokladem je investiční aktivita společnosti v plánovaném období a expanze exportu. Na základě provedené strategické analýzy lze konstatovat, že toto tempo růstu je pro společnost v rámci daného trhu reálné. Část nákladových položek byla naplánována na základě metody procentního podílu na tržbách s ohledem na udržení přibližně stejné struktury nákladů na tržbách i v období budoucím. Mezi takto plánované nákladové položky patří náklady vynaložené na prodané zboží, kde byl podíl nákladové položky naplánován na 73 % plánovaných tržeb za prodané zboží. Plánovaná výkonová spotřeba vychází z podílu výkonové spotřeby na výkonech v posledním roce sledovaného období (74 % výkonové položky). Osobní náklady jsou fixovány na hladině 13,2 % plánovaných celkových tržeb. Odpisy byly naplánovány na základě průměrného podílu na tržbách za sledované období (5,81 %). Daň z příjmu za běžnou činnost se předpokládá po celou dobu konstantní, a to 19 %.

Tabulka 19 Proforma výkazu zisku a ztráty

		2016	2017	2018	2019	2020
I.	Tržby za prodej zboží	62 826	66 539	70 471	74 636	79 047
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	45 913	48 627	51 500	54 544	57 768
+	Obchodní marže	16 913	17 912	18 971	20 092	21 279
II.	Výkony	413 256	437 679	463 546	490 941	519 956
B.	Výkonová spotřeba	306 016	324 101	343 256	363 542	385 027
+	Přidaná hodnota	124 153	131 490	139 261	147 491	156 208
C.	Osobní náklady	65 064	68 909	72 982	77 295	81 863
D.	Daně a poplatky	3 133	3 318	3 515	3 722	3 942
E.	Odpisy dl. Nehmotného a hmotného majetku	28 619	30 311	32 102	33 999	36 009
IV.	Ostatní provozní výnosy	1 938	2 053	2 174	2 302	2 439
H.	Ostatní provozní náklady	4 642	4 916	5 206	5 514	5 840
*	Provozní výsledek hospodaření	41 172	43 605	46 182	48 912	51 802
VI.	Tržby z prodaných cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	255	270	286	303	321
N.	Nákladové úroky	622	659	698	739	783
XI.	Ostatní finanční výnosy	2 026	2 146	2 273	2 407	2 549
O.	Ostatní finanční náklady	3 133	3 319	3 515	3 723	3 943
*	Finanční výsledek hospodaření	-1 475	-1 562	-1 654	-1 752	-1 855
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	7 542	7 988	8 460	8 960	9 490
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	32 155	34 055	36 068	38 199	40 457

6.2 Plán rozvahy

Plán rozvahy vychází z finanční analýzy, konkrétně horizontální a vertikální analýzy rozvahy za sledované období. Při plánování položek rozvahy byla zčásti aplikována metoda procentního podílu na tržbách. Dlouhodobý hmotný majetek byl naplánován na 40 % plánovaných celkových tržeb. Plán zásob vychází z podílu zásob na celkových tržbách v roce 2015 (37,95 %). Krátkodobé pohledávky byly naplánovány jako 37 % z celkových plánovaných tržeb a krátkodobé závazky jako 34 % z celkových tržeb.

Plán bankovních úvěrů a výpomocí byl stanoven na 120 000 tis. Kč každý rok plánovaného období. Zbylé položky rozvahy byly naplánovány pomocí expertního odhadu či součtem jednotlivých položek. Základní kapitál nebyl ve sledovaném období navýšen a jeho hodnota byla i pro plánované období zachována na hladině 233 882 tis. Kč jako ve sledovaném období 2011 – 2015. Výsledek hospodaření za běžného účetního období vychází z proformy výkazu zisku a ztráty. Položka časové rozlišení byla pro plánované období fixována na hodnotě posledního roku sledovaného období 2015 (3643 tis. Kč.) Vlastní kapitál se na celkové bilanční sumě ve sledovaném období podílí přibližně 55 %.

Tabulka 20 Proforma rozvahy

		2016	2017	2018	2019	2020
	AKTIVA CELKEM	687 741	713 143	740 047	768 541	798 719
B.	Dlouhodobý majetek	198 853	210 605	223 052	236 234	250 195
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 689	1 789	1 895	2 006	2 125
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	197 164	208 816	221 157	234 228	248 070
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	488 888	502 539	516 996	532 307	548 524
C.I.	Zásoby	187 043	198 098	209 805	222 205	235 337
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	10 627	11 255	11 920	12 625	13 371
C.III.	Krátkodobé pohledávky	182 376	193 155	204 570	216 660	229 465
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	105 027	96 217	86 886	77 003	66 536
D.I.	Časové rozlišení	3814	3814	3814	3814	3814
	PASIVA CELKEM	687 741	713 143	740 047	768 541	798 719
A.	Vlastní kapitál	378 239	393 002	408 636	425 195	442 732
A.I.	Základní kapitál	233 882	233 882	233 882	233 882	233 882
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	11456	11456	11456	11456	11456
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	100 746	113 608	127 230	141 658	156 937
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	32 155	34 055	36 068	38 199	40 457
B.	Cizí zdroje	305 859	316 499	327 768	339 703	352 344
B.I.	Rezervy	5820	5820	5820	5820	5820
B.II.	Dlouhodobé závazky	12 449	13 185	13 964	14 790	15 664
B.III.	Krátkodobé závazky	167 589	177 494	187 984	199 093	210 860
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	120 000	120 000	120 000	120 000	120 000
C.I.	Časové rozlišení	3643	3643	3643	3643	3643

7 Ocenění společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s

Pro samotné ocenění společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. byla využita metoda diskontu cash flow pomocí FCFF a s využitím ukazatele EVA.

7.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda vychází z celkové bilanční sumy aktiv (pasiv) v posledním roce sledovaného období. Účetní hodnota je v nominálním vyjádření původní rozsah investovaného kapitálu. [1]

Tabulka 21 Účetní hodnota

Aktiva k 31.12.2015	656 805 000 Kč
---------------------	-----------------------

Hodnota podniku stanovená metodou účetní hodnoty je **656 805 000,- Kč**.

7.2 Stanovení diskontní míry

Diskontní míra je stanovena prostřednictvím průměrných vážených nákladů na kapitál, které se spočítají podle vzorce:

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

kde: r_d – náklady na cizí kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál

t – daň z příjmu

C – celkový investovaný kapitál

D – cizí kapitál

E – vlastní kapitál

V tabulce 22 jsou uvedeny kapitálové složky využité pro výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál. Cizí a vlastní kapitál byl vypočten již při sestavení finančního plánu.

Tabulka 22 Kapitálové složky a náklady na cizí kapitál

	2016	2017	2018	2019	2020
Cizí kapitál (D)	12 449	13 185	13 964	14 790	15 664
Vlastní kapitál (E)	378 239	393 002	408 636	425 195	442 732
Celkový investovaný kapitál (C)	390 689	406 187	422 601	439 985	458 396
Náklady na cizí kapitál (rd)	5%	5%	5%	5%	5%

Náklady na cizí kapitál byly vypočteny jako podíl plánovaného úroku cizího kapitálu a plánovaného cizího kapitálu na investice. Tato plánovaná úroková míra cizího kapitálu byla vypočtena na 5 %.

Náklady na vlastní kapitál (r_e) byly vypočteny na základě modelu CAPM (Capital Assets Pricing Model):

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

kde r_f – bezriziková úroková míra

β – parametr systematického rizika

$(r_m - r_f)$ – prémie za riziko

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě dlouhodobého průměru ČR na 3,5 %. Prémie za riziko byla stanovena na 6,69 %. Parametr systematického rizika byl odvozen z koeficientu beta unlevered společností věnujících se výrobě alkoholických nápojů. [16]

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \cdot \left(1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right)$$

kde $\beta_{levered}$ – beta koeficient včetně finanční páky

$\beta_{unlevered}$ – beta koeficient bez finanční páky

D – cizí zdroje

E – vlastní zdroje

t – daňová sazba

Pro plánované období se kalkuluje se stejným daňovým zatížením jako v období minulém (19 %).

Výpočet výsledného koeficientu beta je uveden v tabulce 23.

Tabulka 23 Výpočet beta koeficientu

	2016	2017	2018	2019	2020
Daň z příjmu ČR	19%	19%	19%	19%	19%
rf	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Beta unlevered	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
D/E	0,033	0,034	0,034	0,035	0,035
Beta levered	0,729	0,729	0,730	0,730	0,730
(rm-rf)	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
re	8,38%	8,38%	8,38%	8,38%	8,39%

Na základě výše vypočtených hodnot lze přistoupit k výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál. Výsledky jsou uvedené v tabulce 24.

Tabulka 24 Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál

	2016	2017	2018	2019	2020
D	12 449	13 185	13 964	14 790	15 664
E	378 239	393 002	408 636	425 195	442 732
C	390 689	406 187	422 601	439 985	458 396
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
rd	5%	5%	5%	5%	5%
re	8,377%	8,379%	8,381%	8,384%	8,386%
WACC	6,442%	6,448%	6,454%	6,459%	6,464%

Průměrné vážené náklady na kapitál vykazují v plánovaném období značnou vyrovnanost a lze ji tedy předpokládat i pro pokračující období.

7.3 Free cash flow to the firm

Pro výpočet FCFF je zapotřebí nejprve vypočítat čistý zisk s úroky a k němu přičíst odpisy. Součet těchto dvou položek se rovná peněžnímu toku z operací. Od této položky je odečten růst pracovního kapitálu a nových investic a výsledkem je peněžní tok pro věřitele a vlastníky (FCFF). Výpočet FCFF je znázorněn v tabulce 25.

Tabulka 25 Výpočet FCFF

	2016	2017	2018	2019	2020	po 2020
t	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	
EBIT (1-t)	32 659	34 589	36 633	38 798	41 091	42 078
Odpisy	28 619	30 311	32 102	33 999	36 009	36 009
Růst WC	108 125	3 746	3 967	4 202	4 450	4 450
Růst nových investic	-46 986	30 311	36 633	38 798	41 091	42 078
FCFF	139	30 843	32 666	34 597	36 641	37 521

Vzhledem k tomu, že jsou již známé všechny potřebné položky, je možné přistoupit k samotnému ocenění společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s.

7.3.1 Stabilní růstový model

Stabilní růstový model s využitím FCFF je vyjádřen vzorcem:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$$

Tempo růstu do nekonečna (g) bylo zvoleno na základě úrovně HDP dle fiskálního výhledu MFČR 2,4 %. [17]

Hodnota společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. vypočtená na základě stabilního růstového modelu byla ke dni **8.4.2017** stanovena na **761 963,-Kč**.

7.3.2 Dvoufázový model

Tento model vychází z představy, že budoucí období je možné rozdělit a dvě fáze. První je fáze prognózy FCFF pro jednotlivé roky. Jako druhá fáze se označuje tzv. pokračující hodnota. Vzorec pro výpočet dvoufázového modelu:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \cdot (1+WACC)^{-n}$$

Tempo růstu do nekonečna (g_n) bylo opět zvoleno na základě úrovně HDP dle fiskálního výhledu MFČR na 2,4 %.

Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou na základě FCFF je uveden v tabulce 26.

Tabulka 26 Dvoufázový model výpočtu hodnoty podniku dle FCFF

	2017	2018	2019	2020
FCFF	22 647	32 666	34 597	36 641
Diskont	1,047	1,115	1,187	1,263
DCF	21 631	29 310	29 159	29 007
Hodnota 1. fáze	109 106			
Hodnota 2. fáze	730 793			
Hodnota celkem (tis. Kč)	839 900			

Hodnota společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. určená pomocí dvoufázového modelu využívajícího FCFF byla ke dni **8.4.2017** stanovena na **839 900 000,- Kč**.

7.4 Model s využitím ukazatele EVA

Další metodou ocenění byl vybrán model využívající ukazatel EVA, kde se namísto FCFF kalkuluje s diskontovaným ukatelem ekonomické přidané hodnoty. I tento model vychází ze sestaveného finančního plánu pro budoucí období. EVA je vypočtena jako rozdíl plánovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění a nákladů na investovaný kapitál. U tohoto modelu je opět využita dvoufázová metoda ocenění. Výpočet pomocí modelu využívající ukazatel EVA je uveden v tabulce 27.

Tabulka 27 Diskontovaná EVA celkem (tis. Kč)

	2017	2018	2019	2020
EVA	6 167	9 361	10 380	11 459
Diskont	1,047	1,115	1,187	1,263
Diskont. EVA	5890	8399	8748	9071
Hodnota 1. fáze	32 108			
Hodnota 2. fáze	228 534			
Disk. EVA celkem v tis. Kč	260 642			

$$\text{Hodnota podniku} = C_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Hodnota podniku RUDOLF JELÍNEK a.s. vypočtena modelem využívajícím ukazatel EVA, byla ke dni **8.4.2017** stanovena na **913 804 000,- Kč**.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku RUDOLF JELÍNEK a.s. jako podklad pro případného externího investora k rozhodnutí o investici. Hodnota podniku byla stanovena, čímž byl tento cíl splněn.

V teoretické části diplomové práce byla nejprve popsána teoretická východiska oceňování podniku. Byly uvedeny definice související s podnikem a podnikovým okolím, rozboru byl podroben pojem hodnota podniku. Dále byly v první kapitole definovány předpisy pro ocenění podniku a také důvody k ocenění podniku. Teoretická část této práce se mimo jiné věnovala faktorů času a rizika, podrobně byl popsán postup oceňování podniku a definovány byly jednotlivé metody oceňování podniku.

V praktické části diplomové práce byl podnik RUDOLF JELÍNEK a.s. představen, byly popsány podnikové strategické cíle a produkty společnosti. Dále byl definován relevantní trh a export společnosti.

Pomocí PEST analýzy bylo analyzováno makroprostředí. Popsány byly stěžejní politicko-legislativní, ekonomické, sociální a technologické faktory působící na podnik. Analýza mikroprostředí byla provedena pomocí Porterova modelu pěti sil a SWOT analýzy. Porterův model pěti sil analýzoval konkurenční prostředí podniku a SWOT analýza definovala slabé a silné stránky podniku a jak je schopen reagovat na příležitosti a hrozby mikrookolí.

Finanční analýza podrobila rozboru účetní výkazy společnosti za sledované období, tedy za roky 2011 – 2015. Provedena byla analýza pomocí absolutních a poměrových ukazatelů, bilančních pravidel a analýza pracovního kapitálu.

Po zpracování finanční analýzy následovalo sestavení finančního plánu pro období budoucí, konkrétně období 2016 – 2020, a to především pomocí využití metody procentního podílu na tržbách.

V závěru této práce se nachází samotné ocenění společnosti, které bylo provedeno metodou účetní hodnoty a pomocí výnosových metod, konkrétně metodou diskontu volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF) a metodou diskontu ekonomické přidané hodnoty (EVA), a to diskontováním prostřednictvím vážených průměrných nákladů (WACC).

Účetní hodnota společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. činí **656 805 000,- Kč**. Hodnota podniku byla metodou diskontu volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF ke dni **8.4.2017** stanovena na **783 575 000,- Kč**.

Rozdíl v hodnotě podniku činí 126 770 000,-Kč. Při výpočtu hodnoty podniku pomocí metody diskontu ekonomické přidané hodnoty byla hodnota ke dni **8.4.2017** stanovena na **913 804 000,- Kč**. Opět je hodnota značně vyšší v porovnání s účetní hodnotou. Konkrétně je hodnota stanovena pomocí metody diskontu ekonomické přidané hodnoty vyšší o 256 999 000,-Kč.

Seznam literatury:

- [1] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9529-1.
- [2] PEEMÖLLER, Volker H. *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. nwb, 2012. ISBN 9783482511851.
- [3] PARKER, David. *International valuation standards: a guide to the valuation of real property assets*. John Wiley, 2016. ISBN 978-111-8329-818.
- [4] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [5] INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND. *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations*. IDW-Verlag, 2009. ISBN 9783802113949.
- [6] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [7] GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [8] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [9] KISLINGEROVÁ, Eva. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9321-3.
- [10] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-861-1961-0.

- [11] www.rjelinek.cz [online]. [cit. 2017-05-01].
- [12] www.ucetnikavarna.cz [online]. [cit. 2017-05-01].
- [13] www.czso.cz [online]. [cit. 2017-05-01].
- [14] www.oecd.org [online]. [cit. 2017-05-01].
- [15] www.uvdl.cz [online]. [cit. 2017-05-01].
- [16] www.damodaran.com [online]. [cit. 2017-05-01].
- [17] www.mfcr.cz [online]. [cit. 2017-05-01].

Seznam tabulek

Tabulka 1 Sazby daně z lihu 2014 - 2016 [12].....	57
Tabulka 2 Makroekonomické ukazatele 2011-2015 [13].....	58
Tabulka 3 Pořadí zemí z hlediska konzumace alkoholu za rok 2014 [14].....	59
Tabulka 4 Spotřeba lihovin 2011-2015 [13]	59
Tabulka 5 Odhad velikosti relevantního trhu	62
Tabulka 6 SWOT matice	67
Tabulka 7 Podíl dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu	74
Tabulka 8 Podíl vlastního a cizího kapitálu.....	75
Tabulka 9 Podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku	76
Tabulka 10 Růstové pravidlo.....	77
Tabulka 11 Ukazatele rentability ve sledovaném období.....	78
Tabulka 12 Ukazatele likvidity ve sledovaném období.....	79
Tabulka 13 Ukazatele aktivity.....	79
Tabulka 14 Ukazatele zadluženosti ve sledovaném období.....	80
Tabulka 15 Pracovní kapitál ve sledovaném období	81
Tabulka 16 Ukazatele pracovního kapitálu ve sledovaném období.....	81
Tabulka 17 Z - skóre ve sledovaném období.....	82
Tabulka 18 Index IN05 ve sledovaném období.....	82
Tabulka 19 Proforma výkazu zisku a ztráty	85
Tabulka 20 Proforma rozvahy	86
Tabulka 21 Účetní hodnota.....	87
Tabulka 22 Kapitálové složky a náklady na cizí kapitál	88
Tabulka 23 Výpočet beta koeficientu	90
Tabulka 24 Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál.....	90
Tabulka 25 Výpočet FCFF	91
Tabulka 26 Dvoufázový model výpočtu hodnoty podniku dle FCFF	92
Tabulka 27 Diskontovaná EVA celkem (tis. Kč).....	93

Seznam grafů

Graf 1 Podíl tržeb tuzemsko a export 2015 [11]	63
Graf 2 Vývoj položek aktiv	69
Graf 3 Vývoj kapitálových položek	70
Graf 4 Struktura nákladů podniku ve sledovaném období	72
Graf 5 Struktura výnosů podniku ve sledovaném období	73
Graf 6 Podíl dlouhodobého majetku a dlouhodobého kapitálu	74
Graf 7 Podíl vlastního a cizího kapitálu.....	75
Graf 8 Podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku	76
Graf 9 Růstové pravidlo.....	77

