

# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s.

Valuation of the company DELONG INSTRUMENTS a. s.

## **STUDIJNÍ PROGRAM**

Řízení rozvojových projektů

## **STUDIJNÍ OBOR**

Projektové řízení inovací v podniku

## **VEDOUcí PRÁCE**

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

BARÁTHOVÁ

BARBORA

**2018**

## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Baráthová Jméno: Barbora Osobní číslo: 424029  
Fakulta/ústav: Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)  
Zadávající katedra/ústav: Oddělení ekonomických studií  
Studijní program: Řízení rozvojových projektů  
Studijní obor: Projektové řízení inovací v podniku

## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s.

Název diplomové práce anglicky:

Valuation of the company DELONG INSTRUMENTS a. s.

Pokyny pro vypracování:

Cíl práce: Cílem DP je stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s. pro externího investora

Přínos: Vlastní analytická část

Osnova: Úvod; Teoretická část - základní vymezení, postup ocenění podniku, strategická a finanční analýza, metody oceňování podniku; Praktická část - představení společnosti, analytická část, analýza stavu a potenciálu podniku, výběr metody oceňování, samotná kvantifikace hodnoty podniku; Závěr

Seznam doporučené literatury:

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 8071795291.

SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza. Praha: C.H. Beck, 2006. ISBN 8071793671.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 6. 12. 2017 Termín odevzdání diplomové práce: 4. 5. 2018

Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2019

SI  
Podpis vedoucí(ho) práce

SI  
Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

Šimon  
Podpis děkana(ky)

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

9.4. 2018

Datum převzetí zadání

Barbora

Podpis studenta(ky)

BARÁTHOVÁ, Barbora. *Stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s.* Praha: ČVUT 2018. 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 zpřístupňování 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: 3. 5. 2018

Podpis:

## **Poděkování**

Touto cestou bych ráda poděkovala doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D., vedoucí této diplomové práce. A to za její čas, odborné rady a cenné připomínky poskytnuté při vypracování této práce.

# **Abstrakt**

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s. pro externího investora s využitím vybraných výnosových metod k datu 13. 4. 2018. Teoretická část práce se zabývá vymezením základních pojmů oceňování podniku, především hodnotou a jejími kategoriemi. Dále je vymezen nutný postup pro stanovení hodnoty podniku a jeho dílčí nástroje. Praktická část diplomové práce poté vychází z uvedených teoretických poznatků, prostřednictvím provedené strategické a finanční analýzy, sestaveného finančního plánu a s využitím vybraných metod oceňování podniku, je stanovena hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

## **Klíčová slova**

Stanovení hodnoty podniku, oceňování podniku, hodnota, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, výnosové metody, metoda diskontovaných cash flow

# **Abstract**

The purpose of this thesis is to determine the value of the company DELONG INSTRUMENTS a. s., for an external investor with using selected valuation methods as of 13th April 2018. The theoretical part of the thesis deals with definitions of the basic concepts of business valuation, especially with the value of the company and its categories. In the next step the necessary process for estimating the value of the company and its parts are defined. The practical part of the thesis is based on the presented theoretical knowledge, based on strategic and financial analysis, financial plan and by using proper valuation methods, the value of the company DELONG INSTRUMENTS a. s. is estimated.

## **Key words**

Valuation of the company, bussines valuation, value, strategic analysis, financial analysis, financial plan, discounted cash flow method

# Obsah

<b>Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>1 Výchozí podmínky stanovení hodnoty podniku .....</b>	<b>7</b>
1.1 Podnik.....	7
1.2 Hodnota podniku .....	7
1.3 Důvody oceňování podniků.....	10
<b>2 Postup oceňování podniku .....</b>	<b>12</b>
<b>3 Strategická analýza .....</b>	<b>14</b>
3.1 Analýza vnějšího prostředí .....	15
3.2 Analýza vnitřního prostředí .....	19
3.3 SWOT analýza.....	20
<b>4 Finanční analýza.....</b>	<b>21</b>
4.1 Zdroje informací.....	22
4.2 Uživatelé finanční analýzy .....	22
4.3 Nástroje finanční analýzy .....	23
<b>5 Finanční plán pro účely oceňování .....</b>	<b>31</b>
<b>6 Metody stanovení hodnoty podniku .....</b>	<b>32</b>
6.1 Metody založené na výnosovém principu .....	33
6.2 Metody založené na majetkovém principu .....	36
6.3 Metody založené na tržním principu .....	37
6.4 Kombinované metody stanovení hodnoty podniku .....	39
<b>7 Stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s. ....</b>	<b>41</b>
7.1 Představení DELONG INSTRUMENTS a. s. ....	41
7.2 Strategická analýza.....	43
7.3 Finanční analýza .....	56
7.4 Finanční plán.....	78
7.5 Ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	82
<b>Závěr .....</b>	<b>90</b>
<b>Seznam použité literatury a dalších zdrojů .....</b>	<b>92</b>
<b>Seznam obrázků a tabulek.....</b>	<b>96</b>
<b>Přílohy .....</b>	<b>99</b>

# Úvod

Téma stanovení hodnoty podniků se stává v posledních letech čím dál více aktuální, neboť rostou potřeby podniky prodávat či nakupovat, dochází ke transformacím ve strukturách společností, které se rovněž slučují a mnohdy zanikají. Hodnota podniku je poté z tohoto pohledu důležitá zejména pro vlastníky, případné investory, ale také věřitele, kterými jsou různé bankovní a další finanční instituce.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. pro případného externího investora, a to k datu 13. 4. 2018. Ocenění je sestaveno pouze na základě veřejně dostupných informací, tedy bez jakýchkoliv informací poskytnutých vedením či jinými zainteresovanými osobami společnosti, jde tedy o pohled externího investora na maximální výši částky, kterou by při racionálním uvažování byl ochoten vložit do koupě podniku. Diplomová práce je strukturována na dvě hlavní části, a to na část teoretickou, a část praktickou. Teoretická část se zabývá především vymezením základních pojmů a poskytnutím zásadních informací z oblasti oceňování podniků. Nejprve je rozvedena problematika hodnoty podniku, jakožto stěžejní kámen celého ocenění, uvedeny jsou její kategorie a dále také důvody ke stanovení hodnoty. Následuje vymezení teoretického postupu pro ocenění podniku, jehož jednotlivé kroky a dílčí analýzy jsou následně podrobněji teoreticky rozvedeny. Poslední kapitola teoretické části shrnuje známé metody pro stanovení hodnoty podniku, přičemž největší pozornost je věnována metodám výnosovým, neboť právě ty jsou využity pro konečné ocenění vybrané společnosti.

Praktická část diplomové práce se v úvodu zabývá představením společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s., která působí v odvětví elektronové mikroskopie, a je jedním z předních světových výrobců v tomto oboru. Následně je vymezen relevantní trh, provedeny analýzy, které vycházejí z teoretické části, a interpretovány výsledky těchto analýz. Součástí procesu stanovení hodnoty je strategická analýza, v rámci které je zpracována PEST analýza, jež vede ke zhodnocení situace makroprostředí, a dále Porterova analýza pěti tržních sil, která slouží pro analýzu mikroprostředí. Na provedenou strategickou analýzu navazuje analýza finanční a následné sestavení finančního plánu, který je podkladem pro konečné stanovení hodnoty podniku.

V poslední fázi je provedeno stanovení hodnoty podniku, které vychází z předchozích kroků. Závěr práce poté shrnuje dosažené výsledky a další zjištěné skutečnosti, především se zabývá interpretací výsledků provedených analýz a ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.



# **TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 Východiska stanovení hodnoty podniku

Pokud se chceme zabývat stanovením hodnoty podniku je vhodné nejprve si vymezit teoretická východiska, jež jsou s touto problematikou spojena.

## 1.1 Podnik

Pojem podnik je v dostupných zdrojích definován mnoha rozdílnými způsoby, dle autora dané formulace, a odlišně na něj lze také nahlížet. Z hlediska právního pracoval s pojmem podnik do konce roku 2013 obchodní zákoník, který jej vymezoval jako „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“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1). V současné době se nabízí aktuální vymezení pojmu dle Zákona č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník § 502, kde je podnik definován pod názvem obchodní závod. „Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“

Druhým pohledem může být pohled ekonomický, kdy na podnik nahlížíme jako na zboží, se kterým lze na trhu obchodovat. Pro účely oceňování je pak také důležité definovat podnik jako funkční celek, který zhotovuje statky a služby, a který je schopný generovat výnos v současném i budoucím období a tím přinášet užitek. (Janiček, 2013, s. 375)

## 1.2 Hodnota podniku

Hlavním finančním cílem každého podniku je nepochybně maximalizace jeho hodnoty. Abychom tuto hodnotu podniku znali je třeba podnik ocenit. Oceňování podniku je v současném konkurencí nabitém světě stále rozsáhlejší disciplínou, neboť důvodů, proč tento proces absolvovat je nespočet, těm se pak tato práce věnuje na dalších stránkách. Oceňováním se zabývají různé organizace a osoby, od znaleckých ústavů, přes poradenské společnosti, investiční banky, až po majitele podniků. Požadavkem při oceňování často bývá stanovení objektivní hodnoty podniku, která však v praxi neexistuje. Hodnota je relativní pojem, který se v čase mění na základě budoucího vývoje užitků. Na hodnotu podniku působí mnoho interních a externích faktorů, rozhodně se tedy nejedná pouze o stanovení ceny majetku, jež podniku náleží. Výstupem z ocenění podniku tedy jistě není konečná cena, nýbrž hodnota, která je pokladem pro další vyjednávání. Mezi pojmy cena a hodnota je proto nutné rozlišovat. (Mařík, 2011a, s. 18-19)

Problematickou objektivnost hodnoty potvrzuje i následující úryvek, ze kterého zjevně vychází, že hodnota představuje subjektivní názor oceňovatele. „Hodnota je ve všeobecné ekonomické interpretaci veličina vyjadřující názor, je to výsledek srovnání, představ, vlastních výpočtů na obou jednajících stranách. Může mít rozpětí od pesimistického až po optimistický odhad.“ (Mlčoch, 1998, s. 23)

Při oceňování podniků je důležité rozlišovat mezi dvěma hladinami hodnoty, jedná se o hodnotu brutto a hodnotu netto. Hodnota brutto představuje hodnotu podniku vcelku, hovoříme o podniku jako o funkční podnikatelské jednotce. Do této hodnoty zahrnujeme aktiva, která jsou krytá z prostředků, jež vložili vlastníci, tak také z prostředků věřitelů. Hodnota netto naopak zobrazuje pouze ocenění pro vlastníky podniku. Je to tedy hodnota podniku poté, co jsou uspokojeni věřitelé. Zásadní rozdíl mezi těmito hladinami si zakládá na tom, zda zahrnujeme hodnotu podniku pouze pro vlastníky nebo také pro věřitele. (Krabec, 2009, s. 110; Mařík, 2011a, s. 15)

Mařík (2011a, s. 20) uvádí k hodnotě 3 obecné závěry, které vychází z jeho interpretace hodnoty a jeho názorů. Prvním závěrem je již výše uvedená skutečnost, že hodnota podniku nemůže být objektivní, neboť je odhadována z budoucnosti. Dále říká, že jelikož nejde o objektivní vlastnost, nemůžeme pro určování hodnoty stanovit algoritmus. Třetím závěrem je, že konkrétní stanovovaná hodnota závisí na účelu oceňování a osobě oceňovatele.

Pro hodnotu podniku existují následující kategorie:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexní přístup

Každá kategorie hodnoty, nebo můžeme říci druh, vychází z toho, za jakým účelem ji podniku stanovujeme, tedy z důvodů ocenění. V situacích, kdy stanovujeme hodnotu podniku pro konkrétního kupujícího či zákazníka, kterému záleží na tom, jaký bude mít z investice do podniku užitek, jde o hodnotu investiční (subjektivní). Pokud se však dostaneme do situace, kdy nejde o to určit hodnotu na základě individuálního očekávání konkrétního subjektu, je vhodné stanovit hodnotu tržní nebo objektivizovanou. (Mařík, 2011a, s. 21-22)

### **1.2.1 Tržní hodnota**

Pod pojmem tržní hodnota se skrývá nejpravděpodobnější cena, za kterou lze podnik prodat na trhu. Mezinárodní oceňovací standardy definují tržní hodnotu takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi

*samostatnými a nezávisými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*" (International Valuation Standards, 2017, s. 18)

Na základě uvedené definice je tedy tržní hodnota v podstatě tržní cenou, kterou by vlastník dostal za prodej podniku, či prodej podílu na vlastním kapitálu. Na takovém trhu obchoduje více prodejců a více nákupčích, a tudíž jsou zde vhodné podmínky pro tvorbu tržní ceny. Jinými slovy tato hodnota je odhadnutá cena podniku, která nám říká, jaké je tržní ocenění podniku. Podkladem pro odhad tržní hodnoty je analýza trhu. (Mařík, 2011a, s. 22-24)

### **1.2.2 Subjektivní hodnota**

International Valuation Standards citují subjektivní hodnotu jako hodnotu investiční, a to takto: *„Investment Value, or Worth. The value of property to a particular investor, or a class of investors, for identified investment objectives. This subjective concept relates specific property to a specific investor, group of investors, or entity with identifiable investment objectives and/or criteria. The investment value, or worth, of a property asset may be higher or lower than Market Value of the property asset. The term investment value, or worth, should not be confused with the Market Value of an investment property.*" (International Valuation Standards, 2017, s. 110)

Investiční hodnota je dle výše uvedeného hodnotou majetku pro stanovené investiční cíle. Jedná se o hodnotu z pohledu konkrétního investora nebo skupiny investorů. Oproti tržní hodnotě není tato hodnota výsledkem působení trhu, ale je určena právě individuálním názorem kupujícího. Z tohoto důvodu jí nazýváme jako hodnotu subjektivní, neboť závisí na onom konkrétním subjektu. (Mařík, 2011a, s. 26-27)

### **1.2.3 Objektivizovaná hodnota**

Pojem objektivizovaná hodnota byl zaveden v souvislosti s objektivní hodnotou, kterou, jak již bylo uvedeno výše, nelze určit. Kislingerová (2001, s. 11) uvádí pojem objektivizovaná hodnota podniku, jako výslednou cenu, za kterou podnik prodáváme. Tato cena či hodnota je ovlivněna celou řadou dalších faktorů. Jedná se o faktory psychologické a časové, dále ji ovlivňují dovednosti při vyjednávání o ceně a další vztahy mezi prodávajícím a kupujícím.

Podle Maříka (2011a, s. 27), který rovněž uvádí, že objektivní hodnota podniku neexistuje, se na základě profesionálních odhadců hodnoty začala užívat tzv. objektivizovaná hodnota. Výše uvedená subjektivní hodnota, která je pohledem investora na hodnotu majetku podniku, nepřináší odhadcům hodnoty prostor k práci, proto se zabývají hodnotou objektivizovanou. Smyslem objektivizované hodnoty je

určit hodnotu podniku, a to v co největší míře s ohledem na všeobecně uznávaná data, tak by se hodnota měla co nejvíce přiblížit skutečnosti. Při stanovování této hodnoty by rovněž měly být dodrženy určité zásady, jakými jsou například:

- Udržení substance podniku – vyžaduje se, aby bylo z podniku vybráno pouze tolik peněžních prostředků, které neohrozí jeho substanci, kterou myslíme majetkovou podstatu.
- Volný zisk – ocenění podniku se zakládá na volném zisku, kterým je takový zisk, jež může být vybrán bez ohrožení majetkové podstaty podniku.
- Nepotřebný majetek – výnosové ocenění by mělo být prováděno na základě provozně nezbytného majetku. Ostatní tzv. nepotřebný majetek se oceňuje samostatně.
- Změny v podniku – kdy při stanovování hodnoty je třeba vycházet z aktuálního konceptu podnikání. Ze stavu podniku, takového, jaký je v okamžiku oceňování.
- Metoda, management a zdanění – dále by měla být jednoznačně stanovena metoda pro ocenění podniku, předpokládá se setrvání současného managementu a doporučuje se zohlednit daně na úrovni vlastníka.

#### **1.2.4 Komplexní přístup**

Pro hodnotu podniku se uvádí též komplexní přístup na základě tzv. kolínské školy. Ten se vyznačuje subjektivním postojem a říká, že nemá smysl oceňování uzpůsobovat konkrétním podnětům, které nás k ocenění vedou. Vhodné je však pracovat s obecnými funkcemi, jaké pro uživatele výsledků ocenění má. Mezi rozeznávané funkce patří: poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Nejpodstatnější je poté především funkce poradenská, jejímž účelem je poskytnutí informací o maximální a minimální ceně. V tom smyslu, že maximální cena je taková, kterou může kupující ještě zaplatit a nákup pro něj nebude ztrátový. Minimální cena je pak cena, kterou přijímá prodávající, tak aby na prodeji neprodělal. Tento přístup k oceňování podniků je uznáván zejména v Německu. (Mařík, 2011a, s. 30-32)

### **1.3 Důvody oceňování podniků**

Důvodů pro ocenění podniku tedy pro stanovení jeho hodnoty je celá řada, dle Dluhošové (2006, s. 146) vyvolávají potřebu ocenit podnik různé podněty, kterými jsou nejčastěji prodej či koupě podniku nebo jeho části. Dalšími důvody mohou být: uvedení podniku na burzu, změna základního kapitálu, pojištění podniku, poskytnutí úvěru, dále se nabízí ocenění z důvodu restrukturalizace, likvidace, emise akcií, ocenění za účelem splacení daní atp.

Mařík (1996, s. 9) dále dodává, že je nezbytné uvědomit si, jak rozmanité podněty souvisí s rozdílným zadáním pro oceňovatele. Tyto rozdíly jsou důvodem, proč pro oceňování podniků využíváme různé metody a dosahujeme různorodých výsledků. Podle něj je úkolem oceňování podniku zjistit odpověď na dvě stěžejní otázky. První z nich se týká tržního ocenění a ptá se tedy na to, kolik za podnik na trhu dostaneme od běžného zájemce. Druhá otázka je zaměřena na konkrétního kupujícího, a jakou hodnotu pro něj podnik má.

Důvody pro stanovení hodnoty tak na základě výše uvedeného můžeme rozdělit na důvody související se změnou vlastnictví, a důvody, které se změnou vlastnictví nesouvisí.

## 2 Postup oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku, není lehkým úkolem, jedná se o proces, který se skládá z mnoha dílčích podprocesů a úkolů. Přestože se autoři uchylují k takřka shodnému nástínu postupu pro ocenění podniku, jeho postup není možné přesně vymezit. Jak bylo uvedeno v první kapitole, každé jednotlivé ocenění podniku je specifické, neboť je prováděno z široké množiny důvodů (viz. kapitola 1.3). Úvodní fází by mělo být formulování či vyjasnění důvodu a cíle ocenění. Od tohoto se pak také odvíjí výběr vhodné metody pro stanovení hodnoty.

V prvním kroku je třeba na základě nasbíraných dat zpracovat strategickou a finanční analýzu daného podniku, které jsou podkladem pro posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu vůči konkurenci, a také odhalí jakou má podnik schopnost tvořit hodnotu a dlouhodobě ekonomicky prosperovat. (Kislíngerová, 2001, s. 25) Důležitá je kvalita ocenění, proto je třeba využívat relevantní informace nejen z vnitřního prostředí podniku, ale také z prostředí vnějšího, ve kterém podnik realizuje svou činnost. Součástí procesu stanovení hodnoty podniku jsou rovněž další analýzy a v neposlední řadě sestavení finančního plánu. Dále se přistupuje k volbě metody ocenění, která je v daném případě pro stanovení hodnoty nejvhodnější, a následně k samotnému procesu ocenění. (Mařík, 2011a, s. 36)

Mařík (2011a, s. 53) pro stanovení hodnoty podniku doporučuje následující obecný postup, ke kterému však dodává, že je potřeba jej modifikovat na základě konkrétního důvodu stanovení hodnoty, kategorie hodnoty, zpracovávaných dat, a především také zvolené metody oceňování.

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
  - a. Strategická analýza
  - b. Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
  - c. Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
  - d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
  - e. Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
  - a. Volba metody
  - b. Ocenění podle zvolených metod
  - c. Souhrnné ocenění

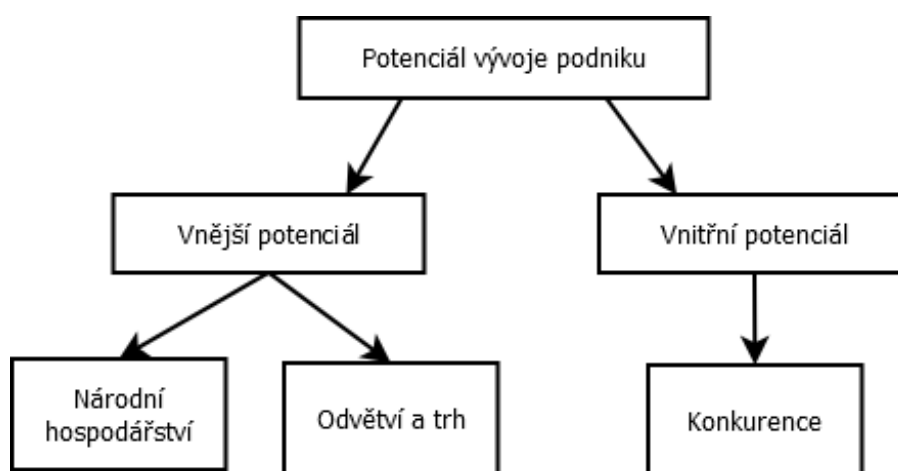
Jak již bylo uvedeno v předchozím textu, nutností při oceňování podniku je provedení strategické a finanční analýzy daného podniku. Avšak finanční analýza může být modifikována, tak aby co nejlépe vyhovovala následné metodě ocenění podniku. Další analýzy se poté zabývají rozdělením aktiv na provozně nutná a nenutná. Tuto analýzu provádíme, pokud máme dostatečné informace a v případech, kdy podnik oceňujeme likvidační hodnotou podniku. Při likvidaci podniku totiž všechna aktiva považujeme za provozně nepotřebná. Prognózu a analýzu generátorů hodnoty je třeba provádět v případech, kdy předpokládáme další pokračování existence podniku. Navazujícím krokem je sestavení finančního plánu, jež je třeba vypracovat v případě, že budeme využívat některou z výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku. Tento krok tedy rozhodně bude součástí praktické části této diplomové práce. Posledním krokem už je jen samotné ocenění, kdy by měla být nejprve vždy uvedena vybraná metoda pro stanovení hodnoty podniku, a také zdůvodněn její výběr. (Mařík, 2011a, s. 53-54)



### 3 Strategická analýza

Strategická analýza je považována za podstatný prvek strategického řízení podniku. Jedná se o analýzu, jež je podkladem pro volbu správné podnikové strategie, tedy takové strategie, která podniku přináší konkurenční výhody a schopnost trvale zajišťovat růst hodnoty. Na konkrétní strategii, která se skládá z dílčích cílů, působí mnoho faktorů, a úkolem strategické analýzy je tyto faktory identifikovat, podrobit analýze a ohodnotit. V rámci strategické analýzy jde tedy o to, identifikovat vztahy mezi podnikem a jeho okolím, a to s cílem předpovědět budoucí trend vývoje prostředí na základě současných dat, což je klíčovým krokem pro stanovení hodnoty podniku. (Zamazalová, 2010, s. 15-16)

Funkcí strategické analýzy pro stanovení hodnoty podniku se v širokém rozsahu zabývá Mařík (2011a, s. 56), který říká, že jejím stěžejním úkolem je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného subjektu. Podnik disponuje vnějším a vnitřním potenciálem, na nichž je právě celkový výnosový potenciál závislý. Vnější potenciál představují šance a rizika, jež přináší podnikatelské prostředí okolo podniku. Vnitřní potenciál pak zahrnuje souhrn silných a slabých stránek podniku a soustředí se na výhody podniku oproti konkurenci. Schéma výnosového potenciálu podniku zobrazuje obrázek 1.



Obrázek 1: Potenciál vývoje podniku; zdroj: Mařík (2011a, s. 56)

Strategická analýza by poté měla poskytovat odpovědi na otázky týkající se vyhlídek podniku do budoucnosti, a to především z dlouhodobého hlediska. Tím se myslí zhodnocení, zda je podnik finančně zdravý, nemocný či je akutně ohrožena jeho životnost. Na základě tohoto zhodnocení je poté zpracována odpověď na otázku týkající se trendu vývoje tržeb, trhu a konkurence v budoucnosti. Poslední otázka se týká rizik, která vyplývají z existence podniku v konkurenčním prostředí, závislosti podniku na trhu a jeho poptávce atp. (Mařík, 2011a, s. 57-58)

Obecně pro strategickou analýzu určujeme dvě oblasti, na které je orientována. Jde o rozdělení na analýzu vnějšího prostředí a analýzu vnitřního prostředí. Toto rozdělení nám říká, zda provádíme analýzu podnikového okolí, či analyzujeme samotný podnik. Důležité je propojení obou těchto částí, neboť právě ty nám dávají podklad pro analýzu silných a slabých stránek podniku, příležitostí a hrozeb, tedy umožňují propojit výsledky dílčích analýz v analýzu SWOT. (Sedláčková, 2006, s. 10)

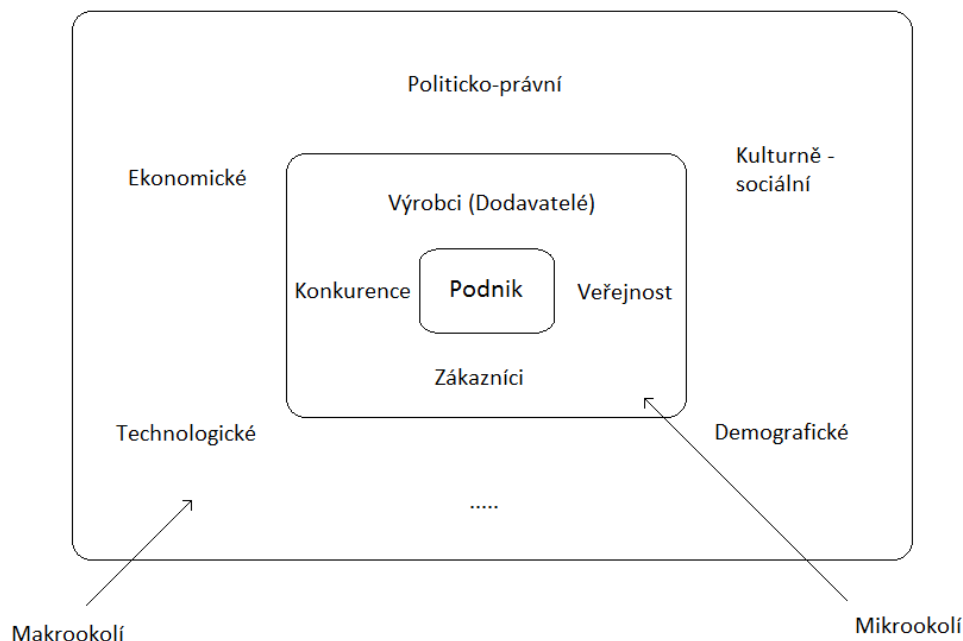
Pokud chceme strategickou analýzu zpracovávat na základě Maříka (2011a, s. 58), je její možný postup následný:

1. Vymezení relevantního trhu, jež je pro daný podnik příslušný, analýza a prognóza tohoto trhu, což dohromady dává analýzu vnějšího potenciálu podniku.
2. Analyzování konkurence na trhu a vnitřního potenciálu oceňovaného podniku. Tento krok zahrnuje stanovení tržního podílu oceňovaného podniku za stanovené období, identifikování konkurentů, provedení analýzy vnitřního potenciálu a stanovení prognózy tržních podílů.
3. Prognóza budoucích tržeb podniku, která vychází z dvou předchozích kroků, a také z analýzy časových řad tržeb a jejich výsledků.

### **3.1 Analýza vnějšího prostředí**

*„Podnik není izolován, ale je obklopen vnějším světem, okolím.“* (Synek, Kislíngerová, 2010, s. 15) Analýza vnějšího prostředí je část strategické analýzy, jež se zaměřuje právě na faktory, které na podnik působí z okolního, vnějšího prostředí a ovlivňují jeho strategickou pozici. Mallaya (2007, s. 40) uvádí, že při monitorování okolí podniku odhalujeme pro konkrétní podnik jeho příležitosti a hrozby. Toto vnější prostředí podniku můžeme dle Zamazalové (2009, s. 48) dělit na makro a mikro okolí, jak zobrazuje také obrázek 2.

Vliv, který má vnější prostředí na podnik je velice silný, a podniky jej můžou jen stěží ovlivňovat. Jejich schopnost ovlivňování působících faktorů je v tomto ohledu spíše omezená a závislá na velikosti a postavení podniku vůči jeho okolí. Zároveň jde také o to, jak moc vzdálený od podniku je faktor, jež chceme ovlivnit. Faktory, které jsou blíže, jako například dodavatelé, může podnik ovlivnit lépe a snadněji než faktory vzdálené, pod kterými si lze představit třeba rozhodnutí vlády. (Synek, Kislíngerová, 2010, s. 15)



Obrázek 2: Vnější prostředí společnosti; zdroj: Zamazalová (2009, s. 48)

### 3.1.1 Makroprostředí

Makroprostředí nebo také makrookolí, v němž se podniky pohybují a realizují svou činnost, je tvořeno řadou vnějších faktorů, které se neustále vyvíjejí, a proto toto prostředí nemůžeme nazývat statickým. V posledních letech se mění dokonce velmi dynamicky a turbulentně. Neustálý vývoj makroprostředí ovlivňuje výkonnost podniků. (Zamazalová, 2009, s. 48)

Podniky se tedy snaží na zmíněné turbulentní změny reagovat a schopně se s nimi vyrovnávat. Jejich reakce na tyto změny vnějších sil udávají celkovou úspěšnost podniku. Jednotlivé faktory, které tvoří rámec makroprostředí, můžeme strukturovat a konkrétně vymežit jako: geografické, sociální, politické a právní, technologické, ekologické, ekonomické a kulturní prvky. Nejčastěji užívaným nástrojem pro analýzu tohoto prostředí je tzv. PEST analýza. (Synek, Kislíngrová, 2010, s. 15)

#### 3.1.1.1 PEST analýza

Tato analýza makroprostředí zkoumá čtyři oblasti faktorů externího prostředí, jejichž počáteční písmena dávají dohromady akronym slova PEST. Jde o faktory politické, ekonomické, sociální a technologické. Za politické faktory jsou považovány zásahy vlády, jako jsou různá opatření a regulace. Jde například o zákony v oblasti ochrany životního prostředí a také zaměstnanců firem, regulace monopolů, importu a exportu. A další politické aktivity ovlivňující makroprostředí, především z hlediska ekonomiky, kdy jde například o daňovou politiku státu. Jako ekonomické faktory uvažujeme především makroekonomické podmínky, které vychází ze stavu ekonomiky a ekonomického vývoje, kde můžeme hovořit o vývoji hrubého domácího produktu.

Dále jde také o faktory jako jsou inflace, měnový kurz, nezaměstnanost a úrokové míry reagující na monetární politiku centrální banky. Růst ekonomiky ovlivňuje investiční aktivity firem, strukturu kapitálu podniku, a také konkurenceschopnost podniku při obchodování v rámci zahraničí. Faktory sociální pokrývají oblast sociálních, kulturních a také demografických prvků makroprostředí. Z hlediska strategické analýzy sledujeme například vliv stárnutí populace, změn životního stylu na poptávku po produktech firmy. Jako technologické faktory bereme v úvahu činnosti spojené s technologickými změnami, trendy a inovace v oblasti technologií, vládní podporu vývoje výzkumu a inovací. Změny v oblasti technologií jsou v posledních letech velmi časté, a právě jejich předvídání může být pro podniky klíčovým krokem k úspěchu. (JKK Ho, 2014, s. 6478-6481)

Z pohledu Sedláčkové (2006, s. 16-19) jednotlivé faktory v rámci dané skupiny faktorů ovlivňují podnik rozdílnou mírou. V závislosti na odvětví, ve kterém podnik realizuje svou činnost, mají různou váhu též jednotlivé skupiny faktorů. Důležité je proto, aby podnik nevytvořil pouze seznam faktorů, které mohou ovlivnit jeho činnost na trhu. Ale s PEST analýzou dále pracoval, a identifikoval faktory velmi významné a méně významné, a dále také dopady těchto faktorů na činnost podniku v budoucnosti.

Čtyři výše uvedené skupiny faktorů mohou být dle některých autorů rozšířeny o faktory environmentální a legislativní, poté se analýza makroprostředí nazývá PESTLE analýza. (Sedláčková, 2006, s. 16)

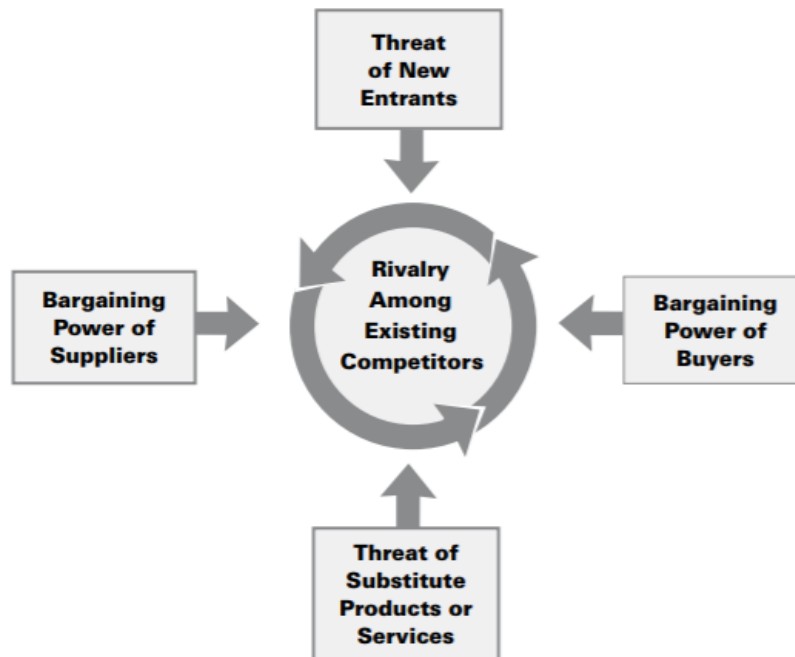
### **3.1.2 Mikroprostředí**

Mikroprostředí je představováno především konkrétním odvětvím, ve kterém podnik podniká, a dále pak konkurencí v tomto odvětví. Jak již víme z předchozího textu, jedná se o okolí podniku, které podnik může ovlivnit podstatně lépe než makroprostředí, aby ale tento krok mohl subjekt podniknout je třeba mikroprostředí analyzovat. Sedláčková (2006, s. 30) uvádí, že vymezení konkrétního odvětví, do kterého podnik spadá, je v současné době stále obtížnějším úkolem. A to z důvodu, že členění odvětví se s příchodem nových přístupů a technologií neustále mění, a také proto, že podniky nabízejí velmi široký sortiment svých produktů. Při analyzování mikroprostředí pak využíváme tzv. analýzu odvětví. Známým nástrojem v této oblasti je Porterův model pěti konkurenčních sil. (Sedláčková, 2006, s. 47)

Kislingerová (2001, s. 32-38) strukturuje analýzu mikroprostředí na dva základní okruhy. Jde o identifikaci charakteristických znaků odvětví, kam patří zanalyzování bariér pro vstup do odvětví, analýza citlivosti na výkyvy hospodářského cyklu, a podstatnou součástí je též analýza struktury odvětví čili analýza konkurenčních sil. Druhým okruhem je pak prognóza vývoje tohoto odvětví.

### 3.1.2.1 Porterův model pěti tržních sil

Model, se kterým přišel M. Porter, analyzuje pět tržních sil, jež formují konkurenční prostředí, ovlivňují strategickou pozici a podmiňují úspěšnost podniku. Odvětví, v němž podnik působí, je tvořeno konkurenčními silami, které jsou v modelu identifikovány, tak jak zobrazuje obrázek 3. Podniky se snaží tyto síly rozpoznat a vyhodnotit, které jsou pro něj důležité z hlediska budoucí existence a které z těchto sil může ovlivnit ve svůj prospěch. (Porter, 1994, s. 3-4)



Obrázek 3: Pět sil formujících konkurenční prostředí; zdroj: Porter (2008, s. 27)

Konkurenčními silami jsou stávající konkurenti a rivalita mezi nimi, vyjednávací schopnosti dodavatelů a zákazníků (odběratelů), hrozba vstupu nových konkurentů a hrozba substitučních produktů či služeb.

Rivalita mezi současnými konkurenty je dána neustálým soupeřením o získání výhodnější konkurenční či tržní pozice. Podniky pracují se svou strategií v závislosti na chování konkurentů v odvětví, k tomu využívají různé typy nástrojů, ať už jde o cenovou nebo nákladovou konkurenci, reklamní kampaně, poskytování lepších služeb, či záruky. Intenzita rivality v odvětví se pohybuje s počtem konkurentů a jejich velikostí, v závislosti na rychlosti růstu odvětví, fixních nákladech, roste s vyššími bariérami pro výstup z odvětví či při nedostatečné diferenciaci produktů. (Porter, 2008, s. 32)

V odvětví existuje potenciál pro vstup či vznik nové konkurence, která jsou pro stávající podniky hrozbou. Noví konkurenti přinášejí do odvětví kapacitu, zdroje a snaží se získat tržní podíl, jejich vstup může vytvářet tlak na snižování cen, vést k růstu nákladů a tím snižovat zisky podniků. Hrozba vstupu nových firem je však odvislá od existujících bariér vstupu do odvětví. Těmi jsou úspory z rozsahu, kapitálové či investiční

požadavky, diferenciaci produktu, přechodové náklady, přístup k vhodným distribučním kanálům, ale také regulace ze strany státu. Pokud jsou tyto bariéry nízké, existuje velký předpoklad pro vstup nových konkurentů. (Porter, 1994, s. 7-13)

Další konkurenční sílu v odvětví tvoří dodavatelé. Ti mohou ovlivňovat odvětví omezováním ziskovosti, a to například prostřednictvím zvyšování cen dodávaných produktů nebo snižováním kvality či omezováním svých služeb. Rozhodující je poté jejich vyjednávací síla, která může být určována například počtem dodavatelů, existencí substitučních produktů dodavatelů a také důležitostí poskytovaných vstupů pro odběratele. (Porter, 2008, s. 29)

Tak jako u dodavatelů i pro odběratele či zákazníky je v rámci odvětví důležitá jejich vyjednávací síla. Odběratelé mohou negativně působit na jeho ziskovost, a to prostřednictvím vyvíjení tlaku na snižování cen, požadováním vyšší kvality statků nebo lepších či bonusových služeb. Vyjednávací síla je určována počtem odběratelů a jejich koncentrací, významností nákupů, diferenciací produktu, nebo například také informovaností zákazníků či hrozbou zpětné integrace. (Porter, 2008, s. 30-31)

Substituty jsou podobné produkty nebo produkty, které mají srovnatelnou funkčnost. V rámci konkurenčního prostředí se podniky snaží identifikovat a sledovat substituty svých produktů a následně je eliminovat, neboť právě takové produkty mohou ve výsledku snižovat jejich zisk. Jedná se o hrozbu, která se stává významnou, pokud je konkurenční produkt cenově či kvalitativně výhodnější a přechodové náklady zákazníků jsou minimální. (Porter, 1994, s. 23-25)

## **3.2 Analýza vnitřního prostředí**

Pro formulování podnikové strategie je nutné znát, jaké jsou zdroje, kterými podnik disponuje, a jaké jsou schopnosti k využívání těchto zdrojů za účelem dosažení stanovených strategických cílů. Analýza vnitřního prostředí slouží ke zhodnocení současné pozice podniku s cílem odhalit jeho silné a slabé stránky. Správně provedená analýza interního prostředí, jakožto analýza zdrojů a schopností, je východiskem pro stanovení specifických předností podniku. Tyto specifické přednosti umožňují podniku získat konkurenční výhody a dosáhnout vyšších zisků. (Dedouchová, 2001, s. 29; Sedláčková, 2006, s. 11)

Mallaya (2007, s. 53) uvádí, že hlavním úkolem analýzy vnitřního prostředí je zjistit, jaké jsou přednosti analyzovaného podniku a v čem naopak příliš nevykazuje, tedy silné a slabé stránky. K tomu je nezbytné provést analýzu vnitřních faktorů podniku, jež determinují jeho strategickou způsobilost. Těmi jsou například marketingové faktory, produkty, distribuční kanály, výrobní faktory, lidské a finanční zdroje.

Průběh analýzy vnitřního prostředí je poté realizován ve třech krocích. Podstatné je nejprve identifikovat zdroje, kterými podnik disponuje a provést jejich analýzu, na základě zdrojů a jejich využití je poté budována strategická konkurenční výhoda. Hodnocení těchto zdrojů je však velmi obtížné, jeho podstatou je vymezení potenciálu zdrojů podniku, což zahrnuje identifikaci existujících zdrojů, zhodnocení jejich kvality a unikátnosti či nenapodobitelnosti zdrojů konkurencí. V tomto bodě se však podnik nesmí omezit na pouhé konstatování a vytvoření seznamu zdrojů, je třeba dále se zajímat i o jejich využití a vzájemné vazby. V druhém kroku jsou poté analyzovány schopnosti podniku, kdy se jedná o schopnosti využívání identifikovaných zdrojů podniku. Důležitá je sladěnost mezi zdroji a schopnostmi k jejich využívání, protože zdroje, které podnik neumí naplno využít, ztrácejí svůj význam. Schopnosti podniku využívat disponibilní zdroje jsou měřitelné prostřednictvím celé řady ukazatelů, mimo jiné také ukazateli finanční analýzy, která je komplexním nástrojem pro hodnocení finanční situace podniku. Z hlediska analýzy zdrojů je specifickým a nejčastěji využívaným nástrojem, avšak jedná se pouze o jednu z jejích součástí. Právě to, s jakou mírou využití nebo s jakou rentabilitou jsou zdroje využívány, představuje schopnosti podniku. (Sedláčková, 2006, s. 79-81)

K vymezení schopností podniku je dále využíváno mnohem více nástrojů, mezi které patří hodnototvorný řetězec podniku nebo analýza produktového portfolia prostřednictvím matice BCG. Obecně je však analýza vnitřního prostředí proveditelná kvalitně pouze v případě, že provádíme strategickou analýzu podniku interním způsobem, tedy, že je prováděna interními subjekty daného podniku. Pro účely sestavení SWOT analýzy je nepostradatelná, neboť je třeba aby doplnila příležitosti a hrozby podniku identifikované v rámci analýzy externího prostředí, o silné a slabé stránky.

### **3.3 SWOT analýza**

SWOT analýza neboli analýza silných a slabých stránek podniku, které porovnává s příležitostmi a hrozbami, je další součástí strategické analýzy podniku. Tato analýza spojuje a dále pracuje s výsledky předchozích analýz, tedy s výsledky, jež vycházejí z analýzy vnějšího a z analýzy vnitřního prostředí. Tak jak uvádí též Sedláčková (2006, s. 11): „*Výsledky analýzy okolí a analýzy vnitřních zdrojů a schopností představují východiska pro syntézu směřující k určení konkurenční výhody a vymezení konkurenční pozice podniku jako východiska pro strategii.*“

Na základě předchozího úryvku tedy lze říci, že jde o vrcholnou součást strategické analýzy, která je zaměřená na charakterizování nejvýznamnějších faktorů, jež ovlivňují strategickou pozici podniku. Konfrontuje mezi sebou vnitřní zdroje a schopnosti, kterými podnik disponuje, se změnami v okolním prostředí. Cílem provedení této analýzy je tedy rozvíjení silných stránek podniku a útlum stránek slabých, neméně podstatná je také připravenost podniku reagovat na příležitosti a hrozby, které mohou vzejít z vnějšího prostředí.

## 4 Finanční analýza

Finanční analýza představuje soubor činností, které mají za cíl systematicky analyzovat získaná data, která pochází především z účetních výkazů podniku. Hlavním smyslem této analýzy je komplexní posouzení finanční situace analyzovaného podniku a příprava podkladů pro rozhodnutí o jeho dalším fungování. (Růčková, 2015, s. 9) Z hlediska oceňování má pak finanční analýza podstatnou funkci právě v poskytnutí informací o finančním zdraví (situaci) podniku, přičemž se jedná o poskytnutí informací ohledně stavu podniku v okamžiku ocenění a o výhledu do budoucnosti. Tato analýza je jedním z hlavních nástrojů, směřujícím k vhodnému finančnímu řízení podniku. Cílem není pouze komplexní vyhodnocení finančního zdraví, ale také odhalení slabých stránek, jež by se mohly přeměnit v hrozby. (Kislingerová, 2001, s. 39)

Mařík (2011a, s. 96) dále doplňuje, že kromě posouzení finančního zdraví analyzovaného podniku, má finanční analýza pro účely stanovení hodnoty ještě druhou velice zásadní funkci, kterou je vytvoření základu pro finanční plán, na jehož podkladu je provedeno ocenění výnosovou metodou.

Není třeba uvádět konkrétní definici finanční analýzy, neboť všechny shrnují, tak jak je uvedeno též v předchozím textu, že jde o komplex stanovených činností, jejichž cílem je vyobrazení finančního zdraví analyzovaného podniku a předpověď jeho budoucího vývoje. Důležitá je též interpretace zjištěných výsledků, zejména pro prezentaci vedení podniku a potenciálním investorům.

Z pohledu toho, kdo finanční analýzu provádí, ji rozdělujeme na externí a interní. Externí finanční analýza je zpracovávána vnějšími subjekty, a to na základě finančních a účetních informací, které jsou veřejně dostupné. Jedná se tak pouze o rozvahu, výkaz zisků a ztrát a výkaz cashflow. Interní analýzu pak vypracovávají subjekty z interního prostředí firmy, kterými jsou například finanční manažeři či vedení společnosti. Takto zhotovená finanční analýza shrnuje všechny informace z finančního, manažerského a vnitropodnikového účetnictví, pracuje s kalkulacemi a podnikovými plány. (Grünwald, Holečková, 2006, s. 22)

U finanční analýzy však není rozdíl pouze v objemu využívaných informací, ale také v časovém rozsahu zpracovávaných dat. Z hlediska provedení finanční analýzy, která bude v této diplomové práci sloužit jako podklad pro samotné stanovení hodnoty vybrané společnosti, půjde o externí finanční analýzu.



## 4.1 Zdroje informací

Zdroje, které při realizaci finanční analýzy využíváme, jsou především z interního prostředí podniku, ty však doplňujeme o zdroje externí. Dále můžeme tyto využívané zdroje dělit jak na zdroje finanční, tak na zdroje nefinanční. Základním pramenem informací pro finanční analýzu jsou, jak říká Kislingerová (2005, s. 1-2), výroční zprávy, a v případě, že společnost výroční zprávy nezveřejňuje, finanční výkazy.

Dle Grünwalda a Holečkové (2006, s.7-11) zpracováváme při finanční analýze především informace z finančního účetnictví, konkrétně jsou to z účetní závěrky: rozvaha, výkaz zisků a ztrát a příloha k účetní závěrce. Rozvaha podává informace o majetku podniku a zdrojích, kterými je tento majetek financován, jedná se o stav aktiv a pasiv ke stanovenému datu. Výkaz zisků a ztrát pak uvádí, jakým způsobem podnik se svým majetkem pracuje, tedy hospodaří. Můžeme říci, že tato tzv. výsledovka podává informace o tom, jak je hospodářský výsledek za běžné období ovlivněn výnosy a náklady podniku.

## 4.2 Uživatelé finanční analýzy

Finanční analýza může být využívána téměř neohrazenou množinou různých subjektů (Kalouda, 2015, s. 52). Poskytuje informace o finančním stavu podniku, které jsou v zájmu mnoha skupin interních i externích uživatelů. Pokud tyto uživatele specifikujeme konkrétně, tak jde především o manažery, investory, banky a další věřitele, obchodní partnery, konkurenty, zaměstnance a také státní orgány. (Grünwald, 2008, s. 22)

Manažerům slouží informace, jež poskytuje finanční účetnictví a také finanční analýza, především k finančnímu řízení podniku, a to ať k řízení krátkodobému, tak dlouhodobému. Na základě poznatků, které jim finanční ukazatele a kvalitně zpracovaná finanční analýza přináší, jsou schopni efektivně rozhodovat o získávání finančních zdrojů, o struktuře kapitálu a majetku podniku, o rozdělení či zadržení vygenerovaného zisku a například také o alokaci volných finančních prostředků. Neméně podstatnou funkcí je též odhalení silných a slabých stránek, které stávající finanční hospodaření podniku ukrývá. Tato analýza je pak podkladem pro stanovení vhodného podnikatelského záměru a finančního plánu pro další období. (Grünwald, 2008, s. 22)

Druhou skupinou interních uživatelů jsou zaměstnanci, kteří by měli mít zájem o stabilitu, prosperitu a efektivitu podniku, jakožto jejich zaměstnavatele. Jejich hlavním zájmem nejsou jako u manažerů hospodářské výsledky podniku, nýbrž dlouhodobé zachování pracovních pozic, odpovídající mzdové ohodnocení a příznivé sociální podmínky. (Grünwald, 2008, s. 25)

Investoři, kterými jsou myšleni akcionáři a ostatní investoři jako například společníci, od nichž do podniku plyne potřebný kapitál, se zajímají o hospodaření podniku ze dvou hlavních hledisek nebo můžeme říci důvodů. Prvním z nich je hledisko investiční, kdy se potenciální investoři na základě výsledků finanční analýzy rozhodují o umístění svých volných prostředků. Každý investor se snaží pracovat s optimálním portfoliem cenných papírů, jež bude splňovat jím požadovanou rizikovost, rentabilitu vložených prostředků, likviditu a podobně. Proto je třeba aby se soustředil na vhodnost investic z hlediska jejich výnosnosti a míry rizika. Z kontrolního hlediska jde poté o hodnocení toho, jak podnik zastoupený manažery, hospodaří s kapitálem, jež do něj investoři vložili. Investorům pak jde především o stabilitu a likviditu podniku, a zisk, od něhož se odvíjí výše vyplácených dividend. Zajímají se též o perspektivu podniku v budoucnosti, a způsob jejího zajišťování manažery. (Grünwald, 2008, s. 23)

Dalšími uživateli jsou banky a jiní věřitelé, kteří posuzují bonitu možných budoucích klientů a též schopnost dlužníků splácet závazky, tedy poskytnuté úvěry a jiné půjčky. Zpravidla je pro banky a jiné věřitele důležitá ziskovost podniku a rentabilita, jež jsou stěžejními ukazateli toho, zda bude podnik schopen dostát svým splatným závazkům. Podle informací získaných z finanční analýzy se poté rozhodují o přidělení úvěru a jeho konkrétních podmínkách. (Grünwald, 2008, s. 23-24)

Obchodní partneři, kterými jsou odběratelé a dodavatelé, mají zájem na finanční situaci podniku zejména z hlediska schopnosti úhrady splatných závazků a celkové existenční stability. Zájmem dodavatelů je především likvidita a solventnost, zpravidla se zajímají především o krátkodobou prosperitu podniku. Odběratele pak zajímá především existence podniku z dlouhodobého hlediska, neboť na specifických dodávkách může být závislá jejich vlastní výroba. (Grünwald, 2008, s. 24)

Konkurenti srovnávají své výsledky hospodaření a informace, jež plynou z finanční analýzy, s konkurenčními podniky v rámci odvětví, nebo s celkovým odvětvím. Důležitými ukazateli jsou pro ně především tržby, ziskové marže, rentabilita, investiční aktivity, hodnota zásob a rychlost jejich obratu. (Grünwald, 2008, s. 24)

Státní orgány využívají tyto informace a výstupy z finanční analýzy pro potřeby statistiky, a především kontrolu vykonávání daňových povinností. Dále také pro nutnost kontroly podniků s dotační podporou, podniků s účastí státu na jeho majetku, nebo podniků, které se účastní veřejných zakázek. (Grünwald, 2008, s. 25)

### **4.3 Nástroje finanční analýzy**

Finanční analýza, jakožto souhrnný nástroj hodnocení finančního zdraví podniku, pracuje s několika skupinami nástrojů či ukazatelů. Jde o ukazatele absolutní, poměrové, rozdílové, a dále také ukazatel ekonomické přidané hodnoty.

## **4.3.1 Analýza absolutních ukazatelů**

### **4.3.1.1 Horizontální a vertikální analýza**

Úvodním krokem každé finanční analýzy je horizontální a vertikální rozbor údajů, které poskytují účetní výkazy. Horizontální analýza, analýza v řádcích nebo analýza vývojových trendů je finančně-analytickou technikou, jejímž účelem je zhodnocení vývoje jednotlivých položek účetních výkazů v čase. (Kalouda, 2015, s. 56) Říká tedy, jak se mění daná položka v průběhu zkoumaných období, a to rozdílově a podílově. Rozdíl mezi položkami v jednotlivých letech nám udává absolutní změnu, zatímco podílově provedená horizontální analýza ukazuje, jaká je relativní změna položky v procentech. Jedná se o nejčastěji využívanou a nejjednodušší metodu, která poskytuje obraz o hospodářské situaci podniku a trendech jeho vývoje. (Kislingerová, 2001, s. 63-64)

Vertikální analýza, kterou oproti analýze horizontální můžeme označit za analýzu ve sloupcích, se zaměřuje na rozbor struktury účetních výkazů vždy v rámci jednoho období. (Kalouda, 2015, s. 56) Jedná se o analýzu, která procentuálně vyjadřuje podíl dílčí položky na globální veličině. V rozvaze jde o posouzení jednotlivých komponent majetku a kapitálu, pro výkaz zisků a ztrát poté sledujeme jednotlivé položky výnosů a nákladů. Jako příklad lze uvést například podíl cizích zdrojů na celkových pasivech podniku, nebo podíl tržeb za prodej zboží na celkových výnosech. Informace, které vertikální analýza poskytuje, jsou velmi důležité, neboť nám umožňují nejen odhalit strukturu majetku a kapitálu, ale také odhalit, co se v podniku odehrává. Výsledky lze porovnávat se srovnatelnými podniky, ale také meziročně v rámci podniku analyzovaného. (Kislingerová, 2001, s. 63-64)

### **4.3.1.2 Bilanční pravidla**

Bilanční pravidla představují doporučení, kterými by se měl podnik řídit při své činnosti, a to především při optimalizaci rozvahy a jejích položek. Splnění těchto pravidel vede k vyváženému financování podniku, jež je předpokladem pro setrvání jeho celkové stability.

Zlaté bilanční pravidlo říká, že je vhodné ve finančním řízení podniku sladit časový horizont majetku a zdrojů jeho krytí. Dle tohoto pravidla by měl podnik při svém rozhodování uvažovat o tom, že je účelné financovat dlouhodobý majetek podniku dlouhodobými zdroji a majetek oběžný či krátkodobý zdroji krátkodobými. (Kislingerová, 2001, s. 66)

Na základě zlatého bilančního pravidla rozlišujeme dva způsoby financování majetku podniku, a to financování konzervativní a agresivní. V případě konzervativního financování, které je dražší a snižuje riziko, je dlouhodobý kapitál využíván, kromě financování dlouhodobého majetku též k financování majetku krátkodobého. Agresivní způsob financování poté funguje naopak, část dlouhodobého majetku je

financována prostřednictvím krátkodobých zdrojů. Takové financování dlouhodobého majetku je poté levnější než financování dlouhodobým kapitálem, rovněž sebou ale nese velké riziko.

Pravidlo vyrovnaní rizika se pak zabývá vlastními a cizími zdroji podniku, tedy jeho pasivy. Toto pravidlo doporučuje, aby vlastní kapitál převažoval nad kapitálem cizím, nebo se mohou maximálně rovnat. (Kislingerová, 2001, s. 67)

Pari pravidlo upřesňuje vztah mezi dlouhodobým majetkem a vlastními zdroji. Sděluje, že by vlastních zdrojů mělo být méně než dlouhodobého majetku, případně by se měly tyto položky maximálně rovnat. Toto pravidlo tudíž prohlubuje zlaté bilanční pravidlo a ve své podstatě se zaměřuje na to, zda má podnik využívat dlouhodobých cizích zdrojů či nikoliv. (Kislingerová, 2001, s. 67)

Poměrové pravidlo (pravidlo růstové) doporučuje, aby bylo tempo růstu investic nižší než tempo růstu tržeb. Pokud by tomu tak nebylo, je ohrožena dlouhodobá finanční rovnováha. Z hlediska investic je toto pravidlo důležité, neboť by podnik neměl vkládat finanční prostředky do dlouhodobého majetku, který mu nepřinese vyšší tržby. Může se však stát, že efekt z dodatečné investice není okamžitý, a proto je třeba toto pravidlo sledovat z dlouhodobějšího pohledu. (Scholleová, 2012, s. 78)

### **4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Nezbytnou součástí finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů, která umožňuje rychle získat představu o finanční situaci podniku. Oproti horizontální a vertikální analýze, tedy analýze absolutních ukazatelů, jež sledují pouze vývoj jedné položky účetního výkazu, poměrové ukazatele pracují s absolutními položkami tak, že je poměří vzájemně mezi sebou. V rámci finanční analýzy se užívají poměrové ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity, kapitálového trhu a produktivity, pro účely ocenění jsou podstatné pouze některé z nich. (Kislingerová, 2005, s. 31)

#### **4.3.2.1 Ukazatele rentability**

Rentabilita dle Grünwalda (2009, s. 29-30) představuje výnosnost vloženého kapitálu a měří schopnost podniku dosahovat zisku na základě kapitálu, který do něj byl vložen. Ukazatele rentability jsou tudíž z tohoto pohledu nejvyužívanějšími a nejsledovanějšími ukazateli, neboť management a investory informují o tom, jaký efekt byl vytvořen prostřednictvím vloženého neboli investovaného kapitálu. Vzorce pro zjišťování rentability poté vychází z obecného tvaru zlomku, který v čitateli obsahuje formu zisku či výnosu, tedy tokovou veličinu, a ve jmenovateli právě vložený kapitál, který představuje stavovou položku rozvahy k určitému datu. (Kislingerová, 2005, s. 31)

Dle Kislingerové (2001, s. 69) je v hodné využívat tyto ukazatele rentability:

- Rentabilita vlastního kapitálu (ROE), která měří výši zisku na 1 Kč vlastního kapitálu, je klíčovým ukazatelem obzvláště pro vlastníky a akcionáře, neboť především oni se zajímají o výsledek z vloženého kapitálu.

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

- Základním ukazatelem je rentabilita aktiv (ROA), která poměruje zisk před úroky a zdaněním s celkovými aktivy podniku, která představují všechny kapitál, jež byl do podniku vložen. Tento ukazatel vyjadřuje celkovou efektivnost podniku, nebo se dá říci jeho produkční sílu.

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

- Ukazatel rentability tržeb (ROS) vyjadřuje, jaký zisk pro podnik generuje jedna koruna tržeb, tedy kolik zisku připadá na 1 Kč tržeb. Jinými slovy jde o ukazatel zobrazující schopnost podniku dosahovat zisku s danou úrovní tržeb.

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

- Čtvrtým používaným ukazatelem je ROCE neboli ukazatel rentability dlouhodobého investovaného kapitálu, který měří, jakého efektu v podobě zisku podnik dosáhl prostřednictvím 1 Kč investovaného kapitálu.

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{rezervy} + \text{dlouhodobé závazky} + \text{dlouhodobé BÚ}}$$

Co se týká vyhodnocování těchto ukazatelů, vyšší rentabilita poukazuje na lepší hospodaření a ekonomickou výkonnost podniku. S ukazateli rentability vlastního kapitálu a rentability aktiv je vhodné dále pracovat prostřednictvím takzvané Du Pontovy analýzy, která pyramidově rozkládá nejčastěji právě ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) a odhaluje, jak které z dílčích veličin ovlivňují celkový výsledek, tedy základní faktory efektivnosti. (Kislingerová, 2010, s. 100)

#### **4.3.2.2 Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity slouží k měření toho, jak efektivně je podnik schopen využívat svůj majetek, tedy aktiva nebo jednotlivé části aktiv, které poté dáváme do poměru s tržbami. Rozdělují se na ukazatele doby obratu, které jsou vyjádřeny ve dnech a ukazují, v jakém časovém intervalu se majetek v podniku obrátí. Cílem je proto zkrácení dob obrátů jednotlivých aktiv a tím zvýšení počtu obrátek. (Kislingerová, 2010, s. 107-109)

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{(tržby/360)}$$

$$Doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{pohledávky}{(tržby/360)}$$

$$Doba\ splatnosti\ krátkodobých\ závazků = \frac{krátkodobé\ závazky}{(tržby/360)}$$

Druhou skupinou jsou ukazatele obratovosti, jejichž výsledkem je vyjádření kolikrát se určitá položka obrátí za sledované období. Lepší je v tomto případě vyšší číslo, protože čím vyšší je obratovost majetku, tím kratší je období, kdy je majetek v podniku vázán čímž se zpravidla zvyšuje zisk. (Kislingerová, 2010, s. 107-109)

$$Obrat\ aktiv = \frac{tržby}{aktiva}$$

$$Obrat\ zásob = \frac{tržby}{zásoby}$$

$$Obrat\ pohledávek = \frac{tržby}{pohledávky}$$

Na základě vypočítaných ukazatelů lze pro potřeby analýzy čistého pracovního kapitálu určit obratový cyklus peněz, který říká, jaká je časová mezera mezi odchozí platbou za nakoupený materiál a příchozí platbou za prodané výrobky. Čím kratší je obratový cyklus peněz, tím méně čistého pracovního kapitálu podnik potřebuje k zajištění plynulé činnosti. Potřebná výše a nutnost optimalizace čistého pracovního kapitálu je rozvedena v dalším textu. (Scholleová, 2012, s. 186)

$$OCP = doba\ obratu\ zásob + doba\ obratu\ pohledávek - doba\ obratu\ krátkodobých\ závazků$$

#### **4.3.2.3 Ukazatele zadluženosti**

Tyto ukazatele sledují poměr vlastního a cizího kapitálu v podniku a také zadluženost kapitálu vlastního. Zadlužení podniku nemusí být negativním jevem, dokonce ani v případě, že je vysoké, podnik by se však měl snažit zadlužení optimalizovat a prostřednictvím finanční páky zvyšovat ROE. Využití cizího kapitálu je pro podnik výhodné především z toho hlediska, že ve srovnání s vlastními zdroji je relativně levnější, což je dáno tzv. daňovým štítem. (Kislingerová, 2010, s. 110)

- Prvním ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost, která porovnává cizí zdroje v podniku a celkovými aktivy. Jedná se o ukazatel tzv. věřitelského rizika, neboť posuzuje, jakou základnou majetku jsou kryty cizí zdroje. Dále je možné pracovat s dlouhodobou zadlužeností, která poměří s celkovými aktivy podniku pouze dlouhodobé cizí zdroje. (Kislingerová, 2001, s. 74)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{aktiva}}$$

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{aktiva}}$$

- Ukazatel úrokového krytí jako klíčový ukazatel zadluženosti dává informaci o tom, kolikrát je podnik ze svého zisku před odečtením úroků a daní schopný pokrýt úroky z cizího kapitálu. Za minimální přípustnou hodnotu je považována hodnota ukazatele 1, kdy podnik veškerý svůj zisk (EBIT) využívá pro úhradu úroků. (Kislingerová, 2001, s. 74)

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

#### 4.3.2.4 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku proměňovat aktiva, kterými disponuje, na peněžní prostředky a prostřednictvím nich pak krýt včas, v požadované výši a na požadovaném místě veškeré splatné závazky. (Grünwald, 2008, s. 61-67) Jedná se o způsobilost, která podmiňuje dlouhodobou existenci podniku, neboť podnik, který není schopný dostát svým závazkům, nemůže v tržním prostředí dlouhodobě fungovat. Pro její analýzu se využívají tři ukazatele, které jsou považovány za poměrové, neboť vytváří poměr mezi aktivem, kterým je podnik schopen platit, a závazky, které zaplatit musí. Jednotlivá aktiva, kterými podnik disponuje, mají rozdílnou likvidnost, tedy schopnost proměnit se v hotovost. (Kislingerová, 2010, s. 103)

- Běžná likvidita (Current Ratio) vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva podniku pokrývají krátkodobé závazky a bývá pojmenována též jako likvidita třetího stupně. Tento ukazatel by se měl pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- Ukazatel pohotové likvidity (Quick Assset Ratio) vylučuje z oběžných aktiv zásoby, které tvoří jejich nejméně likvidní část. Doporučená výše tohoto ukazatele, který je uváděn též jako ukazatele druhého stupně, je stanovena v intervalu 1 – 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{(\text{oběžný majetek} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé závazky}}$$

- Likvidita prvního stupně, či okamžitá likvidita (Cash Position Ration) poté pracuje v čitateli pouze s krátkodobým finančním majetkem, jakožto s nejlíkvidnější částí oběžných aktiv. Hodnoty tohoto ukazatele jsou doporučené v intervalu 0,2 – 0,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

### 4.3.3 Analýza pracovního kapitálu

Dalším klíčovým ukazatelem, který navazuje na horizontální a vertikální analýzu účetních výkazů a analýzy poměrových ukazatelů, je čistý pracovní kapitál (NWC). Jako pracovní kapitál jsou v podniku obvykle označována oběžná aktiva, pro finanční řízení se však více sleduje právě čistý pracovní kapitál, který se v praxi obvykle pojmenovává pouze jako kapitál pracovní. Tento ukazatel vyjadřuje část oběžných aktiv, jež nejsou kryta krátkodobými zdroji, ale naopak zdroji dlouhodobými. Vypočítat jej lze jako:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžný majetek} - \text{krátkodobé závazky}.$$

Čistý pracovní kapitál tedy souvisí s krátkodobým finančním řízením podniku a se zajištěním plynulé hospodářské činnosti podniku. Jedná se o kapitál, který tlumí finanční výkyvy, a jeho výše by měla být stabilní a odvislá od výše tržeb nebo aktiv podniku. Financování oběžného majetku dlouhodobými zdroji je však nákladnější, proto jsou podniky nuceny tento kapitál řídit a optimalizovat, čehož podnik může dosáhnout prostřednictvím řízení jeho jednotlivých složek, tedy zásob, pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Příliš vysoký NWC značí neefektivní financování oběžných aktiv a nevhodné zapojení kapitálu, na druhou stranu příliš nízký NWC povede k narušení plynulosti hospodářské činnosti a nedostatečné míře likvidity. (Kislingerová, 2005, s. 42-43)

Určit optimální výši čistého pracovního kapitálu není snadné, avšak uvádí se, že by se měl pohybovat okolo hodnot 10-15 % z tržeb či aktiv podniku. Potřebnou výši NWC pak můžeme vypočítat jako obrátový cyklus peněz násobený průměrnými denními výdaji.

$$\text{potřeba NWC} = \text{obratový cyklus peněz} \times \text{průměrné denní výdaje}$$

(Scholleová, 2012, s. 186)

### 4.3.4 Analýza ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota neboli EVA je ukazatelem tvorby hodnoty v podniku, jedná se o nástroj finančního řízení, který slouží nejen pro hodnocení výkonnosti podniku, ale je základem též pro některé metody stanovení hodnoty podniku. Tento hodnotový ukazatel neměří výkonnost podniku prostřednictvím takzvaného účetního zisku, se kterým pracují například některé výše zmíněné poměrové ukazatele, nýbrž prostřednictvím zisku ekonomického, který mezi náklady řadí nejen náklady účetní, ale rovněž náklady oportunitní, tedy takové, které podniku vznikly v souvislosti nevyužití kapitálu na nejlepší možný účel. (Kislingerová, 2012, s. 119)



Na základě následujícího vzorce chápeme ekonomickou přidanou hodnotu jako čistý výnos z provozní činnosti, který snižujeme o náklady na celkový kapitál, její výpočet se tedy opírá o tři stěžejní hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 284)

$$EVA = NOPAT - C \times WACC$$

NOPAT neboli provozní zisk po zdanění je hospodářský výsledek společnosti dosažený hlavní činností podniku. To znamená, že hospodářský zisk podniku je očištěn o náklady a výnosy, které s hlavní provozní činností podniku nesouvisí. Jde o zisk, který nejlépe vystihuje ekonomický přínos pro vlastníky, neboť nezahrnuje například zisky z prodeje dlouhodobého majetku. Vypočítat jej roznásobením provozního zisku se sazbou daně z příjmů právnických osob. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 156)

$$NOPAT = EBIT \times (1 - t)$$

Druhou část vzorce pro výpočet ekonomické přidané hodnoty tvoří dlouhodobý investovaný zpoplatněný kapitál, který vypočítáme jako sumu účetní hodnoty vlastního kapitálu plus úročených závazků podniku. Jedná se o finanční zdroje, které do podniku vložili investoři. (Kislingerová, 2010, s. 120) WACC neboli vážené průměrné náklady na kapitál udávají cenu použitých zdrojů, jak udává také následující vzorec, skládají se z nákladů na cizí a nákladů na vlastní kapitál.

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

Pro zjištění výnosnosti vlastního kapitálu, je možné využít model CAPM, který výnosnost vlastního kapitálu odhaduje od bezrizikové výnosové míry a míry rizika. (Kislingerová, 2010, s. 250-254)

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

K výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál lze přistupovat dvěma způsoby, prvním z nich je využití právě výše uvedeného vzorce, druhou možností je ratingový model stanovení WACC, který bývá nazýván též jako stavebnicový. (Scholleová, 2012, s. 71) Formulace ratingového či stavebnicového modelu poté vypadá takto:

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{PS} + r_{FS}$$

Model je využitelný zejména pro malé a střední podniky, v nichž je odhad vážených průměrných nákladů na kapitál složitý. WACC poté vychází z bezrizikové výnosové míry, přírážky za velikost firmy, přírážky za podnikatelskou stabilitu a přírážky za finanční stabilitu. Právě u malých a středních podniků je kompenzována možná nižší stabilita a menší velikost. (Scholleová, 2012, s. 72)

## 5 Finanční plán pro účely oceňování

Sestavení finančního plánu, tedy plánu vývoje rozvahy, výsledovky a výkazu cashflow, je podstatným krokem stanovení hodnoty podniku, a to především pokud oceňovatel bude využívat některou z výnosových metod. Výchozím bodem pro sestavení je provedení finanční a strategické analýzy, na jejichž základě je poté predikován budoucí vývoj. Informace, které jsou podkladem pro sestavení finančního plánu, totiž vycházejí z vnitřního a vnějšího prostředí podniku. (Mařík, 2011a, s. 149)

Obecně je finanční plán sestavován pro běžné finanční řízení podniku na předem stanovené období. Jedná se o jednu ze součástí plánové soustavy podniku, která je utvářena na základě dlouhodobé koncepce a strategie podniku. Obdobně jako ostatní plány, vychází také plán finanční z určitých východisek, kterými jsou například finanční strategie firmy, strategické cíle a výsledky finanční analýzy. Z hlediska stanovení hodnoty firmy poté z finančního plánu vychází korekce pro plány funkční, které vedou k růstu této hodnoty. (Fotr, 2012, s. 166-167) Oceňovatel by však podnikový finanční plán sestavovaný managementem neměl automaticky přebírat, ale pro ocenění podniku z něj pouze vycházet, a to především při stanovení tržní nebo objektivizované hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 150)

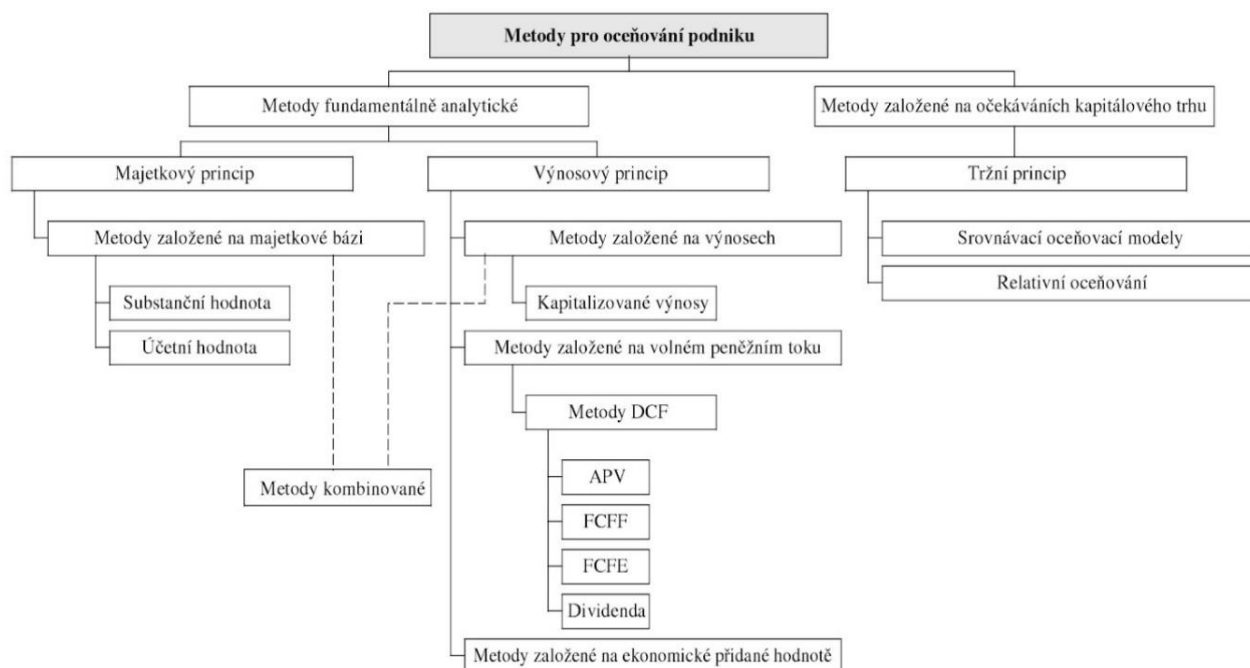
Na rozdíl od podnikového finančního plánu je finanční plán pro potřeby ocenění podniku sestavován odlišně, jeho funkcí je převážně pouze sestavení plánovaných účetních výkazů, jejichž data budou dle Vochozky a Mulače (2012, s. 138) sloužit pro naplnění vzorců určených ke stanovení hodnoty podniku. Menší důraz je kladen také na rozsah a propracovanost plánovaných položek a skutečností, důležité jsou zejména ty položky, které mají zásadní dopad na hodnotu podniku, proto mají jednotlivé roční výkazy agregovanou podobu. Takový finanční plán je tvořen na období tří až pěti let.

Tvorba finančního plánu je prováděna s využitím konkrétních technik, jež slouží k plánování finančních výkazů. Jedná se o kombinaci více metod, přičemž mezi ty nejvýznamnější se řadí metoda procenta tržeb, propočet z doplňujících údajů a extrapolace časových řad. Kislingerová (2010, s. 138) uvádí jako základní metodu finančního plánování, metodu procenta tržeb. Tuto metodu je vhodné využívat zejména při plánování položek výnosů a nákladů, a také při plánování položek pracovního kapitálu, neboť právě tyto položky tvoří podíl na celkových tržbách podniku. Pro položky, u nichž neexistuje závislost na tržbách, je využívána analýza časových řad, která se snaží o identifikaci trendu vývoje takových položek a promítnutí trendu do finančního plánu. Finanční plán se tak týká položek, u nichž se dá budoucí vývoj odhadovat na základě například právě zmíněných tržeb nebo na základě časového trendu vývoje. Už z principu nelze plánovat položky, jakými jsou například mimořádné výnosy a náklady, časové rozlišení či tvorba rezerv. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 139)

## 6 Metody stanovení hodnoty podniku

Metod a přístupů, se kterými lze při stanovení hodnoty podniku pracovat, existuje v současné době celá řada. Základem pro správné ocenění a také výběr vhodné metody je vymezení účelu, pro který je oceňování prováděno, důležité je také zaměřit se na vstupní data, se kterými odhadce pracuje. Kislingerová (2001, s. 22) poté uvádí, že neexistuje jediná správná metoda, ale že při stanovení hodnoty podniku je třeba vycházet z více metod, neboť právě využití dvou a více metod ověřuje správnost ocenění.

Metody pro stanovení hodnoty podniku lze poté třídit do několika skupin, prvotní rozdělení je na metody fundamentálně analytické a metody založené na očekáváních kapitálového trhu. (Mařík, 2011a, s. 36) Fundamentálně analytické metody, kam se řadí metody založené na výnosovém a majetkovém principu, si zakládají na analýze takových podnikových informací, kterými jsou například výnosy, náklady a aktiva. Metody, jež jsou orientované na kapitálový trh vyházejí právě z analýzy informací, které tento trh poskytuje, jedná se o metody založené na tržním principu. Z předchozího textu lze tedy vyvodit tři skupiny metod, přičemž existuje ještě skupina čtvrtá, tzv. kombinované metody. (Kislingerová, 2001, s. 23)



Obrázek 4: Metody pro oceňování podniku; zdroj: Wöhe (2007, s. 539)

Tato kapitola se bude dále zabývat především metodami stanovení hodnoty podniku, které budou využity v praktické části práce, pro ocenění konkrétního podniku.

## 6.1 Metody založené na výnosovém principu

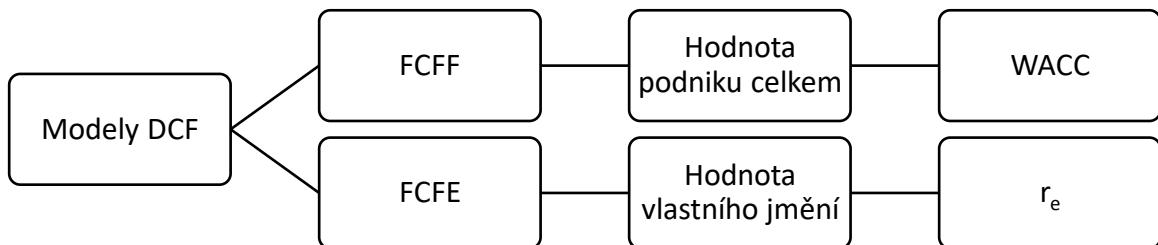
Výnosové metody, nebo lze říci metody založené na výnosovém principu, vycházejí z předpokladu, že je hodnota určena očekávaným užitkem, kterým jsou v případě podniku jeho výnosy. (Wöhe, 2007, s. 541) Tyto metody tedy pracují s informacemi o užitku získaném investorem při investici do nákupu podnikových aktiv. Jednotlivé výnosové metody mohou vycházet z různých veličin, které pro účely ocenění chápeme právě jako výnosy. Jde o výnosy představované diskontovanými peněžními toky či kapitalizovaným ziskem, třetí možností je též využití ekonomické přidané hodnoty. (Mařík, 2011a, s. 163)

### 6.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků, které se obvykle označují jako metody DCF, či metody diskontu cash flow, patří k nejvyužívanějším metodám stanovení hodnoty podniku, a to především z důvodu, že vystihují teoretickou definici hodnoty, tedy vystihují chápání hodnoty z pohledu jeho vlastníků. Neboť ti na podnik nahlíží především jako na zdroj budoucích peněžních příjmů, a právě tyto metody s peněžními toky pracují a reálně prostřednictvím nich vyjadřují užitek. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 140) Důležité je také uvést podmínky aplikace metody DCF, kterými jsou efektivní fungování kapitálových trhů, kapitálová struktura skládající se pouze z vlastního a cizího kapitálu, existence pouze daně z příjmů a splnění going concern principu. Přičemž z pohledu going concern principu jde o to, že firmy musí trvale investovat alespoň do výše svých odpisů. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Pro výpočet hodnoty metodou DCF Mařík (2011a, s. 165) rozlišuje tři techniky, kterými jsou DCF entity, DCF equity a DCF APV (Adjusted Present Value). Jednotlivé metody či techniky se od sebe liší ve vymezení volných peněžních toků, které pro stanovení hodnoty podniku využíváme, a také použitou diskontní mírou. Metoda DCF entity stanovuje hodnotu podniku ve dvou krocích. „*Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu.*“ (Mařík, 2011a, s. 165) Oproti tomu při použití metody DCF equity oceňovatel vychází pouze z peněžních toků pro vlastníky podniku, které následně diskontuje a získává hodnotu vlastního kapitálu. S tímto vymezením peněžních toků pro jednotlivé metody se ztotožňuje i Kislingerová (2001, s. 160), která uvádí, že v prvním kroku je důležité zodpovědět si otázku, co budeme diskontovat, tedy jaké peněžní toky. V případě metody DCF entity se poté jedná o volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, tedy takové peněžní toky, který vypovídají o podniku jako celku a značí se FCFF (Free Cash Flow to the Firm). Pokud diskontujeme pouze volný peněžní tok pro vlastníky, který značíme jako FCFE (Free Cash Flow to the Equity), jde o metodu DCF equity. (Kislingerová, 2001, s. 160)

Metoda DCF Adjusted Present Value má opět dva kroky, přičemž prvním z nich je zjištění hodnoty podniku jako celku v podobě součtu dvou položek. Těmi jsou hodnota podniku při nulovém zadlužení a současná hodnota daňových úspor z úroků. K hodnotě podniku pak dospějeme ve druhém kroku odečtením cizího kapitálu. V praxi se však používá velmi omezeně. (Mařík, 2011a, s. 165)



Obrázek 5: Modely DCF z pohledu diskontovaných peněžních toků; zdroj: Kislingerová (2001, s. 160)

### 6.1.1.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity či můžeme říci model FCFF tedy pracuje s volnými peněžními toky pro vlastníky a věřitele, tyto toky lze matematicky vyjádřit takto:

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - Investice_t,$$

kde:  $FCFF_t$  - je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,  
 $EBIT_t$  - provozní zisk před zdaněním,  
 $t$  - sazba daně z příjmů,  
 $ODP_t$  - odpisy,  
 $\Delta WC_t$  - změna čistého pracovního kapitálu.

(Kislingerová, 2001, s. 161)

Při výpočtu hodnoty výnosovými metodami, lze poté využívat model stabilního růstu, model dvoufázový, nebo model třífázový. V praxi se nejvíce používají právě dvoufázové modely, které jsou založeny na jednoduché představě o možnosti rozdělení budoucnosti na dvě fáze. Dvoufázový model bude využit také v této práci, proto se budu dále zabývat právě jím. (Kislingerová, 2001, s. 167-168)

Hodnota podniku se prostřednictvím dvoufázového modelu metody DCF entity vypočítá dle následujícího vzorce:

$$\text{Hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^n FCFF_t(1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T},$$

ve kterém,  $T$  představuje délku první fáze v letech,  $PH$  je pokračující hodnota pro druhou fází a jako  $i_k$  uvažujeme úrokovou míru na úrovni WACC. (Mařík, 2011a, s. 178)

Pokračující hodnota může být vypočítána například prostřednictvím tzv. Gordonova vzorce:

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

kde  $T$  - je poslední rok prognózovaného období,  
 $i_k$  - kalkulovaná úroková míra (WACC),  
 $g$  - předpokládané tempo růstu volných peněžních toků (FCFF) v průběhu druhé fáze. (Mařík, 2011a, s. 183)

Z předchozího vzorce je zřejmé, že bude třeba odhadnout volné peněžní toky pro období  $T+1$ . Jedná se o období, pro které již nemáme k dispozici plán. (Mařík, 2011a, s. 184)

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

Diskontní míru a průměrné vážené náklady na kapitál vypočítáme dle vzorců a pravidel, které byly uvedeny v předchozím textu v kapitole 4.3.5.

### 6.1.1.2 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity tedy vyjadřuje hodnotu vlastního kapitálu pomocí volných peněžních toků pro vlastníky, které lze matematicky vyjádřit prostřednictvím tohoto vzorce (Kislingerová, 2001, s. 162):

$$FCFE_t = EBIT(1 - t) + ODP - INV - \Delta WC - \text{splátky úvěru}$$

Výsledná hodnota podniku je stanovena v případě dvoufázového modelu opět s využitím Gordonova modelu. Jako diskontní míra jsou uvažovány náklady vlastního kapitálu odpovídající určité míře zadlužení značené  $r_e$ . (Mařík, 2011a, s. 206)

$$\text{Hodnota podniku celkem} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \times \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

### 6.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota, již byla zmíněna v předchozím textu, jakožto jeden z klíčových ukazatelů finanční analýzy, který hodnotí schopnost podniku tvořit hodnotu. Jedná se o ukazatel, který může být využíván právě pro finanční analýzu, nebo jako nástroj motivace pracovníků a řízení podniku, či nástroj pro jeho ocenění. Mařík (2011a, s. 282) uvádí, že jde o ukazatel překonávající značné nedostatky běžně využívaných poměrových ukazatelů rentability, kterými je například ROE a ROA, neboť ty na rozdíl od ukazatele EVA pracují pouze s účetním výsledkem hospodaření. Ten může být ovlivněn zvolenými účetními postupy a nepracuje s časovou hodnotou peněz a rizikem. Základním předpokladem využití této metody je, že firma tvoří

ekonomický zisk, jež bych formulován v předchozím textu. Pro připomenutí jde o zisk, který podnik dosahuje po uhrazení běžných nákladů, ale také nákladů na kapitál. (Mařík, 2011a, s. 282-283)

Pro oceňování podniku je ekonomická přidaná hodnota využívána jakožto metoda založená na analýze výnosů podniku, kde užítky z výnosů jsou měřeny prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty. Obdobně jako metoda DCF rovněž ve třech variantách, kterými jsou entity, equity nebo APV. V praktickém využití je poté nejoblíbenější právě metoda EVA entity, která nejprve počítá s hodnotou aktiv pro vlastníky a věřitele, následně však odečtením úročeného cizího kapitálu získáváme hodnotu pouze pro vlastníky, tedy hodnotu vlastního kapitálu. (Mařík, 2011a, s. 295) Pro výpočet se opět nejčastěji využívá dvoufázový model.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

V uvedeném vzorci jsou NOA neboli čistá operační aktiva k datu ocenění, aktiva či majetek firmy, sloužící k dosahování provozního zisku. Jako D označujeme hodnotu úročených dluhů k datu ocenění a ostatní neoperační aktiva k datu ocenění značíme jako A. (Mařík, 2011a, s. 297)

### 6.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů byla vytvořena v německy mluvících zemích, ve kterých byla také široce využívána. Jedná se o tzv. netto metody, či metodu, která počítá s výnosy pouze pro vlastníky vlastního kapitálu, výsledkem je poté právě hodnota vlastního kapitálu. Diskontní míra, jež je při výpočtech využívána, se stanovuje jako náklady na vlastní kapitál s danou mírou zadlužení. (Mařík, 2011b, s. 19)

Pro tuto metodu jsou rozlišovány dvě varianty, z nichž první počítá s čistým výnosem, jako s rozdílem mezi příjmy a výdaji. Druhá varianta pracuje s čistým výnosem, jež je odvozen z upravených výsledků hospodaření, kterými jsou rozdíly mezi účetně chápanými výnosy a náklady. (Mařík, 2011a, s. 257-258)

## 6.2 Metody založené na majetkovém principu

Ocenění metodami založenými na majetkovém principu má za cíl zjištění majetkové podstaty podniku, která je obvykle označována jako substance či substanční hodnota. Jedná se o jednoduché a srozumitelné metody založené na stavových veličinách, tedy metody pracující s veličinami, jež vycházejí z účetního výkazu rozvaha. (Mařík, 2011a, s. 321)

### **6.2.1 Metoda účetní hodnoty**

Nejjednodušší metodou stanovení hodnoty podniku je právě metoda účetní hodnoty. Hodnota podniku je v tomto případě stanovena na základě základních údajů, jež poskytují účetní výkazy. Právě prostřednictvím účetního výkazu rozvaha je poté stanovena hodnota podniku jako hodnota aktiv či pasiv v podniku v příslušném roce. (Kislingerová, 2001, s. 128; Synek, 2011, s. 66)

### **6.2.2 Metoda substanční hodnoty**

Metoda substanční hodnoty obdobně jako metoda hodnoty účetní, oceňuje podnik na základě informací o jeho majetkových částech, které čerpá ze základní podnikové evidence ve formě účetních výkazů. Není však založena na historických datech, ale hodnotu stanovuje na základě představy o tom, kolik by stálo pořízení stejných aktiv podniku k datu ocenění. Výsledkem stanovení hodnoty je poté částka, která by v případě uhrazení potenciálním investorem vedla ke vzniku podniku totožného s podnikem oceňovaným. Podstatou této metody je, že se předpokládá pokračování existence podniku a přeceňuje jeho aktiva, tedy majetkové části na základě going concern princip. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 158)

### **6.2.3 Metoda likvidační hodnoty**

Metoda likvidační hodnoty je využívána pro ocenění podniku v případě, že předpokládáme ukončení jeho provozu, rozdělení, rozprodání či likvidaci jeho majetku. Tato likvidační hodnota, která vychází z použití uváděné metody, vypovídá o hodnotě, za kterou může podnik prodat svá aktiva a je tzv. dolní hranicí pro ocenění podniku. Jedná se o metodu, která není založena na předpokladu splnění going concern principu, tedy principu, že podnik prosperuje a jeho životnost je existenčně neomezená. Takový podnik tedy zvažuje ukončení svého provozu a likvidaci podniku. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 162) Taková metoda je poté využívána pro ocenění podniků, které mají omezenou životnost, jsou dlouhodobě ve ztrátě, rozhodujeme mezi likvidací nebo restrukturalizací podniku, oceňujeme neprovozní majetek, využíváme likvidační hodnotu pro indikaci, nebo jak již bylo uvedeno v předchozím textu, je cílem stanovení dolní hranice hodnoty podniku. (Mařík, 2011a, s. 323)

## **6.3 Metody založené na tržním principu**

Tržní metody nebo metody založené na očekáváních kapitálového trhu představují další skupinu nástrojů, pro stanovení hodnoty podniku. Jedná se o metody, které prostřednictvím nichž oceňujeme podnik na základě informací, které poskytuje trh. (Mařík, 2011b; s. 22) Trh, o kterém se zde bavíme je představován trhem s podniky, s podíly vlastníků v podnicích a trhem kapitálovým. Hodnota je poté stanovena buď přímo na základě dat z kapitálového trhu nebo metodou tržního porovnání. (Wöhe, 2007, s. 562)



### 6.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Metoda přímého ocenění na základě dat, jež poskytuje kapitálový trh, je proveditelná pouze u podniků, kterými jsou akciové společnosti s veřejně obchodovanými akciemi. Oceňovatel musí mít v takovém případě k dispozici tržní cenu akcií oceňovaného podniku. Hodnota je poté stanovena tzv. tržní kapitalizací, kdy je vynásobena právě cena akcie jejich počtem. V rámci této na první pohled jednoduché metody je však třeba brát v úvahu volatilitu cen akcií, nepočítá se proto s aktuální tržní cenou, nýbrž s průměrnou hodnotou akcie za zvolené předchozí období. Druhou skutečností, se kterou je třeba kalkulovat, je fakt, že nelze všechny akcie prodat v daném okamžiku za stejnou cenu. (Mařík, 2011a, s. 303)

### 6.3.2 Stanovení hodnoty metodou tržního porovnání

Podstatou metody, jež oceňuje podnik na základě tržního porovnání, je odvození tržní hodnoty podnikových aktiv z údajů o cenách či tržních hodnotách aktiv podobných. Omezující podmínkou je, že takové ocenění lze bezproblémově provést pouze v situaci, kdy existují jen malé rozdíly mezi těmito aktivy. Tedy v případě, kdy podnik porovnáváme s podnikem velice podobným, a to na základě kritérií, jakými je například výnosnost, budoucí růst a rizikovost. (Mařík, 2011a, s. 304-306)

V České republice se jedná o metodu, která je ve zdejším tržním prostředí využitelná jen velmi obtížně, či dokonce nikoliv. Co se týká jejího uplatnění existují čtyři roviny, kterými jsou: metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí, metoda srovnání s podobnými podniky, jež byly oceněny pro vstup na burzu, a poslední rovinou je metoda tzv. odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2001a, s. 305-314)

Tržní porovnání se poté odvíjí od tržních multiplikátorů či násobitelů, jde o poměrové ukazatele skládající se z tržní hodnoty kapitálu a vybrané vztahové veličiny, kterou je např. EBIT, tržby či účetní hodnota vlastního kapitálu. Za nejpoužívanější multiplikátor je považován například P/E ratio, které se vypočítá dle následujícího vzorce.

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

(Kislingerová, 2001, s. 242-243)

## **6.4 Kombinované metody stanovení hodnoty podniku**

Kombinované metody stanovení hodnoty podniku jsou založené na využití výsledků, které oceňovatel získává využitím výnosových a majetkových metod. (Kislingerová, 2001, s. 237)

### **6.4.1 Schmalenbachova metoda**

Tato metoda vychází z myšlenky, že hodnotu podniku udává, jak jeho majetková struktura, tak očekávané budoucí výnosy. Majetková a výnosová část jsou uvažovány jako rovnocenné a mají stejný význam. Ocenění poté vychází z prostého aritmetického průměru, který je založen na hodnotě podniku stanovené výnosovou metodou kapitalizace zisku a hodnotě majetku, která byla stanovena metodou substanční hodnoty. (Kislingerová, 2001, s. 237)

Výhradou k této metodě je však fakt, že nemá žádné logické zdůvodnění a postrádá jakoukoliv ekonomickou interpretaci. Využitelná je především pro podniky z oblasti průmyslu, jež splňují podmínku závislosti výnosů na majetkové bázi. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 162)

### **6.4.2 Metoda vážené střední hodnoty**

Metoda vážené střední hodnoty je obdobou metody předchozí, rozdíl se však objevuje ve výpočtu výsledné hodnoty, kdy je využíván vážený aritmetický průměr výnosové a majetkové hodnoty. Mařík (2011a, s. 278) poukazuje na fakt, že využívaná substanční hodnota nemá pro různá podnikatelská odvětví stejný význam, tudíž je pro jednotlivé položky vzorce nutné využívat právě rozdílné váhy.

### **6.4.3 Metody nadzisku, superzisku**

Metody nadzisku nebo superzisku jsou obdobou metody střední hodnoty, tedy jsou založené na výnosových a majetkových způsobech ocenění podniku. Vochozka a Mulač (2012, s. 163) uvádí, že nadzisk či superzisk je představován rozdílem mezi vyprodukovaným ziskem podniku a ziskem, který je možné získat z investovaného bezrizikového kapitálu. *„Výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu.“* (Kislingerová, 2001, s. 240)

# **PRAKTICKÁ ČÁST**

# 7 Stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s.

Praktická část této diplomové práce je, jak již bylo zmíněno na předchozích stránkách, věnována stanovení hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s., tedy jejímu ocenění. Důležité je nejprve vymezit předmět ocenění, jeho účel a datum, ke kterému je provedeno.

Předmětem ocenění je společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. se sídlem Palackého třída 3019/153 b, Královo pole, 612 00 Brno, která je vedená v obchodním rejstříku u Krajského soudu v Brně, oddíl B, pod spisovou značkou 3738. Jako účel ocenění je uvažován odhad hodnoty podniku DELONG INSTRUMENTS a. s. pro externího investora s datem ocenění k 13. 4. 2018. Omezující podmínkou je v případě prováděného ocenění podniku DELONG INSTRUMENTS a. s. fakt, že je zpracováno externě, pouze na základě informací dostupných z veřejných zdrojů, bez informací poskytnutých samotnými představiteli společnosti.

## 7.1 Představení DELONG INSTRUMENTS a. s.

Název společnosti:	DELONG INSTRUMENTS, a. s.
Sídlo:	Palackého třída 3019/153 b, Královo Pole, 612 00 Brno
Právní forma:	akciová společnost
Datum vzniku a zápisu:	15. července 1992
IČO:	46903879
Předmět podnikání:	Výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení Obráběčství Výroby, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Základní kapitál:	3 000 000 Kč

Základní kapitál společnosti je rozpočítán na 20 ks kmenových akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 100 000 Kč a 100 Ks kmenových akcií se jmenovitou hodnotou 10 000 Kč. Základní kapitál společnosti je splacen v plné výši.

Statutárním orgánem společnosti je představenstvo o třech členech, kteří jednají jménem společnosti a navenek ji mohou zastupovat i jednotlivě. Tři členy má také dozorčí rada, ve které jako předsedkyně vystupuje RNDr. Eva Coufalová. Jediným akcionářem je AKKA INVEST a. s. se sídlem Palackého třída 3019/153 b, Královo Pole, 612 00 Brno, IČO 05607736. (justice.cz, 2018)

DELONG INSTRUMENTS a. s. je společnost s více než dvaceti pěti letou tradicí, za jejímž založením stál světově velmi uznávaný český vědec a fyzik Armin Delong, který byl také zakladatelem elektronové mikroskopie na území bývalého Československa. Jedná se o českou společnost se silným know how, která vznikla právě díky Arminu Delongovi 15. července 1992, a na trhu působí na špičce v oblasti elektronových mikroskopů. Armin Delong však v říjnu roku 2017 zemřel a osud společnosti nyní leží v rukou jeho dědiců, kteří rovněž působí na poli vědy, ale zabývají se činnostmi v odlišných oborech, tudíž zde existuje jistá pravděpodobnost, že pokračující provoz společnosti, nutnost inovativního myšlení a další mentální zátěž pro ně budou velkou přítěží, kterou se rozhodnou minimálně částečně předat. V souvislosti s touto skutečností je možné očekávat kapitálovou přeměnu. Tímto navazuji na cíl práce, kterým je stanovení hodnoty právě zmiňované společnosti k datu 13. 4. 2018 pro případného externího investora, který by měl mít v souvislosti s výše zmíněnými skutečnostmi představu o hodnotě podniku.

DELONG INSTRUMENTS a. s. se zaměřuje převážně na export elektronových mikroskopů do zahraničí, který tvoří více než 90 % z celkové produkce. V současné době zaměstnává přes 80 zaměstnanců a disponuje obratem okolo 200 milionů korun. Společnost se zabývá především elektronovou optikou, mikroskopií a vakuovými technologiemi. Mezi činnostmi společnosti patří výzkum, vývoj, výroba, testování a montáž nejen elektronových mikroskopů, ale také dalších fyzikálních přístrojů, jako například vakuových komor či jejich součástí, iontových vývěv a zdrojů napájení, řídicí elektroniky a specializovaného softwaru. V oblasti elektronových mikroskopů klade společnost důraz na inovativní přístroje, které jsou kompaktní, jejich instalace je jednoduchá, snadno se udržují, a především jsou funkční. (Delong, ©2018)

Silná je společnost rovněž v oblasti spolupráce s renomovanými světovými firmami a zkušenostmi vyniká také v oblasti společných projektů. V současné době jsou předními produkty všestranné transmisní elektronové mikroskopy LVEM 25 a LVEM 5 (Low Voltage Electron Microscope), elektronové trysky, speciální komponenty a moderní kontrolní metody. Právě LVEM 5 je stěžejním produktem celé společnosti, neboť se jedná o první stolní transmisní elektronový mikroskop na světě. V oblasti výzkumu a vývoje se poté DELONG INSTRUMENTS zaměřuje na technické návrhy pro elektronovou optiku, návrhy v oblasti elektroniky a komplexními řídicími systémy. V neposlední řadě se zabývá také různými zákaznickými řešeními na míru. (Delong, ©2018; Elektrotechnická asociace ČR, 2018)

Dlouholetým partnerem společnosti DELONG INSTRUMENTS v Brně je Delong America, společnost působící v Severní Americe. Společně vynikají v oblasti špičkových technologií, a zatímco brněnský podnik je zodpovědný za výzkum a vývoj elektronových mikroskopů, americká společnost se zaměřuje na globální prodej, marketing a také servisní činnosti. (Delong America, ©2018)

Jak již bylo řečeno, výhradním cílem společnosti je export kvalitních produktů na zahraniční trhy. Jedná se zejména o vývoz do zemí Evropské unie, Severní Ameriky, Austrálie, Jižní Koreje, Číny a Indie, kde má americká společnost Delong své distributory. (Delong America, ©2018)



Obrázek 6: Low Voltage Electron Microscope LVEM 25 a LVEM 5; zdroj: *delong.cz*

## 7.2 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu společnosti DELONG INSTRUMENTS, a to především prostřednictvím dílčích analýz, které byly uvedeny v teoretické části této práce. Provedena bude analýza vnějšího a vnitřního prostředí podniku s využitím PEST analýzy, Porterovy analýzy 5 tržních sil. V prvním kroku však bude nejprve vymezen relevantní trh a zhodnocena jeho atraktivita. Jak již bylo uvedeno výše, DELONG INSTRUMENTS a. s. je česká firma zaměřující se z velké části na export do zahraničí. Své produkty dodává do všech zemí světa, především poté do zemí EU a Severní Ameriky, z tohoto pohledu se tedy jedná o společnost se širokým či globálním polem působnosti.

### 7.2.1 Vymezení a charakteristika relevantního trhu

Činnost oceňované společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. spadá z největší části do odvětví zpracovatelského průmyslu, který významně ovlivňuje celou ekonomiku ČR, a to až z jedné čtvrtiny. Na základě klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) je poté možné společnost zařadit do více skupin tohoto odvětví, kterými jsou: 26.5 – Výroba měřících, zkušebních a navigačních přístrojů; 26.7 – Výroba optických a fotografických přístrojů a zařízení; 27.1 – Výroba elektrických rozvodných a kontrolních zařízení; 25 – Výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení (skupina 25.6 Obrábění) a dále také 72.1 – Ostatní výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd. Právě odvětví označené jako CZ-NACE 26 tvoří dlouhodobě jednu

z nejvíce klíčových a velmi významných součástí zpracovatelského průmyslu, v roce 2017 došlo v tomto odvětví k pozitivnímu nárůstu přidané hodnoty a rozvíjí se rovněž z hlediska výzkumu a vývoje. Právě v této oblasti se společnost DELONG INSTRUMENTS také významně angažuje a patří ke společnostem, které čerpají v rámci národních programů MPO podpory na výzkum a vývoj ze státního rozpočtu. (MPO, 2016) Subdodávky elektroniky a elektrotechniky jsou klíčové pro další obory či odvětví hospodářství, v ČR poté jde převážně o průmysl automobilový a strojírenský. Výroba elektronových mikroskopů významně ovlivňuje také farmaceutické odvětví.

Zpracovatelský průmysl se dále dělí podle technologické náročnosti. Na základě takového rozdělení spadá společnost vyrábějící elektronové mikroskopy do tzv. high-tech odvětví, tedy skupiny odvětví s vysokou technologickou náročností. Do této skupiny patří dále kromě elektronického průmyslu, také průmysl farmaceutický (CZ-NACE 21) a letecký společně s kosmickým (CZ-NACE 30.3). (ČSÚ, 2017)

Dle panoramatu zpracovatelského průmyslu dle MPO ČR působilo v odvětví CZ-NACE 26 v roce 2016 přes 3200 podniků s tržbami, které přesahovaly 309 miliard Kč. (MPO, 2016) Vymezení velikosti odvětví však prostřednictvím objemu tržeb, které jsou stanoveny na základě předchozího vymezení skupin činností společnosti CZ-NACE, nelze provést příliš kvalitně, neboť do klíčových skupin či odvětví (26.5 a 26.7) spadají i společnosti, jako například Continental Automotive Czech Republic s. r. o., Meopta-optika s. r. o, které se elektronovými mikroskopy nezabývají. Proto bude velikost trhu, tržní podíl DELONG INSTRUMENTS a. s. na tomto trhu, jeho dosavadní vývoj a pohled do budoucna, hodnocen mezi společnostmi, které se v České republice zaměřují na výrobu elektronových mikroskopů.

Tabulka 1: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby u vybraných společností CZ-NACE 26 ve sledovaném období 2012-2016

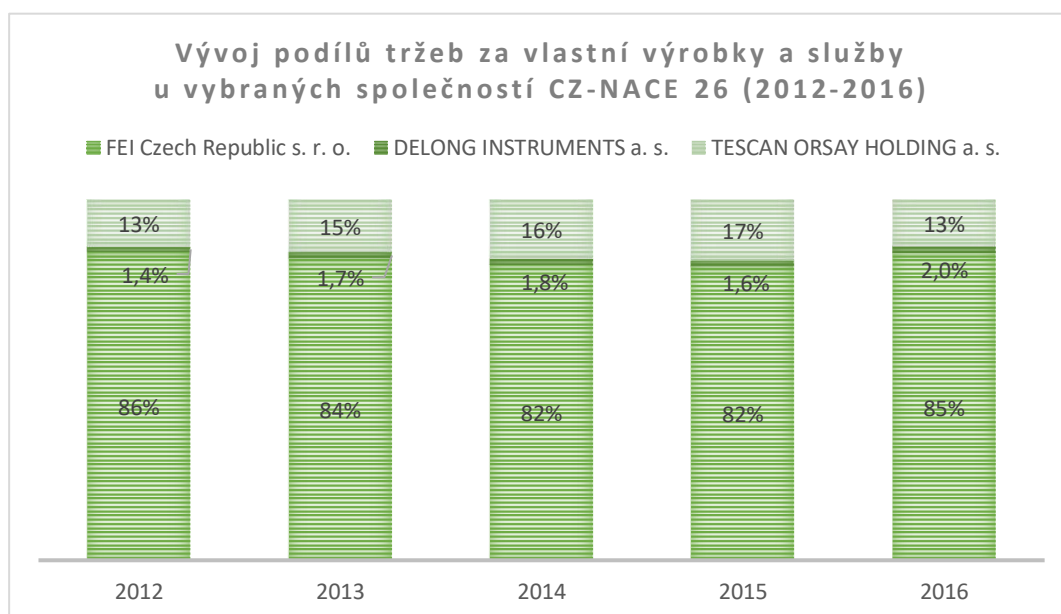
Tržby (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
TESCAN ORSAY HOLDING a. s.	1 138 925	1 308 986	1 418 543	1 693 079	1 297 547
FEI Czech Republic s. r. o.	7 458 598	7 502 452	7 088 605	8 216 390	8 564 360
DELONG INSTRUMENTS a. s.	124 614	152 941	151 805	159 376	201 413

*zdroj: vlastní zpracování*

Klíčovými podniky v oblasti elektronové mikroskopie jsou tři firmy, jež sídlí v Brně, jde o TESCOAN ORSAY HOLDING a. s., FEI Czech Republic s. r. o. (nyní již dceřiná společnost americké Thermo Fisher Scientific) a právě DELONG INSTRUMENTS a. s. Vývoj jejich tržeb za vlastní výrobky a služby zobrazuje tabulka 1, ze které můžeme vidět, že největší podíl na trhu dlouhodobě dosahuje společnost FEI Czech Republic s. r. o., v průměru 84 % z celkového trhu. Druhý nejvyšší podíl zastává společnost TESCOAN ORSAY HOLDING a. s., jejíž tržby se pohybují také v řádu miliard korun. Oceňovaná společnost DELONG INSTRUMENTS a. s., zaujímá v prostředí českého trhu a produkce elektronových mikroskopů nejmenší podíl, v průměru 2 %, avšak její tržby celkově rostou a oběma zmíněným společnostem se kvalitou vyráběných produktů může rovnat.

DELONG INSTRUMENTS také zůstává jedinou převážně českou společností, neboť TESCOAN i FEI prošly akvizicí se zahraničními společnostmi. Velikost trhu poté vychází z celkového objemu tržeb zmíněných společností. Celkově tedy roste za sledované období 2012-2016 přibližně o 3,6 %.

Odvětví elektronových mikroskopů se v ČR dále rozrůstá, neboť v roce 2015 vznikla v Brně společnost NenoVision zabývající se také činností v odvětví elektronové mikroskopie, a to jako spin-off výzkumného centra CEITEC VUT. Jedná se o zatím malý, avšak rozrůstající se podnik s potenciálem prorazit, jak na domácím, tak zahraničním trhu. Činnost společnosti se zaměřuje na výrobu speciálního doplňku pro elektronové mikroskopy a získala investici od Jihomoravského inovačního centra.



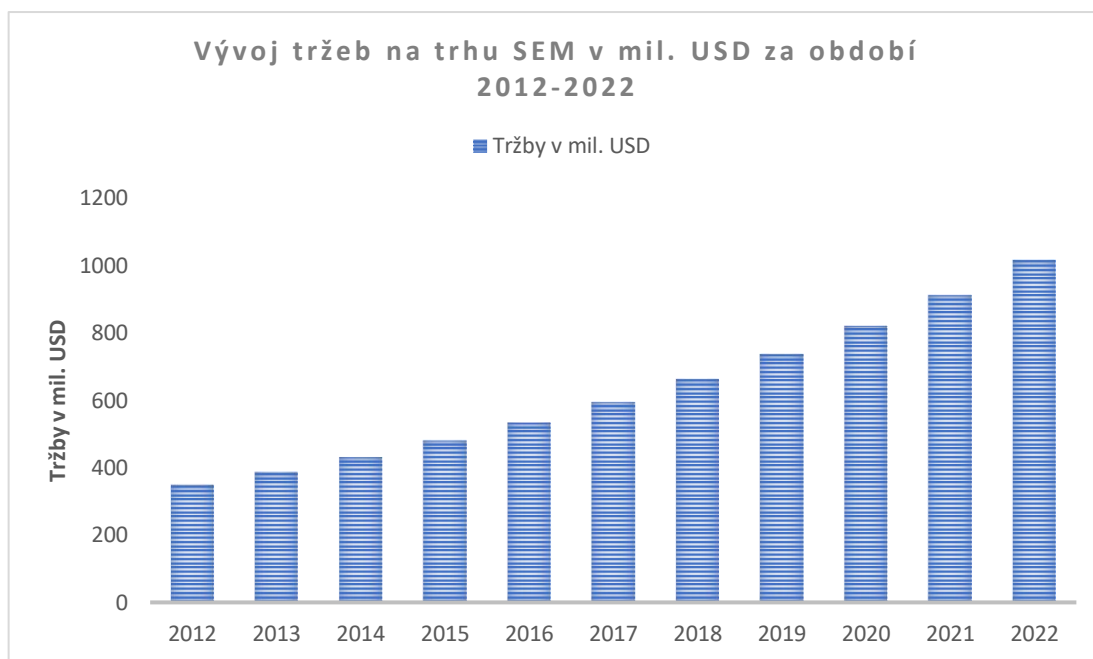
Obrázek 7: Vývoj tržního podílu z tržeb za vlastní výrobky a služby u vybraných společnostech CZ-NACE 26 ve sledovaném období 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

Všechny tři výše zmíněné společnosti exportují většinu svých výrobků do celého světa, celkově jde o více než 90 % jejich produkce, přičemž v České republice, konkrétně v Brně, se vyrábí téměř jedna třetina celkové světové výroby elektronových mikroskopů. Česká republika, a především Brno je považovány za světovou velmoc v oblasti výzkumu, vývoje a také výroby elektronových mikroskopů. (Czech Research, 2017) Velikost a růst relevantního trhu je tedy důležité vymezit také z globálního hlediska.

Globální trh s elektronovými mikroskopy roste, dle strategické analýzy společnosti Frost & Sullivan (2016) lze v období od roku 2015 do roku 2020 předpokládat růst s roční růstovou mírou 7,3 %. Tento nárůst je podpořen také myšlenkou, že do budoucna bude nutné nahrazovat konvenční optické mikroskopy právě mikroskopy elektronovými. Jedná se o průmyslovou oblast, která vyžaduje určitý stupeň inovací, lze předpokládat, že klíčem k úspěšné transformaci trhu bude z tohoto hlediska



propojení technologií optických, digitálních, transmisních a skenovacích elektronových mikroskopů. Ještě větší potenciál k růstu má trh s elektronovými mikroskopy typu SEM, neboť ty jsou využívány převážně ve farmaceutickém průmyslu a oblasti výzkumu a vývoje. V tomto odvětví lze mezi roky 2016-2022 očekávat roční míru růstu v hodnotě 11,3 %, která vychází z historických dat odvětví za období 2012-2016.



Obrázek 8: Očekávaný vývoj tržeb na trhu SEM v mil. USD za období 2012-2022; zdroj: vlastní zpracování dle Frost & Sullivan

O růstu trhu vypovídá také příspěvek Jihomoravského inovačního centra, ten na základě analýz Frost & Sullivan uvádí, že hodnota celosvětově vyrobených a prodaných elektronových mikroskopů, kterých bylo v roce 2016 celkem 4100 kusů, vzroste do roku 2020 na hodnotu až 5700 kusů. (JIC, 2017)

## 7.2.2 Analýza makroprostředí

Pro analýzu makroprostředí, ve kterém se společnost DELONG INSTRUMENTS podniká, je využita PEST analýza zahrnující politicko-právní, ekonomické, sociální a technologické či technické faktory.

### 7.2.2.1 Politicko-právní faktory

Vzhledem k tomu, že společnost většinu svých vyrobených produktů exportuje do zemí celého světa, je třeba brát v úvahu politickou situaci a právní rámec i mimo Českou republiku, kde se dá politická situace aktuálně považovat za stabilní. Nejvíce poté společnost exportuje do zemí EU, kde se společnost musí řídit evropskými normami a zákony, které se týkají také výrobních procesů, jež společnost

DELONG INSTRUMENTS uplatňuje. Celosvětovou politickou situaci nelze zhodnotit jednoznačně, společnost dodává své produkty, jak do ekonomicky vyspělých zemí, tak do zemí rozvojových. Zpravidla jde však o země s demokratickým způsobem vlády.

Z právního hlediska České republiky podléhá společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. především následujícím zákonům a právním normám:

- Zákon č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník;
- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích;
- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce;
- Zákon 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů.

V odvětví zpracovatelského průmyslu se musí podniky zaměřovat rovněž na oblast ochrany životního prostředí, tedy věnovat pozornost právním předpisům, které upravují řešení škod a vlivů na životní prostředí, to platí také pro oceňovanou společnost DELONG INSTRUMENTS a. s.

V rámci EU je členskými státy umožněn volný pohyb zboží, což má za pozitivní výsledek, snížení nákladů na export, který je pro hodnocenou společnost tak klíčový. Zároveň však mezi společnostmi v oblasti elektronové mikroskopie roste konkurence.

Negativní dopad na společnost by mohla mít výrazná změna v oblasti daňové politiky státu, či regulace zahraničního obchodu a zpřísnění norem upravujících ochranu životního prostředí. Specifické odvětví, ve kterém společnost podniká, je však navzdory všem politickými i ekonomickým změnám stále stabilní, tak jak uvádí také následující úryvek: *„Na rozdíl od mnoha jiných odvětví přežil obor elektronové mikroskopie i naprosto zásadní změny politické a ekonomické a v současné době se v České republice intenzivně rozvíjí i v podmínkách nejtvrděší světové konkurence.“* (MM Spektrum, 2016)

### **7.2.2.2 Ekonomické faktory**

Za ekonomické faktory lze považovat především makroekonomické faktory, kterými byly pro účel této diplomové práce zvoleny – HDP, míra inflace, vývoj úrokových sazeb, daň z příjmů právnických osob a vývoj měnových kurzů (CZK/EUR a CZK/USD).

Hrubý domácí produkt se v České republice vyvíjel mezi roky 2012-2017 vcelku pozitivně, jak ukazuje také tabulka č. 2. V roce 2012 a 2013 zaznamenala česká ekonomika další recesi, poté co se vzpamatovala z poklesu HDP v roce 2009 způsobeného dluhovou krizí ve Spojených státech a také v Eurozóně. Od roku 2014 se však přibližuje světovému růstu HDP, a dokonce překonává hodnoty růstu HDP v Evropské unii (EU – 28). Nejvýraznější růstový skok zaznamenal hrubý domácí produkt v roce 2015 a 2017, kdy došlo k nárůstu o 4,5 %. V současné době se nárůst poměrně ustálil v kladných hodnotách, a i do budoucna se počítá v průměru se 2,5 %.

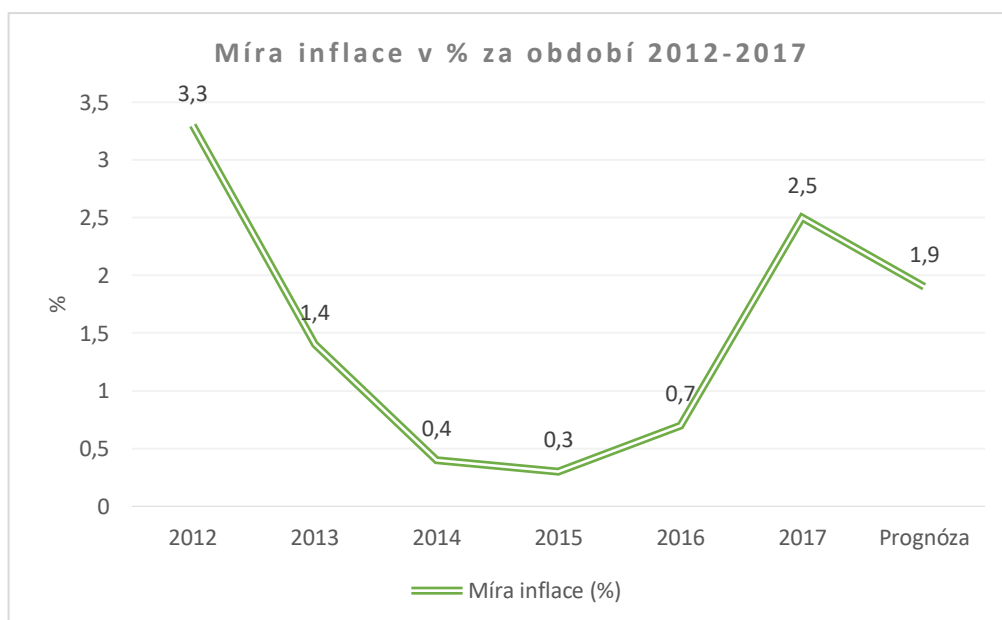
HDP ve světě, ale také v zemích Evropské unie do budoucna vykazuje obdobný růst s hodnotou okolo 2,5 %.

Tabulka 2: Vývoj HDP 2012-2017

HDP (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Prognóza
HDP ČR	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,6	4,5	2,9
HDP Svět	2,5	2,6	2,8	2,8	2,5	2,4	2,5
HDP EU	-0,5	0,2	1,6	2,2	2,5	2,5	2,5

zdroj: vlastní zpracování dle czso.cz a oecd.org

Vývoj míry inflace zobrazuje graf č. 3, ze kterého je viditelné, že se její hodnoty od roku 2013 do roku 2016 drží pod inflačním cílem České národní banky, který je stanoven na 2 % (+- 1 %). Přičemž nejpomalejší růst cen byl zaznamenán v roce 2015. V roce 2017 došlo ke zrychlení růstu cen a inflace dosahovala hodnoty 2,5 %, přičemž do budoucna se očekává naplňování inflačního cíle v hodnotě okolo 2 %.



Obrázek 9: Vývoj míry inflace 2012-2017; zdroj: vlastní zpracování dle czso.cz

Další ekonomický faktor, který významně ovlivňuje chod především obchodních činností společnosti, je vývoj devizového kurzu, a to CZK/EUR a CZK/USD. Z tabulky 3 je viditelné, že se oba měnové kurzy vyvíjely do roku 2015 s rostoucí tendencí. Hodnota měnového kurzu CZK/EUR vzrostla mezi roky 2012 a 2015 z 25,14 na 27,28. V roce 2016 však můžeme vidět mírný pokles, který je způsobem posilováním koruny, které pokračovalo také v roce 2017 a to kvůli ukončení devizových intervencí ČNB. Obdobný je také vývoj měnového kurzu české koruny vůči americkému dolaru, z 19,58 v roce 2012 došlo k nárůstu na 24,60 v roce 2015, mírný pokles opět nastal v roce 2016 a vůči USD koruna posilovala též v roce 2017 na hodnotu 23,38. Do budoucna se předpokládá další posilování koruny vůči uvedeným měnám.

Tabulka 3: Vývoj devizových kurzů 2012-2017

Devizový kurz	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Prognóza
CZK/EUR	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,33	24,90
CZK/USD	19,58	19,57	20,75	24,60	24,43	23,38	20,60

zdroj: vlastní zpracování dle cnb.cz

Jako ekonomický faktor je uvažována rovněž úroveň daňové sazby, tedy daně z příjmů právnických osob, která se od roku 2010 drží na 19 %. Do budoucna lze s touto daňovou sazbou nadále počítat, neboť se nepředpokládají její změny.

### 7.2.2.3 Sociální a demografické faktory

Mezi socio-demografické faktory, které se společnosti týkají, lze zařadit především vzdělanost. Společnost zabývající se činnostmi v oblasti výzkumu, vývoje a výroby elektronových mikroskopů a dalších složitých technických zařízení, kterou DELONG INSTRUMENTS a. s. je, potřebuje vysoce kvalifikované zaměstnance, na což má vliv především vývoj vysokoškolsky vzdělaných lidí v oborech technických věd.

Celkový počet vysokoškolsky vzdělaných lidí v ČR každoročně roste, avšak meziroční přírůstky se dlouhodobě snižují, stejně tak jako od roku 2010 každoročně klesá počet studentů vysokých škol. (Statistika a My, 2017) Situace v oborech technických věd se vyvíjí též v klesajícím trendu, avšak v porovnání s celkovým počtem studentů nejde o úbytek tak výrazný. Pokles se týká také VUT v Brně, se kterým společnost DELONG INSTRUMENTS spolupracuje v rámci Fakulty elektrotechniky a komunikačních technologií. Spolupráce se týká jak vědeckých pracovníků VUT, tak především studentů. Jak již bylo uvedeno Brno je velkým centrem elektronové mikroskopie, a to v celosvětovém měřítku.

Současným trendem na poli průmyslových podniků je ochrana životního prostředí, se kterou je spojena společenská odpovědnost firem (corporate social responsibility). Společnosti v odvětví zpracovatelského průmyslu, ale i jiné podniky, jsou povinné dodržovat zákonné normy a další předpisy týkající se ochrany životního prostředí. Některé především velké společnosti (např. ŠKODA AUTO) se poté snaží zlepšovat svou pozici pro různá výběrová řízení prostřednictvím zavádění systémů environmentálního managementu a získávání certifikátů ČSN ISO. Tento prostor se nabízí také pro DELONG INSTRUMENTS, která již některé z těchto certifikátů vlastní, např. ČSN EN ISO 9001.

Společnost by se také měla zaměřovat na vytváření a udržování co nejvhodnějších podmínek pro své zaměstnance, neboť jejich přechod ke konkurenci by mohl být pro podnik výrazný problém.

#### **7.2.2.4 Technologické či technické faktory**

Technologický vývoj je v současné době velmi rychlý, neustále se objevují nové technologie, a to ve všech oblastech lidské činnosti. Zkracuje se životní cyklus nové elektrotechniky a proces zastarávání je mnohem rychlejší. Elektronové mikroskopy jsou však z tohoto pohledu zařízeními, které příliš technologicky nezastarávají a pravidelný servis je dokáže udržovat v provozu téměř do nekonečna. (ČTK, 2018) Zastarávání je zde především morální, společnosti se tedy snaží o zlepšení uživatelského komfortu z hlediska ovládání, mění design či elektronové mikroskopy zmenšují. Tato skutečnost je cestou k navyšování prodejů a získávání nových zákazníků, a rovněž také vytváří tlak na nové inovace a implementace nových technologických postupů ze strany výrobců.

Obor elektronové mikroskopie je jedním z pěti prioritních oborů Regionální inovační strategie v Jihomoravském kraji a důležitý je také pro celkovou českou ekonomiku, neboť tvoří nemalou součást hrubého domácího produktu, v podobě exportu. Oboru se dostává v posledních letech větší podpory z hlediska operačního programu Výzkumu a vývoje pro inovace, a vyvíjí se snaha na zvýšení povědomí o elektronové mikroskopii také mezi občany. Tyto finance v podobě dotací do společností míří především ze strany evropské unie, výdaje ze státního rozpočtu ČR do oblasti výzkumu, vývoje a vědeckých pracovišť, jsou stále hodně omezené. Přesto společnost DELONG INSTRUMENTS, tak jak bylo již uvedeno v předchozím textu, využívá podpory z národních programů ministerstva práce a obchodu.

Společnost DELONG INSTRUMENTS rovněž disponuje moderním vybavením a špičkovou technikou pro realizaci své činnosti. V roce 2007 provedla rozsáhlou modernizaci, jejíž součástí bylo především vybudování nové budovy v hodnotě 83 mil. Kč. Z tohoto pohledu tedy drží tempo s konkurenčními společnostmi, které do své techniky také výrazně investují.

#### **7.2.3 Analýza mikroprostředí**

V rámci analýzy mikroprostředí bude využit Porterův model pěti tržních sil. Uvedeni budou hlavní konkurenti společnosti a další tržní síly.

##### **7.2.3.1 Stávající konkurence**

Současné konkurenční prostředí lze zhodnotit jako stabilní, nelze předpokládat vstup nového významného konkurenta ani odchod některého z konkurentů aktuálních. Mezi hlavní konkurenty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. se řadí dvě již výše zmíněné brněnské společnosti TESCAN ORSAY HOLDING a. s. a FEI Czech Republic s. r. o., či její mateřská společnost Thermo Fisher Scientific. V oboru elektronové mikroskopie a optiky dále působí velké nadnárodní společnosti, jako německá společnost ZEISS Group, japonský JEOL a druhá japonská společnost Hitachi. Všechny zmíněné společnosti mají dlouholetou tradici a stabilní základnu pro svůj vývoj a výrobu.

Hitachi, JEOL a ZEISS Group jsou poté společnosti s větším počtem rozličně orientovaných divizí, které se zaměřují na široké spektrum produktů. Jde o společnosti zaměstnávající tisíce zaměstnanců, které mají rovněž možnost uvolnění většího množství finančních prostředků právě na výzkum a vývoj v oblasti elektronových mikroskopů, v čemž je jejich výhoda oproti DELONG INSTRUMENTS.

Hodnocená společnost se svým konkurentům, co se týká velikosti tržeb, nemůže rovnat. Avšak její tržní podíl v porovnání se společnostmi FEI a TESCAN působícími na českém trhu roste, jak již bylo uvedeno v předchozím textu, v kapitole vymezení relevantního trhu. Konkurenční výhodou společnosti DELONG INSTRUMENTS může být právě oproti ohromným nadnárodním společnostem fakt, že se zaměřuje na užší portfolio produktů. Jejím stěžejním produktem je stolní elektronový mikroskop LVEM 5, který byl v roce 1993 prvním svého typu a v minulém roce 2017 byla představena jeho nová generace, z této skutečnosti podnik těží do dnes. Jméno si na českém trhu vybudovala také díky jejímu zakladateli Arminu Delongovi, a mezi špičkou se udržuje také díky rozsáhlé spolupráci s vysokými školami, jako je VUT v Brně, či s Akademií věd ČR.

### **7.2.3.2 Hrozba vstupu nových konkurentů**

Hrozba vstupu nových konkurentů do odvětví vývoje elektronových mikroskopů existuje, avšak vzhledem k ohromným bariérám vstupu, je tato skutečnost velmi nepravděpodobná. Jako bariéry pro vstup do odvětví jsou uvažovány – vysoká technologická náročnost, know-how v oblasti matematiky, fyziky, elektrotechniky atd. Vysoké jsou také požadavky na kvalifikovanost pracovníků ve výzkumu, vývoji, ale také výrobě. S výrobou elektronových mikroskopů souvisí rovněž především prvotní finanční náročnost, která se spojuje s požadavky na vysokou kvalitu konečných produktů. Reálnou hrozbou vzniku nového silného konkurenta na tomto stabilním trhu je založení nové divize optických přístrojů v rámci některé z velkých nadnárodních společností, pro které by finanční náročnost nebyla přílišnou bariérou.

### **7.2.3.3 Dodavatelé a jejich vyjednávací síla**

Společnost DELONG INSTRUMENTS a.s. využívá zejména dodavatele různých dílčích komponent a materiálů, které slouží pro výrobu elektronových mikroskopů, dalších fyzikálních přístrojů, a zdrojů napájení. Pokud se jedná o složitější technická řešení a součásti, společnost je nevyrábí sama, ale využívá různé dodavatele. Vzhledem k povaze dodávek mají dodavatelé velkou vyjednávací sílu a jsou pro společnost klíčovým faktorem. Z hlediska obchodního jména společnosti DELONG INSTRUMENTS je poté důležité, aby dodávané materiály a komponenty vykazovaly určitou kvalitu.

### **7.2.3.4 Odběratelé a jejich vyjednávací síla**

Skupina odběratelů společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. je velmi rozmanitá, neboť jde o zákazníky působící, jak ve veřejném, tak soukromém sektoru. Elektronové mikroskopy a další produkty či řešení, které společnost dodává, jsou využívány v automobilovém a farmaceutickém průmyslu, ve výzkumných ústavech, ve školství v popředí s prestižními světovými univerzitami, a další vědeckou činností. Specifickou skupinou je také využití elektronových mikroskopů u policie, a to ve forenzní kriminalistice. Významnou skupinu odběratelů tvoří rovněž výrobci polovodičů a procesorů, jako je Intel či IBM, a dále také společnosti zabývající se takzvanými materiálovými vědami.

Český trh je pro společnost z hlediska velikosti malý, proto hledá zákazníky na trzích zahraničních, na které exportuje většinu svých elektronových mikroskopů a dalších produktů. Zároveň se do budoucna nabízí možnost oslovit nové zákaznické segmenty a rozšířit své pole odběratelů tímto způsobem.

Elektronové mikroskopy mají dlouhou životnost a provádění servisu je možné téměř v nekonečném časovém horizontu. Proto jejich obměně dochází především z důvodu jejich morálního zastarávání, neboť každá nová generace se posouvá dopředu zejména z hlediska techniky ovládání a uživatelského komfortu. (ČTK, 2018)

Vyjednávací síla odběratelů je poměrně velká, neboť na trhu existuje v současné době více firem nabízejících špičkové elektronové mikroskopy. Ve veřejném sektoru jsou poté organizace a společnosti zpravidla povinné vyhlášovat veřejné zakázky, a tak firma musí budovat svou image, pečovat o vzniklé vztahy se svými zákazníky a zaměřovat se také na již zmíněnou společenskou odpovědnost.

### **7.2.3.5 Hrozba substitučních produktů**

Elektronové mikroskopy jsou nejpokročilejší technologií pro zobrazování a zvětšování zkoumaných objektů, které jsou zpravidla nepostřehnutelné pouhým okem. V současné době neexistuje obdobná technologie, která by mohla být pro elektronový mikroskop substitutem a vzhledem k rozsáhlé skupině uživatelů či odběratelů rovněž nelze předpokládat, že by mohlo dojít k výraznému snížení poptávky.

## **7.2.4 Analýza atraktivity relevantního trhu**

Na vymezení a charakteristiku relevantního trhu, stejně jako na analýzu makro a mikro prostředí pomocí PEST analýzy a Porterova modelu pěti tržních sil, navazuje analýza atraktivity relevantního trhu, která slouží k důkladnějšímu posouzení předchozího kroku. Pro tuto analýzu je použita následující tabulka 4, která shrnuje důležitá kritéria a přiřazuje jim váhu a bodové hodnocení. Váhy jsou stanoveny v rozmezí od 1 do 3, přičemž hodnota 1 představuje nejnižší důležitost kritéria a hodnota 3 nejvyšší

důležitost. Bodování kritérií je poté stanoveno stupnicí 0-6, kdy 0 představuje negativní hodnocení a 6 pozitivní. Následně je tabulka doplněna o interpretaci jednotlivých kritérií a konečné hodnocení provedené analýzy atraktivity. (Mařík, 2011, s. 66)

Tabulka 4: Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3						x		15
Velikost trhu	2					x			8
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	3						x		15
Bariéry vstupu	1				x				3
Možnosti substituce	3						x		15
Citlivost na konjunkturu	2						x		10
Struktura zákazníků	2				x				6
Vlivy prostředí	1					x			4
<b>Celkem</b>	<b>20</b>								<b>82</b>

Maximální počet bodů	120
Dosažený počet bodů	82
<b>Dosažené hodnocení</b>	<b>68 %</b>

zdroj: vlastní zpracování dle Mařík (2011, s. 66)

Kritérium růstu trhu je hodnoceno jako pozitivní (5 bodů), neboť odvětví a také trh s elektronovými mikroskopy vykazuje rostoucí trend. K mírnému poklesu dochází pouze v roce 2016 a to na českém trhu, celosvětový trh ve sledovaném období kontinuálně roste. A dle studie Frost & Sullivan se do roku 2020 očekává roční nárůst celkového trhu vždy o 7,3 %, v případě SEM poté 11,3 %.

Velikost trhu s elektronovými mikroskopy je hodnocena 4 body, tedy jako mírně nadprůměrná až pozitivní. Důvodem je, jak již bylo řečeno, růst tržeb v odvětví, a to v České republice i celosvětově.

Intenzita konkurence je jak na českém, tak zahraničním trhu, poměrně značná. Jak již bylo uvedeno v rámci Porterovy analýzy, jen v Brně se elektronovou mikroskopií zabývají tři specializované a světové společnosti, další podniky poté sídlí v zahraničí. V odvětví rovněž působí jednak společnosti zaměřené pouze na výrobu elektronových mikroskopů a jejich komponent, dále také velké nadnárodní společnosti, ve kterých se touto výrobou zabývá pouze jedna z divizí. Hodnocení intenzity konkurence 2 body této skutečnosti odpovídá.



Zhodnocení průměrných rentabilit v rámci odvětví opět není snadné, neboť v rámci hodnocení ekonomických činností CZ-NACE spadá společnost především do odvětví 26.5, jehož průměrná rentabilita se pohybuje ve sledovaném období 2012-2016 v průměru okolo hodnoty 4,9 % (ROA) a 10,8 % (ROE). Společnosti zabývající se výzkumem, vývojem a výrobou elektronových mikroskopů v ČR však dosahují rentability aktiv v průměru ve výši 12,8 % a rentability vlastního kapitálu 14,9 %. Proto lze kritérium hodnotit jako nadprůměrné či pozitivní s bodovým hodnocením 5.

Bariéry vstupu do tohoto odvětví jsou vysoké, jak již bylo uvedeno v předchozím textu, s výzkumem, vývojem a výrobou elektronových mikroskopů se pojí silné know-how v oblasti matematiky a fyziky, dále je zde také vysoká technologická náročnost a finanční výdaje. Další bariéru tvoří potřeba vysoce kvalifikovaných pracovníků. Z těchto důvodů tudíž nelze s přílišnou pravděpodobností očekávat vznik zcela nové společnosti, existuje pouze příležitost vzniku nové divize pod společností již rozvinutou, hodnocení kritéria je tedy stanoveno jako průměrné (3 body).

Možnosti substituce elektronových mikroskopů v současné době téměř neexistují, neboť se jedná o nejpokročilejší techniku v oblasti zvětšování pouhým okem nepozorovatelných objektů. Za nižší stupeň těchto přístrojů lze považovat optické mikroskopy, které však neposkytují zdaleka takové možnosti zvětšování. Prostřednictvím tohoto kritéria je tedy zvyšována atraktivita trhu a v tabulce je ohodnoceno 5 body.

Trh s elektronovými mikroskopy nevykazuje pozitivní citlivost na konjunkturu, tedy procyklické chování v souvislosti vývojem hrubého domácího produktu. Tento faktor je tedy hodnocen 5 body, jako pozitivní.

Struktura zákazníků je z důvodu své rozmanitosti hodnocena pozitivně, zahrnuje zákazníky jak z veřejného, tak ze soukromého sektoru. Obvykle se jedná o odběratele v podobě velkých firem, výzkumných ústavů a univerzit. Hodnocení tohoto kritéria je stanoveno jako průměrné, tedy 3 body.

Posledním hodnoceným kritériem jsou vlivy prostředí. Nejvíce ovlivňuje odvětví elektronové mikroskopie technologický vývoj, životní cyklus těchto produktů však není tak krátký, jako u jiné především spotřební elektroniky. Jak již bylo řečeno v předchozím textu, elektronové mikroskopy zastarávají zejména z morálního hlediska a společnosti je nahrazují novějšími modely přibližně po osmi letech. Dále lze připomenout nutnost dodržování norem například pro ochranu životního prostředí, bezpečnosti práce a další normy z oblasti managementu kvality. Jako další vlivy prostředí lze uvažovat ceny energií a dodávaných komponentů či materiálů. Celkově je toto kritérium zhodnoceno 4 body jako lehce nadprůměrné.

Z provedené analýzy atraktivity trhu vyplývá, že trh s elektronovými mikroskopy můžeme označit vzhledem k jeho atraktivitě za nadprůměrný. Dosaženo bylo 82 bodů ze 120, což ve výsledku tvoří 68 %. Takové hodnocení je dosaženo především kvůli pozitivnímu růstu trhu, vysokým průměrným rentabilitám odvětví a vyloučené substituci elektronových mikroskopů jinými produkty. Pozitivní hodnocení zvyšuje také fakt, že se jedná o odvětví nezávislé na vývoji hrubého domácího produktu. Poměrně negativní hodnocení dosahuje pouze intenzita konkurence, která je v odvětví na vyšší úrovni. Z této analýzy vycházejí především příležitosti a hrozby, které shrnuje také závěr strategické analýzy.

### **7.2.5 Závěr strategické analýzy**

Oceňovaná společnost DELONG INSTRUMENTS působí v odvětví elektronové mikroskopie, které vykazuje rostoucí trend a do budoucna má velký potenciál dalšího růstu. Elektronové mikroskopy jsou produkty, pro něž neexistují substituční výrobky či technologie, a právě i z tohoto hlediska se jedná o velmi atraktivní odvětví. Atraktivita trhu vycházející především z těchto uvedených faktorů, se pohybuje na hodnotě 68 %, jedná se tedy o nadprůměrně atraktivní odvětví. S tímto faktem koresponduje také očekávané roční tempo růstu trhu, které bude dosahovat do budoucna hodnoty 7,3 %, a v případě trhu s elektronovými mikroskopy typu SEM dokonce 11,3 %.

Dosavadní analýzy se týkaly především vymezení vnějšího potenciálu podniku, z hlediska celkového výnosového potenciálu je však nutné zaměřit se i na vymezení potenciálu vnitřního. Tento krok nelze externě provést příliš kvalitně, přesto je třeba odhalit silné a slabé stránky podniku.

Silnými stránkami společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. z hlediska jejích vnitřních kvalit jsou konkurenceschopné výrobky, za kterými stojí především kvalitní výzkum a vývoj. Tomu napomáhá také významná spolupráce s vysokými školami, především s VUT v Brně, kde je firma značným investorem do výzkumu a vývoje. Tímto krokem si je společnost také schopná do budoucna zajišťovat kvalitní zaměstnance s technickými a dalšími specifickými znalostmi. Silnou stránkou společnosti jsou také neustále inovace, a to jak inovace produktů, tak inovace ve výrobních procesech, které zvyšují kapacity a energetickou náročnost. Podnik dále disponuje důležitými certifikáty v oblasti dodržování kvality a norem v oblasti ochrany životního prostředí a likvidace nebezpečných odpadů, což je jeho silnou stránkou.

Za slabou stránku lze považovat původ elektronových mikroskopů a tím i umístění společnosti, čímž se myslí označení „Made in Czech Republic“. Jak se vyjádřil o produktech konkurenční společnosti TESCAN ORSAY HOLDING a. s. jeden z jejích majitelů, je třeba zvyšovat povědomí o České republice, kde se také vyrábí složité a velmi kvalitní výrobky.

Jako vnější příležitost se pro společnost jeví oslovení nových segmentů odběratelů, s čímž souvisí také objevování nových trhů. Z hlediska nových trhů, jde poté především o rozvojové země, jako například země Jižní Ameriky a Středního východu. Noví odběratelé mohou být získáni také z různých odvětví, která jsou elektronovou mikroskopií prozatím nezasažena.

Další příležitostí, která se pro společnost naskytuje, je čerpání většího objemu dotací na investiční a provozní účely, nebo spolupráce s dalšími vysokými školami i mimo Brno.

Hrozbou z hlediska ekonomických faktorů by pro podnik bylo vyšší daňové zatížení či extrémní posilování koruny. Riziko posílení koruny by pro podnik, jež více než 90 % svých produktů exportuje do zahraničí, znamenalo menší zisky z jednoho eura či USD.

Tabulka 5: SWOT analýza DELONG INSTRUMENTS a. s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• konkurenceschopné výrobky</li> <li>• kvalitní výzkum, vývoj, výroba</li> <li>• spolupráce s univerzitami a vědeckými ústavami</li> <li>• inovace produktů a procesů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• umístění společnosti v ČR</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>• možnost expanze na nové trhy</li> <li>• potenciál růstu v nových segmentech</li> <li>• větší objem čerpání dotací</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stávající konkurence</li> <li>• větší daňové zatížení</li> <li>• extrémní posilování domácí měny</li> </ul>

*zdroj: vlastní zpracování*

Další pohled na společnost, a to i z hlediska jejích silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb, lze vyvodit z provedené finanční analýzy (kapitola 7.3)

## 7.3 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. je zpracována za účelem odhalení finančního zdraví podniku a slouží též jako základ pro sestavení nutného finančního plánu, který je podkladem pro stanovení hodnoty podniku. V rámci finanční analýzy budou využity nástroje, které byly vymezeny v teoretické části této diplomové práce. Účetní výkazy jsou zpracovány za období pěti let, a to v horizontu od roku 2012 do roku 2016, jejich plný rozsah je součástí příloh.

### 7.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje horizontální a vertikální analýzu rozvahy a výkazu zisků a ztrát, následně jsou aplikována a vyhodnocena bilanční pravidla.

#### 7.3.1.1 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Horizontální analýza rozvahy je rozdělena na dvě části, a to na horizontální analýzu aktiv a horizontální analýzu pasiv, které jsou provedeny jak v relativním či podílovém vyjádření, tak ve vyjádření absolutním neboli rozdílovém. Výsledky horizontální analýzy v agregované podobě shrnují tabulky 6, 7 a 8.

Tabulka č. 6: Horizontální analýza aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Horizontální analýza aktiv	Podílově				Celkový růst	Rozdílově (v tis. Kč)			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15		2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
<b>Aktiva celkem</b>	<b>1,15</b>	<b>1,02</b>	<b>1,06</b>	<b>1,47</b>	<b>16,5%</b>	<b>17 214</b>	<b>3 296</b>	<b>8 660</b>	<b>67 130</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	0,99	1,01	0,99	0,96	-1,2%	-537	763	-1 014	-2 908
Dl. nehmotný majetek	0,84	0,42	3,96	0,74	1,1%	-90	-278	601	-207
Dl. hmotný majetek	0,99	1,01	1,01	0,94	-1,3%	-447	1 041	385	-4 701
Dl. finanční majetek	-	-	-	-	-	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1,46</b>	<b>1,04</b>	<b>1,16</b>	<b>2,01</b>	<b>37,3%</b>	<b>17 840</b>	<b>2 418</b>	<b>9 756</b>	<b>69 949</b>
Zásoby	0,77	2,36	1,18	1,35	30,3%	-2 383	10 682	3 340	7 663
Dl. pohledávky	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Kr. pohledávky	0,90	1,19	1,01	1,73	17,0%	-2 391	4 224	171	19 737
Kr. finanční majetek	6,58	0,53	1,44	3,08	98,5%	22 614	-12 488	6 245	42 549
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,56</b>	<b>2,00</b>	<b>0,64</b>	<b>1,60</b>	<b>3,8%</b>	<b>-89</b>	<b>115</b>	<b>-82</b>	<b>89</b>

zdroj: vlastní zpracování

Z provedené horizontální analýzy aktiv můžeme vidět, že celková aktiva, tedy i bilanční suma firmy DELONG INSTRUMENTS za celé sledované období vzrostla, a to o 16,5 %. V posledním analyzovaném roce se zastavila na hodnotě přibližně 211 milionů korun, celkový nárůst bilanční sumy za sledované období vyjádřený absolutně činí 96 300 tis. Kč a je způsoben především navýšením oběžných aktiv, která vzrostla o 37,3 %. To se naopak nedá říct o dlouhodobém majetku, jehož hodnota mezi roky 2012 a 2016 klesá. Tento pokles není nijak výrazný, jde o snížení o 1,2 procentního bodu, což je způsobeno skutečností, že firma neinvestuje ani na úrovni svých odpisů. Jelikož firma nedisponuje žádným dlouhodobým finančním majetkem, podílí se dlouhodobém majetku pouze majetek hmotný a nehmotný, právě u dlouhodobého hmotného majetku byl prostřednictvím horizontální analýzy odhalen celkový pokles o 1,3 %. Detailní pohled na situaci ohledně poklesu dlouhodobého majetku zobrazuje tabulka 7.

Za poklesem dlouhodobého hmotného majetku stojí stavby společnosti DELONG INSTRUMENTS. Snižování této položky je způsobeno odepisováním nové budovy společnosti, která byla pořízena v roce 2007 v hodnotě 83 milionů korun. Jedná se o budovu, která je zařazena do 5. odpisové skupiny s dobou odepisování 30 let, a právě její průměrný roční odpis ve výši 2,75 milionu odpovídá pohybům mezi jednotlivými roky. Klesající tendenci dlouhodobého majetku vytahuje mírný růst softwaru (celkově

o 1,12 %), a dále pak výrazný celkový růst pozemků společnosti, jejichž hodnota se mezi roky 2014 a 2015 téměř zdvojnásobila, a výrazný celkový růst samostatných movitých věcí a to o 18,76 %. Nemalou položku dlouhodobého majetku tvoří také software, jehož hodnota v průběhu sledovaného období poměrně výrazně kolísá, avšak firma investuje alespoň do výše jeho odpisů tudíž celkově roste a to o 1,12 %. Nejvyšší růst je poté viditelný mezi roky 2014 a 2015, kdy hodnota softwaru naroste téměř čtyřnásobně.

Tabulka č. 7: Horizontální analýza vybraných položek dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek	(v tis. Kč)					Celkový růst
	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>Dlouhodobý majetek</b>	75 338	74 801	75 564	74 550	71 642	-1,25%
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	571	481	203	804	597	1,12%
Software	571	481	203	804	597	1,12%
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	74767	74320	75361	75746	71045	-1,27%
Pozemky	2249	2249	2249	4344	4334	17,82%
Stavby	68609	65823	63100	60312	57986	-4,12%
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3909	6248	10012	9090	7775	18,76%
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	940	-
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	940	-

zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno, růst celkových aktiv je způsoben zejména navýšením oběžného majetku, na jehož zvyšování má největší vliv krátkodobý finanční majetek, který za sledované období vzrostl téměř o 100 %. Rovněž rostou také krátkodobé pohledávky (o 17 %), což je ovlivněno především zvýšením pohledávek z obchodních vztahů a růstem pohledávek daňových. Podnik ve sledovaném období zadržuje také více zásob, ty vzrostly o 30,3 % a vliv na tuto skutečnost má, jak růst materiálu, tak růst nedokončené výroby a polotovarů. Z hlediska specifické činnosti společnosti není tento fakt nijak negativní, neboť produkty a další technická řešení, jako například optické komponenty, kterými se DELONG INSTRUMENTS zabývá vykazují značnou míru složitosti výrobního procesu a rovněž vysokou cenu.

I přesto, že dlouhodobá aktiva firmy meziročně dlouhodobě klesají, a dá se předpokládat, že vzhledem k vysokým odpisům nové budovy bude tento pokles nadále pokračovat, vykazuje celková rostoucí bilanční suma stabilní a zdravou firmu.

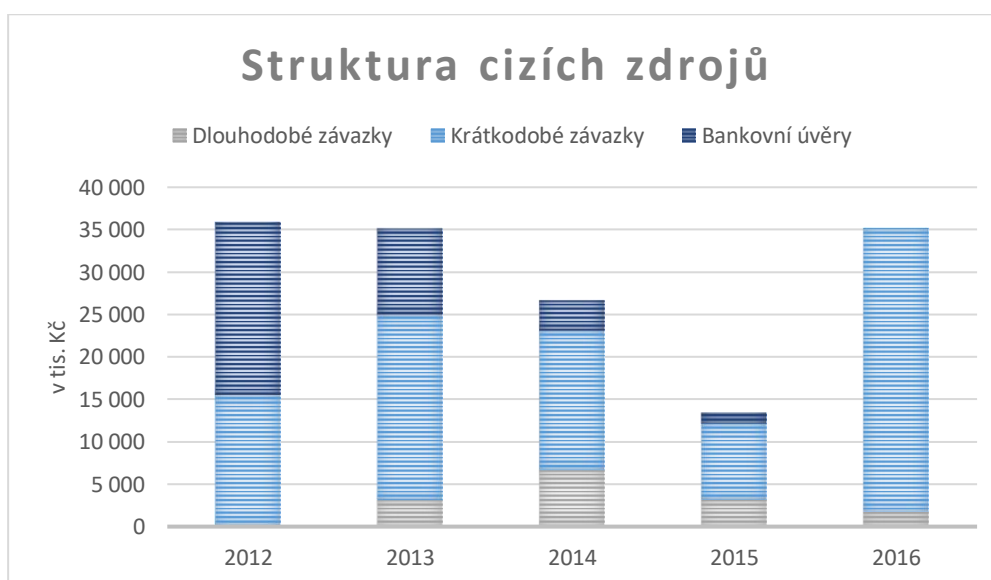
Pasiva společnosti, tak jak zobrazuje tabulka 8, rostou proporcionálně s aktivy, tedy o 16,5 %, čímž je zachován nutný bilanční princip. Vlastní kapitál společnosti v daném období neustále roste, celkově o 22,2 %, v absolutním vyjádření o 97 044 tis. Kč. Jelikož základní kapitál, který činí 3 mil. Kč a není v průběhu sledovaného období navyšován, lze usuzovat, že firma trvale dosahuje zisku. Významný podíl na růstu vlastního kapitálu má růst hodnoty hospodářského výsledku minulých let, který je v podniku z velké části kumulován, zřejmě za účelem dalšího rozvoje společnosti. Tato skutečnost se potvrdí rovněž v analýze poměrovými ukazateli.

Tabulka 8: Horizontální analýza pasiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Horizontální analýza pasiv	Podílově				Celkový růst	Rozdílově (v tis. Kč)			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15		2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
<b>Pasiva celkem</b>	<b>1,15</b>	<b>1,02</b>	<b>1,06</b>	<b>1,47</b>	<b>16,5%</b>	<b>17 214</b>	<b>3 296</b>	<b>8 660</b>	<b>67 130</b>
Vlastní kapitál	1,23	1,12	1,20	1,35	22,2%	18 009	11 774	21 823	45 438
Základní kapitál	1,00	1,00	1,00	1,00	0,0%	0	0	0	0
Kapitálové fondy	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Fondy ze zisku	1,00	0,00	-	-	-100,0%	0	-600	0	0
HV minulých let	1,17	1,22	1,13	1,24	18,8%	10 830	16 209	11 774	25 079
HV běžného úč. období	1,66	0,79	1,71	1,84	42,4%	7 179	-3 835	10 049	20 359
<b>Cizí zdroje</b>	<b>0,98</b>	<b>0,76</b>	<b>0,51</b>	<b>2,61</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-795</b>	<b>-8 478</b>	<b>-13 163</b>	<b>21 692</b>
Rezervy	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	47,86	2,15	0,47	0,56	128,5%	3 046	3 572	-3 525	-1 386
Krátkodobé závazky	1,41	0,75	0,55	3,69	21,3%	6 400	-5 374	-7 404	24 337
Bankovní úvěry	0,50	0,34	0,36	0,00	-100,0%	-10 241	-6 676	-2 234	-1 259
Časové rozlišení	-	-	-	-	-	0	0	0	0

zdroj: vlastní zpracování

Největší vliv na růst vlastního kapitálu má však celkové zvyšování hospodářského výsledku běžného účetního období, ten zaznamenává celkový růst o 42,4 % a v posledním roce se téměř zdvojnásobí. Společnosti se zejména v posledních třech letech velice daří, v roce 2015 byl představen elektronový mikroskop LVEM 25, což s velkou pravděpodobností způsobilo nárůst rozvahové položky hospodářský výsledek běžného účetního období o částku přes 10 milionů korun. Téměř dvojnásobný růst hospodářského výsledku v roce 2016 je podpořen vývojem a výrobou nových mechanických a optických komponentů v projektu ELI-Beamlines. V roce 2017 poté společnost DELONG INSTRUMENTS uvedla na trh novou generaci všestranného transmisního elektronového mikroskopu LVEM 5, proto lze předpokládat, že růst hospodářského výsledku bude pokračovat.



Obrázek 10: Struktura cizích zdrojů; zdroj: vlastní zpracování

Naopak vývoj cizího kapitálu vykazuje spíše pokles a to o 0,5 procentního bodu. Při pohledu na předchozí graf je viditelné, že hodnota cizích zdrojů společnosti od roku 2012 do roku 2015 výrazně klesá, absolutní rozdíl mezi těmito roky činí téměř

22,5 mil. Kč a je způsoben především úplnou eliminací bankovních úvěrů. V posledním analyzovaném roce (2016) již společnost používá ke krytí svého majetku pouze cizí kapitál ve formě krátkodobých a dlouhodobých závazků a její cizí zdroje rostou opět na hodnotu přes 35 mil. Kč. Zatímco tedy bankovní úvěry poklesly o 100 %, tak hodnota dlouhodobých závazků za sledované období celkově vzrostla o 128,5 %. Společnost netvoří žádné rezervy a časové rozlišení pasiv je rovno nule.

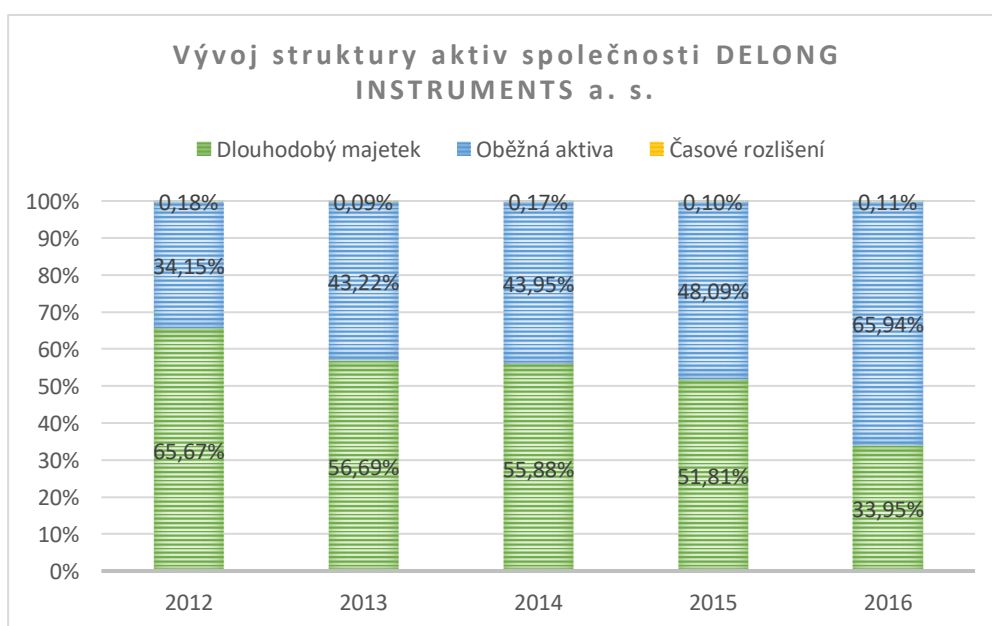
Na horizontální analýzy položek aktiv a pasiv navazuje vertikální analýza rozvahy, která je opět uvedena v agregovanější podobě a vyjadřuje procentuální podíl jednotlivých položek majetku podniku a zdrojů jeho krytí na celkové bilanční sumě. Výsledky těchto analýz shrnují tabulky 9 a 10.

Tabulka č. 9: Vertikální analýza aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Vertikální analýza aktiv	(v tis. Kč)					Podíl				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Aktiva celkem</b>	<b>114 723</b>	<b>131 937</b>	<b>135 233</b>	<b>143 893</b>	<b>211 023</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	75 338	74 801	75 564	74 550	71 642	65,67%	56,69%	55,88%	51,81%	33,95%
Dl. nehmotný majetek	571	481	203	804	597	0,50%	0,36%	0,15%	0,56%	0,28%
Dl. hmotný majetek	74 767	74 320	75 361	75 746	71 045	65,17%	56,33%	55,73%	52,64%	33,67%
Dl. finanční majetek	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	39 181	57 021	59 439	69 195	139 144	34,15%	43,22%	43,95%	48,09%	65,94%
Zásoby	10 230	7 847	18 529	21 869	29 532	8,92%	5,95%	13,70%	15,20%	13,99%
Dl. pohledávky	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kr. pohledávky	24 896	22 505	26 729	26 900	46 637	21,70%	17,06%	19,77%	18,69%	22,10%
Kr. finanční majetek	4 055	26 669	14 181	20 426	62 975	3,53%	20,21%	10,49%	14,20%	29,84%
<b>Časové rozlišení</b>	204	115	230	148	237	0,18%	0,09%	0,17%	0,10%	0,11%

zdroj: vlastní zpracování

Struktura aktiv podniku se v průběhu sledovaného období výrazně mění, v průměru je majetek podniku tvořen z 53 % dlouhodobými aktivy a ze 47 % aktivy oběžnými. Vývoj struktury aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. zobrazuje následující graf, na kterém je přehledně vidět, jak se poměr dlouhodobého majetku a oběžných aktiv překlápí ve prospěch právě majetku oběžného.



Obrázek 11: Vývoj struktury aktiv DELONG INSTRUMENTS a. s. 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

Z horizontální analýzy víme, že zatímco vývoj dlouhodobého majetku stagnuje až mírně klesá v důsledku vysokých odpisů nové budovy společnosti, všechny položky oběžných aktiv rostou, zejména pak krátkodobý finanční majetek a zásoby. Významnou položkou dlouhodobého majetku je majetek hmotný, který v průběhu sledovaného období klesá, avšak v roce 2016 tvoří stále 33,67 % z celkových aktiv. Software, který společnost využívá tvoří v průměru necelé čtyři desetiny procenta z celkové bilanční sumy, avšak v absolutním vyjádření se jedná o částku 531 tis. Kč.

Oběžný majetek podniku tvoří v posledním sledovaném roce 65,94 % celkových aktiv a tento vysoký poměr je způsoben především vysokým krátkodobým finančním majetkem, který se v roce 2012 tvořil 3,53 % aktiv a v průběhu daného období vzrostl až na hodnotu 29,84 %. Je tedy zřejmé, že společnost zadržuje na běžném bankovním účtu finanční prostředky, které by mohla využívat jiným způsobem. Dále tvoří podstatnou část aktiv zásoby podniku, jejichž hodnota se v průběhu sledovaného období dostává z 8,92 % z celkových aktiv na hodnotu 13,99 % a v absolutním vyjádření jde v roce 2016 o částku přes 29,5 mil. Kč. Takový podíl zásob je vzhledem k předmětu podnikání nezbytný, neboť veškeré produkty společnosti mají dlouhý výrobní proces. Zároveň nejde u této položky, co se týká kusů produktů o nijak převratná čísla, neboť v průměru je hodnota elektronového mikroskopu, který společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. vyrábí, rovna cca 4,5 mil. Kč.

Společnosti disponuje také poměrně vysokými pohledávkami, které vytvářejí průměrně téměř 20% podíl na celkových aktiv. Na aktivech se podílí také časové rozlišení, jehož poměr nepřesahuje dvě desetiny procenta a má spíše klesající tendenci.

Tabulka 10: Vertikální analýza pasiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Vertikální analýza pasiv	(v tis. Kč)					Podíl				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Pasiva celkem</b>	<b>114 723</b>	<b>131 937</b>	<b>135 233</b>	<b>143 893</b>	<b>211 023</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Vlastní kapitál	78 825	96 834	108 608	130 431	175 869	68,71%	73,39%	80,31%	90,64%	83,34%
Základní kapitál	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	2,61%	2,27%	2,22%	2,08%	1,42%
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	600	600	0	0	0	0,52%	0,45%	0,00%	0,00%	0,00%
HV minulých let	64 395	75 225	91 434	103 208	128 287	56,13%	57,02%	67,61%	71,73%	60,79%
HV běžného úč. období	10 830	18 009	14 174	24 223	44 582	9,44%	13,65%	10,48%	16,83%	21,13%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>35 898</b>	<b>35 103</b>	<b>26 625</b>	<b>13 462</b>	<b>35 154</b>	<b>31,29%</b>	<b>26,61%</b>	<b>19,69%</b>	<b>9,36%</b>	<b>16,66%</b>
Rezervy	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	65	3 111	6 683	3 158	1 772	0,06%	2,36%	4,94%	2,19%	0,84%
Krátkodobé závazky	15 423	21 823	16 449	9 045	33 382	13,44%	16,54%	12,16%	6,29%	15,82%
Bankovní úvěry	20 410	10 169	3 493	1 259	0	17,79%	7,71%	2,58%	0,87%	0,00%
Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

*zdroj: vlastní zpracování*

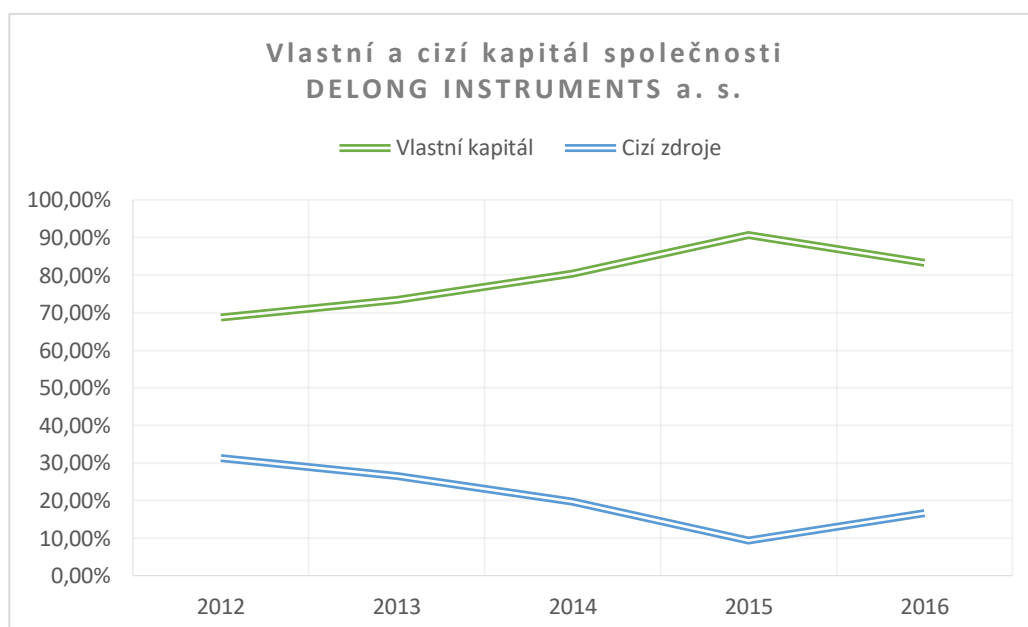
Tabulka 10 poté zobrazuje výsledky vertikální analýzy pasiv, ze které můžeme vidět, že velký podíl na celkových pasivech podniku má vlastní kapitál, v průměru jde o 79,28 %. Zatímco kapitál cizí podnik využívá v podstatně menším množství a z celkových pasiv jeho hodnota tvoří průměrně pouze zbylých 20,72 %. Dá se říci, že



hodnota cizích zdrojů od roku 2012 do roku 2015 klesá a v roce 2016 se opět dostává téměř na původní hodnoty k 35 mil. Kč. Podíl jednotlivých typů financování a jejich vývoj na celkových pasivech zobrazuje graf č. 6.

Neměnnou položkou je základní kapitál společnosti, jehož podíl na celkových pasivech vzhledem ke zvyšující se bilanční sumě klesá. Z vlastního kapitálu má největší podíl na celkové hodnotě pasiv hospodářský výsledek minulých let, jehož hodnota a zároveň i podíl v průběhu sledovaného období rostou z 56,13 % na 60,79 %. V průměru poté hospodářský výsledek minulých let tvoří přes 62 % bilanční sumy.

Ve struktuře cizích zdrojů mají největší zastoupení krátkodobé závazky, jejichž podíl na celkových pasivech v daném období kolísá, v průměru jde o téměř 13% podíl. Nejvýznamnější podíl mají ze skupiny krátkodobých závazků krátkodobé přijaté zálohy, jež se podílejí na pasivech průměrně téměř čtyřmi procenty. Jejich tendence je v průběhu období spíše klesající, avšak v roce 2016 podíl na pasivech vystřeluje až na hodnotu 8,34 %. Druhou významnou položkou krátkodobých závazků jsou závazky z obchodních vztahů, které mají také spíše klesající charakter, co se týká podílu na bilanční sumě nebo můžeme říci pasivech, ale v posledním sledovaném roce jejich procentuální podíl roste, a to o 1 procentní bod.



Obrázek 12: Vývoj podílu vlastního a cizího kapitálu společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v období 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

Dynamický nárůst zaznamenává od roku 2014 rovněž podíl hospodářského výsledku běžného účetního období ve vztahu k pasivům společnosti, a to meziročně průměrně o pět procentních bodů. Vidět můžeme také, že firma se naprosto odprošťuje od financování bankovními úvěry, a to jak krátkodobými, tak úvěry dlouhodobými.

V dalším kroku je provedena horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a ztrát, které zobrazují tabulky 11 a 12.

Výnosy společnosti, tak jak zobrazuje tabulka horizontální analýzy výkazu zisků a ztrát (dále jen VZZ), jsou tvořeny především tržbami z prodeje vlastních výrobků, tedy tzv. výkony, do kterých spadá i změna stavu zásob vlastní činnosti, tato položka má však na výkony nepatrný vliv. Jedná se o skutečnost, která je pro výrobní podniky, kterým právě společnost DELONG INSTRUMENTS je, typická. Podstatnými položkami jsou tedy z pohledu VZZ výkony, výkonová spotřeba a v závěru také výsledek hospodaření, naopak položkami nulovými jsou tržby za prodej zboží, náklady na ně a obchodní marže.

Výkony společnosti, ostatně jako většina položek VZZ, v průběhu sledovaného období celkově rostou. Největší nárůst je poté mezi roky 2015 a 2016, kdy z úplného výkazu zisků a ztrát za sledované období, který je součástí příloh, můžeme vyčíst, že zde jde o částku přesahující 42 mil. Kč. Tržby mezi těmito roky rostou o téměř 25 %, což je vysoce nad průměrem odvětví HIGH-TECH zpracovatelského průmyslu, ve kterém tržby vzrostly o 2,1 % (MPO, 2016). V závislosti na růstu výkonů roste také výkonová spotřeba, kterou se snaží společnost v posledních dvou sledovaných letech korigovat, neboť její přírůstky nejsou již tak vysoké, jako přírůstky výkonů. Výsledek těchto korekcí se odráží na přidané hodnotě, která od roku 2014 opět roste.

Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Horizontální analýza	Podílově				Celkový růst	Rozdílově (v tis. Kč)			
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15		2013-12	2014-13	2015-14	2016-15
Tržby za prodej zboží	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Náklady na prodané zboží	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Obchodní marže	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Výkony	1,21	1,04	1,01	1,26	12,37%	25 992	6 312	1 442	41 306
Výkonová spotřeba	1,13	1,11	0,87	1,18	6,86%	9 867	9 338	-11 793	14 789
Přidaná hodnota	1,30	0,96	1,20	1,33	18,85%	16 125	-3 026	13 235	26 517
Osobní náklady	1,12	1,00	1,02	1,07	5,33%	4 539	125	1 068	3 224
Daně a poplatky	2,97	0,44	1,06	0,98	8,11%	140	-118	6	-2
Odpisy DHM a DNM	1,06	1,19	0,95	1,15	8,22%	256	925	-288	805
Tržby z prodeje DM a mat.	0,59	0,54	8,57	0,40	2,05%	-353	-237	2 067	-1 404
ZC prodaného DM a mat.	0,77	0,30	20,58	0,22	0,99%	-98	-227	1 880	-1 538
Změna stavu rezerv	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	0,96	0,54	0,87	1,18	-14,77%	-301	-3 072	-465	562
Ostatní provozní náklady	1,44	2,85	0,88	0,80	30,37%	8	48	-9	-13
Provozní výsl. hospodaření	1,62	0,74	1,59	1,72	34,82%	10 626	-7 088	12 180	23 544
Výnosové úroky	2,00	1,00	1,00	4,00	68,18%	1	0	0	6
Nákladové úroky	0,39	0,50	0,16	0,00	-100,00%	-722	-234	-198	-39
Ostatní fin. výnosy	2,33	0,37	0,80	0,19	-39,65%	1 909	-2 099	-251	-808
Ostatní fin. náklady	0,60	1,14	1,53	0,31	-24,69%	-1 548	325	1 406	-2 820
Finanční výsl. hospodaření	1,51	0,55	0,97	0,36	26,69%	-1 840	2 467	81	1 880
Daň z příjmů za běž. činnost	1,61	0,81	1,65	1,90	42,43%	1 589	-786	2 212	5 065
VH za běžnou činnost	1,67	0,79	1,71	1,84	42,50%	7 197	-3 835	10 049	20 359
EAT	1,66	0,79	1,71	1,84	42,44%	7 179	-3 835	10 049	20 359
EBT	1,65	0,79	1,70	1,85	42,44%	8 768	-4 621	12 261	25 424

zdroj: vlastní zpracování

V průběhu sledovaných let rostou také osobní náklady (o 5,33 %), a to v závislosti na růstu nákladů mzdových a nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, což přímo souvisí s větším počtem zaměstnanců společnosti. V tabulce horizontální analýzy VZZ můžeme vidět také již zmíněné odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, které rostou o 8,22 % především z důvodu ročního 2,75 milionového odpisu nové budovy společnosti.

Pozitivní vývoj lze spatřovat i u provozního výsledku hospodaření, který celkově roste o téměř 35 %. Jeho hodnota však mezi roky 2013 a 2014 výrazně klesá, vliv na tuto skutečnost má právě pokles přidané hodnoty, růst odpisů dlouhodobého majetku a pokles ostatních provozních výnosů. Oproti roku 2014 však provozní výsledek hospodaření v roce 2015 roste o více než 12 mil. Kč a následně v roce 2016 ještě o dalších téměř 24 mil. Kč. To je opět způsobeno uvedením nových či inovovaných elektronových mikroskopů LVEM5 a LVEM25 na trh. Finanční výsledek hospodaření vykazuje v průběhu celého sledovaného období záporné hodnoty, ty však mají tendenci přibližovat se více k nule, a proto dochází celkově k jeho nárůstu o 26,69 %. Oceňovanému podniku v souvislosti s rostoucím výsledkem hospodaření stoupají také daně z příjmů za běžnou činnost, a to o 42,43 %.

Obdobně jako předchozí výsledky hospodaření, roste také výsledek hospodaření za běžnou činnost, čistý zisk před zdaněním a také čistý zisk po zdanění. Všechny tyto položky v průběhu sledovaného období vzrostly o více než 42 %, a jejich nárůst je způsoben růstem tržeb z prodeje vlastních výrobků, a tedy i celkovými výkony. Jediný pokles u těchto položek VZZ je opět viditelný v roce 2014, který byl pro podnik méně ziskový.

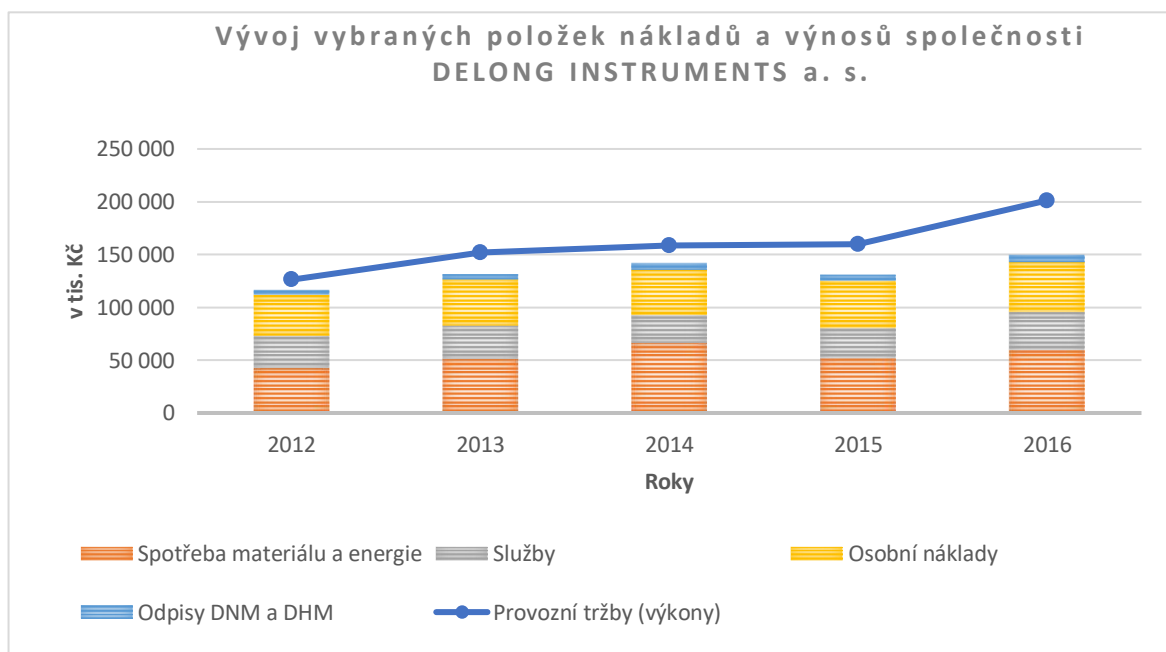
Tabulka 12: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Vertikální analýza	(v tis. Kč)					Podíl				
	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Výkony	126 214	152 206	158 518	159 960	201 266	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	73 094	82 961	92 299	80 506	95 295	57,91%	54,51%	58,23%	50,33%	47,35%
Přidaná hodnota	53 120	69 245	66 219	79 454	105 971	42,09%	45,49%	41,77%	49,67%	52,65%
Osobní náklady	38 798	43 337	43 462	44 530	47 754	30,74%	28,47%	27,42%	27,84%	23,73%
Daně a poplatky	71	211	93	99	97	0,06%	0,14%	0,06%	0,06%	0,05%
Odpisy DHM a DNM	4 567	4 823	5 748	5 460	6 265	3,62%	3,17%	3,63%	3,41%	3,11%
Tržby z prodeje DM a mat.	863	510	273	2 340	936	0,68%	0,34%	0,17%	1,46%	0,47%
ZC prodaného DM a mat.	421	323	96	1 976	438	0,33%	0,21%	0,06%	1,24%	0,22%
Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní provozní výnosy	6 937	6 636	3 564	3 099	3 661	5,50%	4,36%	2,25%	1,94%	1,82%
Ostatní provozní náklady	18	26	74	65	52	0,01%	0,02%	0,05%	0,04%	0,03%
Provozní výsl. hospodaření	17 045	27 671	20 583	32 763	56 307	13,50%	18,18%	12,98%	20,48%	27,98%
Výnosové úroky	1	2	2	2	8	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	1 193	471	237	39	0	0,95%	0,31%	0,15%	0,02%	0,00%
Ostatní fin. výnosy	1 440	3 349	1 250	999	191	1,14%	2,20%	0,79%	0,62%	0,09%
Ostatní fin. náklady	3 887	2 339	2 664	4 070	1 250	3,08%	1,54%	1,68%	2,54%	0,62%
Finanční výsl. hospodaření	-3 639	-5 479	-3 012	-2 931	-1 051	-2,88%	-3,60%	-1,90%	-1,83%	-0,52%
Daň z příjmů za běž. činnost	2 594	4 183	3 397	5 609	10 674	2,06%	2,75%	2,14%	3,51%	5,30%
VH za běžnou činnost	10 812	18 009	14 174	24 223	44 582	8,57%	11,83%	8,94%	15,14%	22,15%
EAT	10 830	18 009	14 174	24 223	44 582	8,58%	11,83%	8,94%	15,14%	22,15%
EBT	13 424	22 192	17 571	29 832	55 256	10,64%	14,58%	11,08%	18,65%	27,45%

zdroj: vlastní zpracování

Jelikož společnost DELONG INSTRUMENTS nedisponuje žádnými tržbami z prodeje zboží, zaujmají 100% podíl na celkových podnikových provozních tržbách výkony, tedy tržby z prodeje vlastních výrobků a změna stavu zásob vlastní činnosti. Dalšími tržbami jsou tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, které však na celkových provozních tržbách tvoří v průměru pouze zanedbatelných šest desetin procenta. Nejvýznamnější položkou nákladů je výkonová spotřeba, která tvoří v průměru téměř 54% podíl na celkových výkonech a je z velké části tvořena spotřebou materiálu a energie, ty mají na výkonech podíl 34,43 %. Další významnou nákladovou položkou VZZ jsou rovněž osobní náklady, jejichž poměr k provozním tržbám v průběhu sledovaného období klesá z hodnoty 30,74 % na 23,73 %. Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku tvoří v průměru 3,39 % z výkonů a vývoj tohoto podílu má klesající tendenci. Pokles podílu na výkonech lze vidět také u ostatních provozních výnosů, a to z 5,50 % na 1,82 %. Vývoj těchto položek v průběhu sledovaného období zobrazuje také následující graf č. 7.

Z hlediska finanční nákladů, jež jsou tvořeny nákladovými úroky, jde opět o téměř zanedbatelnou položku, která v průběhu sledovaného období klesá na hodnotu 0 % z výkonů. Pokles těchto nákladů na nulu je způsoben úplným splacením bankovních úvěrů, které společnost dříve využívala.



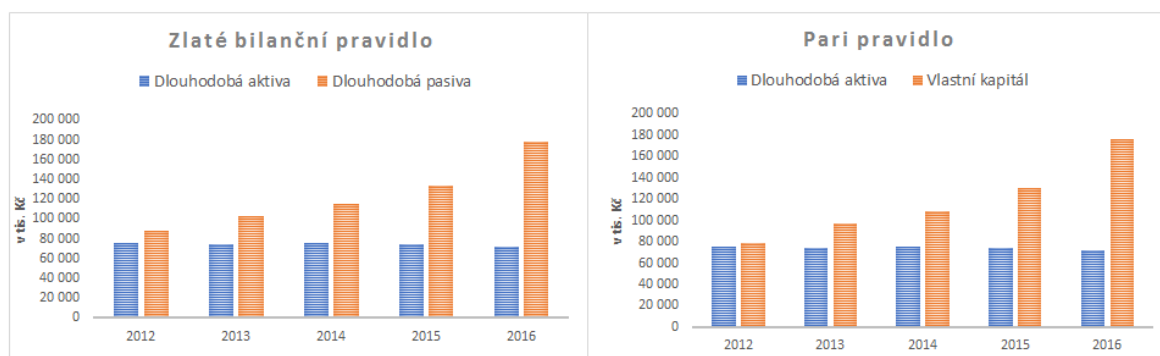
Obrázek 13: Vývoj vybraných položek nákladů a výnosů společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.; zdroj: vlastní zpracování

Provozní výsledek hospodaření v průběhu sledovaného období zaujímá na celkových provozních tržbách 18,63 %. Nejnižší je poté podíl opět v roce 2014, kde, jak již bylo řečeno, došlo k poklesu přidané hodnoty a růstu odpisů z DM a poklesu ostatních provozních výnosů. Podíl čistého zisku (EAT) na výkonech vzrostl z původních 8,58 % na 22,15 %, s mírným poklesem pouze v roce 2014. V průměru tvoří tento zisk ve vztahu k provozním tržbám 13,33% podíl.

### 7.3.1.2 Bilanční pravidla

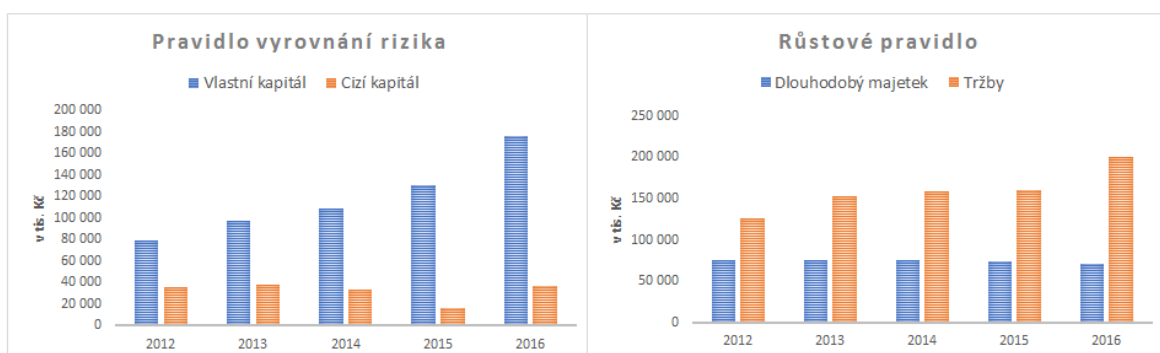
Zlaté bilanční pravidlo, které se zabývá časovou sladěností zdrojů, společnost nespĺňuje ani v jednom z analyzovaných roků. Dlouhodobá pasiva převyšují dlouhodobá aktiva a převaha dlouhodobých zdrojů má dokonce výrazně skokový trend, tak jak zobrazuje rovněž graf č. 8. V roce 2012 je viditelný rozdíl mezi sledovanými položkami v hodnotě přes 12 mil. Kč, poté však dochází k rapidnímu nárůstu a v roce 2016 již dlouhodobé zdroje převyšují dlouhodobý majetek 2,5krát. Podnik z tohoto pohledu využívá konzervativní způsob financování, tedy využívá dlouhodobé zdroje k financování oběžného majetku.

Pari pravidlo není splněno stejně jako zlaté bilanční pravidlo ani v jednom roce, se kterými se v rámci prováděné finanční analýzy pracuje. Vlastního kapitálu má společnost DELONG INSTRUMENTS více než dlouhodobého majetku, a tudíž zde z tohoto pohledu není vytvořen prostor pro efektivní využívání dlouhodobých cizích zdrojů.



Obrázek 14: Zlaté bilanční pravidlo a pravidlo vyrovnání rizika; zdroj: vlastní zpracování

Pravidlo vyrovnání rizika splňuje oceňovaný podnik v každém z pěti let, tedy splňuje podmínku, že vlastní kapitál by měl převyšovat kapitál cizí. Cizí kapitál v průběhu sledovaného období nejprve klesá, ale v roce 2016 se dostává zpět na hodnotu téměř 36 mil. Kč. Množství vlastního kapitálu v podniku každým rokem roste, nejvíce poté mezi roky 2015 a 2016.



Obrázek 15: Pari pravidlo a růstové pravidlo; zdroj: vlastní zpracování

Růstové pravidlo, které doporučuje, aby tempo růstu tržeb bylo vyšší než tempo růstu investic, je splněno. Z uvedeného obrázku č. 15 je zřejmé, že tržby z provozní činnosti podniku rostou, zatímco dlouhodobý majetek podniku mírně klesá. Z toho plyne i již výše zmíněné konzervativní financování s averzí k finančním rizikům. Mírně klesající hodnota dlouhodobého majetku byla zdůvodněna v předchozím textu v rámci horizontální analýzy aktiv.

### 7.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. je v této části práce podrobena analýze prostřednictvím poměrových ukazatelů, které byly teoreticky vymezeny v kapitole 4.3.2. Konkrétně jsou využity vybrané ukazatele rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti a některé další ukazatele kapitálového trhu a reinvestic, jako například účetní hodnota akcie či ukazatele hodnotící vyplácení zisků ve společnosti.

#### 7.3.2.1 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability ukazují, jak podnik hospodaří s vloženým kapitálem, tedy jak jej dokáže zhodnotit. Proto jsou logicky nejsledovanějšími ukazateli, a to nejen z kategorie ukazatelů poměrových, ale v rámci finanční analýzy celkově. Vybrané ukazatele rentability a jejich vývoj v průběhu sledovaného období 2012-2016 zobrazuje následující tabulka č. 13. Všechny uvedené rentability prošly pozitivním dynamickým vývojem.

Tabulka 13: Ukazatele rentability

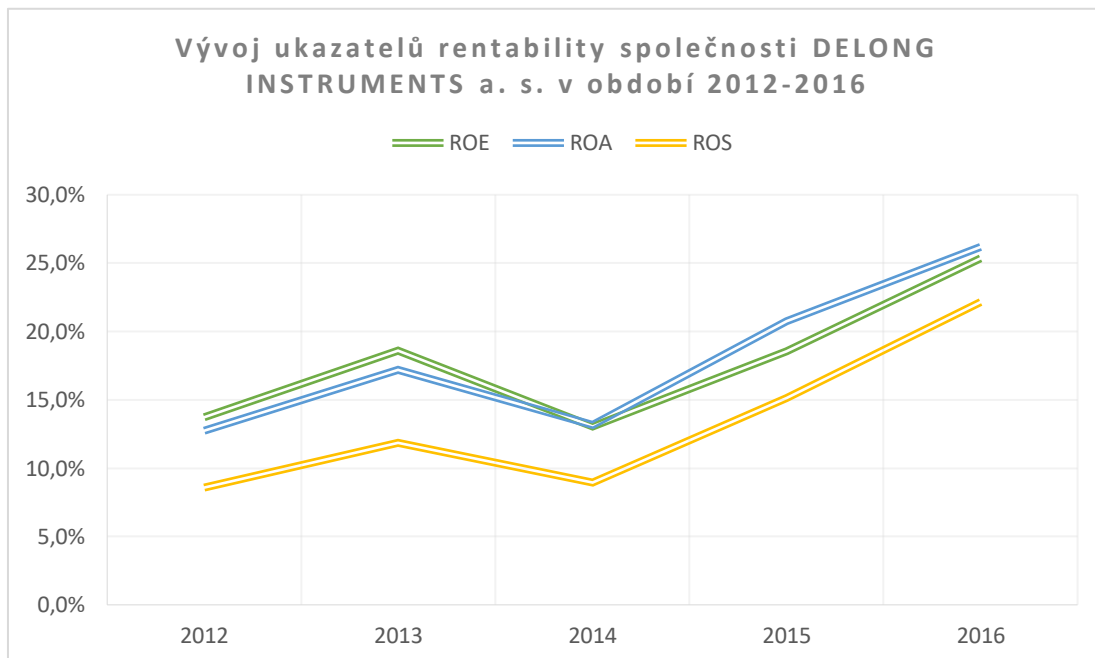
Rentabilita	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	13,7%	18,6%	13,1%	18,6%	25,3%
ROA	12,7%	17,2%	13,2%	20,8%	26,2%
ROS	8,6%	11,8%	8,9%	15,1%	22,2%

*zdroj: vlastní zpracování*

Rentabilita vlastního kapitálu má v průběhu sledovaného období průměrnou hodnotu 17,9 % a můžeme vidět, že celkově roste. Jediný pokles je zaznamenán v roce 2014, kdy dochází ke snížení čistého zisku společnosti, tak jak již bylo zmíněno při horizontální analýze výsledku zisků a ztrát. V následujících dvou obdobích však čistý zisk roste a s ním i ROE. Rentabilita aktiv kopíruje vývoj ROE a dosahuje přibližně stejných hodnot, z tohoto pohledu tedy dochází k růstu celkové produkční síly společnosti a efektivním investicím do aktiv. Nejnižší hodnoty zaznamenává rentabilita tržeb (ROS), ovšem růstový trend zůstává téměř stejný. Od roku 2015, poté rentabilita tržeb roste nad 15 %, což je podpořeno především skokovým růstem čistého zisku.

V porovnání s hodnotami odvětví si společnost vede také velmi dobře. Průměrná hodnota rentability vlastního kapitálu za období 2012-2016 se pro odvětví CZ-NACE 26.5 pohybuje na 10,8 %, tuto hodnotu společnost DELONG INSTRUMENTS

s přehledem splňuje. Dosahuje rovněž na průměrnou hodnotu ROA, která v odvětví činí 4,9 %. (MPO, 2012-2016) Společnost si dobře vede také v porovnání s rentabilitami, kterých v horizontu 2012-2016 dosahují společnosti konkurenční. Průměrná rentabilita vlastního kapitálu těchto tří konkurentů v rámci odvětví s elektronovými mikroskopy tvoří hodnotu 14,9 % a rentabilita aktiv 12,8 %



Obrázek 16: Vývoj ukazatelů rentability společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v období 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

### 7.3.2.2 Ukazatele aktivity

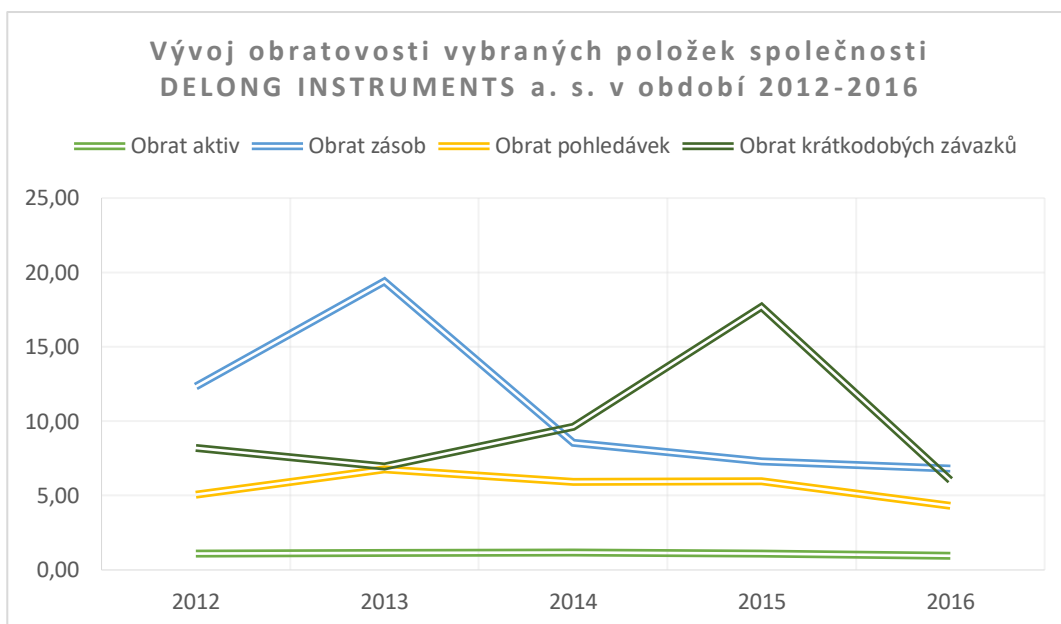
Ukazatele aktivity zobrazují, že analyzovaný podnik poměrně efektivně hospodaří se svým majetkem a majetkovými částmi. Doporučená spodní hranice obratu aktiv činí 1, tuto hodnotu společnost až na poslední rok 2016 dosahuje, vidět můžeme také, že hodnota obratu aktiv od roku 2014 klesá. Tato situace je zřejmě způsobena tím, že je suma celkových aktiv zatížena rostoucím oběžným majetkem, jehož hodnota roste rychleji než hodnota tržeb. Zde je však opět třeba uvést, že DELONG INSTRUMENTS je společnost s velmi specifickou výrobní a výzkumnou činností a zakázky se v takovém oboru domlouvají s výrazným předstihem, zároveň také podnik zadržuje velké množství peněžních prostředků na bankovních účtech (téměř 63 mil. Kč). Největší nárůst zaznamenal obrat aktiv v roce 2013, za čímž stojí skokový nárůst tržeb.

Tabulka č. 14: Ukazatele aktivity (1. část)

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016
Obrat aktiv	1,10	1,15	1,17	1,11	0,95
Obrat zásob	12,34	19,40	8,56	7,31	6,82
Obrat pohledávek	5,07	6,76	5,93	5,95	4,32
Obrat krátkodobých závazků	8,18	6,97	9,64	17,68	6,03

zdroj: vlastní zpracování

Vývojový trend ostatních položek obratu je poté rovněž spíše klesající. Nejprve v roce 2013 dochází k pozitivnímu nárůstu a poté hodnoty klesají až k minimu v roce 2016. Obrat zásob udává, kolikrát za rok se zásoby přemění na prodané výrobky a poté zpět na nové zásoby, hodnota tohoto ukazatele se průměrně v celém sledovaném období pohybuje na hodnotě 10,9, avšak v roce 2016 klesá kvůli rostoucím zásobám na hodnotu 6,82, tzn. zásoby se ročně v podniku obrátí téměř sedmkrát. Hodnota obratu pohledávek neklesá mezi rokem 2012 a 2016 nijak výrazně, tak jak ukazuje také následující obrázek, přesto mírný pokles spatřujeme.



Obrázek 17: Vývoj obratovosti vybraných položek společnosti DELONG INSTRUMENTS v období 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

Klesá také hodnota obratu krátkodobých závazků, u které můžeme sledovat zřejmě největší kolísání a vystřelení obratovosti v roce 2015 na hodnotu 17,68. V tomto roce společnosti výrazně poklesly krátkodobé závazky, což bude příčinou výkyvu tohoto ukazatele.

Tabulka 15: Ukazatele aktivity (2. část)

Aktivita	2012	2013	2014	2015	2016
DO zásob (dny)	29,2	18,6	42,1	49,2	52,8
DO pohledávek (dny)	71,0	53,2	60,7	60,5	83,4
DO krátkodobých závazků (dny)	44,0	51,6	37,4	20,4	59,7
Obratový cyklus peněz (dny)	56,2	20,2	65,4	89,4	76,5

zdroj: vlastní zpracování

Poměrně vysoké jsou také doby obratu, které měříme ve dnech. Doba obratu zásob během sledovaného období roste 1,8krát, přičemž nejnižších hodnot dosahovala v roce 2013 a to 18,6 dní. Nárůst nastal také u doby obratu pohledávek, avšak nebyl tak výrazný, společnosti se podařilo tuto dobu v roce 2013 snížit k 53,2 dnům, od té doby však opět vzrostla a v posledním roce analyzovaného období činí 83,4 dní. To znamená,



že podnik dostává za pohledávky zaplacení později než v předchozích letech. Tuto situaci by bylo možné řešit efektivnějším nastavením smluvních podmínek pro odběratele. Doba obratu krátkodobých závazků se prodlužuje, tedy společnost hradí své závazky později, z tohoto hlediska se jedná o pozitivní nárůst.

Celkově tedy podnik platí za své splatné závazky dříve, než dostává zaplacení od dodavatelů, tyto doby obratu krátkodobých závazků a pohledávek svědčí o vyjednávacích schopnostech společnosti. Za prodloužením dob obratu může stát fakt, že firma neefektivně řídí svůj pracovní kapitál. Dále také může být příčinou skutečnost, že podnik začal v roce 2015 s výrobou nového technologicky náročného elektronového mikroskopu.

V závislosti na prodlužujících se dobách obratu zásob a pohledávek dochází také k prodlužování obrátového cyklu peněz, proti této skutečnosti pozitivně působí prodlužování dob obratu krátkodobých závazků. Obrátovým cyklem peněz se dále zabývá kapitola analýzy pracovního kapitálu (7.3.3).

### 7.3.2.3 Ukazatele zadluženosti

Z hlediska zadluženosti je na tom společnost velmi dobře. Celková zadluženost v průběhu sledovaného období dosahuje hodnoty 20,7 %, přičemž mezi lety 2012 a 2015 výrazně klesá. K nárůstu dochází až v roce 2016, kdy celková zadluženost činí 16,7 %, což lze považovat za přiměřenou hodnotu. Cizí zdroje v roce 2016 skokově stoupají téměř na původní hodnotu z roku 2016, avšak nárůst zadluženosti není takový, neboť dynamicky rostou rovněž aktiva společnosti.

Tabulka 16: Ukazatele zadluženosti

Zadluženosti	2012	2013	2014	2015	2016
Celková zadluženost	31,3%	26,6%	19,7%	9,4%	16,7%
Dlouhodobá zadluženost	8,2%	5,0%	4,9%	2,2%	0,8%
Úrokové krytí	12	48	75	766	-

*zdroj: vlastní zpracování*

Dlouhodobá zadluženost klesá z hodnoty 8,2 % na hodnotu 0,8 % a tento fakt je způsoben, jednak splacením dlouhodobého bankovního úvěru, tak také snížením hodnoty dlouhodobých závazků, kde figurují převážně dlouhodobé přijaté zálohy. Dobře je na tom společnost také z pohledu ukazatele úrokového krytí, který ve sledovaném období výrazně roste a v každém z uvedených let, přesahuje doporučenou hodnotu 3. Takový nárůst je způsoben tím, že společnosti v průběhu let klesají nákladové úroky, v roce 2016 až na hodnotu 0, což vyplývá z úplného splacení bankovních úvěrů, které podnik dříve využíval.

### 7.3.2.4 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vypovídají o schopnosti podniku plnit své splatné závazky. Při prvním pohledu na tabulku č. 17 je viditelné, že společnost DELONG INSTRUMENTS vykazuje u všech typů likvidit poměrně vysoká čísla a se splácením závazků včas a v plné výši by neměla mít problém, můžeme ji tedy považovat za solventní.

Tabulka 17: Ukazatele likvidity

Likvidita	2012	2013	2014	2015	2016
Běžná	2,54	2,61	3,61	7,65	4,17
Pohotová	1,88	2,25	2,49	5,23	3,28
Okamžitá	0,26	1,22	0,86	2,26	1,89

*zdroj: vlastní zpracování*

Z hlediska běžné likvidity se společnost drží vysoko nad minimální hodnotou 1,5 a celkově má tato likvidita tendenci spíše růst, k poklesu dochází až v roce 2016, avšak stále jde o hodnotu běžné likvidity vysoko nad doporučenou minimální hranicí. K mírnému poklesu dochází v roce 2016 u všech typů likvidit, zřejmě je zde souvislost s rapidním nárůstem krátkodobých závazků, které oproti předchozímu roku 2015 rostou více než trojnásobně. Minimální doporučenou hodnotu pohotové i okamžité likvidity společnost rovněž splňuje. Vzhledem k průměru odvětví si společnost také stojí dobře, dle MPO (2012-2016) je průměrná běžná likvidita pro odvětví CZ-NACE 26.5 rovna hodnotě 0,50. Hodnota běžné likvidity DELONG INSTRUMENTS se v celém sledovaném období pohybuje nad tímto průměrem, stejně tak u likvidity pohotové a okamžité.

### 7.3.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Vybrané ukazatele kapitálového trhu a také reinvestic zobrazuje tabulka č. 18. Jelikož je DELONG INSTRUMENTS akciovou společností, která však není obchodována, jsou zde uvedeny pouze základní ukazatele, jako například výnos na akcii. EPS při stabilním počtu 120 ks akcií celkově roste, k poklesu dochází pouze v roce 2014, kdy byl podnik, jak již bylo uvedeno, méně ziskový. Rostoucí trend je viditelný také u účetní hodnoty akcie, která se více než zdvojnásobila.

Tabulka 18: Ukazatele kapitálového trhu

Kapitálový trh a reinvestice	2012	2013	2014	2015	2016
EAT	-	10 830	18 009	14 174	24 223
Zadržovaný zisk	-	10 830	15 609	11 774	25 079
Vyplacený zisk	-	0	2 400	2 400	-856
Výplatní poměr	-	0%	13%	17%	-4%
Aktivační poměr	-	100%	87%	83%	104%
Potenciál růstu g	-	13,7%	16,1%	10,8%	19,2%
Účetní hodnota akcie	656,9	807,0	905,1	1086,9	1465,6
EPS	90,3	150,1	118,1	201,9	371,5

*zdroj: vlastní zpracování*

Z tabulky je zřejmé, že společnost zadržuje poměrně vysokou část svého čistého zisku, mezi roky 2012 a 2013 jde dokonce o 100 %. Vzhledem k tomu, že v podniku nedochází k investicím do dlouhodobého majetku ve výši zadrženého zisku, lze předpokládat, že firma poměrnou část nevyplacených zisků kumuluje. Potenciál růstu se celkově zvyšuje, avšak ne ve stejném tempu jako růst tržeb, které rostou celkově jen o 12,75 %.

### 7.3.3 Analýza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál podniku, za který je považován čistý pracovní kapitál (NWC), má ve všech sledovaných letech kladnou hodnotu, tedy jak již bylo uvedeno i v rámci analýzy bilančními pravidly, společnost financuje část oběžných aktiv prostřednictvím dlouhodobých zdrojů. Využívá tedy konzervativní financování, které oproti financování agresivnímu není příliš rizikové, zároveň je však dražší. Současně by si firma vzhledem ke své vysoké likviditě mohla dovolit agresivní financování.

Tabulka 19: Analýza pracovního kapitálu

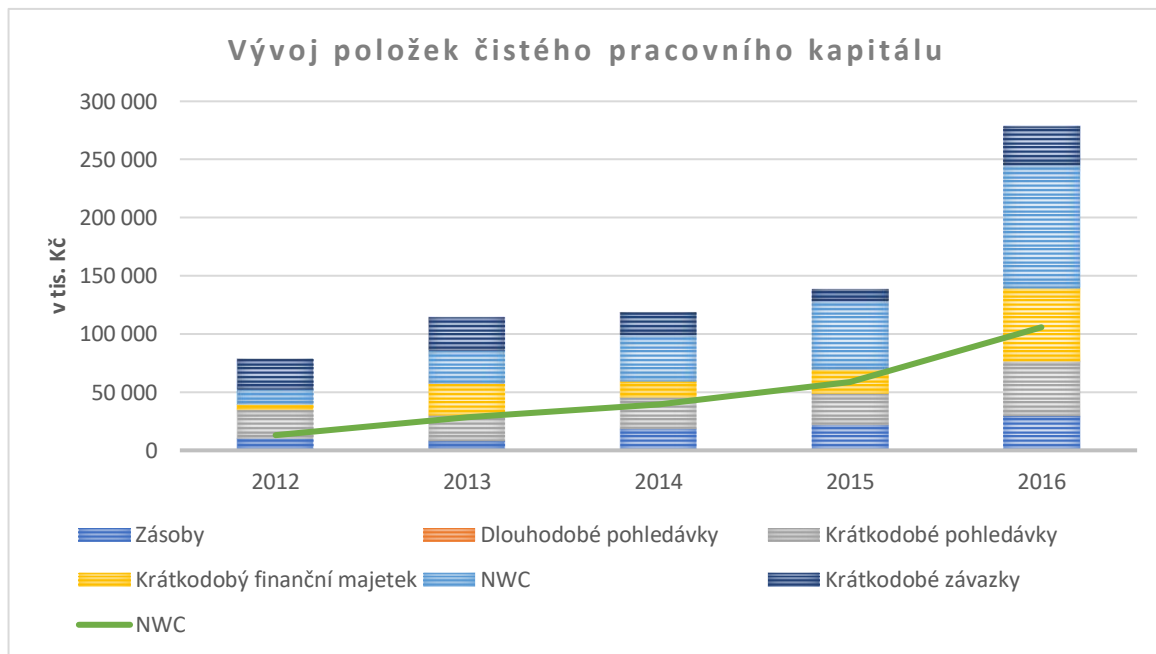
Pracovní kapitál	2012	2013	2014	2015	2016	celkový růst
Zásoby	10 230	7 847	18 529	21 869	29 532	30,3%
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	
Krátkodobé pohledávky	24 896	22 505	26 729	26 900	46 637	17,0%
Krátkodobý finanční majetek	4 055	26 669	14 181	20 426	62 975	98,5%
Krátkodobé závazky	26 111	28 537	19 942	10 304	33 382	6,3%
NWC	13 070	28 484	39 497	58 891	105 762	68,7%
NWC/A	11,4%	21,6%	29,2%	40,9%	50,1%	
NWC/T	10,4%	18,7%	24,9%	36,8%	52,5%	
NCWC	9 015	1 815	25 316	38 465	42 787	47,6%
NCWC/A	7,9%	1,4%	18,7%	26,7%	20,3%	
NCWC/T	7,1%	1,2%	16,0%	24,0%	21,3%	

zdroj: vlastní zpracování

Uvedená tabulka zobrazuje vývoj pracovního kapitálu a jeho dílčích položek v rámci sledovaného období 2012-2016. Všechny uvedené složky NWC v průběhu daných let rostou, stejně tak pracovní kapitál, kterého má analyzovaný podnik velké množství. Hodnota NWC se mezi lety 2012 a 2016 absolutně zvyšuje o částku přesahující 92 milionů korun. K největšímu nárůstu došlo mezi roky 2015 a 2016, kdy pracovní kapitál společnosti vzrostl o více než 44 %. Tento nárůst způsobuje především velké množství zadržovaného krátkodobého finančního majetku, který podnik nevyužívá efektivně.

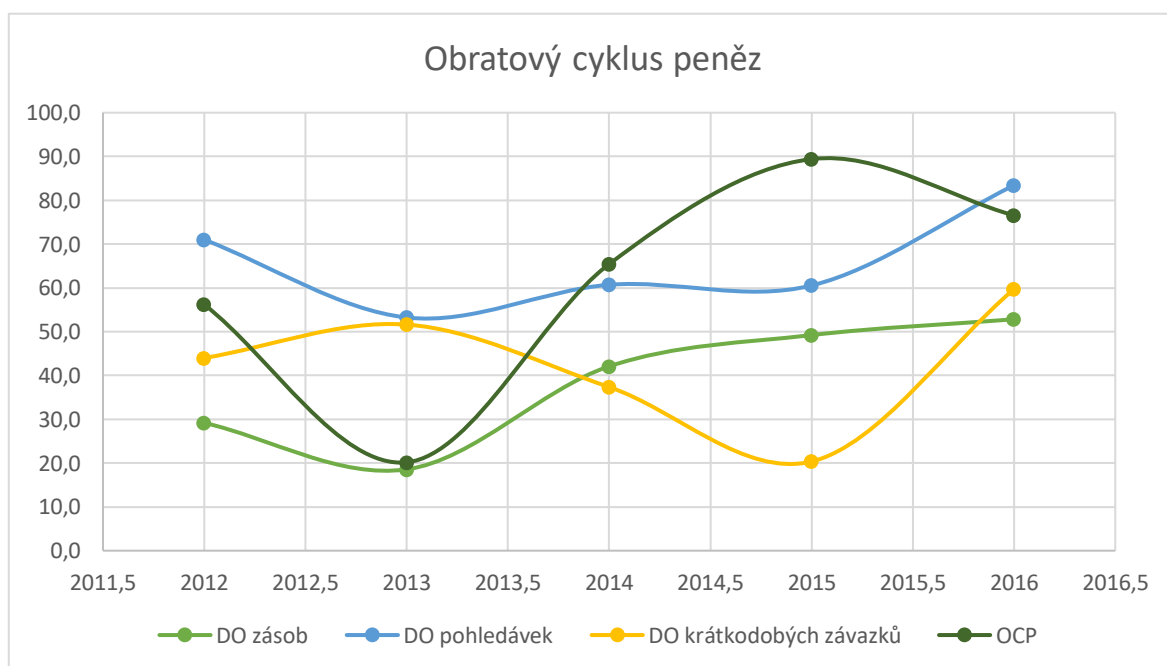
Celkově roste čistý pracovní kapitál (68,7 %) více než nefinanční pracovní kapitál (47,6 %), to je způsobeno především vyjmutím krátkodobého finančního majetku z NCWC. Právě krátkodobý finanční majetek, jako jedna ze složek čistého pracovního kapitálu, roste mezi roky 2012-2016 nejvyšším tempem. Podíl NWC na aktivech a tržbách se v roce 2012 pohybuje na doporučených hodnotách pro odvětví výrobních podniků, které jsou přibližně 10-15 % z celkových aktiv podniku či jeho tržeb. Následně dochází ke skokovému růstu, a to u NWC/A o téměř třicet devět procentních bodů,

v případě ukazatele NWC/T jde o čtyřicet dva procentních bodů. Vývoj nefinančního pracovního kapitálu a jeho podílu na aktivech či tržbách není tak převratný, v roce 2013 dokonce hodnota ukazatelů klesá až k téměř 1 %. Nejvyšší hodnoty NCWC/A NCWC/T jsou poté viditelné v roce 2015 a dosahují 26,7 % a 24 %. Vývoj se však v roce 2016 opět překlápí do poklesu a mírně se přibližuje horní hranici doporučených hodnot.



Obrázek 18: Vývoj položek čistého pracovního kapitálu 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

S vývojem a potřebnou výší čistého pracovního kapitálu souvisí též obrátový cyklus peněz, jehož vývoj a zobrazuje graf č. 13. Prodlužující se tendence OCP působí negativně na potřebu čistého pracovního kapitálu, kterého podnik potřebuje více.



Obrázek 19: Obrátový cyklus peněz; zdroj: vlastní zpracování

Společnost DELONG INSTRUMENTS zadržuje větší množství pracovního kapitálu, než skutečně potřebuje. Potřeba NWC, která byla zjištěna právě na základě obrátového cyklu peněz a denních výdajů, se ve sledovaném období celkově zvyšuje, k výraznému poklesu dochází pouze v roce 2013. V posledních dvou analyzovaných letech poté firma potřebovala k pokrytí oběžného majetku kapitálem průměrně 30,7 mil. Kč.

Tabulka 20: Potřeba čistého pracovního kapitálu

Potřeba pracovního kapitálu	2012	2013	2014	2015	2016
DO zásob (dny)	29,2	18,6	42,1	49,2	52,8
DO pohledávek (dny)	71,0	53,2	60,7	60,5	83,4
DO krátkodobých závazků (dny)	44,0	51,6	37,4	20,4	59,7
OCP (dny)	56,2	20,2	65,4	89,4	76,5
denní výdaje	311	351	378	348	398
Potřeba NWC	17 481	7 091	24 704	31 092	30 442
Převis NWC	- 4 411	21 393	14 793	27 799	75 320

zdroj: vlastní zpracování

Situaci ohledně pracovního kapitálu lze tedy na základě předchozích analýz považovat za spíše negativní. Společnost by nevyužitý kapitál mohla zužitkovat efektivněji. Základem pro zlepšení je však v prvotní fázi efektivnější řízení jednotlivých složek pracovního kapitálu, tedy zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků. S oběžnými aktivy je hospodařeno neefektivně, což naznačuje i celkově rostoucí obrátový cyklus peněz.

### 7.3.4 Analýza prostřednictvím ekonomické přidané hodnoty

Z hlediska ekonomické přidané hodnoty se podnik pohybuje v kladných hodnotách, celkově hodnota tohoto ukazatele výrazně roste, a to ve sledovaném období 2012-2016 absolutně o 25,69 mil. Kč. K poklesu opět dochází pouze v roce 2014, který byl pro podnik méně ziskový, oproti roku 2013 klesl provozní výsledek hospodaření. K poklesu provozního výsledku hospodaření došlo z výše uvedených důvodů, kterými jsou nižší přidaná hodnota, pokles ostatních provozních výnosů a růst odpisů dlouhodobého majetku, což zapříčinilo i pokles hodnotového ukazatele EVA. Pro výpočet ekonomické přidané hodnoty bylo nutné stanovit vážené průměrné náklady kapitálu a jejich dílčí položky, především požadovanou výnosnost vlastního kapitálu, při jejímž výpočtu byl využit model CAPM, tedy model oceňování kapitálových aktiv.

Tabulka 21: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2012-2016

Model CAPM	2012	2013	2014	2015	2016
rf	3,85%	3,75%	2,40%	2,40%	2,70%
$\beta$ unlevered	1,25	1,21	1,35	1,27	1,2
D/E	11,91%	3,57%	0%	0%	0%
$\beta$ levered	1,37	1,24	1,35	1,27	1,20
rf-rm	7,08%	6,05%	6,80%	7,36%	6,69%
re	13,55%	11,28%	11,58%	11,75%	10,73%

zdroj: vlastní zpracování dle damodaran.com, mfcrcz

Beta koeficienty vychází z historických dat databáze Damodaran, kde byly převzaty hodnoty nezadlužených beta koeficientů pro odvětví Electronics (General), které však byly navýšeny formou přírážky ve výši 0,23, neboť výroba elektronových mikroskopů je velmi specifické odvětví. Koeficienty bylo nutné pro roky 2012 až 2016 přepočítat na hodnoty koeficientů beta při určité výši zadlužení podniku. Od roku 2014 již společnost nevyužívá žádné zpoplatněné dlouhodobé cizí zdroje, proto je možné počítat s koeficienty pro podniky s nulovým zadlužením.

Tabulka 22: Průměrné vážené náklady na kapitál pro období 2012-2016

WACC	2012	2013	2014	2015	2016
D	9 322	3 455	0	0	0
E	78 825	96 834	108 608	130 431	175 869
C	88 147	100 289	108 608	130 431	175 869
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
rd	12,8%	13,6%	0	0	0
re	13,55%	11,28%	11,58%	11,75%	10,73%
<b>WACC</b>	<b>13,21%</b>	<b>11,27%</b>	<b>11,58%</b>	<b>11,75%</b>	<b>10,73%</b>

zdroj: vlastní zpracování

Další položkou WACC, kterou bylo nutné stanovit výpočtem, jsou náklady na cizí kapitál ( $r_d$ ), které se ve výpočtech odvíjí od nákladových úroků společnosti a jejích dlouhodobých bankovních úvěrů. Hodnota dlouhodobých bankovních úvěrů ve sledovaném období 2012 až 2016 klesá na nulu, společnost tedy tyto úvěry nevyužívá, a to od roku 2014. Náklady na cizí kapitál jsou tudíž od roku 2014 také rovné nule.

Hodnota průměrných vážených nákladů na kapitál má poté klesající tendenci, to je způsobeno především klesajícím zadlužením společnosti. WACC dosahují v analyzovaném období 2012-2016 průměrně 11,71 %.

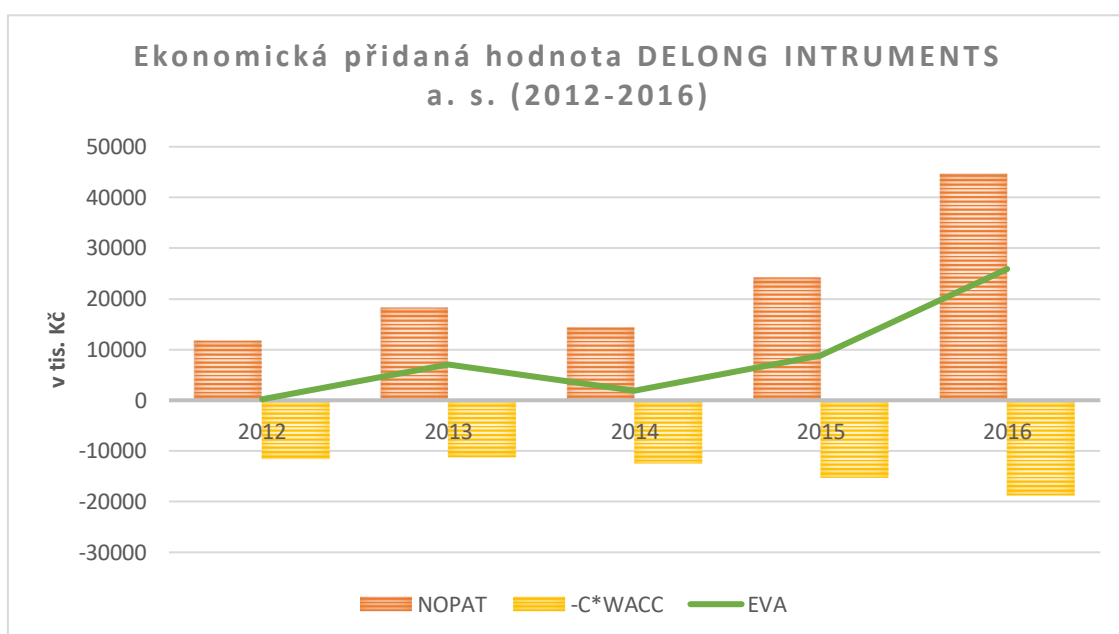
Tabulka 23: Ekonomická přidaná hodnota pro období 2012-2016

Ekonomická přidaná hodnota	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	14 617	22 663	17 808	29 871	55 256
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
C	88 147	100 289	108 608	130 431	175 869
WACC	13,21%	11,27%	11,58%	11,75%	10,73%
<b>EVA</b>	<b>194</b>	<b>7 051</b>	<b>1 848</b>	<b>8 874</b>	<b>25 890</b>

zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno v předchozím textu ekonomická přidaná hodnota roste vysokým tempem, celkový růst tohoto ukazatele činí téměř 240 %, přičemž do budoucna se očekává jeho ustálení. Kladné hodnoty ukazatele EVA značí, že podnik tvoří hodnotu pro vlastníky. Nárůst je způsoben především rostoucí ziskovostí oproti rostoucím

celkovým nákladům na kapitál, zisk tedy roste rychleji, než rostou právě celkové náklady na kapitál. Pokles hodnoty EVA je poté v roce 2014 způsoben snížením hodnoty NOPAT.



Obrázek 20: Ekonomická přidaná hodnota pro období 2012-2016; zdroj: vlastní zpracování

V rámci celkového časového horizontu je také třeba sledovat vývoj jednotlivých položek tohoto ukazatele, které jsou zachyceny v grafu č. X. Jako pozitivní signál lze hodnotit celkový růst čistého provozního zisku po zdanění o téměř 40 %, zatímco hodnota  $C \times WACC$  rostla v období 2012-2016 pouze tempem 12,82 %.

### 7.3.5 Závěrečné vyhodnocení finanční analýzy

Na základě předchozích ukazatelů a provedených dílčích analýz, lze společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. označit jako finančně zdravou. V celém sledovaném období vykazuje kladný hospodářský výsledek, ale také ekonomický zisk vyjádřený růstem hodnotového ukazatele ekonomické přidané hodnoty. K mírnému poklesu provozního výsledku hospodaření a s ním i celkového výsledku hospodaření a hodnotového ukazatele EVA došlo pouze v roce 2014, a to z důvodu poklesu přidané hodnoty, růstu odpisů dlouhodobého majetku a poklesu ostatních provozních výnosů. Pokles přidané hodnoty byl v tomto roce způsoben nadproporcionálním růstem výkonové spotřeby oproti výkonům společnosti, které tvoří tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a rovněž změna stavu zásob vlastní činnosti. K celkovému poklesu došlo v roce 2014 oproti roku předchozímu v celém odvětví elektronové mikroskopie v ČR.

Vývoj společnosti, a tedy i její celkový růst, ovlivňují ve sledovaném období nejvíce její aktivity v oblasti výzkumu, vývoje a následně také výroby. Především poslední dva analyzované roky 2015 a 2016 jsou pro společnost klíčové, v roce 2016 došlo ke skokovému růstu provozních tržeb o více než 41 milionů Kč. Důvodem takového

nárůstu je představení inovovaného elektronového mikroskopu LVEM 25, zvýšení provozních tržeb a s nimi i růst hospodářského výsledku je poté podpořen rovněž vývojem a výrobou nových mechanických a optických komponentů ELI-Beamlines.

V porovnání s odvětvím společnost dosahuje nadprůměrných hodnot rentabilit, což je rozhodně pozitivním signálem. Podnik má z tohoto pohledu velmi dobrou schopnost dosahovat výnosů prostřednictvím vloženého majetku či kapitálu. Rezervy DELONG INSTRUMENTS a. s. lze však spatřovat v oblasti řízení oběžných aktiv, se kterými je spojen také pracovní kapitál. Jeho jednotlivé položky by měla společnost lépe řídit, neboť pracovního kapitálu je v podniku od roku 2013 více, než je třeba, a také vysokým tempem roste nadproporcionálně k tržbám.

K financování zmíněného oběžného majetku využívá společnost dlouhodobé zdroje, tedy využívá drahé konzervativní financování. Z tohoto pohledu tudíž není splněno zlaté bilanční pravidlo. Společnost rovněž zadržuje velké množství zisku, který by mohla rozdělovat nebo efektivně investovat do dlouhodobých aktiv, jež by jí v budoucnu přinesly další výnosy. Se zadržováním zisku a neefektivním řízením pracovního kapitálu souvisí také zbytečně vysoké hodnoty likvidit.

Prostor pro zlepšení se nabízí rovněž v oblasti využití cizích zdrojů, jejichž poměr ke zdrojům vlastním ve sledovaném období 2012-2016 výrazně klesá. Z hlediska pari pravidla neexistuje ve společnosti z důvodu přílišného množství vlastního kapitálu prostor pro efektivní využití dlouhodobých cizích zdrojů. Společnost od roku 2014 vůbec nevyužívá dlouhodobé bankovní úvěry a následně eliminuje i využívání úvěrů krátkodobých. Pouhé využívání drahého vlastního kapitálu je však značně neefektivní a zvyšuje průměrné vážené náklady na kapitál.

Finanční analýza, jako součást analýzy vnitřního prostředí, rovněž odhalila další silné a slabé stránky společnosti. Mezi silné stránky společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. patří finanční stabilita, růst provozních tržeb a hospodářského výsledku, dále také vysoké hodnoty dosahovaných rentabilit vlastního kapitálu a aktiv. Slabé stránky, o které by se management společnosti měl více zajímat, lze spatřit zejména v neefektivním řízení pracovního kapitálu, přílišném množství vlastního kapitálu a s tím souvisejícím zadržováním hospodářských výsledků z minulých let. O tyto zjištěné skutečnosti lze rozšířit SWOT analýzu, jejíž část je uvedena v kapitole 7.2.5.

Vzhledem k provedeným závěrům a zjištěním lze pro stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. využít výnosové metody.

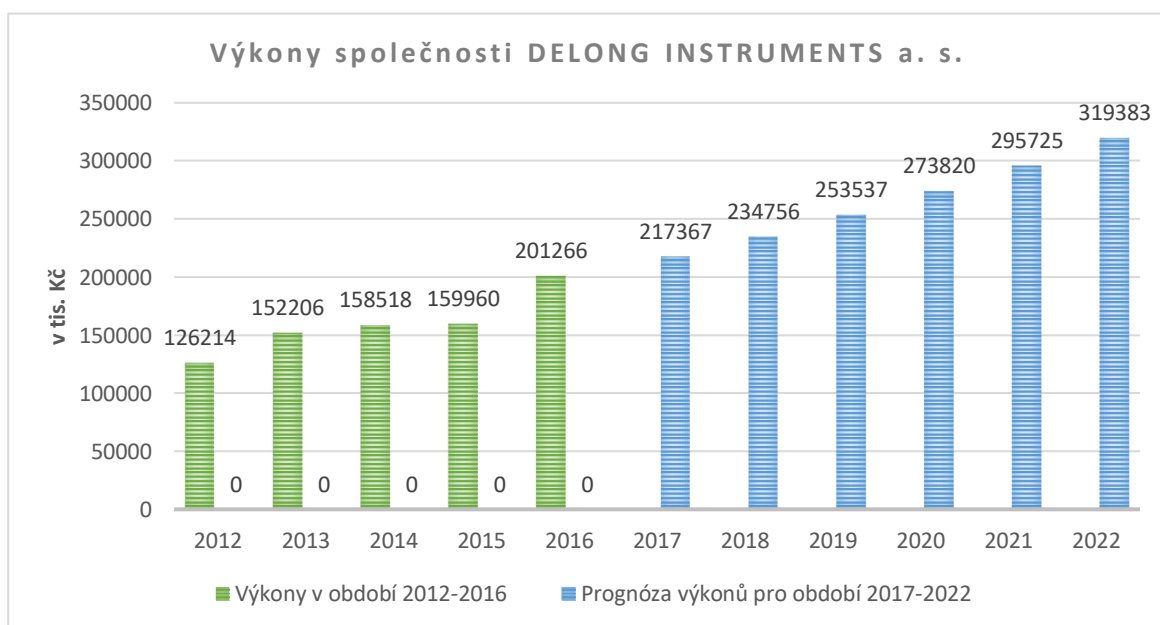


## 7.4 Finanční plán

Výchozím krokem pro sestavení finančního plánu je provedená strategická a finanční analýza společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. Finanční plán, který se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy, je sestaven na období 2017-2022. Při plánování jednotlivých položek účetních výkazů je vycházeno především z minulého vývoje tržeb a dalších skutečností, které odhalila strategická a finanční analýza, využita je metoda procenta z tržeb, která byla zmíněna v rámci teoretické části této diplomové práce.

### 7.4.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánování výkazu zisku a ztráty vychází z prognózy výkonů společnosti, tedy především tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Růst těchto tržeb byl naplánován ročně na 8 %, přičemž východiskem pro stanovení takového tempa růstu byl dosavadní růst výkonů a jejich relativní meziroční změny v rámci sledovaného období 2012-2016. Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty odhalila za dané období celkový růst výkonů či provozních tržeb ve výši 12,37 %. Dále byl při stanovení tempa růstu zohledněn očekávaný růst odvětví, celosvětovou roční míru růstu lze v odvětví elektronové mikroskopie předpokládat do roku 2020 ve výši 7,3 %, přičemž trh s elektronovými mikroskopy typu SEM očekává roční růst ve výši 11,3 %. V neposlední řadě roste také tržní podíl společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. mezi českými konkurenty, a to z jednoho na 2 %. V České republice došlo v období 2012-2016 také k celkovému růstu o téměř 4 %. Prognózu výkonů společnosti pro období 2017-2022 a skutečné výkony z let 2012-2016 zobrazuje také následující obrázek.



Obrázek 21: Výkony společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.; zdroj: vlastní zpracování

Určité položky výkazu zisku a ztráty byly naplánovány prostřednictvím metody procenta z tržeb, v prvním kroku byla provedena vertikální analýza, tedy zjištěn podíl jednotlivých položek nákladů a výnosů na provozních tržbách v období 2012-2016. Následně byly na základě provedené analýzy odhadnuty budoucí podíly položek na provozních tržbách, ze kterých dále vycházelo stanovení číselných hodnot tohoto výkazu. Část položek byla poté určena v konstantní výši na základě hodnoty v posledním neplánovaném roce. Předpokladem pro využití metody procentního podílu na tržbách je udržení přibližně stejné nákladové struktury i v budoucím, plánovaném období.

Obdobně jako v předchozích letech se ve společnosti nepředpokládají žádné tržby za prodej zboží, a tudíž žádné náklady vynaložené na prodej tohoto zboží, z toho vychází také nulová obchodní marže.

Tabulka 24: Plán výkazu zisku a ztráty pro období 2017-2022

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0
<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výkony</b>	217 367	234 757	253 537	273 820	295 726	319 384
Výkonová spotřeba	108 684	117 378	126 769	136 910	147 863	159 692
Spotřeba materiálu a energie	69 558	75 122	81 132	87 622	94 632	102 203
Služby	39 126	42 256	45 637	49 288	53 231	57 489
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>108 684</b>	<b>117 378</b>	<b>126 769</b>	<b>136 910</b>	<b>147 863</b>	<b>159 692</b>
Osobní náklady	54 342	58 689	63 384	68 455	73 931	79 846
Daně a poplatky	100	100	100	100	100	100
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	6 521	7 043	7 606	8 215	8 872	9 582
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu						
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu						
Výnosy zbytku	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Ostatní provozní výnosy						
Ostatní provozní náklady						
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>51 721</b>	<b>55 546</b>	<b>59 678</b>	<b>64 140</b>	<b>68 960</b>	<b>74 164</b>
Výnosové úroky	3	3	3	3	3	3
Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	800	800	800	800	800	800
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-797</b>	<b>-797</b>	<b>-797</b>	<b>-797</b>	<b>-797</b>	<b>-797</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	9 676	10 402	11 187	12 035	12 951	13 940
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>41 248</b>	<b>44 347</b>	<b>47 694</b>	<b>51 308</b>	<b>55 212</b>	<b>59 428</b>
<b>EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>41 248</b>	<b>44 347</b>	<b>47 694</b>	<b>51 308</b>	<b>55 212</b>	<b>59 428</b>
<b>EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>50 924</b>	<b>54 749</b>	<b>58 881</b>	<b>63 343</b>	<b>68 163</b>	<b>73 367</b>

zdroj: vlastní zpracování

Výkony jsou poté plánovány s výše uvedeným ročním růstem 8 % a tvořeny především tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. S ohledem na předchozí vývoj byly metodou procenta z tržeb určeny položky výkonové spotřeby, tedy spotřeba materiálu a energie a služby, procentní podíl těchto položek na celkových výkonech byl stanoven u spotřeby materiálu a energií na 32 %, podíl služeb 18 %. Při určování podílu bylo vycházeno z předchozího průměrného procentního podílu výkonové spotřeby na výkonech, jež v období 2012-2016 tvořila v průměru 54 %, její vývojová tendence však vykazuje klesající charakter, proto byla stanovena do budoucna na hodnotu 50 %.

Podíl osobních nákladů kolísal v minulém období mezi hodnotami 24-31 %, přičemž v posledním roce 2016 tvořili osobní náklady 24 % z celkových výkonů, do budoucna se proto počítá s hodnotou 25 %. Růst těchto nákladů lze očekávat v závislosti na růstu provozních tržeb, se kterými souvisí také nutnost růstu výrobních kapacit a tím i větší počet pracovníků. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku se v minulosti vyvíjeli téměř konstantním tempem v průměru na úrovni 3 %, a s tímto podílem se počítá ve finančním plánu i do budoucna. V plánovaném období se rovněž nepředpokládá růst daně z příjmů za běžnou činnost, která tedy zůstává na 19 %.

V plánovaném výkazu zisku a ztráty se objevuje položka výnosy zbytku, která zahrnuje tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jejich zůstatkovou cenu, dále také ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady. Hodnota výnosů zbytku je poté stanovena v konstantní výši 4 000 tis. Kč a odvíjí se logicky od minulého vývoje dílčích položek. Provozní výsledek hospodaření má poté obdobně jako výkony rostoucí trend, a to v celkovém tempu růstu téměř 8 % za období 2017-2022, v posledním plánovaném roce dosahuje hodnoty přes 74 000 tis. Kč.

Finanční výsledek hospodaření je v plánovaném období uvažován záporný, jako tomu bylo doposud. Jeho hodnoty jsou naplánovány v konstantní výši – 797 tis. Kč a jsou vyšší než ve sledovaném období 2012-2016 především kvůli nulovými nákladovým úrokům vlivem nevyužívání dlouhodobých bankovních úvěrů. Vliv na konstantní finanční výsledek hospodaření mají především fixně stanovené ostatní finanční náklady, ve výši 800 tis. Kč, fixně jsou stanovené také výnosové úroky ve výši 3 tis. Kč.

Výsledek hospodaření za účetní období, tedy takzvaný čistý zisk, je plánován po celé prognózované období v kladné výši a s rostoucím trendem, v roce 2022 je poté stanoven ve výši 59 428 000 Kč.

#### **7.4.2 Plánovaná rozvaha**

Plán rozvahy je sestaven na základě absolutní analýzy účetních výkazů, která byla provedena v rámci finanční analýzy, jde především o analýzu horizontální a vertikální. Stejně jako u plánu výkazu zisku a ztráty je pro plánovanou rozvahu využita metoda procenta z tržeb. Na základě vytvořeného plánu rozvahy, který je zobrazen v tabulce č. 28, bude dosavadní růst bilanční sumy pokračovat i v průběhu plánovaného období 2017-2022. Velký vliv na tento růst má zvyšování oběžných aktiv a tzv. nepotřebná hotovost, která je tvořena krátkodobým finančním majetkem. Jedná se o krátkodobý finanční majetek podniku, který není potřebný k zajištění nutné likvidity a hladkého provozu společnosti, z tohoto pohledu se tedy jedná o provozně nepotřebná aktiva.

Z hlediska dlouhodobého majetku bude růst dle plánu pouze majetek hmotný, jehož podíl na celkových výkonech byl stanoven ve výši 32 %, neboť doposud měl klesající tendenci. Dlouhodobý nehmotný majetek, který ve sledovaném období 2012-2016 tvořil v průměru pouze méně než procento z provozních tržeb, byl stanoven ve fixní

výši 650 tis. Kč. Dlouhodobý finanční majetek podnik doposud nevlastnil, a proto se jeho nulové hodnoty předpokládají i do budoucna. Při plánování dlouhodobého majetku společnosti je po odečtení ročního 2,75 mil. odpisu dodržen nutný going concern princip, tedy investice společnosti do dlouhodobého majetku přesahují v každém z plánovaných roků úroveň odpisů.

Tabulka 25: Plán rozvahy pro období 2017-2022

ROZVAHA k 31. 12 roku... (v tis. Kč)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>229 605</b>	<b>256 110</b>	<b>284 635</b>	<b>315 342</b>	<b>348 405</b>	<b>384 012</b>
DLOUHODOBÝ MAJETEK	70 208	75 772	81 782	88 272	95 282	102 853
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK	650	650	650	650	650	650
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK	69 558	75 122	81 132	87 622	94 632	102 203
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	0	0	0	0	0	0
OBĚŽNÁ AKTIVA	96 728	104 468	112 826	121 853	131 602	142 131
ZÁSoby	32 605	35 213	38 031	41 073	44 359	47 908
DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY	0	1	2	3	4	5
KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY	47 821	51 646	55 778	60 240	65 060	70 264
KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	16 303	17 607	19 015	20 537	22 179	23 954
Nepotřebná hotovost	62 669	75 870	90 027	105 217	121 520	139 028
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>229 605</b>	<b>256 110</b>	<b>284 635</b>	<b>315 342</b>	<b>348 405</b>	<b>384 012</b>
VLASTNÍ KAPITÁL	194 826	218 549	244 069	271 531	301 088	332 910
ZÁKLADNÍ KAPITÁL	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
KAPITÁLOVÉ FONDY	0	0	0	0	0	0
REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU	0	0	0	0	0	0
VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET	150 578	171 202	193 376	217 223	242 877	270 483
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+-	41 248	44 347	47 694	51 308	55 212	59 428
CIZÍ ZDROJE	34 779	37 561	40 566	43 811	47 316	51 101
REZERVY	0	0	0	0	0	0
DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY	2 174	2 348	2 535	2 738	2 957	3 194
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	32 605	35 213	38 031	41 073	44 359	47 908
BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	0
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	0	0	0	0	0	0

zdroj: vlastní zpracování

Výrazně rostoucí trend však v minulosti vykazovala oběžná aktiva společnosti, která také v plánu rozvahy tvoří významnou část celkových aktiv podniku, největší zastoupení zde vykazují krátkodobé pohledávky, jejichž výše je pro finanční plán opět stanovena metodou procentního podílu na tržbách, a to ve výši 22 %. Celkově jejich hodnota roste z původních 47,8 mil. Kč v roce 2017 na hodnotu přes 70 mil. Kč v posledním plánovaném roce 2022. Podnik již v minulosti neměl žádné dlouhodobé pohledávky, a proto nejsou plánovány ani v budoucnosti. Významnou položkou plánované rozvahy jsou rovněž zásoby, jejichž prognóza na následující období tvoří 15 % podílu na výkonech společnosti, tento podíl vykazovaly zásoby již v roce 2016 a pro plán jim byla tato hodnota ponechána. Plánování krátkodobého finančního majetku vychází z jeho potřeby vztahující se ke krátkodobým cizím zdrojům, tedy ke krátkodobým závazkům a krátkodobým bankovním úvěrům.

Celková pasiva poté rostou především kvůli rostoucímu vlastnímu kapitálu, na tuto skutečnost má vliv rostoucí výsledek hospodaření běžného účetního období, který je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Výsledky hospodaření jsou v podniku v období 2012-2016 převážně kumulovány, uvedený plán předpokládá, že v budoucnu bude vždy 50 % hospodářského výsledku daného roku vyplaceno mezi akcionáře a ve společnosti tak nebude tolik růst nepotřebná hotovost v podobě peněz na účtech v bankách.

Základní kapitál společnosti nebyl od roku 2001 navyšován a tato skutečnost se nepředpokládá ani v rámci tohoto plánu rozvahy, ve finančním plánu je tedy zachována hodnota základního kapitálu ve výši 3 000 tis. Kč. Společnost v minulosti nevykazovala žádné kapitálové fondy a od roku 2014 ani rezervní, nedělitelné či ostatní fondy ze zisku, proto je pro tyto položky plánována nulová hodnota i v období 2017 až 2022.

Mezi položky cizích zdrojů plánované metodou procentního podílu z tržeb, patří dlouhodobé a krátkodobé závazky. Podíl dlouhodobých závazků na výkonech se od roku 2012 do roku 2014 vyvíjel s rostoucím trendem, od roku 2014 však jejich podíl ale také absolutní hodnota klesali až k 1% podílu na provozních tržbách či výkonech a tento podíl je zachován také pro sestavený finanční plán. Podíl krátkodobých závazků rovněž kolísá, avšak oproti dlouhodobým závazkům je vyšší, pro prognózu hodnot krátkodobých závazků ve finančním plánu je stanoven na 15 %. Finanční plán také nepočítá s žádnými bankovními úvěry a výpomocemi, do budoucna je uvažováno samofinancování investic do dlouhodobého majetku, ale také pracovního kapitálu, stejně jako tomu je v posledním analyzovaném roce 2016. Celkové cizí zdroje poté ve vytvořeném finančním plánu rostou z hodnoty 34 779 tis. Kč v roce 2017 na hodnotu 51 101 tis. Kč v roce 2022. Společnost v minulosti nedisponovala žádným pasivním časovým rozlišením, proto tato položka není plánována ani v dalších letech.

## **7.5 Ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.**

Na základě předchozích analýz a vytvořeného finančního plánu je v této části diplomové práce přistoupeno k ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. Hodnota podniku je, jak již bylo uvedeno v předchozím textu, stanovena k datu 13. 4. 2018.

Společnost je dle výsledků strategické a finanční analýzy v dobré kondici, potvrdila se schopnost pokračování její činnosti, a do budoucna má velmi dobrou perspektivu, co se týká růstu. V minulosti podnik dosahoval pozitivních výsledků hospodaření a tento vývoj by měl dle provedené prognózy pokračovat i nadále. S přihlédnutím k daným okolnostem, které jsou spojené s několika milionovou investicí do nové budovy společnosti, splňuje going concern princip, a do budoucna tedy z tohoto hlediska není ohrožené její další fungování. Pro ocenění je tudíž vhodné využít některou z metod stanovení hodnoty podniku, založenou na analýze výnosů – vybrány byly metody

diskontovaných cashflow s využitím volných peněžních toků, jak pro vlastníky a věřitele, tak pouze pro vlastníky, dále je ocenění provedeno metodou ekonomické přidané hodnoty. Pro doplnění a porovnání výsledků jednotlivých metod je využita také majetková metoda účetní hodnoty a metoda tržního porovnání založená na tržních multiplifikátorech.

### 7.5.1 Stanovení diskontní míry

K ocenění podniku výnosovými metodami je nutné stanovení diskontní míry, a to buď na bázi nákladů na vlastní kapitál, nebo průměrných vážených nákladů na kapitál. Použitá diskontní míra se poté odvíjí od peněžních toků, které jsou vlastní zvolené metodě ocenění.

Stanovení diskontní míry prostřednictvím nákladů na vlastní kapitál vychází z modelu oceňování kapitálových aktiv, tzv. capital asset pricing modelu, který byl využit již při stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál pro potřeby hodnotového ukazatele EVA v rámci provedené finanční analýzy společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. V rámci tohoto modelu je nutné určit tři stěžejní parametry, kterými jsou bezriziková výnosová míra, beta koeficient odpovídající zadlužení firmy a tržní riziková prémie. Bezriziková výnosová míra ( $r_f$ ) je stanovena na úrovni míry výnosnosti českého státního dluhopisu emitovaného 17. 1. 2018 se splatností 15,5 let, jež je uveden na stránkách Ministerstva financí ČR. Výnos do doby splatnosti je stanoven na 2,70 %, a tomu tedy odpovídá i bezriziková výnosová míra využívaná v modelu CAPM.

Tabulka 26: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2018-2022

Model CAPM	2018	2019	2020	2021	2022
$r_f$	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%
$\beta$ unlevered	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
D/E	0	0	0	0	0
t	19%	19%	19%	19%	19%
$\beta$ levered	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
$r_f - r_m$	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%	6,69%
$r_e$	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%

zdroj: vlastní zpracování dle damodaran.com, mfcz.cz

Pro stanovení beta koeficientu je nutné převzít z finančního plánu hodnoty cizího kapitálu, ze kterého je placen úrok, a hodnoty kapitálu vlastního. Hodnoty beta koeficientů jsou poté odvozeny z dat internetové databáze Damodaran, kde byly převzaty opět nezadlužené beta koeficienty pro odvětví Electronics (General), které byly kvůli specifčnosti odvětví elektronové mikroskopie mírně navýšeny. Vzhledem k tomu, že společnost v prognózovaném období nevyužívá žádný cizí úročný kapitál, jsou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál využity hodnoty nezadlužených beta koeficientů, jejichž výše vystihuje míru rizika společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. Tržní riziková prémie ( $r_m - r_f$ ) pro Českou republiku je poté analogicky stanovena ve výši 6,69 %.

Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál v celém prognózovaném období odpovídá 10,73 %.

Tabulka 27: Průměrné vážené náklady na kapitál pro období 2018-2022

WACC	2018	2019	2020	2021	2022
D	0	0	0	0	0
E	218 549	244 069	271 531	301 088	332 910
C	218 549	244 069	271 531	301 088	332 910
1-t	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
rd	0	0	0	0	0
re	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%
WACC	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%

zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál bylo nutné dále stanovit náklady na kapitál cizím, jež se, jak již bylo uvedeno výše, odvíjejí od nákladových úroků společnosti a výše jejich dlouhodobých bankovních úvěrů. Jelikož společnost nevyužívá v prognózovaném období žádné dlouhodobé bankovní úvěry ani další cizí úročený kapitál, je hodnota těchto nákladů rovná nule. Vypočítané WACC poté odpovídají hodnotě nákladů na vlastní kapitál, tedy 10,73 %.

## 7.5.2 Metoda DCF entity

První využitou metodou pro stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. je metoda diskontovaných cash flow ve variantě entity, tedy metoda pracující s volnými peněžními toky, jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jedná se o peněžní toky označované jako FCFF, tedy volné peněžní toky do firmy, jejichž výpočet shrnuje tabulka 28.

Tabulka 28: Výpočet FCFF pro období 2018-2022

FCFF (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	54 749	58 881	63 343	68 163	73 367
EBIT (1-t)	44 347	47 694	51 308	55 212	59 428
+ odpisy	7 043	7 606	8 215	8 872	9 582
- růst WC	-5 130	-5 540	-5 983	-6 462	-6 979
- nové investice	-12 607	-13 616	-14 705	-15 882	-17 152
	<b>33 653</b>	<b>36 144</b>	<b>38 834</b>	<b>41 740</b>	<b>44 878</b>

zdroj: vlastní zpracování

Zisk před zdaněním a úroky je upravován o výše uvedené položky, přičemž se po celé období předpokládá daňová sazba ve výši 19 %. Pro získání volných peněžních toků do firmy jsou ke zdaněnému EBIT přičteny odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, snížen je naopak o růst čistého pracovního kapitálu, tedy o jeho změny, a také o nové investice do dlouhodobého majetku.

Pro stanovení hodnoty podniku metodou diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je poté využita diskontní míra na bázi průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Vzhledem k tomu, že jsou známé všechny nutné položky, je možné přistoupit k ocenění společnosti k datu 13. 4. 2018, a to dvoufázovou metodou DCF entity, přičemž vzhledem k datu ocenění je nezbytné upravit FCFF a diskontní míru prvního použitého roku v poměru ke stanovenému datu.

Tabulka 29: Dvoufázový model DCF entity

Dvoufázový model	2018	2019	2020	2021	2022
FCFF	24 156	36 144	38 834	41 740	44 878
Diskont	1,075891	1,191313	1,319117	1,460632	1,617328
Diskontované FCFF	22 452	30 339	29 440	28 577	27 748
Současná hodnota 1. fáze	138 556				

FCFF pokračující hodnota	46 000
Diskontní míra 2. fáze	10,73%
Tempo růstu g	2,50%
Současná hodnota 2. fáze	345 588
Nepotřebný majetek ke dni ocenění	75 871
<b>Hodnota celkem (tis. Kč)</b>	<b>560 015</b>

*zdroj: vlastní zpracování*

Jako první fáze ocenění je uvažována prognóza FCFF pro roky 2018-2022, druhou fází je tzv. pokračující hodnota, která vychází z Gordonova vzorce a počítá s dlouhodobým tempem růstu trhu ve výši 2,5 %, které bylo pro odvětví s elektronovými mikroskopy stanoveno na úrovni jeho dosavadního vývoje, ale také na základě očekávaného vývoje hrubého domácího produktu.

Součet diskontovaných peněžních toků do firmy v letech 2018-2022 udává současnou hodnotu první fáze ve výši 138 556 tis. Kč. Hodnota druhé fáze, tedy tzv. pokračující hodnota, činí 345 588 tis. Kč a je stanovena z tempa růstu g a diskontována na úrovni WACC ve výši 10,73 %. Na základě součtu těchto dvou fází a nepotřebného majetku ke dni ocenění je získána hodnota podniku ve výši 560 015 tis. Kč.

### 7.5.3 Metoda DCF equity

Ocenění společnosti výnosovou metodou DCF equity vychází z vyčíslení volných peněžních toků pouze pro vlastníky, a pro tuto diplomovou práci je provedeno za účelem kontroly předchozího výpočtu metodou DCF entity. Tabulka č. 33 shrnuje volné peněžní toky označované jako FCFE, tedy Free Cash Flow To Equity, jejichž hodnota dosahuje stejné výše jako v případě FCFF.



Tabulka 30: Výpočet FCFE pro období 2018-2022

FCFE	2018	2019	2020	2021	2022
čistý zisk (EAT)	44 347	47 694	51 308	55 212	59 428
+ odpisy	7 043	7 606	8 215	8 872	9 582
- růst WC	-5 130	-5 540	-5 983	-6 462	-6 979
- nové investice	-12 607	-13 616	-14 705	-15 882	-17 152
- splátka úvěru	0	0	0	0	0
	<b>33 653</b>	<b>36 144</b>	<b>38 834</b>	<b>41 740</b>	<b>44 878</b>

zdroj: vlastní zpracování

Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky v období 2018-2022 vychází z čistého zisku, který je navýšen o odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, odečteny jsou naopak nové investice, splátky úvěrů a také růst čistého pracovního kapitálu. Obdobně jako u FCFF můžeme vidět, že hodnoty FCFE dosahují v jednotlivých prognózovaných letech kladných hodnot, které rovněž vykazují rostoucí trend. Jelikož společnost nevyužívá žádné bankovní úvěry, které by byly v rámci prognózovaného období spláceny, a rovněž tedy nehradí žádné nákladové úroky, jsou volné peněžní toky pro vlastníky rovné volným peněžním tokům pro vlastníky a věřitele.

Stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS je opět provedeno s využitím dvoufázové metody DCF, tentokrát ve variantě equity. První fáze počítá se stanovenými volnými peněžními toky pro vlastníky, jež jsou diskontovány prostřednictvím určené diskontní míry odpovídající nákladům na vlastní kapitál. Současná hodnota této fáze je poté stanovena na 138 556 tis. Kč. Pokračující hodnota, tedy druhé fáze, je za předpokladu zachování nákladů na vlastní kapitál ve výši 10,73 % a tempa růstu g ve výši 2,5 % vyčíslena na 345 588 tis. Kč.

Tabulka 31: Dvoufázový model DCF equity

Dvoufázový model	2018	2019	2020	2021	2022
FCFE	24 156	36 144	38 834	41 740	44 878
Diskont	1,075891	1,191313	1,319117	1,460632	1,617328
Diskontované FCFE	22 452	30 339	29 440	28 577	27 748
Současná hodnota 1. fáze	138 556				

FCFE pokračující hodnota	46 000
Diskontní míra 2. fáze	10,73%
Tempo růstu g	2,50%
Současná hodnota 2. fáze	345 588
Nepotřebný majetek ke dni ocenění	75 871
<b>Hodnota celkem (tis. Kč)</b>	<b>560 015</b>

zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. vyčíslená prostřednictvím dvoufázového modelu s využitím volných peněžních toků pro vlastníky ke dni 13. 4. 2018 činí 560 015 tis. Kč.

#### 7.5.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Další vybranou metodou pro výnosové stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. je metoda ekonomické přidané hodnoty. Samotné ocenění vychází ze stanovených hodnot ukazatele EVA, které jsou pro období 2018-2022 vypočítány v tabulce č. 35, a to na základě dříve uvedeného vzorce. Čistý provozní zisk po zdanění je upraven o hodnotu vlastního kapitálu a zpoplatněného kapitálu cizího, jejichž součet je násoben váženými průměrnými náklady na kapitál. Nutno podotknout, že hodnota C, tedy hodnota vlastního kapitálu a zpoplatněného kapitálu cizího je ponížena o nepotřebnou hotovost, která byla stanovena v rámci finančního plánu pro období 2017-2022.

Tabulka 32: Výpočet ekonomické přidané hodnoty pro období 2018-2022

EVA	2018	2019	2020	2021	2022
NOPAT	44 347	47 694	51 308	55 212	59 428
C	142 679	154 042	166 314	179 568	193 882
WACC	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%	10,73%
	<b>29 040</b>	<b>31 168</b>	<b>33 466</b>	<b>35 948</b>	<b>38 628</b>

*zdroj: vlastní zpracování*

Z hodnot EVA je viditelné, že podnik bude v prognózovaných letech tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, tak jako tomu bylo doposud. Ukazatel rovněž vykazuje rostoucí tendenci, což je pro podnik a jeho vlastníky dobré.

Stanovení hodnoty společnosti je poté provedeno prostřednictvím dvoufázové metody EVA. Současná hodnota první fáze vychází ze součtu diskontovaných EVA jednotlivých prognózovaných let, přičemž jako diskontní faktor jsou vzhledem k povaze oceňovaného kapitálu využity průměrné vážené náklady na kapitál ve výši 10,73 %. Součtem těchto diskontovaných hodnot je získána současná hodnota první fáze, jež činí 119 404 tis. Kč. Výpočet současné hodnoty fáze druhé je poté proveden s využitím Gordonova vzorce, na základě stanoveného tempa růstu  $g$  ve výši 2,5 %, a s diskontní mírou 10,73 %, tak jako tomu bylo v doposud využitých metodách. Současná hodnota druhé fáze je vyčíslena na 297 463 tis. Kč.

Po sečtení dvou stanovených fází a připočítání dlouhodobého investovaného kapitálu roku 2017, který činí 194 826 tis. Kč, a dále nepotřebného majetku ke dni ocenění, je získána výsledná hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. stanovená metodou ekonomické přidané hodnoty ve výši 687 565 tis. Kč. Již na první pohled je patrné, že si podnik z hlediska ukazatele EVA vede dobře, a vzhledem ke svému potenciálu potvrzuje očekávání dosaženými hodnotami. Ekonomická přidaná hodnota hodnotí

nejen výnosovou schopnost podniku vzhledem k zadrženému kapitálu, kterého má společnost velké množství, ale také současnou kapitálovou sílu DELONG INSTRUMENTS a. s. Jak již bylo zmíněno společnost kumuluje velké množství vlastního kapitálu v podobě nerozděleného zisku, rovněž nevyužívá zcela optimální kapitálovou strukturu a její financování majetku je neefektivní. Výpočet hodnoty společnosti dvoufázovým modelem ekonomické přidané hodnoty byl však od nakumulovaných hospodářských výsledků minulých let oproštěn a nepotřebný majetek ke dni ocenění, který je tvořen nepotřebnou hotovostí, byl přičten až v závěru samotného ocenění společnosti metodou EVA.

Tabulka 33: Dvoufázový model EVA

Dvoufázový model	2018	2019	2020	2021	2022
EVA	20 846	31 168	33 466	35 948	38 628
Diskont	1,075891	1,191313	1,319117	1,460632	1,617328
Diskontovaná EVA	19 375	26 163	25 370	24 611	23 884
Současná hodnota 1. fáze	119 404				
EVA pokračující hodnota	39 594				
Diskontní míra 2. fáze	10,73%				
Tempo růstu g	2,50%				
Současná hodnota 2. fáze	297 463				
Dlouhodobý kapitál 2017	194 826				
Nepotřebný majetek ke dni ocenění	75 871				
<b>Hodnota celkem (tis. Kč)</b>	<b>687 565</b>				

zdroj: vlastní zpracování

### 7.5.5 Ocenění společnosti dalšími vybranými metodami

Dalšími vybranými metodami pro stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. jsou metoda účetní hodnoty a metoda tržního porovnání.

Účetní hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. byla stanovena na základě celkové bilanční sumy, jež je uvedena v rozvaze k 31. 12. 2017, a odpovídá 229 605 tis. Kč.

Další doplňkovou metodou k výnosovému stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. byla zvolena metoda tržního porovnání. Konkrétně je aplikována metoda srovnatelných podniků s využitím odvětvových či tržních multiplikátorů. K ocenění společnosti je využit násobitel Value/EBITDA jehož hodnota k roku 2018 byla stanovena na 12,72. Výsledná hodnota společnosti odhadnutá metodou tržního porovnání je 730 698 tis. Kč. Vzhledem ke specifičnosti odvětví jsou však provedené výpočty zkreslené, využity byly násobitele odvětví Electronics (General) z databáze Damodaran, zahrnující i podniky, jež v oblasti elektronové mikroskopie nepůsobí.

## 7.5.6 Souhrnné ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.

Společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. byla v rámci předchozích kapitol oceněna vybranými metodami, mezi které patří metoda diskontovaných cash flow ve variantě entity, metoda diskontovaných cash flow ve variantě equity, metoda ekonomické přidané hodnoty, metoda účetní hodnoty a metoda tržního porovnání. Hodnota společnosti byla prostřednictvím těchto metod stanovována k datu 13. 4. 2018, přičemž výsledky jednotlivých ocenění shrnuje tabulka 34.

Tabulka 34: Výsledná hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. k 13. 4. 2018

Metoda stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.	Výsledná hodnota (v tis. Kč)
DCF entity	<b>560 015</b>
DCF equity	<b>560 015</b>
Metoda ekonomické přidané hodnoty	687 565
Metoda účetní hodnoty	229 605
Metoda tržního porovnání	730 698

*zdroj: vlastní zpracování*

Jako nejvhodnější byla vyhodnocena metoda DCF entity, která odpovídá primárně účelu ocenění, neboť využívá peněžní toky jak pro vlastníky, tak věřitele. Správnost ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. prostřednictvím metody DCF entity potvrdila metoda DCF equity, podle které vychází hodnota společnosti naprosto totožně. Tato skutečnost je způsobena faktem, který byl již uveden v předchozím textu, společnost nevyužívá žádný zpoplatněný cizí kapitál v podobě bankovních úvěrů, tudíž neexistují splátky těchto úvěrů ani nákladové úroky. Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty potvrdilo výnosovou schopnost společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. vzhledem k zadrženému kapitálu, a současně kapitálovou sílu. Nelze však opomenout právě velké množství zbytečně zadržovaných hospodářských výsledků minulých let, a také fakt, že společnost již v minulosti nevyužívala optimální kapitálovou strukturu a financování jejího majetku je poměrně neefektivní.

Pozitivní je také skutečnost, že hodnota společnosti stanovená metodou účetní hodnoty je téměř 2,5krát nižší než hodnota stanovená metodami DCF. Tuto hodnotu lze tedy brát jako případný dolní limit provedeného ocenění společnosti. Naopak horní limit či mez provedeného ocenění představuje hodnota společnosti stanovená metodou tržního porovnání, a to na základě metody srovnatelných podniků prostřednictvím násobitele Value/EBITDA.

Na základě provedeného ocenění metodou DCF entity je hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. k datu 13. 4. 2018 vyčíslena na 560 015 tis. Kč.

# Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. pro případného externího investora, a to k datu 13. 4. 2018. Společnost DELONG INSTRUMENTS a. s., jež sídlí v Brně, se zabývá činností v odvětví elektronové mikroskopie, kde je jedním z předních světových výrobců. Výzkumu, vývoji a výrobě elektronových mikroskopů a dalších komponent se věnuje již od roku 1992. Z celosvětového hlediska je právě v Brně vyráběno okolo 30 % elektronových mikroskopů, přičemž na této produkci se podílí 3 společnosti, z nichž oceňovaná společnost DELONG INSTRUMENTS a. s. z hlediska objemů tržeb a výroby tou nejmenší.

První část diplomové práce se zabývala vymezením teoretických východisek pro stanovení hodnoty podniku, nejprve byla rozvedena problematika hodnoty a její kategorie. Následovalo vymezení postupu pro stanovení hodnoty, dílčích analýz, a v poslední kapitole také jednotlivých metod oceňování. V praktické části poté samotnému ocenění společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. předcházelo vypracování strategické a finanční analýzy a sestavení finančního plánu. Strategická analýza odhalila celkový výnosový potenciál společnosti, primárně byl vymezen relevantní trh a provedena analýza jeho atraktivity. Následně byl zpracována PEST analýza a Porterova analýza tržních sil. Výsledkem této části práce bylo zjištění především vnějších příležitostí a rizik či hrozeb, které jsou svázané s vymezeným trhem. Predikován byl roční růst trhu s elektronovými mikroskopy, a to ve výši 7,3 % pro období do roku 2022.

V rámci provedené finanční analýzy byla společnost vyhodnocena jako finančně zdravá, a to na základě analýzy účetních výkazů v letech 2012-2016. Některé hodnoty zjištěné prostřednictvím nástrojů finanční analýzy byly porovnávány s relevantním odvětvím, kterým se myslí především konkurenti v oboru elektronové mikroskopie, jež působí na území České republiky. Provedená finanční analýza rovněž rozšířila SWOT analýzu společnosti o další silné a slabé stránky.

Konečným podkladem pro stanovení hodnoty společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. bylo sestavení finančního plánu pro období 2018-2022. Využita byla metoda procenta z tržeb, přičemž při stanovení jednotlivých položek plánu výkazu zisků a ztrát a rozvahy bylo vycházeno z provedené strategické a finanční analýzy. Předpokladem pro využití výnosových metod bylo splnění tzv. going concern principu, který byl naplněn.

Samotné ocenění bylo provedeno prostřednictvím vybraných výnosových, ale také dalších metod. Využita byla dvoufázová metoda diskontovaného cash flow ve variantě entity a equity, jejichž hodnota vyšla, vzhledem k nezatížení společnosti bankovními úvěry a dalším zpoplatněným cizím kapitálem, na stejné úrovni – ve výši 560 015 tis. Kč. Hodnota společnosti stanovená na základě těchto metod byla porovnávána s hodnotou podniku, která byla stanovena metodou ekonomické přidané

hodnoty, s účetní hodnotou a s hodnotou stanovenou prostřednictvím metody tržního porovnání s využitím ukazatele Value/EBITDA. Na základě těchto výpočtů byl stanoven limit provedení ocenění s dolní mezí odpovídající účetní hodnotě ve výši 229 605 tis. Kč; oproti tomu horní mez tohoto intervalu vychází z metody tržního porovnání ve výši 730 698 tis. Kč.

Konečná hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. k datu 13. 4. 2018 byla stanovena dvoufázovou metodou DCF entity ve výši 560 015 tis. Kč. Z tohoto pohledu lze považovat cíl diplomové práce jako splněný.

# Seznam použité literatury a dalších

## zdrojů

DEDOUCHOVÁ, Marcela. Strategie podniku. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071796034.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-58-0.

FOTR, Jiří. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2017. London, United Kingdom: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9. Dostupné z: <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.

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

KIM-KEUNG HO, Joseph. Formulation of a Systemic PEST Analysis for Strategic Analysis. European academic research, Vol. II, Issue 5, 2014, s. 6478-6492. ISSN 2286-4822.

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

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

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071795291.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 9788024728650.

MALLYA, Thaddeus. Základy strategického řízení a rozhodování. Praha: Grada, 2007. ISBN 80-247-1911-8.

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

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011b. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, Miloš. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.

MLČOCH, Jan. Oceňování podniku: ekonomické aspekty. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky (Linde). ISBN 8072011456.

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

PORTER, Michael E. The five competitive forces that shape strategy. Harvard business review, 2008, 86.1: s. 25-40.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 9788024755342.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 8071793671.

SCHOLLEOVÁ, Hana. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.

SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.

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

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. Podniková ekonomika. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

WÖHE, Günter a Eva KISLINGEROVÁ. Úvod do podnikového hospodářství. 2., přeprac. a dopl. vyd. Přeložil Zuzana MAŇASOVÁ. V Praze: C.H. Beck, 2007. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-897-2.

ZAMAZALOVÁ, Marcela. Marketing obchodní firmy. Praha: Grada, 2009. Manažer. ISBN 978-80-247-2049-4.

## **Elektronické zdroje**

ČESKÉ NOVINY: Tescan vyrobil 2500. elektronový mikroskop [online]. ČTK, 2018 [cit. 2018-03-24]. Dostupné z: <http://www.ceskenoviny.cz/pr/zpravy/tescan-vyrobil-2500-elektronovy-mikroskop/1577639>

CZECH RESEARCH: Electron microscopy, the pride of the Czech Republic [online]. 2017 [cit. 2018-03-24]. Dostupné z: <http://www.czech-research.com/electron-microscopy-pride-czech-republic/>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: High-tech sektor [online]. Český statistický úřad, 2017 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/high\\_tech\\_sektor](https://www.czso.cz/csu/czso/high_tech_sektor)



ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: Průměrná roční míra inflace v roce 2017 byla 2,5 % [online]. Český statistický úřad, 2018 [cit. 2018-03-26]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/xs/prumerna-rocni-mira-inflace-v-roce-2017-byla-25->

FROST & SULLIVAN: Analytical Microscope Manufacturers Detect Growth Opportunities in Developing Software-based Systems [online]. Frost & Sullivan, 2016 [cit. 2018-03-31]. Dostupné z: <https://ww2.frost.com/news/press-releases/analytical-microscope-manufacturers-detect-growth-opportunities-developing-software-based-systems/>

GRAND VIEW RESEARCH: Scanning Electron Microscopes Market Size, Industry Report 2012-2022 [online]. Grand View Research, 2018 [cit. 2018-03-31]. Dostupné z: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/scanning-electron-microscope-market>

JIHOMORAVSKÉ INOVAČNÍ CENTRUM: JIC věří, že trh s nanotechnologiemi poroste. [online]. JIC, 2017 [cit. 2018-03-30]. Dostupné z: <https://www.jic.cz/pro-media/jic-veri-ze-trh-s-nanotechnologiemi-poroste-investuje-do-vyrobce-dopluku-pro-elektronove/>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2016 [online]. MPO, 2016 [cit. 2018-03-30]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu-cr-2016-232399/>

MŠMT: Data o studentech, poprvé zapsaných a absolventech vysokých škol [online]. Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy ČR, ©2018 [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <http://www.msmt.cz/vzdelavani/skolstvi-v-cr/statistika-skolstvi/data-o-studentech-poprve-zapsanych-a-absolventech-vysokych>

DELONG AMERICA [online]. ©2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://www.lv-em.com/>

DELONG INSTRUMENTS [online]. 2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <http://www.delong.cz/cs/>

ELEKTROTECHNICKÁ ASOCIACE ČESKÉ REPUBLIKY: DELONG INSTRUMENTS a.s. [online]. 2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://www.electroindustry.cz/clenska-zakladna/clenske-organizace/detail/884>

MM Spektrum: Program, jež transformoval brněnský průmysl [online]. 2016 [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <https://www.mmspektrum.com/clanek/program-jez-transformoval-brnensky-prumysl.html>

POČET STUDENTŮ VYSOKÝCH ŠKOL KLESÁ. O KTERÉ OBORY JE NEJVĚTŠÍ ZÁJEM? Statistika a My: Měsíčník Českého statistického úřadu [online]. 2017 [cit. 2018-03-25]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2017/10/pocet-studentu-vysokych-skol-klesa-o-kttere-obory-je-nejvetsi-zajem/>

VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin: DELONG INSTRUMENTS a. s.: Justice.cz [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=599660>

VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin: TESCAN ORSAY HOLDING a. s.: Justice.cz [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=632092>

VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin: FEI Czech Republic s. r. o.: Justice.cz [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=684870>

VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Úplný výpis z obchodního rejstříku: DELONG INSTRUMENTS a. s.: Justice.cz [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-03-23]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=599660&typ=UPLNY>

# Seznam obrázků a tabulek

Obrázek 1: Potenciál vývoje podniku.....	14
Obrázek 2: Vnější prostředí společnosti .....	16
Obrázek 3: Pět sil formujících konkurenční prostředí.....	18
Obrázek 4: Metody pro oceňování podniku .....	32
Obrázek 5: Modely DCF z pohledu diskontovaných peněžních toků .....	34
Obrázek 6: Low Voltage Electron Microscope LVEM 25 a LVEM 5 .....	43
Obrázek 7: Vývoj tržního podílu z tržeb za vlastní výroby a služby u vybraných společností CZ-NACE 26 ve sledovaném období 2012-2016.....	45
Obrázek 8: Očekávaný vývoj tržeb na trhu SEM v mil. USD za období 2012-2022 .....	46
Obrázek 9: Vývoj míry inflace 2012-2017 .....	48
Obrázek 10: Struktura cizích zdrojů .....	59
Obrázek 11: Vývoj struktury aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v období 2012-2016; zdroj .....	60
Obrázek 12: Vývoj podílu vlastního a cizího kapitálu společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v období 2012-2016.....	62
Obrázek 13: Vývoj vybraných položek nákladů a výnosů společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	65
Obrázek 14: Zlaté bilanční pravidlo a pravidlo vyrovnání rizika .....	66
Obrázek 15: Pari pravidlo a růstové pravidlo.....	66
Obrázek 16: Vývoj ukazatelů rentability společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v období 2012-2016 .....	68
Obrázek 17: Vývoj obratovosti vybraných položek společnosti DELONG INSTRUMENTS v období 2012-2016.....	69
Obrázek 18: Vývoj položek čistého pracovního kapitálu 2012-2016 .....	73
Obrázek 19: Obrátový cyklus peněz.....	73
Obrázek 20: Ekonomická přidaná hodnota pro období 2012-2016.....	76
Obrázek 21: Výkony společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	78

Tabulka 1: Vývoj tržeb za vlastní výrobky a služby u vybraných společností CZ-NACE 26 ve sledovaném období 2012-2016.....	44
Tabulka 2: Vývoj HDP 2012-2017 .....	48
Tabulka 3: Vývoj devizových kurzů 2012-2017 .....	49
Tabulka 4: Analýza atraktivity trhu.....	53
Tabulka 5: SWOT analýza DELONG INSTRUMENTS a. s.....	56
Tabulka č. 6: Horizontální analýza aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. ....	57
Tabulka č. 7: Horizontální analýza vybraných položek dlouhodobého majetku .....	58
Tabulka 8: Horizontální analýza pasiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	59
Tabulka č. 9: Vertikální analýza aktiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	60
Tabulka 10: Vertikální analýza pasiv společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. ....	61
Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s.....	63
Tabulka 12: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. ....	64
Tabulka 13: Ukazatele rentability.....	67
Tabulka č. 14: Ukazatele aktivity (1. část) .....	68
Tabulka 15: Ukazatele aktivity (2. část) .....	69
Tabulka 16: Ukazatele zadluženosti.....	70
Tabulka 17: Ukazatele likvidity.....	71
Tabulka 18: Ukazatele kapitálového trhu .....	71
Tabulka 19: Analýza pracovního kapitálu .....	72
Tabulka 20: Potřeba čistého pracovního kapitálu.....	74
Tabulka 21: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2012-2016.....	74
Tabulka 22: Průměrné vážené náklady na kapitál pro období 2012-2016 .....	75
Tabulka 23: Ekonomická přidaná hodnota pro období 2012-2016.....	75
Tabulka 24: Plán výkazu zisku a ztráty pro období 2017-2022 .....	79
Tabulka 25: Plán rozvahy pro období 2017-2022 .....	81
Tabulka 26: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2018-2022.....	83
Tabulka 27: Průměrné vážené náklady na kapitál pro období 2018-2022 .....	84
Tabulka 28: Výpočet FCFF pro období 2018-2022 .....	84
Tabulka 29: Dvoufázový model DCF entity.....	85

Tabulka 30: Výpočet FCFE pro období 2018-2022 .....	86
Tabulka 31: Dvoufázový model DCF equity .....	86
Tabulka 32: Výpočet ekonomické přidané hodnoty pro období 2018-2022.....	87
Tabulka 33: Dvoufázový model EVA .....	88
Tabulka 34: Výsledná hodnota společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. k 13. 4. 2018..	89

# Přílohy

Příloha 1: Účetní výkazy společnosti DELONG INSTRUMENTS a. s. v letech 2012-2016

Označení	ROZVAHA k 31. 12 roku... (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>114 723</b>	<b>131 937</b>	<b>135 233</b>	<b>143 893</b>	<b>211 023</b>
<b>A.</b>	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0
<b>B.</b>	<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>75 338</b>	<b>74 801</b>	<b>75 564</b>	<b>74 550</b>	<b>71 642</b>
<b>B.I.</b>	<b>DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>571</b>	<b>481</b>	<b>203</b>	<b>804</b>	<b>597</b>
	1. Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
	2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
	3. Software	571	481	203	804	597
	4. Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
	5. Goodwill	0	0	0	0	0
	6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
<b>B.II.</b>	<b>DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>74 767</b>	<b>74 320</b>	<b>75 361</b>	<b>75 746</b>	<b>71 045</b>
<b>B.II.</b>	1. Pozemky	2 249	2 249	2 249	4 344	4 334
	2. Stavby	68 609	65 823	63 100	60 312	57 986
	3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 909	6 248	10 012	9 090	7 775
	4. Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
	5. Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
	6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
	7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	940
	8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	940
	9. Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
<b>B.III.</b>	<b>DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.III.</b>	1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
	2. Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	5. Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	6. Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
	7. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>39 181</b>	<b>57 021</b>	<b>59 439</b>	<b>69 195</b>	<b>139 144</b>
<b>C.I.</b>	<b>ZÁSoby</b>	<b>10 230</b>	<b>7 847</b>	<b>18 529</b>	<b>21 869</b>	<b>29 532</b>

<b>C.I.</b>	1.	Materiál	6 618	4 970	8 938	11 694	18 354
	2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 612	2 877	9 591	10 175	11 178
	3.	Výrobky	0	0	0	0	0
	4.	Zvířata	0	0	0	0	0
	5.	Zboží	0	0	0	0	0
	6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<b>C.II.</b>		<b>DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C.II.</b>	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
	6.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
	7.	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
<b>C.III.</b>		<b>KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>24 896</b>	<b>22 505</b>	<b>26 729</b>	<b>26 900</b>	<b>46 637</b>
<b>C.III.</b>	1.	Pohledávky z obchodních vztahů	23 150	19 828	26 225	25 312	44 420
	2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
	3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podst. vlivem	0	0	0	0	0
	4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
	5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
	6.	Stát - daňové pohledávky	1 022	2 242	47	1 166	1 833
	7.	Ostatní poskytnuté zálohy	644	402	450	372	332
	8.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
	9.	Jiné pohledávky	80	33	7	50	52
<b>C.IV.</b>		<b>KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b>	<b>4 055</b>	<b>26 669</b>	<b>14 181</b>	<b>20 426</b>	<b>62 975</b>
<b>C.IV.</b>	1.	Peníze	350	259	260	185	422
	2.	Účty v bankách	3 705	26 410	13 921	20 241	62 553
	3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
	4.	Požizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>D.I.</b>		<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>204</b>	<b>115</b>	<b>230</b>	<b>148</b>	<b>237</b>
<b>D.I.</b>	1.	Náklady příštích období	204	105	230	148	237
	2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
	3.	Příjmy příštích období	0	10	0	0	0
		<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>114 723</b>	<b>131 937</b>	<b>135 233</b>	<b>143 893</b>	<b>211 023</b>
<b>A.</b>		<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>78 825</b>	<b>96 834</b>	<b>108 608</b>	<b>130 431</b>	<b>175 869</b>
<b>A.I.</b>		<b>ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b>	<b>3 000</b>	<b>3 000</b>	<b>3 000</b>	<b>3 000</b>	<b>3 000</b>
<b>A.I.</b>	1.	Základní kapitál	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
	2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
	3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
<b>A.II.</b>		<b>KAPITÁLOVÉ FONDY</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.II.</b>	1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0
	2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0

	3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
	4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
<b>A.III.</b>		<b>REZERV. FONDY, NEDĚLITELNÝ FOND A OSTATNÍ FONDY ZE ZISKU</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.III.</b>	1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	600	600	0	0	0
	2.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
<b>A.IV.</b>		<b>VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET</b>	<b>64 395</b>	<b>75 225</b>	<b>91 434</b>	<b>103 208</b>	<b>128 287</b>
<b>A.IV.</b>	1.	Nerozdělený zisk minulých let	64 395	75 225	91 434	103 208	127 431
	2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	856
<b>A.V.</b>		<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+-</b>	<b>10 830</b>	<b>18 009</b>	<b>14 174</b>	<b>24 223</b>	<b>44 582</b>
<b>B.</b>		<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>35 898</b>	<b>35 103</b>	<b>26 625</b>	<b>13 462</b>	<b>35 154</b>
<b>B.I.</b>		<b>REZERVY</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.I.</b>	1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
	2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
	3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
	4.	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
<b>B.II.</b>		<b>DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>65</b>	<b>3 111</b>	<b>6 683</b>	<b>3 158</b>	<b>1 772</b>
<b>B.II.</b>	1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
	5.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	2 999	6 481	2 859	1 428
	6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	7.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
	8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
	9.	Jiné závazky	0	0	0	0	0
	10.	Odložený daňový závazek	65	112	202	299	344
<b>B.III.</b>		<b>KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>15 423</b>	<b>21 823</b>	<b>16 449</b>	<b>9 045</b>	<b>33 382</b>
<b>B.III.</b>	1.	Závazky z obchodních vztahů	4 272	7 387	6 891	2 127	5 332
	2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
	3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
	4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	820	260	260	0	0
	5.	Závazky k zaměstnancům	1 758	1 899	1 914	1 917	2 304
	6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 061	1 039	1 164	1 163	1 286
	7.	Stát - daňové závazky a dotace	294	1 387	890	2 184	6 622
	8.	Krátkodobé přijaté zálohy	6 568	3 644	1 931	1 386	17 608
	9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
	10.	Dohadné účty pasivní	492	154	222	268	230
	11.	Jiné závazky	158	6 053	3 177	0	0
<b>B.IV.</b>		<b>BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI</b>	<b>20 410</b>	<b>10 169</b>	<b>3 493</b>	<b>1 259</b>	<b>0</b>



<b>B.IV.</b>	1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	9 322	3 455	0	0	0
	2.	Krátkodobé bankovní úvěry	10 688	6 714	3 493	1 259	0
	3.	Krátkodobé finanční výpomoci	400	0	0	0	0
<b>C.I.</b>		<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C.I.</b>	1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
	2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Označení	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (v tis. Kč)	2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
<b>+</b>	<b>Obchodní marže</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
II.	Výkony	126 214	152 206	158 518	159 960	201 266
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	124 614	152 941	151 805	159 376	201 413
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 600	-735	6 713	584	-147
II.3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	73 094	82 961	92 299	80 506	95 295
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	42 935	51 409	66 608	51 934	60 090
B. 2.	Služby	30 159	31 552	25 691	28 572	35 205
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>53 120</b>	<b>69 245</b>	<b>66 219</b>	<b>79 454</b>	<b>105 971</b>
C.	Osobní náklady	38 798	43 337	43 462	44 530	47 754
C. 1.	Mzdové náklady	28 220	31 655	31 609	32 336	34 808
C. 2.	Odměny členům orgánu společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	9 544	10 584	10 647	10 855	11 634
C. 4.	Sociální náklady	1 034	1 098	1 206	1 339	1 312
D.	Daně a poplatky	71	211	93	99	97
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 567	4 823	5 748	5 460	6 265
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	863	510	273	2 340	936
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	53	48	0	0	45
III. 2	Tržby z prodeje materiálu	810	462	273	2 340	891
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	421	323	96	1 976	438
F.1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
F.2	Prodaný materiál	421	323	96	1 976	438
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	6 937	6 636	3 564	3 099	3 661
H.	Ostatní provozní náklady	18	26	74	65	52
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0

*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>17 045</b>	<b>27 671</b>	<b>20 583</b>	<b>32 763</b>	<b>56 307</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII. 2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
VII. 3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění majetkových papírů a derivátů	0	6 020	1 405	400	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1	2	2	2	8
N.	Nákladové úroky	1 193	471	237	39	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	1 440	3 349	1 250	999	191
O.	Ostatní finanční náklady	3 887	2 339	2 664	4 070	1 250
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3 639</b>	<b>-5 479</b>	<b>-3 012</b>	<b>-2 931</b>	<b>-1 051</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2 594	4 183	3 397	5 609	10 674
Q. 1.	- splatná	2 572	4 136	3 307	5 511	10 629
Q. 2.	- odložená	22	47	90	98	45
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>10 812</b>	<b>18 009</b>	<b>14 174</b>	<b>24 223</b>	<b>44 582</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	18	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
S.1.	- splatná	0	0	0	0	0
S.2.	- odložená	0	0	0	0	0
*	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	<b>EAT: Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>10 830</b>	<b>18 009</b>	<b>14 174</b>	<b>24 223</b>	<b>44 582</b>
***	<b>EBT: Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>13 424</b>	<b>22 192</b>	<b>17 571</b>	<b>29 832</b>	<b>55 256</b>

