

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s.

Valuation of the Company Decoleta, a.s.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUCÍ PRÁCE

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

DVOŘÁK

MILAN

2018

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Dvořák	Jméno:	Milan	Osobní číslo:	424104
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 Decoleta, a. s.

Název diplomové práce anglicky:
Valuation of the Company Decoleta, a. s.

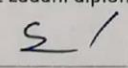
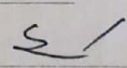
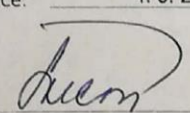
Pokyny pro vypracování:
CÍL: Cílem DP je stanovení hodnoty podniku zvolenou oceňovací metodou
PŘÍNOS: Přínosem práce je určení hodnoty podniku pro potenciálního investora
OSNOVA: 1. Úvod; 2. Teoretická část - vymezení pojmů, finanční analýza, metody oceňování, postup při oceňování; 3. Praktická část - představení společnosti, strategická analýza, finanční analýza, prognóza generátorů hodnoty, ocenění podniku; 4. Závěr

Seznam doporučené literatury:
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 2011. ISBN 978-80-86929-67-5
KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. Praha: C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3
VEBER, Jaromír. Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita. 2009 ISBN 978-80-7261-200-0.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:
doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií

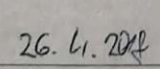

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 6. 12. 2017 Termín odevzdání diplomové práce: 4. 5. 2018
Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2019

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

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Datum převzetí zadání Podpis studenta(ky)

DVOŘÁK, Milan. *Stanovení hodnoty podniku Decoleta, 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 vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 18. 05. 2018

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D., vedoucí diplomové práce, za neocenitelné připomínky, rady, čas, podporu a trpělivost, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. ke dni 1.5.2018 pro potenciálního externího investora. Obsahem teoretické části jsou základní pojmy spojené s oceňováním podniku, nutné postupy při oceňování podniku a metody pro oceňování používané. V části praktické jsou po představení oceňovaného podniku aplikovány popsané teoretické kroky a metody oceňování formou zpracování strategické a finanční analýzy a sestavením finančního plánu. Na základě zjištěných poznatků byla jako metoda vhodná pro ocenění podniku Decoleta, a.s. zvolena metoda DCF Entity.

Klíčová slova

Oceňování podniku, hodnota podniku, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, metody oceňování podniku, metoda diskontovaných cash flow

Abstract

The purpose of this master thesis is to determine the value of the company Decoleta, a.s. as of 1.5.2018 for a potential external investor. The theoretical part contains basic terms connected with, procedures necessary during and particular methods used for business valuation itself. After introducing the valuated company, practical part of the thesis contains an application of previously described theoretical steps and methods of business valuation in a form of strategic and financial analysis complemented by a financial plan. Based on outputs found out, the DCF Entity method was determined as suitable for valuation of the company Decoleta, a.s.

Key words

Business valuation, company value, financial analysis, strategic analysis, financial plan, business valuation methods, discounted cash flow method

Obsah

Úvod	5
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	7
1.1 Podnik	7
1.2 Hodnota podniku.....	7
1.2.1 Tržní hodnota	8
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota	8
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	9
1.2.4 Kolínská škola.....	9
1.3 Důvody oceňování podniku.....	10
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	12
2.1 Strategická analýza	13
2.1.1 Analýza vnějšího potenciálu	14
2.1.2 Analýza vnitřního potenciálu	16
2.2 Finanční analýza	17
2.2.1 Bilanční pravidla.....	18
2.2.2 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů	18
2.2.3 Poměrová analýza	19
2.2.4 Analýza čistého pracovního kapitálu	22
2.2.5 Ukazatel EVA.....	23
2.3 Finanční plán.....	23
2.4 Stanovení diskontní míry.....	24
3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	26
3.1 Výnosové metody	26
3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	26
3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty	28
3.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	28
3.2 Majetkové metody	29
3.2.1 Účetní hodnota.....	29
3.2.2 Substanční hodnota	29
3.2.3 Likvidační hodnota	30

3.3	Tržní metody	30
3.3.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	30
3.3.2	Metody tržního porovnání	30
4	OCEŇOVANÝ PODNIK	33
4.1	Základní informace o oceňovaném podniku	33
4.2	Představení oceňovaného podniku	33
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA	35
5.1	PEST analýza	35
5.1.1	Politicko-legislativní prostředí	35
5.1.2	Ekonomické prostředí	36
5.1.3	Sociálně-kulturní prostředí	39
5.1.4	Technologické prostředí	40
5.2	Porterův model pěti sil	41
5.2.1	Stávající konkurence	41
5.2.2	Nová potenciální konkurence	42
5.2.3	Substituty	42
5.2.4	Dodavatelé	43
5.2.5	Odběratelé	43
5.3	Relevantní trh	43
5.3.1	Atraktivita trhu	44
5.3.2	Odhad vývoje trhu	45
5.3.3	Odhad vývoje tržního podílu	46
5.4	Závěr strategické analýzy	48
6	FINANČNÍ ANALÝZA	51
6.1	Bilanční pravidla	51
6.2	Horizontální analýza	54
6.2.1	Rozvaha	54
6.2.2	Výkaz zisku a ztráty	59
6.3	Vertikální analýza	61
6.3.1	Rozvaha	61
6.3.2	Výkaz zisku a ztráty	64
6.4	Analýza poměrových ukazatelů	65

6.4.1	Ukazatele rentability	65
6.4.2	Ukazatele likvidity	66
6.4.3	Ukazatele aktivity	67
6.4.4	Ukazatele zadluženosti	68
6.4.5	Ukazatele produktivity.....	68
6.4.6	Rozbor pracovního kapitálu	69
6.4.7	Ukazatel EVA.....	71
6.5	Závěr finanční analýzy	73
7	FINANČNÍ PLÁN	75
7.1	Výkaz zisku a ztráty	75
7.2	Rozvaha.....	76
7.3	Zkrácená finanční analýza plánu	78
8	OCENĚNÍ PODNIKU DECOLETA, A.S.	81
8.1	Ocenění použitím DCF Entity	81
8.2	Ocenění použitím DCF Equity	82
8.3	Ocenění použitím metody EVA	83
8.4	Závěrečné ocenění.....	84
	Závěr	86
	Seznam použité literatury	88
	Seznam obrázků	92
	Seznam tabulek	92
	Seznam příloh	93

Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. Z tohoto cíle následně plyne i přínos práce pro možné externí zájemce, kteří mohou zjištěné závěry použít jako podklad při investičním rozhodování o případné koupi oceňovaného podniku nebo jeho části. Tento a mnohé další důvody pro zjišťování hodnoty podniků pramení z principů tržní ekonomiky. Podniky se zakládají, slučují, rozdělují nebo jinak transformují a dochází k jejich prodejům, koupím a likvidacím a zániku. Při těchto operacích není nutně hodnotou podniku pouhý výčet a suma jednotlivých položek majetku, ale i potenciál hodnotu tvořit a rizika spjatá s budoucím provozem. Zároveň uživateli těchto informací nemusí nutně být pouze současní nebo potenciální budoucí majitelé, ale i finanční instituce zvažující riziko při poskytování úvěrů nebo jiné skupiny zainteresovaných osob. Dokud tak bude možné s podniky nakládat jako s jakýmkoliv jiným, akorát daleko složitějším, statkem, bude existovat i potřeba určovat jejich hodnotu.

Tato diplomová práce se skládá ze dvou částí, teoretické a praktické, které jsou následně členěny do dílčích kapitol. Součástí teoretické části je v první kapitole popis obecných teoretických východisek při oceňování podniku, jako jsou samotné pojmy podnik nebo hodnota. Obsahem druhé kapitoly je rozbor samotného postupu při oceňování podniku, na který navazují podkapitoly věnující se strategické analýze podniku a dále z analýzy vnitřního potenciálu vyčleněné finanční analýze. Součástí druhé kapitoly jsou též sekce zabývající se finančním plánem, který je sestavován na základě předchozích analýz, a problematikou stanovení diskontní míry potřebné při zohledňování časové hodnoty peněz a rizika spojeného s podnikáním. Poslední kapitola teoretické části je poté věnována členění a popisu základních metod oceňování podniku. V části praktické jsou po představení jihlavské společnosti Decoleta, a.s. provedeny jednotlivé kroky při oceňování podniku popsané v části teoretické, tj. strategická a finanční analýza a na ně navazující finanční plán, který slouží jako podklad pro výsledné ocenění. Samotná hodnota podniku je následně stanovena na základě vhodně zvolené metody oceňování.

TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Potřeba oceňování podniku se na našem území znovu objevila po roce 1989, kdy docházelo k transformaci české ekonomiky a tím ožila potřeba znát hodnotu podniku stanovenou jiným než účetním způsobem. První kapitola této práce je zaměřena na vysvětlení základních východisek pro oceňování podniku jako jsou pojem podnik, hodnota podniku a její kategorie a důvody, proč jsou podniky oceňovány.

1.1 Podnik

Do konce roku 2013 byl podnik v české legislativě definován 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). Pojem podnik jako takový český právní řád od okamžiku účinnosti nového občanského zákoníku již neupravuje. Místo pojmu podnik užívá dle § 502 pojem obchodní závod v tomto znění: *„Obchodní závod (dále jen „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“* (Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, § 502). Z důvodu již vžitého označení bude v této práci závod i nadále označován jako podnik nebo společnost.

Důležitým aspektem podniku je jeho povaha jako věc hromadná. Je na něj proto při oceňování nutno pohlížet ne pouze jako na „hromadu věcí“, ale jako na funkční celek, *„účelnou kombinaci materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk“* dle Maříka (2011, s. 16), který jej též označuje za jedinečné, méně likvidní aktivum s velmi málo účinným trhem, nebo jako *„entitu, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti“* dle Kislingerové (2001, s. 10).

1.2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je ve své podstatě odhad, názor autora ocenění. Stejně jako neexistuje „správný“ model pro ocenění, neexistuje ani objektivní „správná“ hodnota podniku. Oceňování pohlíží na podnik jako na statek nebo zboží určené ke směně (Kislingerová, 2001, s. 6). Statek jako objekt směny je možné charakterizovat dvěma vlastnostmi, jeho užitnou a směnnou hodnotou. Užitná hodnota je schopnost statku uspokojovat potřeby svých vlastníků a je závislá na jejich konkrétních možnostech využití, preferencích a záměrech. Jako taková je tedy různá, subjektivní, v závislosti na charakteristice vlastníka. Statek, který má užitnou hodnotu a je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny. Takový statek má směnnou hodnotu, která vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Cenou podniku tedy rozumíme termín, který je používán pro částku, která je požadována, nabízena nebo zaplacená při směně statků, v tomto případě podniku. Pro vyjádření očekávaných (tzn. odhadovaných) budoucích příjmů převedených na současnou hodnotu je používán termín hodnota podniku. Jedná se o víru v budoucnost podniku vyjádřenou v peněžních jednotkách při předpokladu neomezeného trvání podniku (Mařík, 2011, s. 20-21).

- 1) Jaké je tržní ocenění? Kolik bude za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce a kolik by mohl dostat prodávající?
- 2) Jakou hodnotu má podnik z hlediska konkrétního kupujícího?
- 3) Jaká hodnota je nejméně sporná?

Z těchto praktických otázek plyne rozlišení hodnoty podniku do celkově čtyř kategorií, přístupů k oceňování podniku – tržní hodnota, subjektivní (investiční) hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní tzv. Kolínská škola. Definice těchto kategorií je jsou jedním z hlavních bodů mezinárodních oceňovacích standardů IVS (International Valuation Standard) (Mařík, 2011, s. 22).

1.2.1 Tržní hodnota

Odovídá na výše uvedenou první otázku, tj. kolik bude ochoten zaplatit běžný zájemce. Existence běžného zájemce implikuje existenci více kupujících a více prodávajících. Ti se setkávají na trhu s podniky nebo trhu s podíly na jejich vlastním kapitálu. Tím jsou vytvářeny podmínky pro vznik tržní ceny podniku. Výstupem provedeného odhadu je potenciální tržní cena, která se označuje jako tržní hodnota (Mařík, 2011, s. 22).

Mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC – International Valuation Standards Committee) definovala tržní hodnotu jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ (v překladu Mařík, 2011, s. 22).

Kislingerová (2001, s. 17) zmiňuje i další formulace tržní hodnoty. Jejich společnou myšlenkou je, že tržní hodnota reprezentuje směnu mezi dvěma subjekty, které jsou dobře informované a jednají dobrovolně. Zároveň se tržní hodnota bezprostředně týká schopnosti podniku v budoucnu přinášet peněžní toky. Při stanovení tržní hodnoty zároveň panuje předpoklad o nelepším možném využití oceňovaného majetku.

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Odovídá na druhou otázku, tj. jakou má podnik hodnotu pro konkrétního kupujícího. Pohlíží na podnik jako na málo likvidní a jedinečné aktivum, při jehož oceňování hrají

důležitou roli názory individuálních účastníků. Ti posuzují výši svého očekávaného užítku, který jim bude z vlastnictví podniku v budoucnu plynout. Subjektivní ocenění provádí vlastník rozhodující se mezi pokračováním v činnosti nebo likvidací podniku. Jiným typickým podnětem může být klasická koupě nebo prodej podniku (Vochozka, 2012, s. 119-120).

V rámci Mezinárodního oceňovacího standardu je subjektivní hodnota označována jako hodnota investiční, která je definována jako „*hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku*“ (v překladu Mařík, 2011, s. 26).

Jako základní charakteristiky investiční hodnoty podniku lze uvést, že peněžní toky reprezentují subjektivní představu manažerů oceňovaného podniku. Diskontní míra je postavena na nákladech ušlé příležitosti vlastníků, tj. alternativních možnostech investovat (Mařík, 2011, s. 27).

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Přístup uvažující objektivizovanou hodnotu dává v základu odpověď na otázku, jaká hodnota je nejméně sporná. Cílem objektivizovaného ocenění je co nejvíce se přiblížit hodnotě, která by se dala označit za objektivní. Při zjišťování objektivizované hodnoty jsou proto využívány pouze metody analyzující minulost a přítomnost. Zároveň pracuje pouze se skutečnostmi, které jsou prokazatelné a zdůvodnitelné při projekci budoucnosti. Z tohoto důvodu nezohledňuje tento přístup případné záměry dalšího rozvoje a může přistup opomíjet příležitosti pro růst podniku ve svých predikcích. Objektivizovaná hodnota tak může být vnímána jako dolní mez ocenění (Vochozka, 2012, s. 120-121).

Dle německých oceňovacích standardů IDW S 1 je objektivizovaná hodnota definována jako: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“ (v překladu Mařík, 2011, s. 27).

1.2.4 Kolínská škola

Jak název tohoto přístupu napovídá, Kolínská škola je populárním přístupem především v Německu, který zde dosáhl v oblasti teoretické, akademické i praktické

značného uznání. Jako přístup je ve své podstatě propojením předchozích pojetí a zahrnuje vždy ty nejlepší prvky každého z nich. Na vzniku tohoto přístupu se podepsala realita trhů s podniky v evropských zemích, které mají stále mnoho omezení z hlediska oceňování tržní hodnotou. Na trzích chybí velká četnost transakcí s obdobnými podniky a chybí jim transparentnost. Reálným oceněním podniku by tedy měla být jeho subjektivní hodnota (Vochozka, 2012, s. 121).

Dle Kolínské školy je nutné modifikovat ocenění v závislosti na obecných funkcích oceňování, nikoliv v závislosti na jednotlivých podnětech. Základních funkcí, které oceňování má pro uživatele výsledků, rozeznává Kolínská škola pět:

- Poradenská
- Rozhodčí
- Argumentační
- Komunikační
- Daňová

Za nejdůležitější funkci je považována poradenská, který oběma kupním stranám poskytuje informace o hraničních hodnotách, tedy vymezuje prostor vlastního cenového jednání. Funkce rozhodčí má za úkol z pozice nezávislého oceňovatele odhadnout hraniční hodnoty a nalézt spravedlivou hodnotu v onom rozpětí. Funkce argumentační slouží k hledání argumentů, které mohou poskytnout výhodu dané straně při jednání o ceně. Komunikační a daňová funkce ocenění poskytují podklady pro komunikaci s veřejností a podklady pro daňové účely (Mařík, 2011, s. 30-31).

1.3 Důvody oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku lze samo o sobě považovat za službu, ze které plyne zákazníkovi nějaký užitek. V závislosti na povaze potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit, může užitek plynoucí z této služby různou povahu. Jsou proto rozlišována ocenění sloužící různým účelům nebo vycházející z různých podnětů (Mařík, 2011, s. 35).

Dle Kislíngerové (2001, s. 11) k nejběžnějším podnětům ocenění patří „*koupě a prodej podniku jako celku, případně jeho částí; zvýšení (snížení) základního kapitálu společnosti přijetím, vstupem či vystoupením společníka, akcionáře, likvidací, konkurzem, dědickým řízením vedeným na majetek společníka, akcionáře; splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností; vklad podniku nebo jeho části do obchodní společnosti dosavadní nebo nově zakládané; transformace obchodní společnosti (změna právní formy); restrukturalizace podniku; uvádění společnosti na kapitálový trh; poskytování a přijetí úvěru či jiných forem cizího kapitálu; vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení výsledků práce managementu v kontextu plnění základního cíle, zvyšování tržní hodnoty podniku, pro vlastníky podniku; pojištění podniku; privatizace podniku nebo jeho části, náhrada za vyvlastnění podniku nebo jeho části; placení různých daní.*“

Na podněty oceňování lze též pohlížet z hlediska změny vlastnictví a zároveň z hlediska projevu vůle vlastníka podniku (Váchal, 2013, s. 136), jak znázorňuje Tabulka 1 Důvody oceňování podniku.

Tabulka 1 Důvody oceňování podniku

	Se změnou vlastnictví (se vztahem k transakcím)	Bez změny vlastnictví (bez vztahu k transakcím)
Závislé na vůli vlastníka	<ul style="list-style-type: none"> - Koupě nebo prodej podniku či jeho části - Vstup na burzu - Navýšení kapitálu - Podnik jako nepeněžitý vklad - Smlouva o převodu zisku nebo o ovládnutí - Začlenění - Privatizace - Vstup společníka do společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> - Stanovení ekonomického zisku - Stanovení účetní hodnoty - Budoucí publicita - Hodnotově orientované strategické plánování - Vymezení vztahů společníků týkajících se účasti na zisku a odstupného - Hodnotově orientované odměny manažerů
Nezávislé na vůli vlastníka	<ul style="list-style-type: none"> - Převod majetku - Sloučení - Dědické spory - Rozvod - Vyvlastnění - Vyloučení nebo odstoupení společníka ze společnosti 	<ul style="list-style-type: none"> - Sanace - Úvěrová bonita - Daňové příznání

Zdroj: Zpracováno podle VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 2013, s. 137.

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

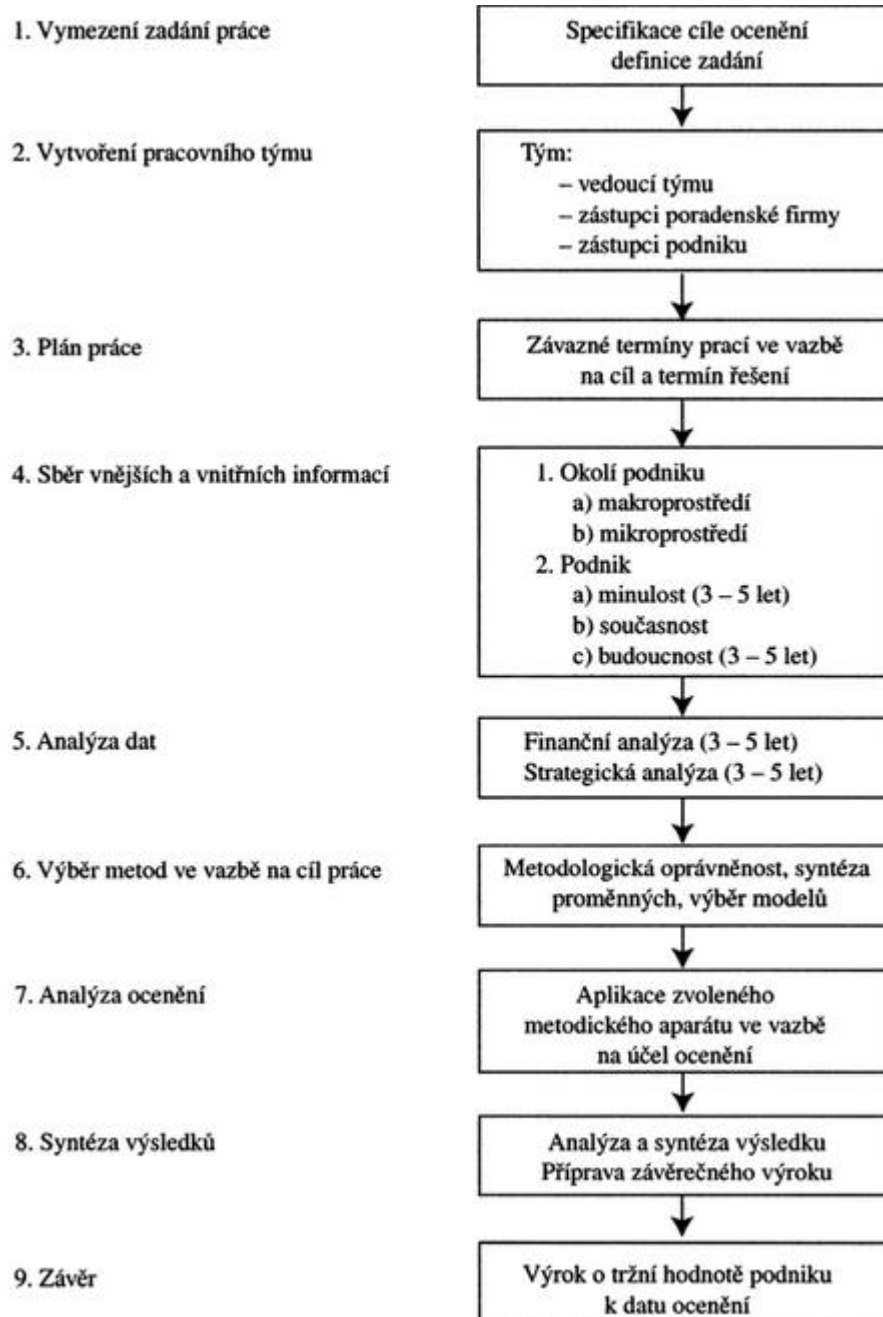
V obecné rovině Mařík (2011, s. 53) doporučuje dodržovat následující postup:

- 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

Dodává však, že je tento postup třeba modifikovat v závislosti na konkrétních podmínkách jako jsou samotný podnět k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolené metody a dostupnost dat. Na konkrétních podmínkách bude záviset též podoba, hloubka a váha jednotlivých kroků při jejich praktickém využití. Z toho důvodu je nezbytné vymezení účelu práce, které je dále vodítkem pro výběr modelů. Na obrázku č. 1 je zobrazen obdobný postup, který doporučuje Kislingerová (2001, s. 26). V tomto případě je proces ocenění popisován jako součást projektu.

Jak již bylo řečeno, jednotlivé kroky se budou lišit v závislosti na samotném účelu a zvolené metodě ocenění. Ve všech případech by měla být provedena strategická analýza. Váha finanční analýzy se bude mírně lišit v závislosti na zvolené metodě ocenění, ale též by měla být provedena vždy. Není-li zvolena některá ze standardních výnosových metod ocenění, není třeba zpracovávat kompletní finanční plán. Analýzu a prognózu generátorů hodnoty je nutné zpracovat, předpokládá-li se pokračování činnosti podniku a je nutné tím prokázat jeho perspektivu. Jsou-li dostupná data, je vždy správné provést rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Výjimku tvoří oceňování likvidační metodou, kdy jsou všechna aktiva považována za nepotřebná k dalšímu provozu. Dále je nutné při oceňování patřičně zdůvodnit zvolenou metodu nebo metody. Při použití více metod je na závěr provedeno souhrnné ocenění vycházející s použitých metod a zdůvodněné oceňovatelem (Mařík, 2011, s. 53-54).

Obrázek 1: Postup při oceňování podniku



Zdroj: KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. preprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, s. 26

2.1 Strategická analýza

Provedení strategické analýzy je důležitým předpokladem pro věrohodnost výsledného ocenění a klíčovou součástí oceňovacího procesu. Jejími výstupy by měly být informace o dlouhodobé perspektivě podniku, očekávaném vývoji podnikových tržeb a rizicích, která jsou s podnikem spojena (Mařík, 2011, s. 56-57).

Zatímco Sedláčková (2006, s. 9) oprávněně přikládá strategické analýze důležitost ve smyslu volby cílů a strategie podniku, Vochozka (2012, s. 128) zmiňuje, že využívání celého aparátu strategické analýzy není pro účely oceňování racionální z důvodu omezeného přístupu k informacím. Mařík pro účely oceňování zdůrazňuje její funkci při vymezení strategické pozice a celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku. Tento potenciál se skládá ze dvou složek – potenciálu vnějšího a vnitřního. Vnější potenciál je možné souhrnně označit jako šance a rizika vycházející z podnikatelského prostředí, v němž se oceňovaný podnik pohybuje. Vnitřní potenciál podniku je schopnost tyto šance využít nebo rizikům přicházejícím z vnějšího prostředí čelit. Výstupem analýzy vnitřního potenciálu jsou pak silné a slabé stránky podniku, analýza konkurence a konkurenční výhoda podniku (Mařík, 2011, s. 56).

2.1.1 Analýza vnějšího potenciálu

Předmětem analýzy vnějšího potenciálu jsou faktory působící v makrookolí podniku. Podnik tyto faktory ovlivňovat nemůže, naopak jeho strategické postavení jimi ovlivňováno je (Sedláčková, 2006, s. 13).

Pro účely analýzy vnějšího potenciálu je nutné pracovat s údaji o relevantním trhu, na němž se nachází produkty oceňovaného podniku. Relevantní trh by měl být jednoznačně vymezen z hlediska produktů, geografického, zákazníků a konkurence. Zároveň je nutné, aby definovaný relevantní trh měl dohledatelná základní data, která umožní posouzení jeho atraktivity a následné zpracování prognózy jeho dalšího vývoje. Mezi základní data se řadí odhad velikosti trhu na základě velikosti poptávky, vývoj trhu v čase a jeho případná segmentace (Mařík, 2011, s. 59).

Je-li vymezen relevantní trh s dostupnými základními daty, je dalším krokem jeho podrobnější kvalitativní hodnocení – analýza atraktivity. Ta přispívá k lepšímu rozpoznání šancí a rizik, které jsou spojeny s daným trhem. Ty se následně promítnou do prognózy vývoje trhu a tržního podílu oceňovaného podniku. Za hlavní kritéria pro hodnocení atraktivity trhu Mařík (2011, s. 63-64) považuje

- růst trhu, neboť poskytuje příležitost pro podnikový růst, zároveň však přináší i rizika,
- velikost trhu, kde se větší trh považuje za výhodnější,
- intenzitu přímé konkurence,
- průměrnou rentabilitu ovlivněnou možnostmi substituce a bariérami vstupu,
- citlivost trhu na fáze cyklu hospodářského vývoje,
- strukturu a charakter zákazníků.

Na analýzu atraktivity trhu následně navazuje prognóza jeho vývoje v budoucnu. Jedná se o analýzu faktorů působících na vývoj trhu, které je třeba volit v závislosti na konkrétní situaci. Obecně však lze jmenovat následující hlavní skupiny faktorů (Mařík, 2011, s. 68):

- národohospodářské faktory – HDP, spotřeba, celková průmyslová výroba atd.,

- obecné faktory poptávky zahrnující příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel a jejich věková struktura,
- specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů.

Je třeba mít na paměti, že je nezbytná alespoň určitá souvislost vývoje národohospodářských ukazatelů a ukazatelů spotřeby s vývojem daného trhu, aby prognóza mohla sloužit jako základ pro tržní ocenění. Ideálním postupem je zpracování zevrubné marketingové studie relevantního trhu, což však nemusí být z různých důvodů možné. Tuto studii lze do jisté míry nahradit využitím regresní analýzy faktorů, extrapolací časových řad dosavadního vývoje tržeb na trhu a případně i porovnáním se zahraničím. Výsledná prognóza by měla být podložena kombinací předchozích postupů, ale zároveň i posouzena, zdůvodněna a případně upravena odhadcem (Mařík, 2011, s. 69).

Pro potřeby analýzy makrookolí podniku je možné využít metodu PEST, pomocí které lze identifikovat faktory mající vliv na chod podniku v současnosti i do budoucna. Metoda v základu člení faktory makrookolí na politické, ekonomické, sociální a technologické.

Politické faktory vymezují základní pozici při podnikání. Řadí se mezi ně politický systém a jeho stabilita, vlastnické principy, rozpočtová politika nebo de/regulace. Mezi další faktory se řadí faktory legislativní (obchodní právo, daňové zákony, antimonopolní zákony aj.) a ekologické (odpady a recyklace, síla ekologických iniciativ, prosazování udržitelného rozvoje), které jsou někdy vzhledem ke své důležitosti vyčleňovány do samostatných skupin (metoda PESTLE/PESTEL) (Fotr, 2012, s. 305-307).

Ekonomické faktory jsou charakterizovány stavem ekonomiky a zahrnují makroekonomické údaje nezbytné pro strategické plánování, neboť bezprostředně ovlivňují plnění základních cílů podniku. Mezi základní faktory patří hospodářské cykly, vývoj HDP, míra inflace, měnové kurzy, úrokové sazby nebo míra nezaměstnanosti (Sedláčková, 2006, s. 17).

Sociální a demografické faktory zahrnují životní styl obyvatelstva, jeho postoje a strukturu ať věkovou nebo kvalifikační. Jejich neustálé změny jsou výsledkem úsilí jednotlivců uspokojovat své potřeby. Podnik, který takové potřeby včas identifikuje, může získat oproti konkurenci značný předstih v boji o zákazníky a v současné době též i v boji o kvalifikované zaměstnance.

Technologické faktory s sebou přinášejí jak příležitosti, tak hrozby spojené s technologickým rozvojem společnosti. Podnik musí aktivně inovovat technologie zapojené ve výrobě i technologickou úroveň vlastních produktů, jinak mu hrozí ztráta schopnosti konkurovat jejich cenou, užitnými vlastnostmi či jakostí. Hrozbou může být nástup nových substitutů, naopak příležitostí může být včasné rozpoznání budoucích technologických změn (Sedláčková, 2006, s. 18). Za jakost (nebo kvalitu) je označována míra

splnění souboru charakteristik vztažených k bezvadnosti, kvalitativním parametrům a stabilitě, které jsou od výrobku požadovány (Veber, 2009, s. 434).

2.1.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu má za úkol odhadnout vývoj tržních podílů podniku, který je oceňován, a navazuje na prognózu vývoje relevantního trhu. Samotná analýza konkurenční síly oceňovaného podniku lze rozčlenit do kroků, ve kterých se stanoví dosavadní tržní podíly, identifikují hlavní konkurenti, analyzuje vnitřní potenciál a hlavní faktory jeho konkurenční síly, a nakonec prognózuje jeho budoucí tržní podíly. Výstupem analýzy vnitřního potenciálu je identifikace silných a slabých stránek oceňovaného podniku, zda je schopen využít šancí a čelit hrozbám plynoucím z vnějšího prostředí (Mařík, 2011, s. 74).

Při zjišťování dosavadních tržních podílů může nastat situace, kdy nebude možné určit velikost trhu přímo z dostupných informačních pramenů. V takovém případě je nutné tento údaj alespoň odhadnout jako souhrn produkce hlavních konkurentů. Tržní podíl podniku je pak možné odhadnout jako podíl na součtu tržeb hlavních konkurentů.

Jedním z nástrojů pro analýzu konkurenčních sil je Porterův model pěti sil. Jeho hlavním účelem je vymezení a jasné pochopení sil, které se v prostředí podniku nacházejí, a následné určení jejich významu pro jeho budoucí vývoj. Úspěšný podnik umí na tyto síly reagovat a do jisté míry je ve svůj prospěch ovlivňovat, neboť se jedná o faktory působící v mikrookolí. Porterův model pracuje se silami: stávající a potenciální noví konkurenti, substituty, dodavatelé klíčových vstupů a kupující (Sedláčková, 2006, s. 47-48).

Obrázek 2: Porterův model pěti sil



Zdroj: fistro.cz

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza představuje formalizovanou metodu, s jejíž pomocí je možné získat obraz o finančním zdraví podniku. Podnik ji provádí především v rámci investičního nebo finančního rozhodování, ale má smysl ji důkladně provádět alespoň jednou ročně, neboť závažná rozhodnutí spjatá s budoucností činí podniky při své činnosti ve své podstatě neustále (Vochozka, 2011, s. 12). Při finanční analýze je hodnocena podniková minulost, současnost a odhadována budoucnost na základě zjištěných trendů, silných a slabých stránek hospodaření podniku. Pro potřeby oceňování se funkce finanční analýzy dají shrnout do dvou základních (Mařík, 2011, s. 96):

- Prověřit finanční zdraví podniku
- Vytvořit základ pro finanční plán

Uživateli, pro které je finanční analýza zpracována, není pouze vrcholové vedení společnosti a zjednodušeně je možné je dělit na uživatele externí a interní. Mezi externí uživatele se řadí stát a jeho orgány, investoři, banky a jiní věřitelé a obchodní partneři podniku. Mezi interní se poté řadí manažeři podniku, zaměstnanci nebo odboráři. (Vochozka, 2011, s. 13) Zároveň se dle subjektu, který analýzu provádí, liší její hlavní účel. Analýza iniciovaná zvenčí může být prováděna též pro účely zjištění kredibility firmy, investičního potenciálu, solventnosti a rizikovosti. Analýza prováděná z vnitřku zhodnocuje minulé výsledky a dává podklady potřebné pro budoucí expanzi (Blaha, 2006, s. 12)

Pro potřeby finanční analýzy je základním zdrojem informací účetní závěrka podniku obsahující účetní výkazy rozvahy, výkaz zisku a ztráty (též výsledovky) a výkaz peněžních toků (cash flow). Dále jsou v závěrce obsaženy informace o činnosti podniku, jeho produktech, vlastnících, struktuře, počtu zaměstnanců apod. Základní metody užívané při finanční analýze jsou dle Scholleové (2017, s. 164) členěny následovně:

1. Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů
2. Poměrová analýza – ukazatele
 - a. Rentability
 - b. Likvidity
 - c. Aktivity
 - d. Zadluženosti
 - e. Kapitálového trhu
 - f. Produktivity
3. Rozbor pracovního kapitálu
4. Souhrnné ukazatele finančního zdraví
5. Ukazatel EVA
6. Srovnání

V rámci analýzy základních účetních výkazů je též vhodné věnovat pozornost bilančním pravidlům, doporučením vztahujícím se k relaci mezi složkami aktiv a pasiv v rozvaze.

2.2.1 Bilanční pravidla

Bilanční pravidla formulují doporučení vztahující se k vzájemném vztahu určitých složek aktiv a pasiv a řadí se mezi absolutní ukazatele. V teoretické rovině by se měl podnik těmito doporučeními řídit, aby dosáhl dlouhodobé finanční rovnováhy a stability, stále se však jedná hlavně o doporučení, jejichž nedodržení nemusí mít nutně negativní následky na chod podniku.

Zlaté bilanční pravidlo je doporučení sladovat časový horizont majetku s časovým horizontem jeho zdrojů financování. Pravidlo říká, že dlouhodobé zdroje, tj. vlastní kapitál nebo dlouhodobý cizí kapitál, by měly být využity k financování dlouhodobého majetku a krátkodobé zdroje k financování krátkodobého majetku (Vochozka, 2011, s. 21). V praxi je obvyklé, že naprostá rovnost příslušných složek aktiv a pasiv nenastává ať z praktických nebo preferenčních důvodů. Na základě skutečných odchylek od rovnováhy je možné vyzorovat postoj zkoumaného podniku k riziku. Krátkodobá aktiva financovaná dlouhodobým kapitálem jsou spojena s vyššími náklady, ale nižším rizikem. Takový přístup je tedy konzervativní a je spojen především s menšími podniky s nižší vyjednávací silou. Naopak agresivní přístup volí podnik se silnou vyjednávací pozicí. Takový podnik přijímá vyšší riziko, které je však spojené s celkově nižšími náklady (Scholleová, 2017, s. 71).

Pravidlo vyrovnaní rizika říká, že cizích zdrojů by měl podnik mít maximálně stejně jako vlastních a zadluženost podniku by tak podle tohoto pravidla neměla přesáhnout 50 %. Tím se snižuje riziko věřitelů a efekt finanční páky (Vochozka, 2011, s. 21).

Pari pravidlo je zpřesněním zlatého bilančního pravidla. Říká, že podnik by měl nanejvýš užívat pouze tolik vlastního kapitálu, kolik je třeba k pokrytí financování dlouhodobého majetku a v ideálním případě méně. Tím se vytváří prostor pro využívání dlouhodobých cizích zdrojů. Vlastního kapitálu by tedy podnik měl mít méně než dlouhodobého majetku, v krajním případě stejně, nevyužívá-li podnik dlouhodobý dluh.

Růstové (poměrové) pravidlo doporučuje, že v zájmu udržení dlouhodobé finanční rovnováhy by tempo růstu investic nemělo přesahovat tempo růstu tržeb. Vzhledem k dlouhodobému charakteru investic by však k tomuto pravidlu mělo být přistupováno též spíše z dlouhodobého hlediska (Scholleová, 2017, s. 75-76).

2.2.2 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Pro finanční analýzu je výchozím bodem tzv. horizontální a vertikální analýza finančních výkazů, která se spolu s bilančními pravidly řadí mezi absolutní ukazatele. Horizontální (vodorovná) analýza kvantifikuje změny v účetních výkazech formou rozdílu (absolutní) nebo podílu (relativní). Ukazuje, jak a o kolik se příslušná položka v čase změnila, přičemž může být posuzována meziročně nebo za několik účetních období.

Vertikální analýza sleduje v rámci jednoho období jednotlivé položky finančních výkazů a jejich proporcionalitu vůči základní veličině. V rámci rozvahy zkoumá podíl jednotlivých složek majetku na sumě aktiv a podíl jednotlivých zdrojů financování na sumě pasiv, ve výsledovce pak slouží jako základní veličina tržby (Scholleová, 2017, s. 167). Takto zjištěná proporcionalita je následně srovnávána v čase, s plánem, jinými podniky, v odvětví nebo s doporučenými hodnotami (Vochozka, 2011, s. 19).

2.2.3 Poměrová analýza

Poměr je vztah jednoho čísla ke druhému. Formou poměrů je možné redukovat údaje o podniku na jednotnou bázi, která pak umožňuje porovnávat finanční informace o dané firmě oproti datům historickým nebo s daty o jiných firmách či celém odvětví. Poměrové ukazatele lze na základě jejich zaměření a využívaných údajů rozdělit na již výše uvedené skupiny: ukazatele rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti, kapitálového trhu a produktivity (Blaha, 2006, s. 52-54).

2.2.3.1 Ukazatele rentability

Obecným tvarem ukazatelů rentability je forma výnosu porovnaná s vloženým kapitálem. Ukazatele rentability tak měří, kolik Kč zisku přinesla 1 Kč zapojeného kapitálu. V závislosti na zvolených veličinách v čitateli a jmenovateli jsou pak výsledkem různé ukazatele (Kislingerová, 2005, s. 31).

Nejběžněji používaným ukazatelem je rentabilita aktiv (ROA), kde je EBIT, označující výsledek hospodaření před odečtením nákladů na cizí kapitál a zdaněním, porovnáván s celkovými aktivy bez ohledu na jejich původ.

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

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) udává efektivitu, s jakou je reprodukován vlastní kapitál vložený vlastníky podniku. Neboť sleduje již pouze vlastní kapitál, je i použitý výsledek hospodaření očištěn o zdanění a nákladové úroky, tj. čistý zisk.

$$ROE = \frac{EAT}{E}$$

Rentabilita tržeb (ROS) říká, kolik korun zisku připadá na korunu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb a zboží. Ukazatel tak vypovídá o efektivitě podniku (Scholleová, 2017, s. 177).

$$ROS = \frac{EBIT}{S}$$

2.2.3.2 Ukazatele likvidity

Likviditou lze obecně nazvat schopnost podniku krýt včas všechny své závazky přeměnou svých aktiv na peněžní prostředky. Řízení likvidity je určitým kompromisem, neboť při zvýšení likvidity se zároveň zvyšují prostředky vázané v kapitálu s malým nebo žádným výnosem, či dokonce v kapitálu, s jehož držením jsou spojeny náklady. To má negativní vliv na ukazatele rentability. Naopak nižší hodnoty likvidity mohou být

předzvěstí budoucích problémů při provozu podniku. V ukazateli likvidity jsou vždy zahrnuty krátkodobé závazky ve jmenovateli, v čitateli jsou pak oběžná aktiva, která jsou postupně redukována dle níže uvedených stupňů likvidity (Scholleová, 2017, s. 178).

Běžná likvidita (též *Current Ratio*) je podílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Udává, kolikrát je možné pokrýt pohledávky věřitelů při přeměně všech oběžných aktiv na peněžní prostředky. Obecně jsou doporučovány hodnoty tohoto ukazatele v rozmezí 1,6 – 2,5 a nikdy by neměly klesnout pod hodnotu 1.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA}{KZ}$$

Pohotová likvidita (též *Quick Asset Ratio*) v čitateli vynechává hodnotu zásob, které jsou z oběžných aktiv nejméně likvidní. Doporučená hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v intervalu 0,7 – 1,0. Jiní autoři, např. Scholleová (2017, s. 179) však uvádějí hodnoty mezi 1,0 – 1,5. Jak ale uvádějí samotní autoři, skutečná správná hodnota neexistuje a hodnoty doporučené se odvíjejí od strategie podniku.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}$$

Okamžitá likvidita (též *Cash Position Ratio*) je výsledkem poměru mezi výší krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků. Ukazatel hodnotí schopnost okamžitého zaplacení krátkodobých závazků, neboť již zahrnuje jenom nejlikvidnější součást oběžných aktiv. Doporučené hodnoty tohoto ukazatele se pohybují na úrovni 0,2 – 0,5 (Vochozka, 2011, s. 27).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{KZ}$$

2.2.3.3 Ukazatele aktivity

Skupina ukazatelů aktivity měří, jak úspěšně podnik využívá svých aktiv. Tyto ukazatele jsou silně závislé na specifikách odvětví, ve kterém podnik působí, je proto nezbytné hodnotit aktivitu podniku vždy ve vztahu k tomuto odvětví. Jedním ze členů ve vzorci je vždy toková veličina tržeb položená proti veličině stavové, to umožňuje měřit ukazatele aktivity ve dvou modech (Kislingerová, 2005, s. 33-34):

- rychlost obratu odráží počet obrátek za období,
- doba obratu vyjadřuje dobu jedné obrátky ve dnech.

Snahou podniku by mělo být minimalizovat doby obratu, resp. maximalizovat počet obrátek pro co nejefektivnější využívání podnikových aktiv.

Obrat aktiv je nejširším ukazatelem, který udává počet obrátek celkových aktiv za období. Výsledná hodnota by měla být minimálně na úrovni 1, tedy za období dojde k jedné obrátce všech aktiv (Scholleová, 2017, s. 180).

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{S}{A}$$

Obrat zásob udává, kolikrát za období projdou položky zásob procesem výroby od naskladnění až po prodej. Porovnání s průměrem odvětví též dává informaci o celkovém

stavu materiálu. Nadprůměrné hodnoty značí efektivnější využívání zásob, které tím na sebe neváží tolik peněžních prostředků, kolik je v odvětví běžné (Vochozka, 2011, s. 25).

$$\text{Obrat zásob} = \frac{S}{\text{zásoby}}$$

Druhým modem je ukazatel doby obratu zásob, který vyjadřuje průměrnou dobu, za kterou se zásoba přemění na jinou formu oběžného majetku, tj. jsou spotřebovány, nebo na peněžní hotovost, resp. pohledávku (Scholleová, 2017, s. 180).

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{S} * 360$$

Doba splatnosti pohledávek obdobně vyjadřuje průměrnou časovou prodlevu mezi vydáním faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem uhrazení dlužné částky na účet. Po tuto časovou prodlevu poskytuje podnik svým odběratelům bezúročný obchodní úvěr, tento ukazatel tedy může odrážet sílu vyjednávací pozice podniku (Vochozka, 2011, s. 25).

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{S} * 360$$

Naproti předchozímu ukazateli stojí doba splatnosti krátkodobých závazků, která naopak říká, jakou dobu v průměru využívá podnik obchodních úvěrů poskytnutých jeho dodavateli (Scholleová, 2017, s. 181).

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{S} * 360$$

2.2.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti se zabývají vztahem vlastních a cizích zdrojů financování v podniku a jeho schopností hradit náklady s cizím kapitálem spojené. Informují, jak úspěšný je management podniku při získávání dodatečných zdrojů financování (Kislingerová, 2001, s. 73).

První ukazatel zadlužení vyjadřuje proporcii, v jaké je podnik financován z cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Již z bilančního pravidla vyrovnaní rizika známe doporučení, že cizí zdroje by měly být maximálně rovné vlastnímu kapitálu (Vochozka, 2011, s. 26).

$$\text{Zadluženost I.} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Druhý ukazatel zadlužení porovnává celkové cizí zdroje s celkovou hodnotou aktiv a vyjadřuje míru věřitelského rizika. Lze z něj tedy posoudit krytí cizích zdrojů majetkovou základnou (Kislingerová, 2001, s. 74).

$$\text{Zadluženost II.} = \frac{\text{Celkové cizí zdroje}}{\text{Aktiva}}$$

Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát by byl podnik schopen uhradit své závazky plynoucí ze zapojení cizího kapitálu po zohlednění všech nákladů spojených s produktivní činností podniku (Scholleová, 2017, s. 183).

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

2.2.3.5 Ukazatele kapitálového trhu

Podnik, který bude předmětem ocenění, není obchodován na burze. Tato skupina ukazatelů je proto uváděna pouze pro úplnost. Ukazatele pracují s informacemi obsaženými v účetní závěrce a s informacemi, jak na výkonnost podniku pohlíží kapitálové trhy. Jejimi hlavními uživateli jsou potenciální investoři a akcionáři (Kislingerová, 2001, s. 76-77).

2.2.3.6 Ukazatele produktivity

Poslední ze skupiny poměrových ukazatelů jsou ukazatele produktivity. Ty se zaměřují na analýzu výkonnosti podniku ve vztahu k jeho lidským zdrojům.

První ukazatel porovnává osobní náklady a přidanou hodnotu. Sleduje, kolik bylo na mzdách vyplaceno zaměstnancům na každou korunu hodnoty vytvořené činností podniku. Z hlediska hodnocení výkonnosti podniku tedy jsou příznivější nižší hodnoty tohoto ukazatele.

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

Druhým ukazatelem je produktivita práce z přidané hodnoty. Ta zkoumá vzniklou přidanou hodnotu v průměru připadající na jednoho zaměstnance podniku. V kombinaci s průměrnou mzdou zaměstnanců je možné hodnotit efekt z práce zaměstnanců plynoucí. Řízení směřující k zvýšení rozdílu mezi těmito ukazateli ve prospěch produktivity práce přinese vyšší výkonnost, je však nutné pamatovat na negativní vlivy, které takové počínání může mít na motivaci zaměstnanců (Scholleová, 2017, s. 185-186).

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

$$\text{Průměrná mzda na pracovníka} = \frac{\text{mzdové náklady}}{\text{počet pracovníků}}$$

2.2.4 Analýza čistého pracovního kapitálu

Za pracovní kapitál se v nejširším slova smyslu v podniku považuje všechny oběžný majetek. Je-li tato hodnota následně očištěna o krátkodobé závazky, je výsledkem přebytek oběžných aktiv krytý dlouhodobými zdroji majetku. Tento přebytek se nazývá čistý pracovní kapitál (NWC) (Kislingerová, 2005, s. 42).

$$NWC = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$$

Žádoucí pro podnik je řídit složky pracovního kapitálu tak, aby v něm bylo vázáno co nejméně finančních zdrojů, zároveň však jeho nedostatek nesmí ohrozit plynulost chodu podniku. Zároveň je při hodnocení a řízení pracovního kapitálu zohlednit odvětví, ve kterém podnik provozuje svoji činnost (Vochozka, 2012, s. 104-105). Pro stanovení optimální výše NWC je prvním krokem zjištění obrátového cyklu peněz (OCP), kde jsou využity hodnoty dob obrátu získané při analýze aktivity. Samotný OCP udává

dobu, která uběhne od nákupu materiálu až po jeho prodej a přijetí platby od odběratele.

$$OCP = \text{doba obratu zásob} + \text{doba obratu pohledávek} \\ - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

Celková výše potřebného NWC je pak OCP násobený průměrnými denními výdaji. Je patrné, že je-li podnik schopen rychle otáčet své zásoby materiálu, požaduje-li od svých odběratelů rychlou úhradu pohledávek nebo mu naopak dodavatelé poskytují dlouhé doby splatnosti, je výsledná hodnota potřebného NWC nižší.

$$\text{potřeba NWC} = OCP * \text{průměrné denní výdaje}$$

Ukazatel podílu NWC na aktivech je podílovým ukazatelem, na základě kterého je možné vyhodnotit, zda je podnik nevhodný při využívání kapitálu nebo naopak přijímá riziko. Doporučená hodnota pro výrobní podnik se pohybuje mezi 10-15 %.

$$\text{podíl NWC na aktivech} = \frac{NWC}{aktiva}$$

Jako kontrola správného řízení NWC funguje ukazatel podílu NWC na tržbách. V souvislosti s růstem výkonů firmy je zpravidla nutný i růst absolutních hodnot složek pracovního kapitálu. Neměl by však růst jeho celkový podíl na tržbách (Scholleová, 2017, s. 188).

$$\text{podíl NWC na tržbách} = \frac{NWC}{tržby}$$

2.2.5 Ukazatel EVA

Ukazatel EVA je vyčíslením tzv. ekonomického zisku, tedy zisku po zohlednění nejen nákladů na cizí kapitál, které jsou zaznamenány v účetnictví, ale i implicitních nákladů na kapitál vlastní. Firma, která dle účetnictví dosahuje kladného hospodářského výsledku tak ve skutečnosti nemusí tvořit hodnotu pro svého vlastníka. Úspěšný podnik by proto měl dosahovat kladné hodnoty tohoto ukazatele.

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

Členem NOPAT se rozumí provozní výsledek hospodaření po zdanění, C je investovaný kapitál a WACC vážené průměrné náklady na kapitál (Kislingerová, 2005, s. 39-41).

2.3 Finanční plán

Před samotnou tvorbou je nutné nejprve nutné vyčíslit hodnotu aktiv nezbytných pro provoz podniku. Tato aktiva jsou přímo spojená s hlavní činností podniku a jejich prostřednictvím je uvnitř podniku vytvářena hodnota. Naproti tomu aktiva neprovozní s provozem nesouvisí, negenerují žádné, nebo jen malé příjmy, rizika s nimi spjatá jsou odlišná od rizik provozu podniku. Taková aktiva by měla být oceňována samostatně (Vochozka, 2012, s. 137-138).

Finanční plán je soustava plánované podoby ročních účetních výkazů rozvaha, výsledovka a cash flow za plánovací horizont tří až pěti let, kterou je nezbytné sestavit, je-li

při oceňování použita některá z výnosových metod ocenění. Pro jeho sestavení je zpravidla využíváno více metod současně, kdy jsou kombinovány metody procenta tržeb, extrapolace časových řad a propočty z doplňujících údajů (Vochozka, 2012, s. 138).

Principem metody procenta tržeb je plánování výše hodnot určitých položek výkazů jako procentuální podíl na celkové výši očekávaného budoucího obratu podniku. Tuto metodu je vhodné použít zejména pro stanovení nákladových a výnosových položek a položek provozně nutného majetku. Pro položky na obratu podniku nezávislé se používá metoda extrapolace časových řad, kdy jsou hodnoty položek stanoveny na základě zjištěného trendu vývoje v minulosti. Je-li při analýze zjištěna fluktuace hodnot položek bez zjevného trendu, je možné vycházet s hodnotou průměrnou nebo za poslední období. Výše odpisů nebo nákladové úroky jsou položky přímo závislé na výši jiných rozvahových položek a ve finančním plánu je nutné stanovit pomocí zvláštních propočtů. Pro vyvážení hodnoty aktiv a pasiv v plánované budoucí rozvaze je nezbytné dopočítání peněžní zásoby podniku (Vochozka, 2012, s. 138-140).

Je-li finanční plán sestaven, měla by být následně provedena jeho orientační finanční analýza navazující na již provedenou analýzu finančního zdraví za minulé roky. Tato kontrola by měla potvrdit výsledky provedené finanční a strategické analýzy ohledně perspektiv podniku v budoucnosti a dále ovlivňuje volbu metody ocenění (Mařík, 2011, s. 156).

2.4 Stanovení diskontní míry

Nutnost stanovit diskontní míru vychází ze základního tvrzení o časové hodnotě peněz, která říká, že 1 Kč dnes má větší hodnotu než 1 Kč v budoucnosti. Jsou-li uvažovány budoucí peněžní toky, jejich hodnota je vždy vyjádřena jako hodnota budoucí. Pro její převedení na hodnotu současnou je třeba peněžní toky diskontovat (Kislingerová, 2001, s. 146-147).

V kontextu oceňování podniku hraje diskontní míra důležitou roli v případě oceňování modely diskontovaného cash flow a správnost stanovení a přiřazení diskontní míry z velké části ovlivňuje „správnost“ výsledku ocenění. Je důležité, aby diskontní míra odrážela rizika svázaná s příslušným budoucím výnosem, který diskontuje. Vztahuje-li se riziko pouze na vlastníka, jsou diskontní mírou náklady vlastního kapitálu (r_e). Je-li však riziko vztaženo na vlastníka i věřitele, jsou pro diskontování využity vážené průměrné náklady kapitálu (WACC) (Kislingerová, 2001, s. 174).

WACC jsou vyjádřením nákladnosti podnikem využívaného dlouhodobého zpoplatněného kapitálu. Zahrnují náklady na využívané cizí zdroje jako průměrnou úrokovou míru očištěnou o pozitivní efekty daňového štítu a zohledňují též riziko a náklady ušlé příležitosti spojené se zdroji vlastními (Kislingerová, 2001, s. 174-175).

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

Kde	r_d	úroková míra zpoplatněného cizího kapitálu,
	t	sazba daně z příjmu,
	D	zpoplatněný cizí kapitál,
	r_e	požadovaná procentní výnosnost vlastního kapitálu,
	E	vlastní kapitál,
	C	celkový zpoplatněný kapitál (Scholleová, 2017, s. 65-66).

Zatímco náklady na cizí kapitál lze vypočítat jako vážený průměr úrokových sazeb placených za zpoplatněný cizí kapitál, náklady vlastního kapitálu odráží výnosové očekávání investorů, které je ovlivněno možnostmi alternativního výnosu a rizikem. Pro určení výše sazby nákladů vlastního kapitálu je nejvíce uplatňován model CAPM užívaný pro oceňování kapitálových aktiv (Mařík, 2011, s. 215).

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

kde	r_e	požadovaná výnosnost vlastního kapitálu,
	r_f	bezriziková úroková míra,
	β	vyjádření rizikovosti podniku ve vztahu ke kapitálovému trhu,
	$r_m - r_f$	riziková premie (upraveno podle Mařík, 2011, s. 216).

3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V této kapitole budou nejprve vyjmenovány a následně popsány metody oceňování podniku. Samotná volba metody by měla být provedena až na základě provedené strategické a finanční analýzy, výsledná hodnota se však většinou opírá o více použitých metod a jejich následnou syntézu. Volba metody oceňování a její konkrétní náplň je též podřízena samotnému účelu ocenění. Seznam základních metod oceňování podniku je dle Maříka (2011, s. 36-37) následující.

- Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty
- Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
 - Ocenění na základě tržní kapitalizace
 - Ocenění na základě srovnatelných podniků
 - Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - Ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)
 - Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
 - Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
 - Substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - Likvidační hodnota
 - Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

3.1 Výnosové metody

První uvedená skupina metod vychází při oceňování z budoucích očekávaných užitků plynoucích vlastníků podniku ve formě výnosů. V závislosti, jaký konkrétní výnosový ukazatel je využíván, se poté zvolí příslušná metoda výnosového ocenění (Mařík, 2011, s. 163).

3.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

V oblasti anglosaských zemí patří modely diskontovaných peněžních toků k nejvíce využívaným. Jedním z důvodů je, že podstatou této metody ocenění je současná hodnota budoucích peněžních toků, do jisté míry tak odráží teoretickou definici hodnoty. Užívání těchto modelů je podmíněno zjednodušujícími předpoklady, že kapitálové trhy fungují efektivně, majetek podniku je financován pouze vlastním kapitálem a dluhem, podnik je zatížen pouze daní z příjmů a podnik trvale investuje do výše odpisů, tzv. going concern princip (Kislingerová, 2001, s. 157).

Pro vyjádření užítku plynoucího z činnosti podniku je v DCF metodě využito tzv. volných peněžních toků (FCF – free cash flow). Jedná se o takovou částku, která neohrozí předpokládaný vývoj podniku, bude-li mu odebrána. V závislosti, komu je peněžní tok určen, je rozlišován jednak tok pro vlastníky a věřitele, tzv. volný peněžní tok do firmy (FCFF – free cash flow to the firm), jednak tok pouze pro vlastníky, tzv. volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – free cash flow to the equity). V závislosti na podobě použitého modelu DCF se pak pracuje s příslušnou variantou FCF. Samotné peněžní toky jsou vyjádřeny následovně (Kislingerová, 2001, s. 160-166):

$$FCFF_t = EBIT_t \times (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t$$

kde	EBIT	zisk před úroky a zdaněním,
	t	sazba daně,
	ODP	odpisy,
	ΔWC	změna čistého pracovního kapitálu,
	INV	investice,
	SPL	splátky úvěrů.

3.1.1.1 Metoda DCF Entity

Primárním zaměřením této metody je stanovení hodnoty podniku jako celku. K tomu model využívá volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele FCFF a pro diskontování jsou použity vážené průměrné náklady kapitálu WACC (Vochozka, 2012, s. 142). Samotné ocenění je zpravidla prováděno tzv. dvoufázovou metodou. V první fázi oceňovatel pracuje s peněžními toky, které vyplývají ze zpracovaného finančního plánu a jsou diskontovány diskontní sazbou ke dni ocenění. Model stanovuje hodnotu podniku na základě hodnoty peněžních toků všech lež až do nekonečna, sestavení finančních plánů pro každé účetní období až do nekonečna je však v praxi nereálné, v rámci druhé fáze je tak uvažován pokračující stabilní růst toků g , na jehož základě je stanovena hodnota budoucích toků od konce první fáze až do nekonečna, tzv. pokračující hodnota, upravená na současnou hodnotu (Mařík, 2011, s. 178). Výše popsaný postup ocenění metodou DCF Entity je možné zapsat následovně (Kislingerová, 2001, s. 170):

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

kde	t	období 1. fáze,
	g_n	tempo růstu udržitelné do nekonečna,
	n	poslední období 1. fáze.

3.1.1.2 Metoda DCF Equity

Druhá metoda považuje za investovaný kapitál pouze kapitál vlastní, jedná se tak o pohled na podnik očima jeho vlastníků. Pro konstrukci modelu je proto využíváno druhé vyjádření peněžních toků, tj. toků do rukou vlastníků. Tomu je přizpůsobena i diskontní sazba, která je u tohoto modelu určena jako náklady na vlastní kapitál

(Vochozka, 2012, s. 142). Samotný postup ocenění se od výše popsaného modelu DCF Entity liší pouze v dosazených hodnotách, jeho vzorec je možné zapsat následovně (Kislingerová, 2001, s. 172):

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g_n} \times (1+r_e)^{-n}$$

3.1.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ocenění podniku je možné též provést na základě ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA. Postupu jeho výpočtu a interpretaci byla věnována podkapitola 2.2.5. Stejně jako v případě metod DCF, je i u metody EVA zpravidla využíváno dvoufázové metody ocenění. Výsledkem dvoufázové metody je však pouze vyčíslení tržní přidané hodnoty, což může být ve své podstatě označeno jako goodwill podniku. K této hodnotě musí být dodatečně přičtena hodnota operačních i neoperačních aktiv v hodnotě ke dni ocenění (Mařík, 2011, s. 296-297). Vzorec metody EVA je možné zapsat následovně (Pavelková, 2012, s. 223):

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

kde	H_n	hodnota vlastního kapitálu podniku,
	NOA_0	čistá operativní aktiva k datu ocenění,
	T	počet let plánovaných hodnot EVA,
	D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
	A_0	neoperativní aktiva k datu ocenění,
	$WACC$	vážené průměrné náklady na kapitál,
	g	průměrné roční tempo růstu EVA.

3.1.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Podstatou metody kapitalizovaných čistých výnosů je určení tzv. trvale dosažitelné úrovně zisku. Za trvale dosažitelnou úroveň zisku se považuje odnímatelný přebytek provozních výnosů, který může být bez vlivu na provozuschopnost podniku rozdělován jeho vlastníků. Jeho výše je určena na základě analýzy výsledků hospodaření dosažených v minulých obdobích jako predikce v budoucnosti. Svojí podstatou je tak velice podobná metodě DCF v podobě equity, která pro oceňování využívá peněžních toků (Vochozka, 2012, s. 153-154).

Při aplikaci metody kapitalizovaných čistých výnosů je možné hodnotu podniku určit dvěma způsoby. Analytická metoda ocenění je postavena na prognóze budoucích výsledků hospodaření, které jsou upraveny o vliv financování. Dvoufázový vzorec této metody je možné zapsat následovně (Mařík, 2011, s. 270):

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

kde	H_n	netto hodnota podniku,
	\check{V}_t	odhad odnímatelného přebytku v roce t,
	T	počet let plánovaných hodnot,
	TČV	trvalá velikost odnímatelného přebytku,
	i_k	kalkulovaná úroková míra.

Druhou variantou je použití metody paušální. Použití této metody může být vhodnější v případech, kdy je obtížné predikovat budoucnost podniku. Ocenění touto metodou je založeno na odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu jako váženého průměru upravených minulých výsledků hospodaření. Samotný vzorec ocenění je možné zapsat následovně (Mařík, 2011, s. 271-273)

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

Kde	TČV	trvale odnímatelný čistý výnos,
	i_k	kalkulovaná úroková míra.

3.2 Majetkové metody

Principem majetkových metod ocenění podniku je zjištění majetkové podstaty podniku formou individuálního ocenění všech položek majetku a následného odečtení individuálně oceněných položek závazků. Samotné ocenění majetku je řídit kritériem o budoucnosti podniku. Předpokládá-li se trvalá existence podniku, je majetek oceňován na principu reprodukčních cen. Není-li naopak předpokládána dlouhodobá existence, je stanovena likvidační hodnota majetku (Mařík, 2011, s. 321).

3.2.1 Účetní hodnota

Metoda účetní hodnoty je založena na principu historických cen a ocenění se odvíjí od informace, za jaká byla původní cena majetku. Tento způsob ocenění však může vést, zejména u majetku dlouhodobé povahy, ke značnému zkreslení. Výhodou metody je naopak velká průkaznost ocenění, neboť je prováděno dle zásad platných v účetnictví. Jako netto hodnota podniku je pak chápán vlastní kapitál podniku (Mařík, 2011, s. 324).

3.2.2 Substanční hodnota

Hodnota podniku stanovená použitím substanční metody říká, kolik by ke dni ocenění stálo znovu vybudovat oceňovaný podnik. Výsledná substanční hodnota může být buď brutto, která udává reprodukční ceny stejného či obdobného majetku snížené o opotřebení. Brutto hodnota tak udává cenu znovupořízení aktiv. Netto substanční hodnota je následně výsledkem při odečtení dluhů od hodnoty brutto (Mařík, 2011, s. 324-325).

Dalších podob substanční hodnota nabývá v závislosti, zda je oceňovatel schopen zahrnout do hodnoty i nehmotné položky jako know how, pověst, organizační kulturu a podobně. Substanční hodnota zohledněná i o nehmotný majetek podniku se označuje jako úplná, v opačném případě pak jako neúplná. V praxi je však možné hodnotu úplnou zjistit jen ve výjimečných případech (Mařík, 2011, s. 325).

3.2.3 Likvidační hodnota

Oceňování podniku likvidační metodou je prováděno zejména u podniků s omezenou životností nebo u podniků ztrátových. Touto formou je zároveň možné stanovit dolní hranici ocenění podniku jinou metodou. Likvidační hodnota pracuje s předpokladem, že majetek podniku bude rozprodán nebo jiným způsobem zlikvidován. V závislosti na podmínkách likvidace majetku se pak odvíjí i samotná likvidační hodnota. Probíhá-li likvidace během krátkého časového období, nebo působí-li na podnik vnější tlaky, může být likvidační hodnota podstatně nižší než v podmínkách příznivých (Mařík, 2011, s. 321-323).

3.3 Tržní metody

Základní myšlenkou tržních metod je, že je možné z informací dostupných na trhu zjistit běžnou cenu podobného statku. Tímto statkem je v rámci oceňování jiný podnik, který je svými vlastnostmi velmi podobný podniku oceňovanému. Aby se dalo o běžné ceně podobného statku hovořit, musí na trhu probíhat značné množství transakcí tohoto statku a rozptyl jeho vlastností od oceňovaného podniku musí být jen omezený (Mařík, 2011, s. 303)

3.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Přímé ocenění z dat kapitálového trhu je možný způsob ocenění akciových společností, jejichž akcie jsou volně obchodované na burze cenných papírů. Vynásobí-li se snadno dostupný údaj o tržní ceně akcie s celkovým počtem emitovaných akcií, je výsledkem tzv. tržní kapitalizace. Pro potřeby oceňování je zpravidla zvolena průměrná cena akcie za určité období z důvodu volatility cen na kapitálových trzích. Samotná délka období je závislá již jen na oceňovateli. Zároveň je při oceňování nutné zohlednit, že při koupi jednotlivých akcií bývá jejich cena nižší než při koupi většího počtu. Rozdíl mezi tržní kapitalizací a skutečnou hodnotou podniku se pak nazývá prémie (Mařík, 2011, s. 303-304)

3.3.2 Metody tržního porovnání

Pro české prostředí není typické, aby byly akcie společností obchodovány na burze cenných papírů. Hodnotu oceňovaného podniku je poté možné stanovit porovnáním s podobným podnikem, jehož hodnotu známe nebo jsme schopni ji spolehlivě dohledat (Vochozka, 2012, s. 164). Metodu tržního porovnání lze uplatnit ve čtyřech rovinách.

Při metodě srovnatelných podniků je oceňovaný podnik srovnáván s podobnými podniky, které jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Tímto je známá tržní cena jejich obchodovaných akcií. Je nutné připomenout, že samotná tržní kapitalizace není vyjádřením tržní hodnoty podniku. Další rovinou je srovnání s podniky, které byly oceněny před vstupem na burzu. Ve třetí rovině jsou základem pro ocenění srovnatelné transakce podniků se známou cenou realizace transakce.


Poslední, čtvrtou, rovinou je metoda odvětvových multiplikátorů. Tento přístup se od zbylých rovin tržního porovnání liší ve zdroji použitých násobitelů, kterým jsou průměrné hodnoty celého odvětví, ve kterém se podnik nachází. Nutným předpokladem pro využití této metody je pochopitelně samotná existence těchto multiplikátorů (Mařík, 2011, s. 304-314).

PRAKTICKÁ ČÁST

4 OCEŇOVANÝ PODNIK

4.1 Základní informace o oceňovaném podniku

Následující informace o oceňované společnosti jsou platné ke dni 10. 04. 2018 (Veřejný rejstřík, 2018).

Název společnosti:	Decoleta, a. s.
Sídlo společnosti:	Hruškové Dvory 58, 586 01 Jihlava
Právní forma:	akciová společnost
Datum zápisu:	29. března 2007
Identifikační číslo:	277 25 103
Předmět podnikání:	obráběčství výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předmět činnosti:	pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor bez poskytování jiných než základních služeb
Základní kapitál:	10 000 000,- Kč (Splaceno: 100%)
Akcionáři:	NINIVE a. s., IČ: 281 95 451 Křemencova 182/15, Nové Město, 110 00 Praha 1
Počet zaměstnanců:	104 (k 30. 9. 2016)
Webové stránky:	www.decoleta.cz
Logo:	



4.2 Představení oceňovaného podniku

Společnost Decoleta vznikla 1. 4. 2007 [sic], kdy bylo, v dnes již neexistující společnosti TESLA Jihlava, a. s., postupné soustředění soustružnické výroby do divize přesného soustružení završeno jejím následným osamostatněním. Společnost tak navazuje na tradici soustružení dílců, která sahá až do roku 1971 (Decoleta, 2018).

Společnost se specializuje na výrobu přesných soustružených malých dílů z tyčového materiálu v průměru 0,5 až 20 mm s až 0,01 mm přesností, které jsou určeny primárně pro automobilový průmysl a dále elektroniku a regulační techniku. I když to ve specifikaci svých produktů neuvádí, dle informací na webových stránkách podnik dále disponuje stroji pro výrobu dílů až do průměru 32 mm (Decoleta, 2016). Dílce jsou vyráběny z nerezových ocelí, rozličných uhlíkových a slitinových ocelí, mědi, mosazi, bronzu a slitin hliníku. Společnost dále provádí povrchové úpravy obrobků jako jsou odmašťování nebo galvanické pokovování. Rozsah zakázek realizovaných v podniku se pohybuje od kusové výroby prototypů až po sériovou výrobu v řádech milionů kusů ročně (Decoleta, 2018).

Obrázek 3: Precizní soustružené díly



Zdroj: decoleta.cz

Pro výrobu jsou v podniku využívány výhradně moderní CNC automaty švýcarské a japonské výroby zajišťující jakost výrobků odpovídající vysokým požadavkům automobilového průmyslu. Společnost též získala certifikáty environmentálního managementu a managementu kvality ČSN EN ISO 14001:2005 a ČSN EN ISO 9001:2016. Vzhledem k zaměření produkce firma též postupuje dle normy ISO/TS 16949 specifikující požadavky managementu kvality pro výrobce dílů určených pro automobilový průmysl v rámci i nad rámec normy ISO 9001 (Decoleta, 2018, online).

V současnosti jediným akcionářem oceňovaného podniku vlastnícím všech 100 akcií o jmenovité hodnotě 100 000,- Kč je společnost NINIVE a.s. (IČ: 281 95 451), a to od 05. 12. 2016. Dle údajů uvedených v obchodním rejstříku v období od vzniku 29. 03. 2007 do 28. 12. 2007 byla jediným akcionářem TESLA Jihlava, a.s. (IČ: 463 47 518). V období mezi 28. 12. 2007 a 28. 07. 2009 nejsou v obchodním rejstříku údaje o vlastníkovu uvedeny. V období od 28. 07. 2009 do 24. 07. 2012 byla jediným akcionářem společnost KTA PRAHA a.s. (IČ: 250 83 490) a v období 24. 07. 2012 až 05. 12. 2016 společnost WELLYEN a.s. (IČ: 278 73 251) (Veřejný rejstřík, 2018, online).

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Kapitola strategické analýzy je zaměřena na identifikaci vnitřního a vnějšího potenciálu společnosti Decoleta při využití analýz PEST a pěti konkurenčních sil. Tato kapitola též obsahuje vymezení relevantního trhu podniku, jeho vývoj historický a přepokládaný, a to z hlediska celkové velikosti trhu a tržního podílu společnosti.

5.1 PEST analýza

Výstupem PEST analýzy jsou nalezené faktory hrozeb a příležitostí vycházejících z makroprostředí, které ovlivňují společností dosahované výsledky a mají tedy vliv i na její potenciál a hodnotu.

5.1.1 Politicko-legislativní prostředí

V prostředí České republiky je podnik podstatně ovlivňován daňovou politikou příslušných orgánů výkonné moci. Sazba daně z příjmů právnických osob příslušná pro oceňovaný podnik byla změněna naposledy v roce 2010 na současných 19 % ze základu daně. S ohledem na programové prohlášení současné vlády z ledna 2018, kde se vláda zavazuje udržovat stabilní a předvídatelné daňové prostředí, se zároveň jeví možnost jejího opětovného zvýšení jako nepravděpodobná. Ve stejném prohlášení je zároveň zmíněna možnost snížení odvodů sociálního pojištění placeného zaměstnavateli v případě příznivého vývoje státního rozpočtu a zadlužení, čímž může dojít ke snížení osobních nákladů podniku.

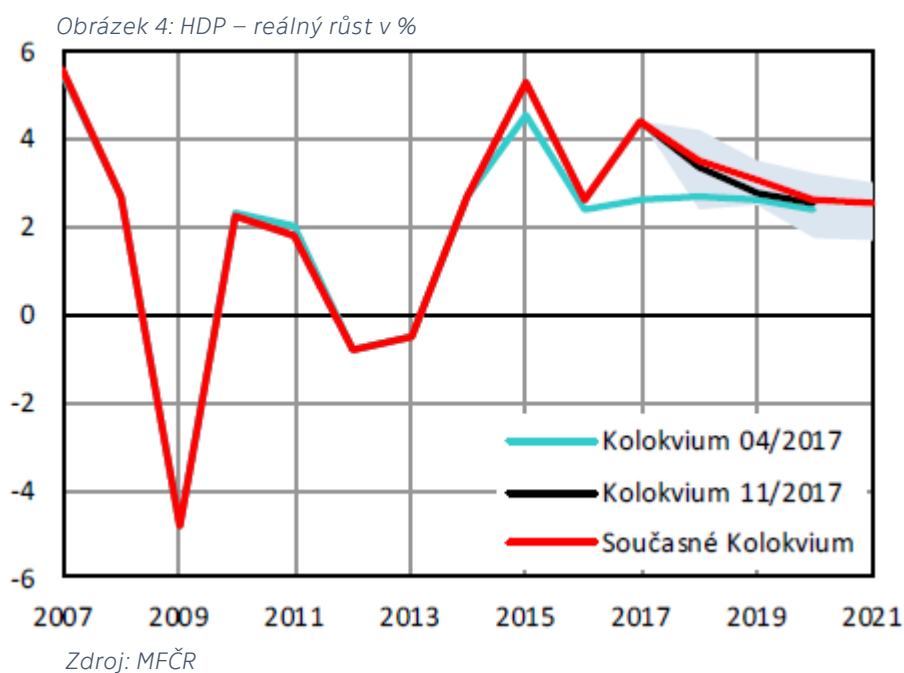
Podnik v rámci své environmentální politiky zavedl a používá systém environmentálního managementu a na základě vykonaného auditu splňuje požadavky normy ČSN EN ISO 14001:2005. Tím aktivně přistupuje k zavádění efektivnějších technologických procesů, řízení a recyklaci odpadů a ke školení zaměstnanců v oblasti environmentálního vědomí. Výrobky společnosti Decoleta míří především zákazníkům z automobilového průmyslu, z vnějšího pohledu však není zcela jasné, k jakému účelu součástky slouží. Nacházejí-li využití při montáži dieselových motorů, existuje ve světle událostí posledních pár let reálné riziko, že se snižující se poptávkou po automobilech s těmito motory utrpí i poptávka po produkci společnosti.

S rostoucím podílem tržeb plynoucích ze zahraničního obchodu může být výkonnost společnosti přímo ovlivněna politickou stabilitou zemí, do kterých vyváží. Těmi jsou dle dostupných údajů Německo, Rakousko a Švýcarsko (Kompass, 2018, online). Tedy země, které lze považovat za vysoce stabilní, se kterými se pojí minimální riziko pramenící z politické nestability a mezinárodních konfliktů. Nepřímé ohrožení může pramenit například skrze silně exportně orientovanou německou ekonomiku, kdy Decoleta jako dodavatel meziprojektu bude ovlivněna i politickou stabilitou zemí, do kterých vyváží její odběratelé.

5.1.2 Ekonomické prostředí

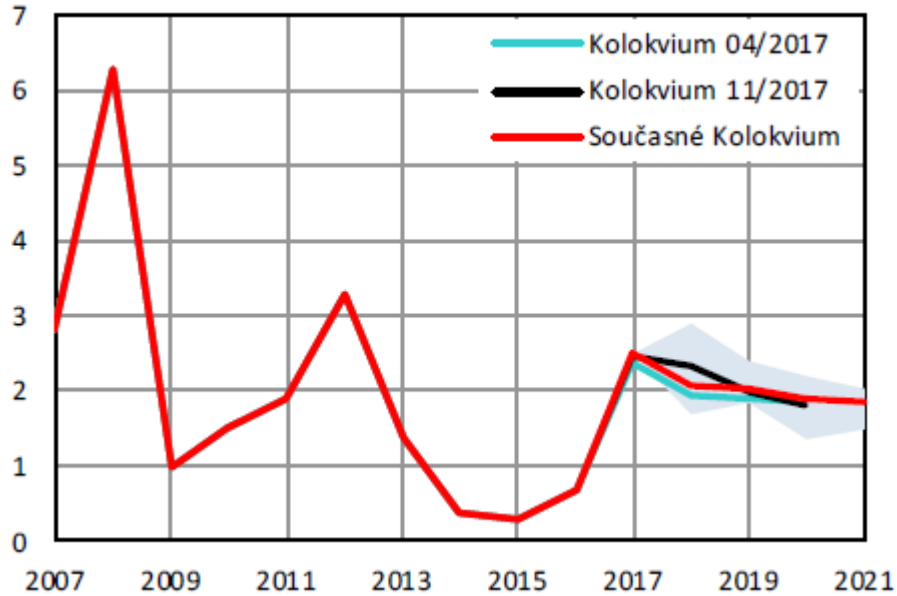
Mezi hlavní ukazatele ekonomického prostředí se řadí vývoj HDP, míra inflace, měnové kurzy, úrokové sazby nebo míra nezaměstnanosti. Následující makroekonomické údaje vycházejí z šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky.

Z obrázku č. 4 lze vyčíst vývoj reálného HDP České republiky v minulých letech, kdy po poklesu v letech 2012 a 2013 nastává období hospodářského růstu, jehož vrcholu bylo dosaženo v roce 2017. V letech následujících se očekává postupné utlumení růstu HDP z 3,6 % v roce 2018 až na hodnotu 2,4 % v roce 2021.



Dlouhodobým inflačním cílem české ekonomiky je držení inflace na hodnotě 2 %, s čímž počítá i predikce pro následující roky na obrázku č. 5. V minulých letech docházelo ke kolísání tohoto makroekonomického ukazatele nad i pod cílovou hodnotou. Stabilita vývoje budoucí míry inflace vychází z předpokladu plnění měnové politiky ze strany centrální banky při cílování inflace.

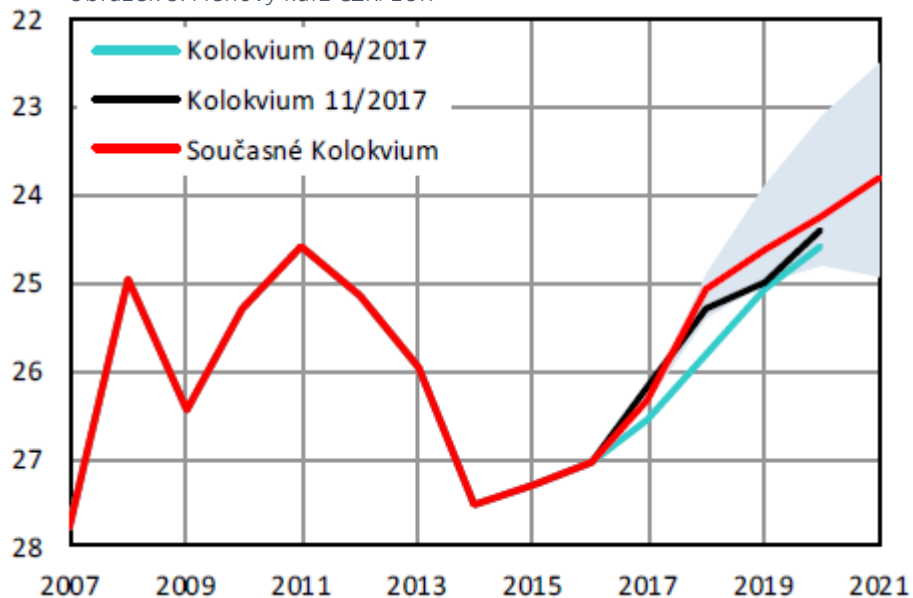
Obrázek 6: Průměrná míra inflace v %



Zdroj: MFČR

Ze zvyšujícím se podílem zahraničního obchodu na tržbách oceňovaného podniku roste i vliv vývoje měnového kurzu české měny vůči měnám zahraničním. Obrázek č. 6 zobrazuje očekávání, že koruna bude nadále v roce 2018 posilovat ze současných 25,5 CZK/EUR na 25,1 CZK/EUR a v následujících letech až na hodnotu 23,9 CZK/EUR. To může mít negativní dopad na tržby společnosti. Z dostupných informací lze však vyčíst, že podnik je vybaven stroji vyrobenými v zahraničí, na jejichž cenu může apreciacie domácí měny působit pozitivně. Nutno však dodat, že stroje nepochází ze zemí eurozóny a koruna nemusí vůči příslušným měnám v budoucnu posilovat.

Obrázek 5: Měnový kurz CZK/EUR

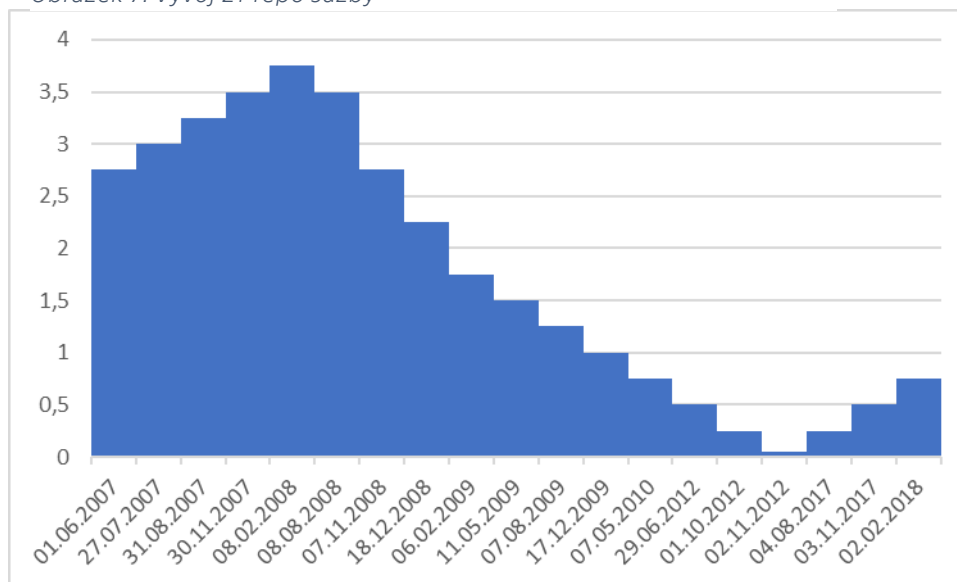


Zdroj: MFČR

Obrázek č. 7 zobrazuje vývoj 2T repo sazby vyhlášené centrální bankou za posledních jedenáct let. Postupným zvyšováním z minimální hodnoty 0,05 %, na které byla

sazba bezmála 5 let, nyní činí 0,75 %. Tím centrální banka reaguje na pnutí v české ekonomice a zvýšením repo sazby se snaží docílit snížení inflačních tlaků a celkového ochlazení ekonomiky. Oceňovaný podnik ke svému podnikání využívá bankovní úvěry, jejichž cena, tj. úroková míra, se bude v reakci na růst repo sazby zvyšovat taktéž. Tím může dojít ke zvýšení nákladovosti provozu společnosti z využívání zpoplatněných cizích zdrojů financování.

Obrázek 7: Vývoj 2T repo sazby

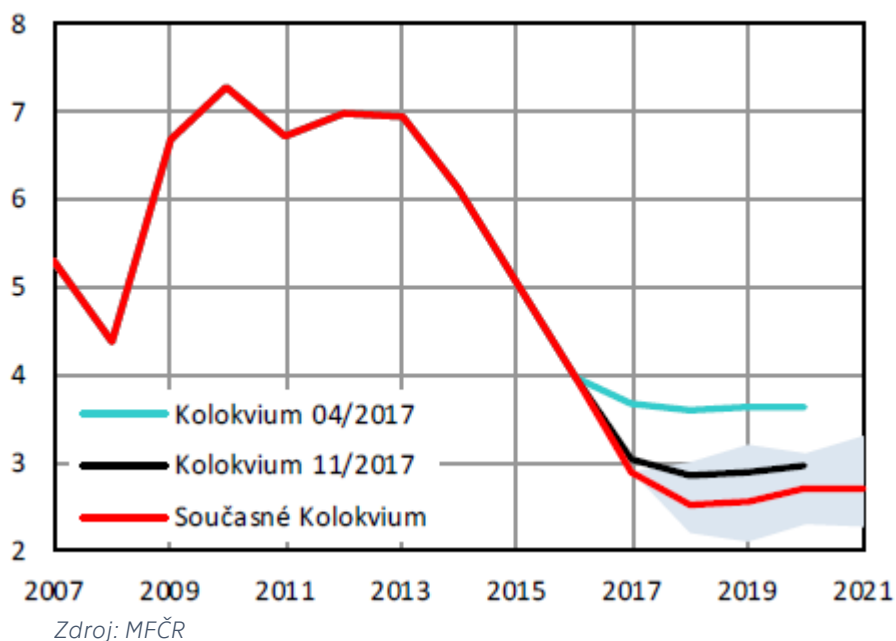


Zdroj: Vlastní zpracování dle údajů ČNB

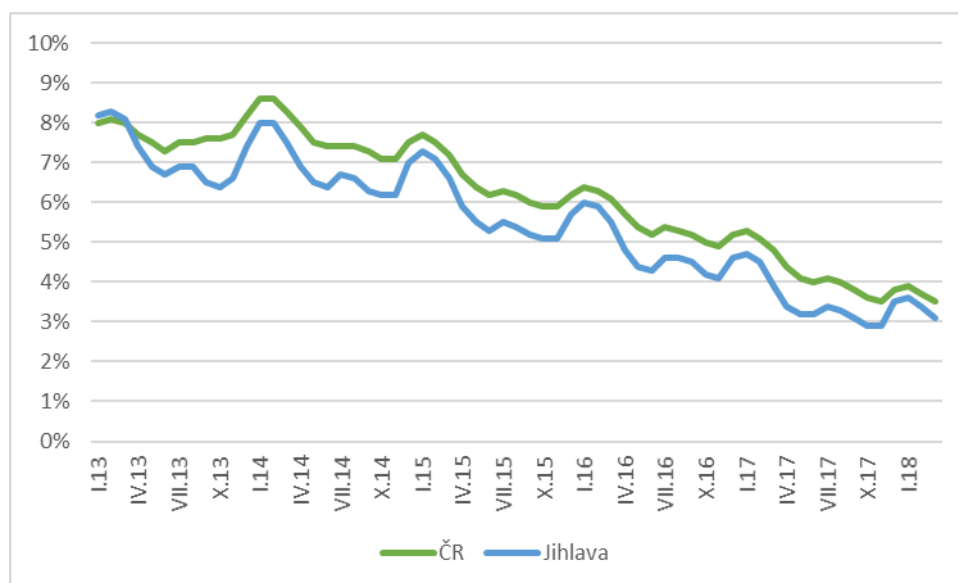
Situace na trhu práce je odrazem příznivého ekonomického vývoje České republiky v posledních letech, kdy docházelo k postupnému snižování obecné míry nezaměstnanosti až na hodnoty pod 3 %, což znázorňuje obrázek č. 8. V budoucích letech se nepředpokládá pokles nezaměstnanosti pod hranici 2,5 %, neboť je trh práce již téměř vyčerpán až na nezaměstnanost strukturální.

Dle údajů MPSV se v kraji Vysočina, kde společnost Decoleta provozuje svůj závod, podíl nezaměstnaných, tj. míra registrované nezaměstnanosti, k poslednímu dni roku 2017 pohyboval při hodnotě 3,8 % těsně nad republikovým průměrem 3,77 %. Z obrázku č. 10 je však patrné, že samotný okres Jihlava se dlouhodobě drží pod celorepublikovým průměrem. To může mít za následek vznik problémů při obsazování pracovních pozic dostatečně kvalifikovaným personálem. Zároveň může být podnik donucen k rychlejšímu zvyšování mezd obzvláště díky přítomnosti ekonomicky silných strojírenských podniků v blízkém okolí.

Obrázek 8: Obecná míra nezaměstnanosti dle VŠPS



Obrázek 9: Podíl nezaměstnaných osob v ČR a okrese Jihlava



Zdroj: Vlastní zpracování dle MPSV

5.1.3 Sociálně-kulturní prostředí

Výrobky společnosti Decoleta nejsou určeny ke přímé spotřebě obyvatelstva, neboť jsou meziproduktem především pro automobilový průmysl. Změny životního stylu obyvatelstva nebo jeho postoje tak mohou mít vliv na ekonomickou úspěšnost podniku především skrze jeho odběratele, kde vlivem změn v sociálně-kulturním prostředí může docházet i ke změnám poptávky.

Nejpodstatnější vlivy tohoto prostředí lze spatřovat především v získávání kvalifikovaných pracovníků. Podnik s ohledem na svoji produkci požaduje na řadě pracovních míst vzdělání ve strojírenských oborech, o které ale až donedávna klesal mezi studenty zájem (Kropáček, 2018, online), a to i vlivem demografického vývoje populace. V době silného ekonomického růstu se tak nedostávají zaměstnanci, kteří by tyto nároky na kvalifikaci splňovali, a to jak v tomto, tak napříč všemi odvětvími. Faktor nedostatku pracovní síly může být příčinou nesouladu mezi plánovanými hodnotami a skutečnými výkony firmy v situaci, kdy je ostatních výrobních faktorů dostatek. I z tohoto důvodu se podnik za pomoci financování z evropského sociálního fondu zapojil do projektu vzdělávání pracovníků, jehož cílem bylo mimo jiné posílit adaptabilitu a podpořit kariéerní růst zaměstnanců ve věkové skupině 50+.

Se sílícím povědomím a angažovaností potenciálních zaměstnanců a obyvatelstva obecně v otázkách sociální problematiky nebo ochrany životního prostředí je v zájmu podniku přebírat v této oblasti iniciativu a budovat uvnitř společnosti i vně sympatický obraz, s nímž se zaměstnanci stávající i budoucí mohou ztotožnit. Naopak zhoršení image společnosti například z důvodu nadměrného poškozování životního prostředí nebo horších pracovních podmínek může mít v době nedostatku pracovních sil negativní dopady na schopnost obsazovat volná pracovní místa. V rámci své environmentální politiky se podnik mimo jiné zavazuje rozvíjet spolupráci a komunikaci s místními úřady a komunitami, uplatňovat ekologická kritéria při výběru dodavatelů a v maximální míře nahrazovat užívané nebezpečné látky za látky bez nebezpečných vlastností.

5.1.4 Technologické prostředí

S ohledem na produkci společnosti, kterou tvoří výhradně kovové obrobky malých rozměrů, není pro podnik rizikem ztráta konkurenceschopnosti produktů z důvodu zaostávání z hlediska designu nebo užitečných vlastností za výrobky konkurenčními. Výzvu pro podnik však tvoří aplikace nejnovějších postupů a technologií při výrobě i mimo ni, které napomáhají zlepšování jakostních možností produkce, bezpečnosti a ochrany zdraví při práci nebo nákladové efektivity při snižování náročnosti na použité nástroje, čas, energii, materiál a odpady nebo potřebné lidské zdroje. Při zapojování nových technologií je nezbytné srovnávat nákladovost jejich implementace s jejich skutečnou přínosností z hlediska jakosti produkce. Je-li soubor charakteristik výrobku, který vyžaduje zákazník, splněn, jakákoliv další zlepšení jakosti produkce nemusí mít na výkony společnosti dostatečný nebo žádný vliv.

V době téměř vyčerpaného pracovního trhu, zvyšujících se mezd a nedostatečného množství kvalifikovaných pracovních sil je možným řešením případných problémů s obsazováním pracovních míst jejich automatizace. Právě u zavádění automatizovaných technologií (obecně průmysl 4.0) do výroby lze očekávat v blízké budoucnosti značné pokroky a tím i vznikající příležitosti ke zvyšování nákladové efektivity podniku, když například dle studie MPSV „Iniciativa práce 4.0“ z roku 2016 bude automatizací

v průběhu následujících 20 let nahrazeno 10 % pracovních míst a 35 % bude podstatně ovlivněno (MPSV, 2016, online).

5.2 Porterův model pěti sil

Smyslem tohoto modelu je provedení analýzy konkurenčního prostředí podniku a identifikace, předvídání a vyhodnocení významu vlivů působících na podnik, které jsou však podnikem do jisté míry ovlivnitelné. Pěti analyzovanými prvky, tj. silami, jsou stávající konkurence, potenciální nová konkurence, substituty, dodavatelé a odběratelé.

5.2.1 Stávající konkurence

Vlivem nízkých bariér vstupu je konkurenční prostředí na trhu specializovaného přesného obrábění dílů malých rozměrů charakteristické velkým množstvím malých subjektů, které se nacházejí po celé České republice, jak je naznačeno na obrázku č. 10. Z hlediska velikosti většina těchto konkurentů dosahuje obrátů, které jsou zlomkem obrátu oceňovaného podniku. Zároveň je u konkurentů běžné kombinování více druhů provozované činnosti a zapojených technologií, velmi úzká specializace společnosti Decoleta je spíše výjimkou. Mezi podniky s podstatnější konkurenční silou, které dosahují výkonů srovnatelných nebo vyšších než oceňovaný podnik, se řadí například společnosti:

- AB Komponenty s.r.o.
- Hronovský, s.r.o.
- KLEIN Automotive s.r.o.
- Mikrona holding s.r.o.
- Zamet, spol. s r.o.

Obrázek 10: Mapa konkurenčních firem



Zdroj: Vlastní zpracování

Vlivem vlastností vyráběných produktů, mezi které patří lehkost a snadná přeprava, není působnost podniku striktně omezená pouze na území České republiky nebo blízké okolí. Vlivem orientace tamějšího průmyslu pochází velké množství zahraničních konkurentů z Německa a Švýcarska, kam společnost Decoleta své produkty též vyváží.

Zároveň lze očekávat, že na trhu existují firmy, jež mají vnitřní strukturu podobnou struktuře bývalé Tesly Jihlava, tedy podniku, od kterého se společnost Decoleta při svém vzniku odloučila. Tyto podniky využívají vlastního strojního vybavení pro zabezpečení dodávek potřebných součástek pro svoji produkci. Tím společnost přichází o příležitost navázat obchodní vztahy s těmito firmami, i přes výhody vznikající při úzké specializaci.

5.2.2 Nová potenciální konkurence

Pro vstup nových konkurentů na trh existují bariéry tvořené především pořizovací cenou strojního vybavení a zřizovacími náklady při organizování nové výroby. Vzhledem k povaze výrobků, tj. především ocelové obrobky malých rozměrů, jsou i rozměry strojů zapojených do výroby velmi malé a nenáročné na prostory. Dle odhadu autora práce se cena strojního vybavení pohybuje v rozmezí 3 až 5 mil. Kč za jednotku a pro potenciálního konkurenta s dostupným kapitálem nemusí představovat velkou bariéru pro vstup na trh. Nové konkurenty může též přinést rozšiřování působnosti podniku z hlediska zeměpisného nebo při pronikání na trhy s rozdílnou specializací odběratelů. Novými konkurenty se mohou potenciálně stát již existující podniky vybavené odpovídajícími stroji, které se od oceňovaného podniku liší ve své úzké specializaci, užívaných materiálech nebo preferovaném odbytí.

Z hlediska atraktivity trhu se však podnik nachází spíše v počáteční fázi řetězce vedoucího od těžby a zpracování materiálu až ke konečnému výrobku a jedná se tak o podnikání v oblasti s malou přidanou hodnotou. To snižuje atraktivitu trhu zejména pro potenciální konkurenty bez již vybudovaného zázemí produkce.

5.2.3 Substituty

Pro průmyslové využití nová a dynamicky se rozvíjející forma výroby objektů různých velikostí je aditivní výroba neboli 3D tisk. Výroba založená na postupném vrstvení materiálu (kovy, plasty, směsi) a jeho spojování to vyžadovaného tvaru umožňuje vytvářet výrobky prakticky neomezených tvarů a složitosti, čehož klasické třískové obrábění není schopné bez ohledu na počet os, kterými může být výrobní zařízení vybaveno. V závislosti na zvolené metodě může též vznikat podstatně méně odpadů, než je tomu při třískovém obrábění. Své využití v dnešní době nachází především při ověřování aplikačního potenciálu nových produktů a vytváření prototypů (Columbus, 2017, online). Do budoucna lze však počítat s dalším rozvojem dostupnosti, rychlosti a

efektivnosti aditivní výroby, který by v kombinaci se zmiňovanými přednostmi mohl nahradit dosavadní metody výroby, na které je oceňovaný podnik vybaven a specializován.

5.2.4 Dodavatelé

Společnost Decoleta vyžaduje jako základní předpoklad navázání obchodních vztahů se možnými dodavateli splnění požadavků certifikace ISO 9001. Na základě již proběhlých dodávek společnost dále vytváří seznamy vhodných dodavatelů s ohledem na kritéria: termín dodání, kvalita výrobku, reklamace, certifikace systému jakosti, cenová úroveň, pružnost v plnění požadavků, úroveň dodacích dokumentů a označování dodávek, vzájemné vztahy a způsob jednání. Výčet těchto kritérií lze chápat jako projev silnější pozice společnosti ve vztahu k jejím dodavatelům a existující možnost výběru z více variant při poptávání materiálu pro výrobu. Zároveň není omezena při pořizování materiálu pouze na české prostředí, neboť část dodávané oceli pochází například ze Švýcarska (Lokvencová, 2012, s. 53-54, 93)

5.2.5 Odběratelé

Podstatnou část odběratelů společnosti tvoří subjekty podnikající v automobilovém průmyslu. Jedná se o odvětví, které je tradičně nositelem a průkopníkem moderních metod řízení spjatých s kvalitou, bezpečností a organizací práce. To s sebou bez ohledu na pozici v produktovém řetězci přináší nutnost splňovat přísné požadavky na kvalitu i u všech dodavatelů. Oceňovaný podnik se s nejvyšší pravděpodobností při jednání s odběrateli nachází v obdobné pozici, v jaké jsou jeho dodavatelé při jednání s ním. Dodávky určené automobilovému průmyslu mohou zároveň být jednou z příčin vyžadovaných certifikací ISO 9001 od dodavatelů.

5.3 Relevantní trh

Součástí této kapitoly je analýza atraktivity relevantního trhu a následný odhad budoucího vývoje, který je jedním z podkladů pro prognózování tržeb oceňovaného podniku. V nejširším pojetí je relevantním trhem společnosti zpracovatelský průmysl. S ohledem na úzkou specializaci produkce oceňovaného podniku je však vhodné zúžit oblast záběru natolik, aby v analyzovaných časových řadách nezanikala specifika vyplývající z vlastností spojených s aktivitami na tomto trhu. Z dat Českého statistického úřadu nebo Eurostat však není možné získat údaje odpovídající granularitě bez zahrnutí jiných odvětví ve stejné CZ-NACE skupině, tj. nejdetailejší dostupné rozčlenění údajů o odvětví je CZ-NACE 25.6, přičemž podnik se nachází ve skupině CZ-NACE 25.62 a i uvnitř skupiny je velmi úzce specializován. Jako základ pro další analýzu tak byly zvoleny údaje o konkurenčních firmách, které byly jmenovány v podkapitole 5.2.1.

5.3.1 Atraktivita trhu

Tabulka č. 2 je strukturovaným shrnutím jednotlivých aspektů spjatých s relevantním trhem a jejich bodového ohodnocení. Výsledné hodnocení lze popsat jako mírně nadprůměrné.

Tabulka 2: Atraktivita relevantního trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Skóre
		Negativní			Průměr	Pozitivní			
		0	1	2		3	4	5	
Růst trhu	3					x			12
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	2							x	12
Možnosti substituce	3						x		15
Citlivost na konjunkturu	2			x					4
Vlivy prostředí	1				x				3
Celkem	18								65
Celkové skóre	60%								

Zdroj: Vlastní zpracování dle MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011 s. 66

- Jedním z hlavních aspektů atraktivity trhu je jeho perspektiva s výhledem do budoucna. Relevantní trh oceňovaného podniku se v posledních letech rozvíjí zpravidla rychlejším tempem, než jakým roste HDP v b. c. české ekonomiky.
- Díky vlastnostem vyráběného produktu, tj. přesných obrobků malých rozměrů, není trh příliš omezován přepravními aspekty a má tím široké pole působnosti s možností vyvážit i na delší vzdálenosti než pouze do sousedních zemí.
- Z analýzy okolí podniku již vyplývá, že prostředí je silně konkurenční a chybějící prahy mezinárodního obchodu umožňují zapojení se do konkurenčního boje i subjektům zahraničním.
- Výrobky podniku jsou meziproduktem, který slouží jako materiál při kompletaci produktů, které jsou potenciálně dalším meziproduktem. Podniky se tak nachází uprostřed řetězce vedoucího k finálnímu výrobku a podléhají tím silnému tlaku odběratelů a sami mají výhodnější postavení ve vztahu k dodavatelům
- Potřebný kapitál pro pořízení strojního vybavení a zázemí je v porovnání s jinými odvětvími ve strojírenském průmyslu relativně malý.
- Možnosti substituce byly již okomentovány v podkapitole 5.2.3. 3D tisk se v budoucnosti může stát alternativou dosavadních technologií a úzce specializované stroje podniků tím pozbydou využití, v blízké budoucnosti však technologie 3D tisku ještě nebudou dosahovat dostatečné výkonnosti.

- Produkce podniku se na konci produktového řetězce dostává do automobilů nebo elektroniky, jejichž prodeje jsou silně závislé na kupním chování obyvatelstva, a tedy i na jejich tendencích šetřit nebo utrácet v závislosti na ekonomickém cyklu. Tyto vlivy prostupují celým výrobním řetězcem a projevují se i na úspěšnosti oceňovaného podniku.

5.3.2 Odhad vývoje trhu

Před odhadem vývoje relevantního trhu je nejprve nutné identifikovat faktory, které mohou vývoj relevantního trhu ovlivňovat. Mezi tyto faktory se řadí především národohospodářské ukazatele, jejichž vývoj a prognózy byly popsány v podkapitole 5.1.2. Dalšími vlivy může být růst spotřeby domácností. V následném kroku je zkoumána korelace vývoje těchto faktorů v porovnání s vývojem relevantního trhu. Z tabulky č. 3 je patrná silná pozitivní korelace 0,91 mezi vývojem nominálního HDP a velikostí definovaného relevantního trhu. Ostatní analyzované faktory vykazují korelace střední až nízké síly. Z faktorů ovlivňujících vývoj relevantního trhu je tak pro modelování budoucích hodnot vybrán faktor HDP, který bude při jednoduché regresní analýze použit jako regresor. Regresní analýza bude doplněna o analýzu časového trendu vývoje relevantního trhu.

Tabulka 3: Vývoj faktorů a relevantního trhu

	Rok	HDP b.c.		Míra inflace	Obecná míra nezaměstnanosti	Spotřební výdaje domácností	Relevantní trh (mil. Kč)
		mil. Kč	Tempo růstu				
Skutečnost	2007	3 840 117		2,8%	4,7%	5%	2 266
	2008	4 024 117	4,79%	6,3%	5,4%	3,60%	2 099
	2009	3 930 409	-2,33%	1,0%	7,8%	-0,20%	1 886
	2010	3 962 464	0,82%	1,5%	7,0%	1%	2 339
	2011	4 033 755	1,80%	1,9%	6,7%	0,20%	2 503
	2012	4 059 912	0,65%	3,3%	7,2%	-1,80%	2 529
	2013	4 098 128	0,94%	1,4%	6,7%	0,50%	2 646
	2014	4 313 789	5,26%	0,4%	5,9%	1,80%	3 037
	2015	4 595 783	6,54%	0,3%	4,4%	3,70%	3 144
	2016	4 773 240	3,86%	0,7%	3,5%	3,60%	3 330
	Korelace	0,91		-0,56	-0,63	0,26	1,00
Prognóza	2017	5 055 029	5,90%	2,5	3,5%	4,00%	
	2018	5 297 670	4,80%	2,10%	2,4%	4,30%	
	2019	5 509 577	4,00%	1,90%	2,3%	4,10%	
	2020	5 718 941	3,80%	1,80%	2,3%	2,90%	
	2021	5 970 575	4,40%	1,80%	2,3%	2,60%	
	2022	6 221 339	4,20%	1,80%	2,3%	2,60%	

Zdroj: Vlastní zpracování, minulé hodnoty HDP, obecná míra nezaměstnanosti, míra inflace dle ČSÚ, spotřební výdaje domácností, prognóza inflace, prognóza nezaměstnanosti dle MFČR, prognóza tempa růstu HDP v b.c. Deloitte; údaje pro rok 2022 odhadnuty autorem

Z výsledné regresní analýzy a časových řad byly zjištěny následující skutečnosti. Prognózování relevantního trhu prostým promítnutím lineární spojnice trendu do

budoucnosti vykazuje nejvyšší hodnotu spolehlivosti při hodnotě 0,86 a korelačního koeficientu 0,92. Při využití jednoduché regresní analýzy s HDP v běžných cenách jako regresorem byly v lineární funkci zjištěny hodnoty spolehlivosti 0,82 a korelační koeficient hodnot modelu a hodnot skutečných 0,91. Ve funkci logaritmické je výsledná hodnota spolehlivosti 0,83 při korelačním koeficientu též 0,91. Nejvyššího průměrného růstu prognózovaného relevantního trhu je dosaženo použitím lineární regresní funkce HDP, kdy trh roste v průměru přes 8 % ročně. Naopak nejnižší průměrný růst velikosti relevantního trhu je dosažen při využití spojnice trendu časové řady, kdy 4% průměrný růst dosahuje nižších hodnot než předpokládaný růst HDP ve stejném období. Jako základ prognózy vývoje relevantního trhu byl proto zvolen logaritmický regresní model s následujícími parametry, který se co do výše tempa růstu trhu nachází mezi oběma lineárními modely a zároveň převyšuje průměrný minulý růst jak trhu, tak HDP v běžných cenách. Výše popsané hodnoty jsou společně s prognózami trhu v letech 2017-2022 zobrazeny v tabulce č. 4

$$\text{Relevantní trh (mil. Kč)} = 6\,016,51 \times \ln(\text{HDP}) - 89\,110,66$$

Tabulka 4: Prognóza relevantního trhu

	Rok	Skutečné hodnoty		Teoretické hodnoty					
		Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu	HDP (lineární)	Tempo růstu	HDP (logaritmická)	Tempo růstu	Čas (lineární)	Tempo růstu
Skutečnost	2007	2 266		2 128		2 106		1 934	
	2008	2 099	-7,34%	2 384		2 387		2 077	
	2009	1 886	-10,17%	2 253		2 246		2 220	
	2010	2 339	24,04%	2 298		2 294		2 363	
	2011	2 503	7,02%	2 397		2 402		2 506	
	2012	2 529	1,01%	2 434		2 441		2 649	
	2013	2 646	4,63%	2 487		2 497		2 792	
	2014	3 037	14,78%	2 788		2 805		2 935	
	2015	3 144	3,51%	3 181		3 186		3 078	
	2016	3 330	5,93%	3 428		3 414		3 221	
Prognóza	2017			3 821	11,46%	3 759	10,11%	3 364	4,44%
	2018			4 159	8,85%	4 042	7,50%	3 507	4,25%
	2019			4 454	7,10%	4 278	5,84%	3 650	4,08%
	2020			4 746	6,55%	4 502	5,25%	3 793	3,92%
	2021			5 097	7,39%	4 761	5,75%	3 936	3,77%
	2022			5 446	6,86%	5 009	5,20%	4 079	3,63%
Průměrný růst			4,82%		8,03%		6,61%		4,01%
Korelační koeficient				0,91		0,91		0,92	
Koeficient determinace				0,82		0,83		0,86	

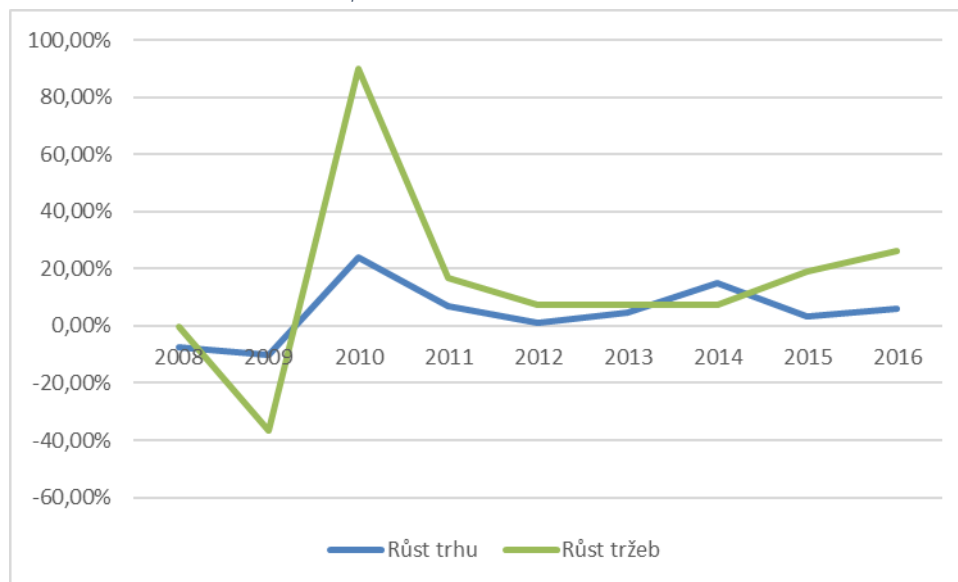
Zdroj: Vlastní zpracování, účetní závěrky podniků AB Komponenty, Hronovský, KLEIN Automotive, Mikrona holding, Zamet

5.3.3 Odhad vývoje tržního podílu

V porovnání se zaznamenaným vývojem trhu v minulých letech dosahuje společnost Decoleta ve stejném období vyššího růstu vlastních tržeb, čímž se v průběhu let zvyšoval její celkový podíl na trhu. Z důvodu změny účetního období v roce 2013 je tato časová řada na několik období přerušena a není tím možné zjistit dopady zpomalení české ekonomiky v těch to letech. Mezi lety 2011 a 2014 rostla společnost průměrně o

7,44 % ročně a 24 % celkově, zatímco trh v této době rostl o 1 %, 4,6 % a 14,78 %, celkově pak o 24 % procent ve stejném období. Na obrázku č. 11 je zobrazen vývoj tržeb podniku v porovnání s relevantním trhem. Na něm je patrný rozkolísaný vývoj prvních let samotné existence společnosti, kdy třetinový propad v roce 2009 v době hospodářské recese následuje téměř 90% růst.

Obrázek 11: Růst trhu a tržeb společnosti



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní závěrky

Tržní podíl se v prvních letech existence pohyboval v okolí hodnoty 4-5 %, v letech 2015 a 2016 ale dochází k upevňování pozice na trhu a růstu podílu o procentní bod ročně. Z porovnání výsledků let 2016 a 2007 vyplývá, že trh v tomto období rostl celkově o 47 % a společnost Decoleta o 162 %. Tabulka č. 5 obsahuje doposud popisované údaje.

Tabulka 5: Meziroční vývoj tržeb ve srovnání s relevantním trhem (tis. Kč)

Relevantní trh	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	2 265 630	2 099 247	1 885 814	2 339 256	2 503 432	2 528 776	2 645 772	3 036 825	3 143 516	3 329 989
Decoleta, a.s.	96 261	96 131	61 082	116 035	135 746		237 879	168 334	200 011	252 042
Růst trhu		-7,34%	-10,17%	24,04%	7,02%	1,01%	4,63%	14,78%	3,51%	5,93%
Růst tržeb		-0,14%	-36,46%	89,97%	16,99%	7,44%	7,44%	7,44%	18,82%	26,01%
Tržní podíl	4,25%	4,58%	3,24%	4,96%	5,42%			5,54%	6,36%	7,57%
Růst podílu		7,78%	-29,27%	53,14%	9,32%			2,23%	14,79%	18,96%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní závěrky

Z výše uvedených údajů a na základě provedené strategické analýzy se lze domnívat, že oceňovaný podnik bude i v budoucích letech dosahovat lepších výsledků a nadále upevňovat svoji pozici a podíl na relevantním trhu. Tržby podniku v období 2007-2016 rostl průměrně o 11,3 % ročně a pozitivní trend vývoje v době konjunktury ekonomiky lze očekávat i nadále. Zároveň však hlavní zdroj růstu posledních let pochází z pronikání na zahraniční trhy Švýcarska a Německa, s nimiž se pojí silné a vyspělé

konkurenční prostředí. To v kombinaci s posilováním koruny vůči euru povede ke zpomalení růstu pramenícího z exportu produkce společnosti. Roční tržby oceňovaného podniku tak dle odhadu autora nadále porostou v průměru o 8 % ročně, což je rychlejší vývoj, než jaký vyplývá ze zvoleného modelu prognózy relevantního trhu na období 2017-2022. Ve druhé fázi ocenění bude model počítat s růstem pokračující hodnoty na úrovni dlouhodobého růstu HDP, tj. 2,5 %. Vývoj tržeb a tržního podílu společnosti je zaznamenán v tabulce č. 6.

Tabulka 6: Prognóza tržeb a tržního podílu společnosti

	Rok	Relevantní trh		Decoleta		
		mil. Kč	Tempo růstu	Tržby (mil. Kč)	Tempo růstu	Tržní podíl
Skutečnost	2007	2 266		96,26		4,2%
	2008	2 099	-7,3%	96,13	-0,1%	4,6%
	2009	1 886	-10,2%	61,08	-36,5%	3,2%
	2010	2 339	24,0%	116,04	90,0%	5,0%
	2011	2 503	7,0%	135,75	17,0%	5,4%
	2012	2 529	1,0%		7,4%	
	2013	2 646	4,6%	237,88	7,4%	9,0%
	2014	3 037	14,8%	168,33	7,4%	5,5%
	2015	3 144	3,5%	200,01	18,8%	6,4%
	2016	3 330	5,9%	252,04	26,0%	7,6%
Prognóza	2017	3 759	12,9%	272,21	8,0%	7,2%
	2018	4 042	7,5%	293,98	8,0%	7,3%
	2019	4 278	5,8%	317,50	8,0%	7,4%
	2020	4 502	5,2%	342,90	8,0%	7,6%
	2021	4 761	5,8%	370,33	8,0%	7,8%
	2022	5 009	5,2%	399,96	8,0%	8,0%

Zdroj: Vlastní zpracování

5.4 Závěr strategické analýzy

Výsledné závěry zjištěné provedením strategické analýzy lze strukturovat do podoby tabulky silných a slabých stránek podniku, hrozeb a příležitostí plynoucích z prostředí – matice SWOT.

Silné stránky podniku celkově vypovídají o jeho dobré pozici v konkurenčním boji s ostatními společnostmi na relevantním trhu. Získáním certifikací ISO podnik splňuje základní požadavky mnoha potenciálních zákazníků, moderní strojní vybavení mu umožňuje produkovat výrobky s konkurenceschopnými technickými vlastnostmi, vzhledem k celé řadě kritérií při hodnocení dodavatelů panuje předpoklad, že má podnik vůči nim silné postavení, a tedy i lepší obchodní podmínky. Ve strategické analýze podniku byla zmíněno, že produkty svojí povahou umožňují snadnou přepravu i na

delší vzdálenosti a tím se snižuje vliv polohy výrobního závodu. Samotné umístění v blízkosti dopravní tepny dálnice D1 však lze vidět jako výhodné.

Tabulka 7: Matice SWOT

		Pozitivní	Negativní
		Silné stránky	Slabé stránky
Vnitřní	Certifikace ISO	Příležitosti Další pronikání na zahraniční trhy Hospodářský růst Automatizace	Postavení vůči odběratelům
	Moderní vybavení		Zadluženost
Postavení vůči dodavatelům	Střední velikost podniku		
Poloha závodu			
Růst podniku			
Vnější			Hrozby
			Vznik nové konkurence Nedostatek pracovních sil Vývoj substitutů Posilování české měny Vliv politické stability na odběratele

Zdroj: Vlastní zpracování

Jako slabé stránky podniku byly identifikovány předpoklad horšího postavení vůči svým odběratelům, kteří se nacházejí v řetězci blíže konečnému produktu, velká zadluženost podniku, která může mít vliv na ceny poskytnutých úvěrů z důvodu vyššího rizika věřitelů, a ač se společnost rychle rozvíjí, stále se jedná o podnik spíše střední velikosti, s čímž se pojí určitá míra nestability.

Příležitostí pro další rozvoj společnosti je pokračující pronikání na zahraniční trhy a tím postupující diverzifikace portfolia odběratelů. Pokračující hospodářský růst nejen české, ale i evropské ekonomiky celkově zajišťuje ekonomický rozvoj stávajících nebo potenciálních obchodních partnerů, kteří následně pro rozvíjení svých činností nakupují více od svých dodavatelů. Jako jedna z variant řešení možných problémů s nedostatkem pracovníků nebo jako způsob snižování nákladů spojených s výrobou může být zavádění automatizované výroby v blízké budoucnosti zdrojem konkurenční výhody.

Vlivem nízkých bariér vstupu do odvětví lze při jeho rozvoji očekávat, že na trh budou vstupovat noví konkurenti, kteří mohou mít přímý vliv na výsledky oceňovaného podniku. Při současné a předpovídané budoucí situaci na pracovním trhu může dojít k okamžiku, kdy i přes potenciál k rozvoji bude růst podniku přibrzděn nebo zcela zastaven z důvodu chybějícího lidského kapitálu. Vlivem vývoje technik výroby objektů pomocí 3D tisku může v budoucnosti nastat situace, kdy i přes moderní vybavení pro výrobu obráběním podnik nebude schopen produkovat výrobky splňující požadavky odběratele na jejich složitost. S pronikáním na zahraniční trhy souvisí jistá závislost ekonomické úspěšnosti podniku na kurzu domácí měny. U té se očekává postupné posilování vůči euru, což v konečném důsledku může snižovat atraktivitu a lukrativnost

vývozu produkce do zahraničí. Na výsledcích podnikání se může negativně podepsat politická nestabilita regionů, do kterých vyváží odběratelé podniku, i když odběratelé samotní jsou v zemích politicky stabilních.

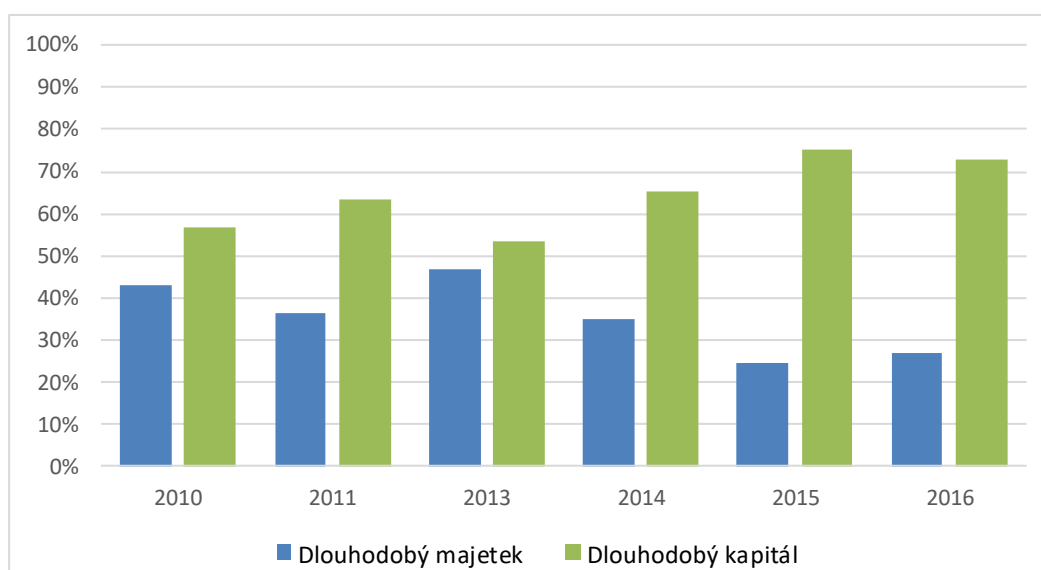
6 FINANČNÍ ANALÝZA

V kapitole finanční analýza bude posuzováno finanční zdraví oceňovaného podniku. Zjištěné problémy, hrozby nebo jiné skutečnosti zjištěné finanční analýzou budou následně zohledněny při tvorbě finančního plánu pro účely ocenění. Je nutné upozornit, že z rozhodnutí vedení společnosti došlo po roce 2011 ke změně účetního období tak, že hospodářský rok začíná vždy 1. října. Ve sbírce listin společnosti proto není zaznamenán samostatný rok 2012 a je pouze zahrnutý v účetní závěrce sestavené k 30. září 2013. Celková doba tohoto období je tedy 21 měsíců. Z tohoto důvodu nemusí mít některé údaje vycházející z tokových veličin přijatelnou vypovídající hodnotu bez dodatečných úprav.

6.1 Bilanční pravidla

Dle zlatého bilančního pravidla by měl být sladován časový horizont majetku a zdrojů financování. V takovém případě by se hodnoty zobrazené na obrázku č. 12 měly přibližně rovnat, což v případě analyzované firmy na první pohled není pravdou. Při bližší analýze účetních výkazů však vyplývá, že nezanedbatelnou položku celkových aktiv tvoří náklady příštích období (přesněji 20 % celkových aktiv v roce 2016), které jsou dle účetní závěrky zejména časovým rozlišením nákladů za pronájem výrobních zařízení a dále výrobní projekty, tyto položky jsou tak svojí podstatou dlouhodobého charakteru. Dále se na trendu snižující se hodnoty dlouhodobého majetku podepisuje využívání operativního leasingu společností. Najaté statky dlouhodobé povahy zůstávají ve vlastnictví prodávajícího a tím se jejich hodnota nepromítá do bilančního účtu rozvahy.

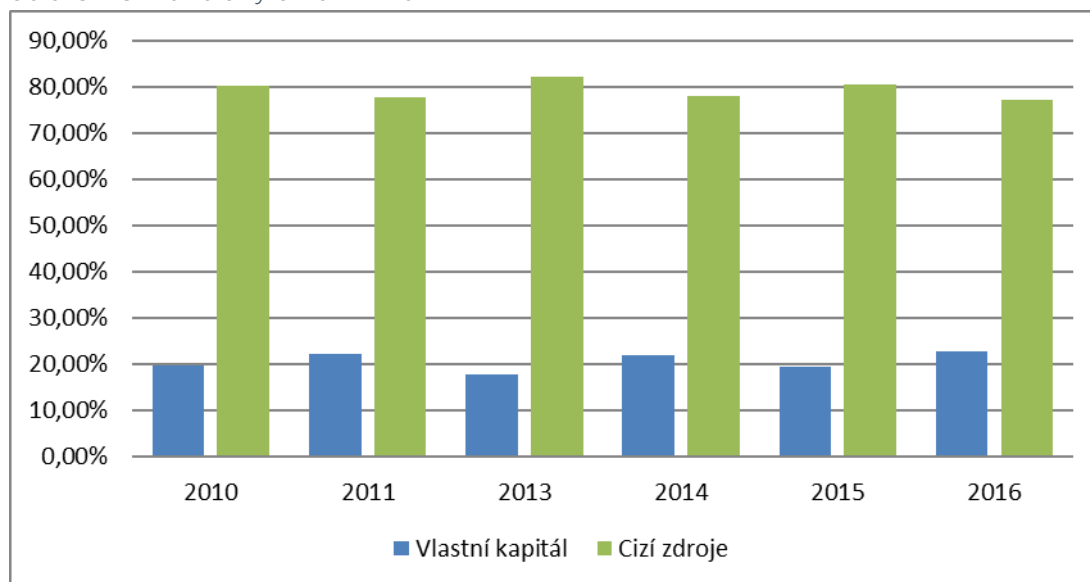
Obrázek 12: Zlaté pravidlo



Zdroj: Vlastní zpracování

Z hlediska pravidla vyrovnání rizika by měl podnik usilovat o rovnováhu zdrojů při financování majetku, kdy zadluženost podniku 50 % tvoří horní doporučenou hranici při využívání cizího kapitálu. V případě oceňovaného podniku je z obrázku č. 13 patrné, že doporučené hodnoty nebyly dosaženy v žádném ze zkoumaných období a hodnota vlastního kapitálu společnosti sahá do výše přibližně čtvrtiny hodnoty kapitálu cizího

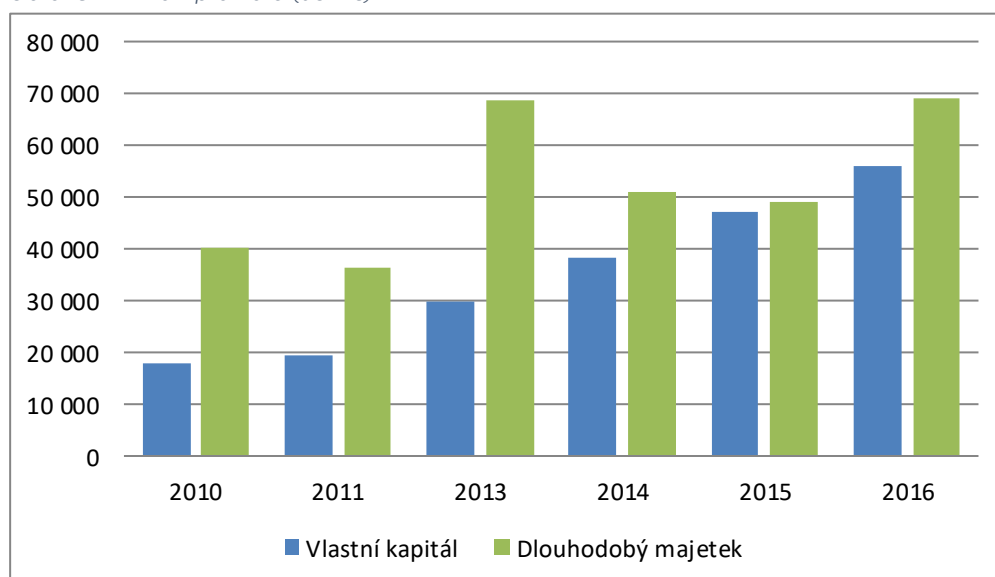
Obrázek 13: Pravidlo vyrovnání rizika



Zdroj: Vlastní zpracování

Pari pravidlo doporučuje, aby hodnota vlastních zdrojů nepřesahovala hodnotu dlouhodobého majetku ve firmě a vznikl tím prostor pro využívání dlouhodobých cizích zdrojů při zachování pravidla zlatého. Již na základě údajů zjištěných předchozími pravidly lze očekávat, že při velmi nízkém objemu zapojeného vlastního kapitálu bude podnik toto pravidlo pravděpodobně splňovat. To potvrzuje i obrázek č. 14, kdy v žádném ze zkoumaných období hodnota vlastních zdrojů nepřesahuje celkovou hodnotu dlouhodobého majetku společnosti.

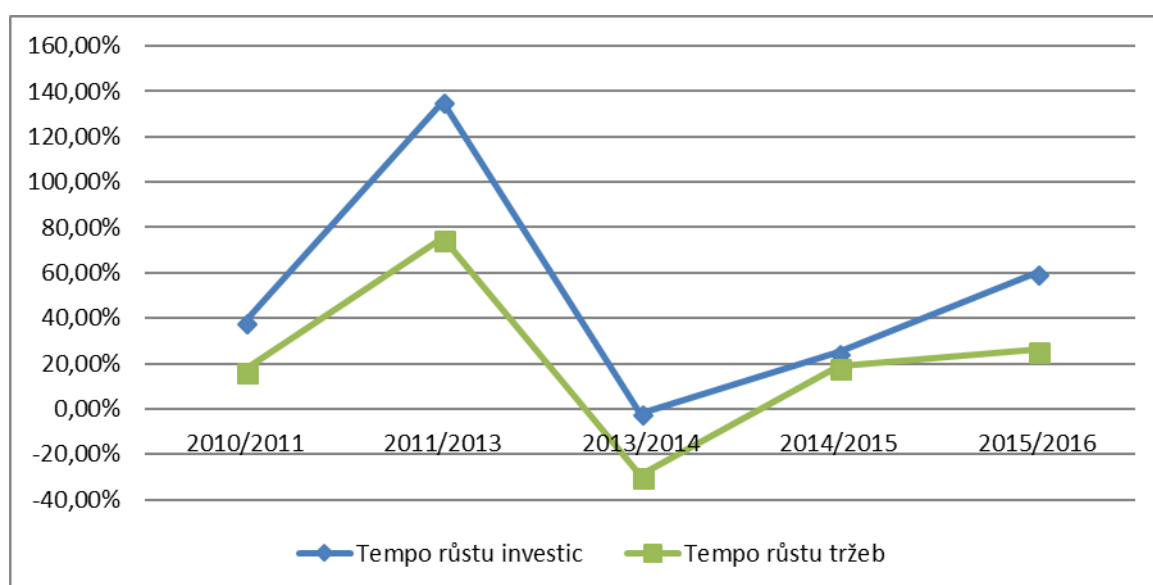
Obrázek 14: Pari pravidlo (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro potřeby analýzy posledního, růstového, pravidla je nutné využít údajů, které se nacházejí ve výkazu zisku a ztráty. Výstupy této analýzy jsou tak zkrácené změnou účetního období a nemusí poskytovat dobrý obraz o skutečné situaci. Zároveň je tímto narušena možnost vypořádání trendů vývoje tržeb a investic. Z hlediska srovnávání meziročního vývoje obou ukazatelů a bez spolehlivé dlouhodobé řady ukazatelů vyplývá, že společnost v současnosti doporučení růstového pravidla nedodržuje, jak znázorňuje obrázek č. 15, a to i bez zohlednění leasingových splátek spojených se statky dlouhodobé povahy. Lze očekávat, že se na tomto trendu podílí i relativně krátká doba existence společnosti a s tím spojené hledání stability při rozvoji.

Obrázek 15: Růstové pravidlo



Zdroj: Vlastní zpracování

6.2 Horizontální analýza

Horizontální analýza představuje meziroční porovnání změn hodnot agregovaných položek účetních výkazů v absolutním nebo relativním vyjádření. Nejprve bude provedena analýza aktiv a pasiv rozvahy a následně bude analyzován výkaz zisku a ztráty.

6.2.1 Rozvaha

Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv – absolutní změny

Horizontální analýza aktiv (tis. Kč)	Absolutní změna				
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16
AKTIVA CELKEM	995	75 635	6 578	66 795	3 353
Dlouhodobý majetek	-3 943	32 559	-17 958	-1 671	19 980
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	4 805	-1 553	-1 651	-1 441
Dlouhodobý hmotný majetek	-3 943	27 754	-16 405	-20	21 421
Oběžná aktiva	3 571	36 063	8 341	32 532	-3 822
Zásoby	7 453	3 327	18 870	17 818	-3 947
Dlouhodobé pohledávky	0	3 662	-3 662	0	0
Krátkodobé pohledávky	4 698	18 532	-83	12 355	8 362
Krátkodobý finanční majetek	-8 580	10 542	-6 784	2 359	-8 237
Časové rozlišení	1 367	7 013	16 195	35 934	-12 805

Zdroj: Vlastní zpracování

Celková suma aktiv se ve sledovaném období zvýšila o 165 %, tj. o více než 153 mil. Kč. Podnik tak byl co do majetku ke 30. 9. 2016 více jak dvaapůlkrát větší, než tomu bylo ke 31. 12. 2010. K absolutně i relativně největšímu růstu aktiv došlo během již zmiňovaného nestandardně dlouhého účetního období 2013, které trvalo 21 měsíců. Další znatelný meziroční růst nastal mezi roky 2014 a 2015. V prvním případě se na rostoucí hodnotě bilanční sumy stejnou měrou podílela oběžná aktiva i dlouhodobý majetek, ve druhém případě opět docházelo k růstu stavu oběžného majetku, majetek dlouhodobý však zaznamenal pokles, celkový růst bilanční sumy tak byl podpořen znatelným zvýšením položky časového rozlišení. V ostatních meziročních indexech tyto položky buď nezaznamenávají znatelný růst nebo v daném roce zároveň došlo ke snížení jiné agregované položky aktiv. V těchto letech tak suma aktiv roste pouze v jednotkách procent.

Celková hodnota dlouhodobého majetku za sledované období vzrostla o téměř 72 %, na čemž se podílel převážně dlouhodobý majetek hmotný. Opačný vývoj je však vidět u samostatných hmotných movitých věcí, jejichž celková hodnota naopak za sledované období o 70 % klesla z původních 39,2 mil. Kč v roce 2010 na 11,5 mil. Kč v roce 2016. To je důsledkem volby podniku využívat operativního leasingu při pořizování nového strojního vybavení výroby. Největší růst zaznamenal DHM v dlouhém období 2011/2013, kdy na rozvahové položky budov a pozemků přibyl majetek v celkové

hodnotě 16,4 mil. Kč, která se následně vlivem odpisů snížila na aktuálních 15,3 mil. Kč v roce 2016.

Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv – relativní změna

Horizontální analýza aktiv (tis. Kč)	Relativní změna					Celkový růst
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16	
AKTIVA CELKEM	1,1%	80,7%	3,9%	38,0%	1,4%	165,4%
Dlouhodobý majetek	-9,8%	89,6%	-26,1%	-3,3%	40,5%	71,9%
Dlouhodobý nehmotný majetek	x	x	-32,3%	-50,8%	-90,0%	x
Dlouhodobý hmotný majetek	-9,8%	76,4%	-25,6%	0,0%	44,9%	71,5%
Oběžná aktiva	7,0%	66,1%	9,2%	32,9%	-2,9%	150,5%
Zásoby	89,2%	21,0%	98,6%	46,9%	-7,1%	520,6%
Dlouhodobé pohledávky	x	x	-100,0%	x	x	x
Krátkodobé pohledávky	14,9%	51,2%	-0,2%	22,6%	12,5%	139,4%
Krátkodobý finanční majetek	-77,1%	413,9%	-51,8%	37,4%	-95,1%	-96,2%
Časové rozlišení	94,2%	248,9%	164,7%	138,1%	-20,7%	3287,7%

Zdroj: Vlastní zpracování

Na celkovém růstu hodnoty dlouhodobého majetku se dále podílel majetek nedokončený, jehož hodnota je při srovnání let 2010 a 2016 bezmála šestnáctinásobná, tj. zaokrouhlených 16 mil. Kč oproti původnímu 1 mil Kč. Meziroční růst stavu nedokončeného hmotného majetku 8,3 mil. Kč v období 2011/2013 a 11,5 mil. Kč v období 2015/2016 se též podílel na celkovém přírůstku dlouhodobého majetku v těchto obdobích. Největší absolutní i relativní růst nastal u položky poskytnutých záloh na DHM, které vzrostly z původních 50 tis. Kč na 24,7 mil. Kč, což je téměř pětisetnásobek původní hodnoty. Poskytnuté zálohy v absolutních číslech meziročně rostly nejvíce v posledních dvou letech, kdy nejprve vzrostly o 9,7 mil. Kč na konci období 2015 a následně o dalších 13,8 mil. Kč na konci období 2016. Tyto změny tak podstatným způsobem ovlivnily i celkový vývoj hodnoty dlouhodobého majetku. Vzhledem k povaze záloh lze však očekávat jejich budoucí přeměnu na jinou formu DHM.

Dlouhodobý majetek nehmotný ve vlastnictví firmy tvoří pouze software, který byl během sledovaného období pořízen a následně postupně odepisován bez dalších přírůstků až do stavu na konci období, kdy byl odepsán téměř z 97 %. Dlouhodobým finančním majetkem podnik během tohoto období nedisponoval.

Celková hodnota zapojených oběžných aktiv zaznamenala růst 150 % a z původních 51 mil. Kč vzrostla na 127,6 mil. Kč na konci období 2016, kdy meziročně o necelá 3 % klesla v porovnání s rokem 2015. Na vývoj stavu oběžných aktiv má podstatný vliv rozvahová položka zásoby dále složená z položek materiál, nedokončená výroba a výrobky. Podnik též platí svým dodavatelům zálohy na zásoby, změny v těchto hodnotách však nemají na celkový stav zásob znatelný vliv. Svého maxima dosáhl stav zásob v roce 2015 s celkovou hodnotou 55,8 mil. Kč, následující období tato hodnota klesla o 7,1 % (3,9 mil. Kč) na konečných 51,9 mil. Kč. Jednotlivé položky zásob meziročně

zpravidla rostly, materiál a výrobky na skladě meziročně vykazují rostoucí trend, zásoby nedokončené výroby mají vyšší variabilitu a snížení jejich stavu o 40 % (9,3 mil. Kč) je hlavním důvodem meziročního poklesu stavu zásob v posledním období.

S výjimkou meziročního srovnání 2013/2014, kdy zůstaly v přibližně stejné výši, dochází ke každoročnímu růstu krátkodobých pohledávek vždy v řádu desítek procent s nejvyšším meziročním zvýšením o více než 50 % mezi lety 2011 a 2013. Celkově krátkodobé pohledávky za sledované období rostly o 139 % z původních 31,1 mil. Kč na 75,3 mil. Kč. Na tomto vývoji mají největší podíl změny v hodnotě pohledávek z obchodních vztahů, které vzrostly celkově o 149 % z 22,9 mil. Kč na 57,1 mil. Kč s největší meziroční změnou mezi 2011/2013, kdy došlo k nárůstu bezmála 19 mil. Kč. Pohyb na této položce byl zároveň nejdůležitějším zdrojem již zmiňovaného růstu krátkodobých pohledávek v tomto období. Během sledovaného období zároveň dochází k vývoji, kdy podnik evidoval až 18,6 mil. Kč jako jiné pohledávky. Jejich výše se však v posledních třech letech nejprve snížila na 5,8 mil., následně na 2,8 mil. až na konečných 0,3 mil. Kč. Naproti tomu dochází ke zvyšování stavu poskytnutých krátkodobých záloh, kdy z částek v řádu tisíců v posledních třech meziročních poskytnuté zálohy vzrostly na 6,4 mil., následně o dalších 8,2 mil. a 3,3 mil. až na konečných 17,8 mil. Kč.

Poslední agregovanou složku oběžných aktiv tvoří krátkodobý finanční majetek, který je v případě oceňovaného podniku tvořen pouze peněžními prostředky. V průběhu let dochází při meziročním srovnávání k silné fluktuaci, kdy peněžní celkové peněžní prostředky meziročně klesají na zlomek předchozích hodnot a následně opět rostou někdy až o několiknásobek předchozí hodnoty. Při porovnání prvního a posledního období došlo k celkovému úbytku peněžních prostředků v absolutní hodnotě 10,7 mil., což značí více než 96% pokles. Podnik tak ke dni poslední účetní závěrky disponoval peněžními prostředky v hodnotě 427 tis. Kč.

K velkému růstu v průběhu sledovaného období docházelo účtu časového rozlišení, primárně nákladů příštího období. Ten dosáhl v roce 2015 hodnoty 62 mil., což byla hodnota vyšší než suma dlouhodobého majetku a téměř polovina majetku oběžného. V posledním období došlo k meziročnímu poklesu o 20 % na konečných 49,1 mil. Kč.

Vzhledem k vlastnostem stran rozvahy je nutné, aby došlo ke stejnému meziročnímu vývoji celkové sumy pasiv, jako tomu bylo na straně aktiv. Kapitál podniku pocházející z vlastních zdrojů zaznamenal za sledované období každoroční nárůst, kdy s výjimkou prvního srovnání dochází k nárůstu v řádu desítek procent. Tento je zcela tvořen z výsledků hospodaření podniku, které jsou v podniku v průběhu let zadržovány jako nerozdělené nebo přidělovány do fondů ze zisku. Na výstupy této části analýzy má též vliv změna účetního období, během kterého podnik dosáhl úměrně vyššího zisku, který se v již řádném období následujícím meziročně snížil. Jeho každoroční hodnota pak zůstala s malými odchylkami na podobné úrovni, která převyšovala 8,5 mil. Kč. I když v letech 2010/2011 a 2011/2013 docházelo k téměř totožnému růstu položky VH

minulých let v absolutních hodnotách, její počáteční stav byl v roce 2010 záporný. V následujícím období tak došlo jejímu několikanásobnému zvýšení při stejném přírůstku. Hodnota základního kapitálu a kapitálových fondů se v tomto období neměnila a celková hodnota vlastního kapitálu se zvýšila o 212 %, tj. 38 mil. Kč, což téměř odpovídá sumě výsledků hospodaření běžného období za stejný časový úsek.

Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv – absolutní změny

Horizontální analýza pasiv (tis. Kč)	Absolutní změna				
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16
PASIVA CELKEM	995	75 635	6 578	66 795	3 353
Vlastní kapitál	1 562	10 493	8 504	8 773	8 747
Fondy ze zisku	86	57	609	493	-21
VH minulých let	1 467	1 426	9 984	8 051	8 809
VH běžného období	9	9 010	-2 089	229	-41
Cizí zdroje	-4 711	70 412	-2 035	57 542	-5 756
Rezervy	1 900	2 600	-3 332	-91	96
Dlouhodobé závazky	0	600	16 271	44 140	39 769
Krátkodobé závazky	-15 654	16 176	8 287	4 257	1 002
Bankovní úvěry a výpomoci	9 043	51 036	-23 261	9 236	-46 623
Časové rozlišení	4 144	-5 270	109	480	362

Zdroj: Vlastní zpracování

K nejpodstatnějším změnám na účtech cizího kapitálu dochází u dlouhodobých závazků. Dle účetní závěrky roku 2010 podnik neevidoval v této skupině závazky žádné, na konci účetního období 2016 však hodnota dlouhodobých závazků dosahovala téměř 101 mil. Kč. Během období 2015 podnik poskytl jediný akcionář půjčku ve výši 60 mil. Kč, která zůstala ve stejné výši i na konci období 2016. Na tomto účtu se v účetní praxi též zaznamenává záporná bilance cash pooling. Podnik též v roce 2014 evidoval nárůst 16,1 mil. Kč na položce jiné závazky, která se následujícího roku o stejnou částku opět zmenšila. Stejná položka se pak v roce 2016 znovu navýšila o téměř 40 mil. Kč. Zdroj těchto dlouhodobých závazků není z účetních výkazů patrný, jednou z možných variant může být vklad tichého společníka.

Na účtu krátkodobých závazků docházelo z hlediska významnosti k podstatným změnám především v případě závazků z obchodních vztahů. V prvním období došlo k jejich poklesu o více než 60 % (13,5 mil. Kč), následuje však každoroční nárůst o 87 %, 73 %, 26 % zakončený mírným poklesem 1,5 %. Závazky z obchodních vztahů celkově vzrostly o 57 % z původních 22,4 mil. Kč na 35,3 mil. Kč. To lze odůvodnit rostoucím objemem produkce, a tedy i rostoucím objemem transakcí s dodavateli. Druhou položkou krátkodobých závazků s větším objemem meziročních změn byly daňové závazky a dotace. Na konci období 2013 vzrostla jejich hodnota o 8,5 mil. Kč a měla tím

znatelný vliv i na vývoj celkové hodnoty krátkodobých závazků. Následující období došlo k opětovnému snížení daňových závazků a dotací až na nynější hodnotu 1,9 mil. Kč.

Tabulka 11: Horizontální analýza pasiv – relativní změna

Horizontální analýza pasiv (tis. Kč)	Relativní změna					Celkový růst
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16	
PASIVA CELKEM	1,1%	80,7%	3,9%	38,0%	1,4%	1,654308
Vlastní kapitál	8,7%	53,8%	28,3%	22,8%	18,5%	2,12222
Fondy ze zisku	24,8%	13,2%	124,3%	44,9%	-1,3%	3,527378
VH minulých let	x	345,3%	542,9%	68,1%	44,3%	x
VH běžného období	0,5%	543,1%	-19,6%	2,7%	-0,5%	4,313939
Cizí zdroje	-6,5%	103,3%	-1,5%	42,1%	-3,0%	1,584464
Rezervy	x	136,8%	-74,0%	-7,8%	8,9%	x
Dlouhodobé závazky	x	x	2711,8%	261,6%	65,2%	x
Krátkodobé závazky	-56,3%	132,9%	29,2%	11,6%	2,5%	0,505516
Bankovní úvěry a výpomoci	20,1%	94,4%	-22,1%	11,3%	-51,2%	-0,01263
Časové rozlišení	218,9%	-87,3%	14,2%	54,8%	26,7%	-0,09245

Zdroj: Vlastní zpracování

Důležitou formu cizích zdrojů pro firmu představují krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci. Jejich výše je v průběhu let silně kolísavá. Svého maxima dosáhly bankovní úvěry v roce 2013, kdy, po růstu krátkodobých úvěrů o 42,6 mil. Kč a dlouhodobých úvěrů o 8,3 mil. Kč na hodnoty blízké 52,5 mil. Kč, dosáhla celková hodnota poskytnutých úvěrů 105 mil. Kč a došlo tím meziročně k téměř zdvojnásobení hodnot předchozího roku. Následující období se celkový objem prostředků poskytnutých bankovními institucemi snížil o 12,5 mil. Kč u dlouhodobých a 10,8 mil. Kč u krátkodobých. Z titulu formy krátkodobých úvěrů vyplývá, že podniku byly i nadále tyto úvěry poskytovány, pouze v menším objemu. V roce 2015 měl podnik ke dni uzávěrky úvěry v celkové výši 91 mil. Kč, tj. o 9,2 mil. Kč vyšší než předchozí rok, což bylo způsobeno především opětovným nárůstem objemu krátkodobých úvěrů. Ke dni účetní závěrky 2016 podnik evidoval bankovní úvěry a výpomoci v celkové výši 44,4 mil. Kč, došlo tak k meziročnímu snížení o více než polovinu, která opět pramenila především z menšího objemu čerpaných krátkodobých úvěrů a splácení úvěrů dlouhodobých. Celkově tak za celé období došlo k mírnému poklesu stavu bankovních úvěrů a výpomocí o 1,3 %, kdy se však tento stav nejdříve více než dvojnásobil a následně o přibližně stejný díl opět zmenšil.

Na účtu rezerv došlo ke tvorbě a následnému čerpání rezerv podle zvláštních právních předpisů. Zároveň podnik začal tvořit ostatní rezervy, jejichž konečná hodnota na konci období 2016 činila 1,2 mil. Kč.

6.2.2 Výkaz zisku a ztráty

Analyzovaná společnost je výrobním podnikem, nejdůležitějšími položkami výsledovky jsou tak pro ni výkony a výkonová spotřeba doplněné výsledkem hospodaření. Meziroční srovnávání je podstatně ovlivněno změnou účetního období, většina podstatných položek tak v příslušné roky nejprve dosahuje dramatických nárůstů a následně silných poklesů v roce následujícím.

Tabulka 12: Horizontální analýza VZZ – absolutní změna

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát (v tis. Kč)	Absolutní změna				
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16
Tržby za prodej zboží	0	0	0	603	886
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	603	884
Obchodní marže	0	0	0	0	2
Výkony	15 464	110 210	-66 812	35 973	30 353
Výkonová spotřeba	2 621	75 600	-38 045	28 664	28 992
Přidaná hodnota	12 843	34 610	-28 767	7 309	1 363
Osobní náklady	9 281	26 236	-23 589	4 954	3 724
Daně a poplatky	-10	34	-2	0	-1
Odpisy DHM a DNM	6 112	-2 732	23	-2 279	-4 880
Tržby z prodeje DM a materiálu	-9 657	6 820	-8 430	47 974	-40 769
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	-9 913	7 372	-6 515	48 696	-40 868
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	1 900	700	-5 712	2 800	407
Ostatní provozní výnosy	1 128	4 030	6 467	-9 778	-397
Ostatní provozní náklady	-3 488	2 878	7 070	-9 257	985
Provozní výsledek hospodaření	432	10 972	-2 005	591	830
Výnosové úroky	140	341	-465	-63	-15
Nákladové úroky	426	2 240	-1 622	-519	389
Ostatní finanční výnosy	108	667	281	-1 686	-907
Ostatní finanční náklady	-93	-118	897	-1 548	-1 326
Finanční výsledek hospodaření	-85	-1 114	541	318	15
VH za běžnou činnost před zdaněním	347	9 858	-1 464	909	845
Daň z příjmů za běžnou činnost	338	848	625	77	0
VH za účetní období	9	9 010	-2 089	832	845

Zdroj: Vlastní zpracování

Podnikem dosažené výkony se během analyzovaného období více než zdvojnásobily z původních 119 mil. Kč na 242,9 mil. Kč, což je hodnota téměř stejná jako tomu bylo v dlouhém období 2013. To svědčí o rychlém růstu analyzovaného podniku. Největšího meziročního růstu výkonů podnik dosáhl v roce 2015, kdy meziročně vzrostly tržby za prodané výrobky na trzích domácím, evropském i třetích zemí celkem o 31 mil. Kč. Zároveň v tomto roce podnik nejvíce zvětšil zásoby vlastní činnosti. V následujícím roce podnik dosáhl opětovného růstu na všech uváděných trzích celkem o 51,1 mil. Kč, kdy

podstatnou část tohoto růstu tvořily třetí země s téměř 38 mil. Kč a země evropské s 11,8 mil. Kč. Zároveň se podniku podařilo snížit stav zásob vlastní výroby. Druhou podstatnou položkou je výkonová spotřeba. V průběhu let kopíruje svým vývojem vývoj celkových výkonů podniku, meziročně však vždy roste o několik procent-

Tabulka 13: Horizontální analýza VZZ – relativní změna

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát (v tis. Kč)	Relativní změna					Celkový růst
	10/11	11/13	13/14	14/15	15/16	
Tržby za prodej zboží	x	x	x	x	146,9%	x
Náklady vynaložené na prodané zboží	x	x	x	x	146,6%	x
Obchodní marže	x	x	x	x	x	x
Výkony	13,0%	81,8%	-27,3%	20,2%	14,2%	1,050208
Výkonová spotřeba	3,4%	94,4%	-24,4%	24,4%	19,8%	1,263098
Přidaná hodnota	30,8%	63,4%	-32,2%	12,1%	2,0%	0,655297
Osobní náklady	39,6%	80,3%	-40,0%	14,0%	9,2%	0,880297
Daně a poplatky	-47,6%	309,1%	-4,4%	0,0%	-2,3%	1
Odpisy DHM a DNM	46,0%	-14,1%	0,1%	-13,7%	-33,9%	-0,2827
Tržby z prodeje DM a materiálu	-65,7%	135,3%	-71,1%	1399,1%	-79,3%	-0,2764
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	-80,6%	309,5%	-66,8%	1503,4%	-78,7%	-0,09988
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	x	36,8%	-219,7%	-90,0%	-130,4%	x
Ostatní provozní výnosy	84,2%	163,4%	99,5%	-75,4%	-12,5%	1,082898
Ostatní provozní náklady	-76,2%	263,6%	178,1%	-83,8%	55,2%	-0,39563
Provozní výsledek hospodaření	10,3%	237,2%	-12,9%	4,3%	5,9%	2,579876
Výnosové úroky	205,9%	163,9%	-84,7%	-75,0%	-71,4%	-0,91176
Nákladové úroky	30,2%	121,9%	-39,8%	-21,1%	20,1%	0,647309
Ostatní finanční výnosy	5,5%	32,3%	10,3%	-56,0%	-68,4%	-0,78579
Ostatní finanční náklady	-3,2%	-4,1%	32,7%	-42,6%	-63,5%	-0,74169
Finanční výsledek hospodaření	3,6%	46,0%	-15,3%	-10,6%	-0,6%	-0,13901
VH za běžnou činnost před zdaněním	18,7%	447,5%	-12,1%	8,6%	7,3%	5,654634
Daň z příjmů za běžnou činnost	164,1%	155,9%	44,9%	3,8%	0,0%	9,165049
VH za účetní období	0,5%	543,1%	-19,6%	9,7%	9,0%	5,216364

Zdroj: Vlastní zpracování

ních bodů více (resp. klesá o několik procentních bodů méně v příslušných letech), než je tomu u výkonů. Kde tak v průběhu let výkony rostly celkově o 100 %, nákladová spotřeba vzrostla o 126 %. Do výkonové spotřeby se promítá tendence podniku přistupovat k financování formou operativního leasingu.

Tento vývoj se podepisuje i na položce obchodní marže, která meziročně růstu dosahuje, ten je však pod úrovní relativního růstu výkonů a obzvláště výkonové spotřeby. To má za následek, že i přes rostoucí tržby podnik nedosahuje v celkovém důsledku lepších hospodářských výsledků. V případě provozních výsledků hospodaření dokonce dosáhl meziročně horších výsledků tři po sobě jdoucí období. Výsledek hospodaření za účetní období v posledním roce též mírně klesnul.

6.3 Vertikální analýza

Vertikální analýza představuje sestavení rozvahy jako podíl jednotlivých složek agregované podoby účetního výkazu na celkových aktivech, pasivech nebo výkonech.

6.3.1 Rozvaha

Tabulka 14: Vertikální analýza aktiv

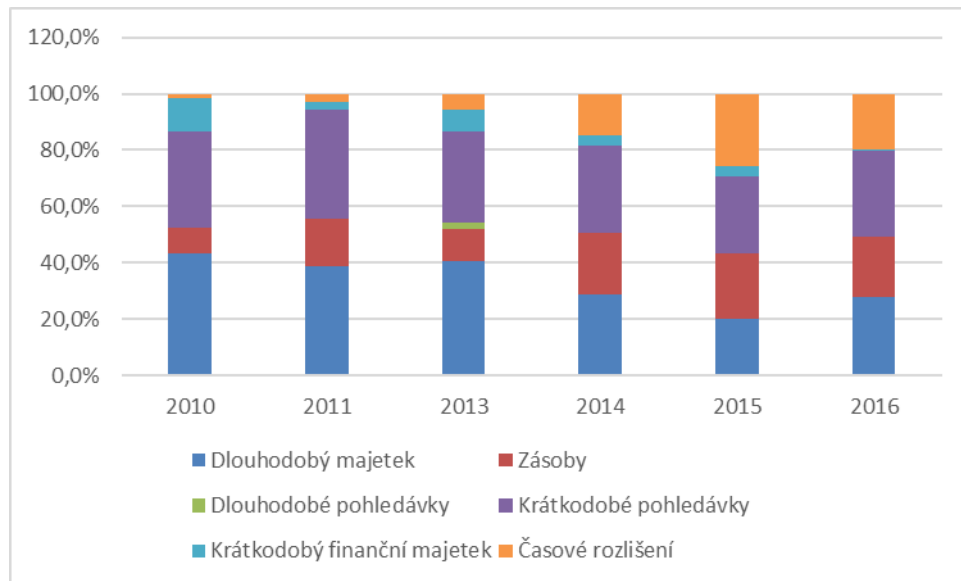
Vertikální analýza aktiv (tis. Kč)	2010	2011	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Dlouhodobý majetek	43,5%	38,8%	40,7%	29,0%	20,3%	28,1%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	2,8%	1,8%	0,7%	0,1%
Dlouhodobý hmotný majetek	43,5%	38,8%	37,9%	27,1%	19,6%	28,1%
Oběžná aktiva	55,0%	58,2%	53,5%	56,2%	54,2%	51,9%
Zásoby	9,0%	16,9%	11,3%	21,6%	23,0%	21,1%
Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Krátkodobé pohledávky	34,0%	38,6%	32,3%	31,1%	27,6%	30,6%
Krátkodobý finanční majetek	12,0%	2,7%	7,7%	3,6%	3,6%	0,2%
Časové rozlišení	1,6%	3,0%	5,8%	14,8%	25,5%	20,0%

Zdroj: Vlastní zpracování

Dominantní složkou majetku společnosti je po celé sledované období majetek oběžný, jehož podíl během tohoto období vždy přesahoval 50 % na celkových aktivech firmy. Určitou stabilitu vykazuje samotná struktura oběžných aktiv, kdy za poslední tři období zůstávají podíly zásob a krátkodobých pohledávek v přibližně stejné relativní výši vůči celkovým aktivům. Postupné snižování podílu oběžných aktiv na majetku firmy v posledních letech lze přisoudit postupnému snižování podílu krátkodobého finančního majetku.

Zásoby byly během období zpravidla tvořeny z největší části materiálem a většinou s podílem větším než 40 %, pouze v roce 2015 měl podnik na skladě ke dni účetní závěrky nedokončenou výrobu a polotovary ve větší hodnotě než materiál. Krátkodobé pohledávky tvořily po celé sledované období vždy nadpoloviční část celkové hodnoty oběžných aktiv. Krátkodobé pohledávky jsou následně tvořeny především pohledávkami z obchodních vztahů, které měly na krátkodobých pohledávkách v posledních třech letech více než 70% podíl. Zbylý podíl byl v těchto letech zpočátku tvořen krátkodobými zálohami a jinými pohledávkami, ke dni poslední účetní závěrky pak již převážně zálohami. Z počátečního více než 20% podílu na oběžných aktivech tvořil v roce 2016 krátkodobý finanční majetek méně než 1 %.

Obrázek 16: Struktura aktiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek v průběhu let tvoří neustále se zmenšující podíl na celkových aktivech společnosti. To je důsledkem rozhodnutí společnosti využívat leasingových forem financování dlouhodobého majetku. Podstatné zvýšení podílu nastalo pouze ke dni poslední účetní závěrky, kdy však podnik do svého dlouhodobého majetku zahrnoval poskytnuté zálohy a nedokončený dlouhodobý majetek v celkové výši 60 % hodnoty dlouhodobého majetku ve vlastnictví společnosti. Podíl samostatných movitých věcí a jejich souborů představoval původně více než 97 % dlouhodobého majetku firmy, ve všech po sobě jdoucích letech se tento podíl snižoval až na současných 17 %.

V průběhu let začalo časové rozlišení, primárně náklady příštích období, tvořit důležitou část majetku společnosti. Ke dni účetní závěrky 2015 byla více než čtvrtina majetku společnosti obsažena v nákladech příštích období, o rok později tento podíl klesnul na pětinu. Dle účetní závěrky jsou tyto náklady tvořeny primárně pronájemem výrobních zařízení a výrobními projekty, přesná struktura však není patrná.

Na rozdíl od aktiv, časové rozlišení pasiv nepatří mezi důležitou položku zdrojů financování společnosti, prvotní výsledky vertikální analýzy se tak s výjimkou roku 2011 téměř shodují s výslednými hodnotami druhého bilančního pravidla – vyrovnání rizika. Podíl financování cizími zdroji se ve společnosti v průběhu let pohybuje okolo 80 %, financováno zdroji vlastními je poté zbylých 20 %.

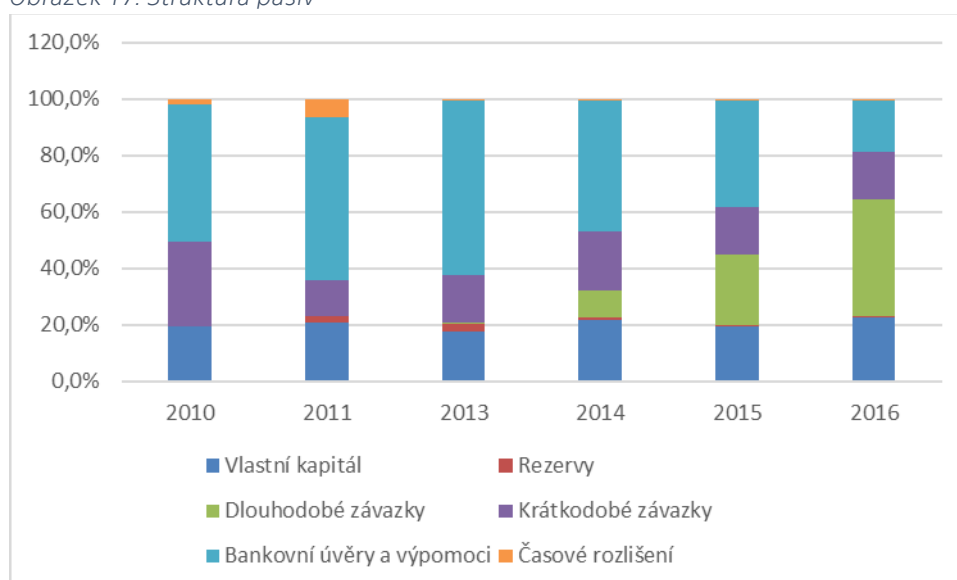
Tabulka 15: Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza pasiv (tis. Kč)	2010	2011	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	19,4%	20,8%	17,7%	21,9%	19,5%	22,8%
Základní kapitál	10,8%	10,7%	5,9%	5,7%	4,1%	4,1%
Kapitálové fondy	7,6%	7,5%	4,1%	4,0%	2,9%	2,8%
Fondy ze zisku	0,4%	0,5%	0,3%	0,6%	0,7%	0,6%
VH minulých let	-1,1%	0,4%	1,1%	6,7%	8,2%	11,7%
VH běžného období	1,8%	1,8%	6,3%	4,9%	3,6%	3,6%
Cizí zdroje	78,6%	72,7%	81,8%	77,6%	80,0%	76,5%
Rezervy	0,0%	2,0%	2,7%	0,7%	0,4%	0,5%
Dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	0,4%	9,6%	25,1%	41,0%
Krátkodobé závazky	30,0%	13,0%	16,7%	20,8%	16,8%	17,0%
Bankovní úvěry a výpomoci	48,6%	57,7%	62,1%	46,5%	37,5%	18,1%
Časové rozlišení	2,0%	6,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%

Zdroj: Vlastní zpracování

Složky vlastních zdrojů společnosti základní kapitál a kapitálové fondy zůstaly po celé sledované období neměnné a jejich podíl sumě pasiv i vlastním kapitálu se tak s postupným růstem firmy snižuje. Podíl fondů tvořených ze zisku zaznamenává v průběhu období růst, celkově však v žádném roce nepřekračuje 1 % celkové hodnoty pasiv. Vlivem kumulace výsledků hospodaření minulých období je udržována hladina financování vlastními zdroji na zmiňované 20% úrovni.

Obrázek 17: Struktura pasiv



Zdroj: Vlastní zpracování

Struktura cizích zdrojů prošla během sledovaného období mnoha změnami. Bankovní úvěry a výpomoci zpočátku tvořily hlavní formu financování podniku, kdy v roce 2013

byly zdrojem financování téměř dvou třetin veškerého majetku firmy. V následujících letech je patrný odklon od využívání bankovních půjček ve prospěch dlouhodobých závazků, kdy podniku jeho jediný akcionář poskytl půjčku a následně podnik ve svých účetních výkazech začal uvádět i položku jiných dlouhodobých závazků. Podíl krátkodobých závazků na celkových pasivech je z velké části ovlivněn změnami ve struktuře dlouhodobých závazků a bankovních úvěrů. Samotné krátkodobé závazky jsou ve všech obdobích z nadpoloviční většiny tvořeny závazky z obchodních vztahů, kdy s výjimkou roku 2013, kdy došlo k jednorázovému zvýšení a následnému snižování závazků vůči státu, je tento podíl vždy alespoň 70%.

6.3.2 Výkaz zisku a ztráty

Tabulka 16: Horizontální analýza VZZ

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát (v tis. Kč)	2010	2011	2013	2014	2015	2016
Tržby z provozu	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tržby za prodej zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%
Obchodní marže	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	99,7%	99,4%
Výkonová spotřeba	66,8%	59,0%	65,4%	69,9%	73,1%	69,5%
Přidaná hodnota	36,0%	40,2%	37,5%	35,9%	33,9%	27,4%
Osobní náklady	20,2%	24,1%	24,8%	21,0%	20,1%	17,5%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy DHM a DNM	11,4%	14,3%	7,0%	9,9%	7,2%	3,8%
Tržby z prodeje DM a materiálu	12,7%	3,7%	5,0%	2,0%	25,7%	4,2%
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	10,6%	1,8%	4,1%	1,9%	26,0%	4,4%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	0,0%	1,4%	1,1%	-1,8%	-0,2%	0,0%
Ostatní provozní výnosy	1,2%	1,8%	2,7%	7,7%	1,6%	1,1%
Ostatní provozní náklady	3,9%	0,8%	1,7%	6,6%	0,9%	1,1%
Provozní výsledek hospodaření	3,6%	3,4%	6,6%	8,1%	7,1%	6,0%
Výnosové úroky	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Nákladové úroky	1,2%	1,4%	1,7%	1,5%	1,0%	0,9%
Ostatní finanční výnosy	1,7%	1,5%	1,1%	1,8%	0,7%	0,2%
Ostatní finanční náklady	2,5%	2,1%	1,2%	2,2%	1,0%	0,3%
Finanční výsledek hospodaření	-2,0%	-1,8%	-1,5%	-1,8%	-1,3%	-1,1%
VH za běžnou činnost před zdaněním	1,4%	1,2%	4,5%	5,1%	4,7%	4,1%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,2%	0,4%	0,6%	1,2%	1,0%	0,8%
VH za účetní období	1,4%	1,2%	4,5%	5,1%	4,7%	4,1%

Zdroj: Vlastní zpracování

Prvním poznatkem vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty je, že tržby podniku v prvních letech sledovaného období pocházejí výhradně z vlastních výkonů. V posledních dvou letech podnik prodával i zboží, tržby z něj však nepředstavovaly ani jedno procento z tržeb celkových, a navíc při vynaložených nákladech na zboží, které se tržbám rovnaly.

Z nákladových položek má největší podíl na tržbách podniku výkonová spotřeba, jejíž podíl na tržbách v průběhu let postupně vzrostla až na 73 % a následně opět klesla těsně pod hranici 70 %. Samotná výkonová spotřeba byla v posledním období tvořena z poloviny materiálem a energiemi a poloviny službami. Tato struktura je při pohledu na hodnoty předchozích období ojedinělá, neboť ve zbylých letech převládal podíl nákladů nejméně o 15 procentních bodů. V průběhu let dochází k postupnému snižování podílu přidané hodnoty na tržbách, kdy z dosaženého maxima 40% podílu tvoří nyní pouze 27,4 % tržeb. Podíl osobních nákladů po počátečním zvýšení v následujících letech postupně klesal a v posledním období poprvé klesl pod hranici 20 % na současných 17,5 %. Vývoj podílu odpisů odráží situaci, kdy je při obnově a modernizaci strojního vybavení firmy využíváno leasingu, podíl odpisů se tak postupně snížil.

Z celkových provozních tržeb tvoří provozní výsledek hospodaření vždy méně než 10 % a jeho podíl 6 % v roce 2016 byl nejnižším od roku 2011. V každém roce sledovaného období podnik dosáhl deficitu finančního výsledku hospodaření, který však nepřesahoval 2 % celkových tržeb. Podíl výsledku hospodaření běžného období v posledních dvou obdobích klesal v řádu desetin procentního bodu a jeho poslední hodnota činila 4,1 % z celkových tržeb z provozu podniku.

6.4 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrová analýza bude provedena rozbořením vybraných ukazatelů popsaných v teoretické části této práce. Pro získání perspektivy o finančním zdraví podniku budou výsledné hodnoty porovnány s průměrnými hodnotami příslušného odvětví dle CZ-NACE: „25.6 Povrchová úprava a zušlechťování kovů; obrábění“, kam produkce oceňovaného podniku spadá. Z důvodu změny účetního období dochází ke stavu, kdy jsou některé výsledné hodnoty neporovnatelné meziročně nebo s odvětvím a nebudou z toho důvodu při výpočtech průměrných hodnot zohledněny.

6.4.1 Ukazatele rentability

Z ukazatelů rentability je patrné, že pro podnik je do značné míry zlomové období, ve kterém došlo ke změně účetního období. Neuspokojivé hodnoty všech tří ukazatelů v letech 2010 a 2011 zaznamenaly v roce 2014 zásadní růst, který je však následován opětovným poklesem s výjimkou posledního období u ukazatele ROA. V absolutních hodnotách rostoucí čistý zisk podniku při neměnné hladině vlastního kapitálu zpočátku působil na růst rentability vlastního kapitálu. Ta se však při zadržování výsledků hospodaření minulých období postupně snižuje. Ukazatel rentability tržeb

zaznamenává podobný vývoj jako rentabilita vlastního kapitálu při menších změnách procentních bodů.

Tabulka 17: Ukazatele rentability

Rentabilita	2010	2011	2013	2014	2015	2016	Průměr podnik	Odvětví 2016	Průměr odvětví
ROA	3,5%	4,3%	9,5%	7,4%	5,5%	6,0%	5,4%	14,6%	14,3%
ROE	9,2%	8,5%	35,6%	22,3%	19,9%	18,3%	15,6%	21,2%	21,5%
ROS	2,8%	3,0%	6,8%	7,8%	6,7%	5,8%	5,5%	14,6%	14,8%

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

Při porovnání s ukazateli rentability odvětví je patrné, že oceňovaný podnik dosahuje u ukazatelů rentability aktiv a tržeb mnohem horších výsledků jak v posledním roce, tak v průměrných hodnotách za více období. Ukazatel rentability vlastního kapitálu se především díly silným letům 2014, 2015 a 2016 v průměru rentabilitě odvětví přibližuje. Rok 2016 však byl v tomto ohledu slabší, kdy na jedné straně podnik nedosáhl vyššího čistého zisku a zároveň pokračoval v zadržování zisků minulých let a tím navyšoval hodnotu vlastního kapitálu.

6.4.2 Ukazatele likvidity

Ukazatel běžné likvidity podniku se v průměru držel v doporučeném rozmezí 1,6 až 2,5. Podíl na tom mají 2 výkyvy hodnot, které byly jinak v samostatných letech pod dolní hranicí doporučeného rozmezí. Nejvyšší hodnoty ukazatel dosáhl v roce 2011, kdy v podniku došlo k velkému snížení krátkodobých závazků a zároveň růstu zásob a krátkodobých pohledávek. Ke dni následující účetní závěrky byl naopak ukazatel běžné likvidity nejnižší z přesně opačných důvodů. Při porovnání s hodnotami odvětví podnik dosahuje vyšší hodnoty tohoto ukazatele v posledním roce, při porovnání průměrů za období je však běžná likvidita odvětví mírně vyšší, než je tomu v podniku.

Tabulka 18: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	2010	2011	2013	2014	2015	2016	Průměr podnik	Odvětví 2016	Průměr odvětví
Běžná likvidita L3	1,35	2,46	1,07	1,26	1,45	2,31	1,65	1,9	1,70
Pohotová likvidita L2	1,13	1,75	0,84	0,78	0,83	1,37	1,11	1,54	1,37
Okamžitá likvidita L1	0,29	0,11	0,16	0,08	0,10	0,01	0,13	0,56	0,46

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

Při vynechání hodnoty zásob ve vztahu je výsledkem pohotová likvidita. Na první pohled jsou opět patrné roky 2011 a 2016, kdy na vyšší hodnoty ukazatele likvidity měl vliv pokles krátkodobých závazků podniku při současném růstu krátkodobých pohledávek. Z hlediska doporučených hodnot se podnik ve sledovaném období nikdy nedostal pod doporučenou hranici 0,7. V roce 2011 pak přesáhl doporučenou nejvyšší hranici 1,5. V porovnání s hodnotami odvětví dosahuje podnik podprůměrných hodnot. Při

bližším pohledu na porovnání ukazatelů L3 a L2 je dále patrné, že podnik v letech 2010 a 2013 měl v porovnání s ostatními roky relativně nízký stav zásob vzhledem k oběžným aktivům.

Při zohlednění pouze krátkodobého finančního majetku je výsledkem okamžitá likvidita podniku. Oproti předchozím ukazatelům nedochází v letech 2011 ani 2016 k výkyvům směrem nahoru, neboť hodnota peněžních prostředků podniku v těchto letech klesala společně s krátkodobými závazky. Z hlediska doporučených hodnot podnik dosahoval doporučené minimální úroveň okamžité likvidity 0,2 pouze v roce 2010. V následujících letech je pak vždy pod touto hranicí. Extrémním případem je pak poslední období, kdy ke dni účetní závěrky úroveň okamžité likvidity činila 0,01. Z povahy stavových veličin to však nutně nemusí signalizovat problémy podniku se solventností. Hodnoty ukazatele L1 v odvětví průměrně i v roce 2016 převyšují hodnoty ukazatele v podniku, ale i nejvyšší hodnotu ukazatele L1 podnikem ve sledovaném období dosaženou. Zároveň se odvětví v okolí horní hranice doporučeného intervalu. Pro podniky je tak běžné udržovat relativně vyšší hladinu peněžních prostředků a rozdíl v ukazateli L1 je hlavním zdrojem rozdílů mezi podnikem a odvětvím v likviditě ostatních stupňů.

6.4.3 Ukazatele aktivity

Hodnoty ukazatele obratu aktiv byly v prvních dvou letech svojí výší uspokojivé, když byly vyšší než 1, tj. hodnota všech aktiv podniku se za účetní období alespoň jednou otočila v tržbách. Následně došlo ke zhoršení ukazatele pod tuto hranici, majetek podniku tak rostl neúměrně jeho tržbám. Tento vývoj se nakonec alespoň mírně zvrátil v poslední rok, kdy díky malému růstu hodnoty aktiv, a naopak vysokému růstu tržeb činila hodnota ukazatele opět číslo větší jak jedna. Celkově však podnik nedosahuje takového obratu aktiv, jaký je průměrem v odvětví.

Tabulka 19: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2010	2011	2013	2014	2015	2016	Průměr podnik	Odvětví 2016	Průměr odvětví
Obrat aktiv	1,25	1,45	1,40	0,96	0,82	1,02	1,10	1,23	1,25
Obrat zásob	13,88	8,58	12,43	4,43	3,58	4,86	7,07	12,40	11,96
Doba obratu zásob	25,93	41,93	28,96	81,29	100,48	74,10	64,75	29,04	30,14
Doba splatnosti pohledávek	97,65	95,93	82,79	116,82	120,55	107,61	107,71	79,03	82,05
Doba splatnosti krátkodobých závazků	117,36	58,81	122,65	167,95	163,74	79,07	117,39	121,49	127,09

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

K postupnému zhoršování a konečnému zlepšení dochází též u ukazatelů obratu zásob a doby obratu zásob. V porovnání s odvětvím není podnik tak úspěšný při řízení zásob s ohledem na výši tržeb, které inkasuje.

Vysoko na průměrem odvětví je též doba splatnosti pohledávek, kdy v roce 2016 trvalo inkaso pohledávky v průměru téměř o měsíc déle, než tomu bylo běžné v odvětví. Celkově vývoj tohoto ukazatele probíhá stejně jako ukazatele předchozí.

V porovnání s odvětvím dosahuje podnik dobrých výsledků ukazatele doby splatnosti krátkodobých závazků, kdy v letech 2014 a 2015 byl vysoko nad průměrem odvětví, pod který však následně hluboko spadl. Je nutné poznamenat, že tohoto ukazatele byly při výpočtu zahrnuty i krátkodobé bankovní úvěry a nejedná se tím čistě o bezúplatné dodavatelské úvěry. Vlivem velkého poklesu krátkodobých bankovních úvěrů došlo i k poklesu ukazatele v posledním období.

6.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti I. a II. jsou obdobou bilančního pravidla vyrovnání rizika, které říká, že podnik by měl mít vlastního kapitálu alespoň stejně jako cizího. V takovém případě by hodnota ukazatele I. měla být maximálně 1. Oceňovaný podnik měl v průběhu sledovaného období průměrně téměř 4krát více cizích zdrojů než vlastních. Naproti tomu v odvětví je běžný stav, kdy je pravidlo vyrovnání rizika dodrženo a hodnota ukazatele je tak nižší než 1. Ten se navíc v průběhu let dále snižuje. To znamená že i ukazatel zadluženosti II. říká, že oceňovaný podnik je tvořen z více jak 70 % cizími zdroji, kdežto v odvětví průměrně tvoří nadpoloviční většinu podniků vlastní kapitál.

Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2010	2011	2013	2014	2015	2016	Průměr podniku	Odvětví 2016	Průměr odvětví
Zadluženost I.	4,06	3,49	4,62	3,55	4,11	3,36	3,86	0,73	0,83
Zadluženost II.	78,60%	72,74%	81,83%	77,61%	79,96%	76,53%	77,88%	41,85%	44,81%
Ukazatel úrokového krytí	2,31	2,20	3,96	5,31	6,94	6,31	4,51	26,97	25,43

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

Dle ukazatele úrokového krytí podnik může přijmout i další půjčky o nákladových úrocích dosahujících několikanásobku současnosti, rozhodoval-li by se pouze na základě tohoto ukazatele. V odvětví je však běžná jeho několikanásobně vyšší hodnota. To společně s předchozími ukazateli poukazuje na rezervy odvětví ve využívání cizích zdrojů a tím možné zvyšování rentability vlastního kapitálu.

6.4.5 Ukazatele produktivity

Dle ukazatele porovnávajícího osobní náklady a přidanou hodnotu podnik pro vytvoření 1 Kč přidané hodnoty vynakládá v průměru 61 haléřů nákladů na zaměstnance, což je o 7 haléřů více než tomu bylo v průměru ze stejného období v odvětví. Při porovnání posledního období je tento rozdíl haléřů 9.

Dle ukazatele přidané hodnoty na jednoho zaměstnance podnik dosahuje v průměru hodnoty 661 tisíc PH na zaměstnance, což je hodnota nižší než průměr odvětví. Zatímco produktivita na jednoho zaměstnance v průběhu let v podniku kolísá, v odvětví

dochází jejímu stabilnímu růstu. Při srovnání s odvětvím dosahoval podnik vyšší produktivity na zaměstnance pouze v roce 2010.

Tabulka 21: Ukazatele produktivity

Ukazatele produktivity	2010	2011	2013	2014	2015	2016	Průměr podnik	Odvětví 2016	Průměr odvětví
Osobní náklady k přidané hodnotě (Kč)	0,56	0,60	0,66	0,58	0,59	0,64	0,61	0,55	0,54
Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč)	673	593	991	703	677	658	661	755	698
Průměrná mzda na pracovníka (Kč)	23 644	21 663	40 277	25 101	24 136	25 783	24 065	24 660	22 654

Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

V průběhu let dochází k postupnému zvyšování mezd pracovníků. Viditelné propady vždy korespondují s přijímáním nových zaměstnanců, které v příslušný rok proběhlo. V průměru však podnik platí svým zaměstnancům vyšší mzdy, než je průměr odvětví. To může být známkou vyšší náročnosti pracovních pozic na kvalifikaci zaměstnanců a z toho plynoucí vyšší odměny.

6.4.6 Rozbor pracovního kapitálu

Úroveň čistého pracovního kapitálu (NWC) ve sledovaném období nikdy nebyla nižší než nula, čistý pracovní kapitál tak byl zčásti vždy financován dlouhodobými zdroji, což je stejný závěr, ke kterému došla i analýza zlatého bilančního pravidla.

Tabulka 22: Rozbor pracovního kapitálu

Rozbor pracovního kapitálu (tis. Kč)	2010	2011	2013	2014	2015	2016
NWC	13 133	32 358	5 892	20 405	40 495	72 290
Zásoby	8 359	15 812	19 139	38 009	55 827	51 880
Krátkodobé pohledávky	31 476	36 174	54 706	54 623	66 978	75 340
Krátkodobý finanční majetek	11 127	2 547	13 089	6 305	8 664	427
Krátkodobé závazky	37 829	22 175	81 042	78 532	90 974	55 357
Potřebný NWC	1 973	29 024	-6 997	14 211	32 083	65 669
Obratový cyklus peněz (dny)	6	79	-11	30	57	103
Doba obratu zásob (dny)	26	42	29	81	100	74
Doba splatnosti krátkodobých pohledávek (dny)	98	96	83	117	121	108
Doba splatnosti krátkodobých závazků (dny)	117	59	123	168	164	79
Průměrné denní náklady	317	367	642	471	560	640
NWC/Tržby	11,32%	23,84%	2,48%	12,12%	20,25%	28,68%
NWC/Aktiva	14,17%	34,54%	3,48%	11,60%	16,68%	29,38%

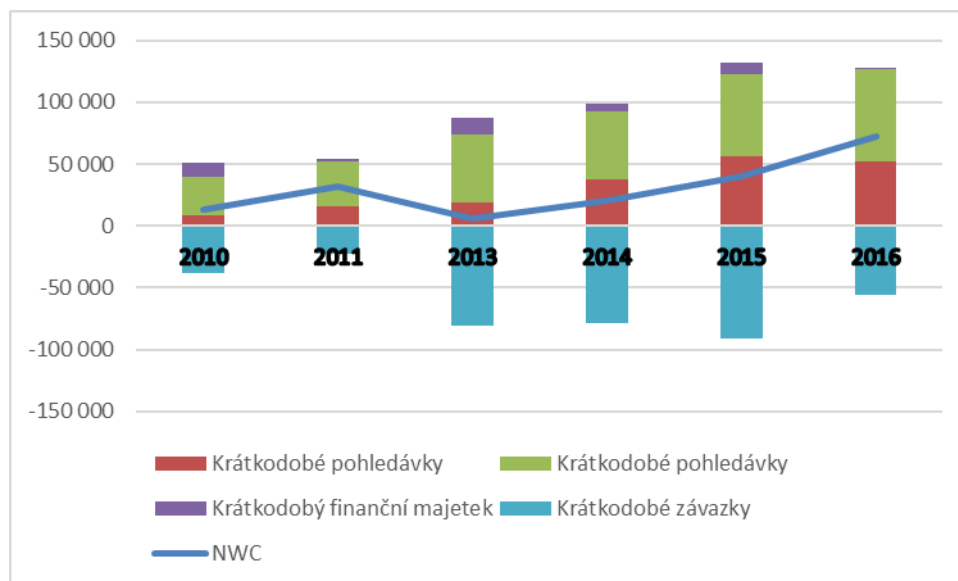
Zdroj: Vlastní zpracování

Samotná hodnota NWC se s výjimkou roku 2013 meziročně vždy zvyšovala, a to v řádu desítek, někdy i stovek procent. Podíl na tom nesou postupně se zvyšující úroveň zásob a krátkodobých pohledávek. Jejich růst byl do jisté míry korigován rostoucím

využitím krátkodobých závazků, které se však skokově snížilo v posledním období, což se následně podepsalo i na růstu NWC.

V průběhu let dochází k postupnému zvyšování podílu NWC na aktivech. Podnik se tím dostal mimo interval doporučený pro výrobní podniky 10 % – 15 %, když podíl NWC na aktivech v posledním roce činil téměř 30 %. Jako příznak špatného řízení pracovního kapitálu lze považovat zvyšující se podíl NWC na tržbách, který za poslední dva roky vzrostl o více než 16 procentních bodů.

Obrázek 18: Struktura pracovního kapitálu

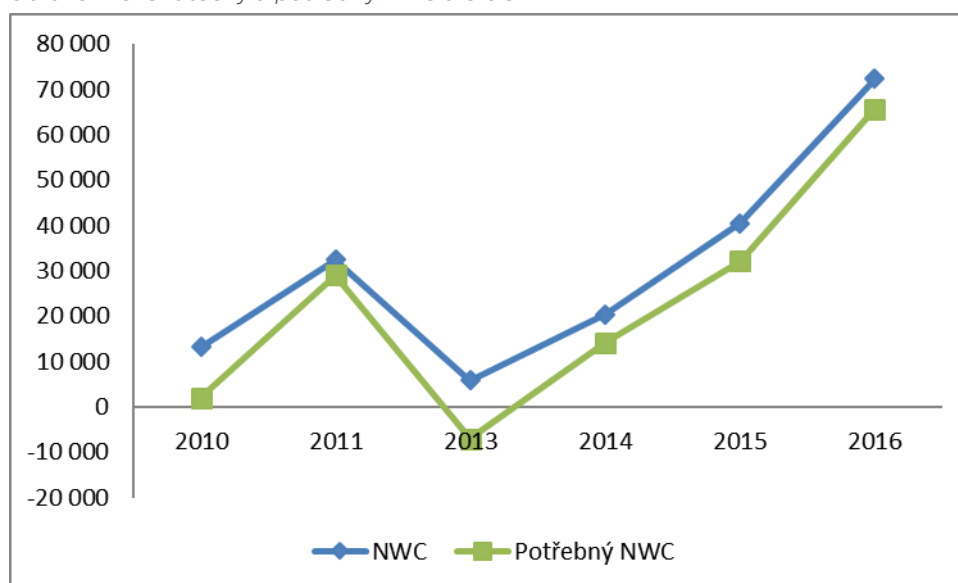


Zdroj: Vlastní zpracování

Obratový cyklus peněz (OCP) je údaj využívající hodnoty získané při analýze aktivity podniku. Čím kratší OCP je, tím méně NWC podnik potřebuje ke svému provozu. V případě oceňovaného podniku nelze v průběhu jednotlivých let hovořit o jednosměrném vývoji. Meziročně dochází ke změnám tohoto ukazatele v řádově měsících.

Potřebný NWC je výsledkem vynásobení OCP a průměrných denních nákladů a udává, kolik by podnik měl mít čistého pracovního kapitálu. V případě oceňovaného podniku dochází k jeho postupnému nárůstu přibližně ve stejném tempu, jako roste skutečná úroveň NWC. Podnik měl ve všech obdobích vždy větší než potřebnou zásobu NWC, tento rozdíl se však v absolutních hodnotách příliš nemění a s celkovým růstem obou ukazatelů dochází k relativnímu zmenšování rozdílu, kdy podnik v roce 2016 měl pouze o 10 % více NWC, než bylo potřebné. Naproti tomu v roce 2014 při stejném absolutním rozdílu převyšovala úroveň NWC potřebnou hodnotu o 44 %.

Obrázek 19: Skutečný a potřebný NWC dle OCP



Zdroj: Vlastní zpracování

6.4.7 Ukazatel EVA

Pro vypočtení ukazatele EVA je jedním z kroků určení vážených nákladů na kapitál podniku, které jsou potom dále využity při oceňování některými metodami diskontovaných cash flow. Jedním z možných způsobů výpočtů tohoto ukazatele je postup popisovaný v podkapitole 2.4. Pomocí modelu CAPM budou nejprve stanoveny náklady vlastního kapitálu a následně dosazeny do vzorce pro výpočet WACC společně s průměrnými náklady na cizí kapitál.

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je nejprve nutný sběr potřebných údajů. Informace o nezatížených betách jsou dostupné na stránkách damodaran.com, stejně jako údaje o tržních premiích vztažených ke státům. Posledním dílem je výše bezrizikové úrokové míry, za kterou lze považovat úrokovou sazbu emitovaných dlouhodobých státních dluhopisů ČR. Prvním krokem před užitím modelu CAPM je stanovení zatížené bety podniku. Oceňovaný podnik dodává své výrobky z velké části automobilovému průmyslu a menší část odbytiště je i průmysl elektronický. Při výpočtu celkové zatížené bety bude proto vypočtena beta pro obě odvětví a následně váženým průměrem při vahách 0,75:0,25 vypočtena výsledná beta podniku, což zachycuje tabulka č. 23, ze které je patrný silný vliv velkého zadlužení podniku zkombinovaný s rizikovým odvětvím, kterým jsou součástky pro automobilový průmysl. Výsledná zatížená beta podniku je tak velmi vysoká.

Tabulka 23: Výpočet zatížené bety podniku

	2010	2011	2013	2014	2015	2016
D/E	195,3%	226,0%	176,8%	147,6%	215,8%	235,2%
Efektivní daňová sazba	11,10%	24,69%	11,54%	19,03%	19,21%	19,28%
Beta (součástky)	1,21	1,48	1,15	1,43	1,56	1,47
Váha	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Levered	3,31	4,00	2,95	3,14	4,28	4,26
Beta (elektronika)	0,94	0,98	0,87	0,87	0,97	0,91
Váha	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Levered	2,57	2,65	2,23	1,91	2,66	2,64
Vážená beta	3,13	3,66	2,77	2,83	3,88	3,86

Zdroj: Vlastní zpracování, hodnoty Beta dle Damodaran.com

Výslednou betu podniku je nyní třeba dosadit do modelu CAPM společně se zjištěnými hodnotami bezrizikové úrokové míry a tržní prémie České republiky. Výsledné hodnoty jsou součástí tabulky č. 24. Je evidentní, že vysoké bety v jednotlivých letech mají podstatný vliv i na výslednou hodnotu nákladů vlastního kapitálu, které se ohybují ve většině let v rozmezí 20-30 %. Druhou složkou WACC jsou náklady cizího zpoplatněného kapitálu. Značnou část cizích zdrojů financování podniku tvoří rozvahová část dlouhodobých závazků, u nichž není jasné, zda jsou zpoplatněny. Při výpočtu průměrných nákladů cizího kapitálu však byly zahrnuty společně s dlouhodobými bankovními úvěry, neboť v jiném případě průměrné úrokové sazby neodpovídají úrokovým sazbám úvěrů, které jsou uvedené ve výročních zprávách podniku.

Při známých hodnotách nákladů vlastního i cizího kapitálu se WACC získá zohledněním vah obou zpoplatněných zdrojů financování a zároveň se přihlédne k efektu daňového štítu, který vzniká užíváním zpoplatněného cizího kapitálu. Z výsledků je zřejmé, že díky velmi malému podílu vlastního kapitálu a zároveň velmi nízkým úrokovým sazbám poskytnutých úvěrů je hodnota WACC po celé sledované období v okolí hodnoty 10 % s výjimkou roku 2013, jehož hodnoty však zkresluje delší účetní období. Výsledná hodnota ekonomické přidané hodnoty EVA se poté zjistí odečtením nákladů na zapojený kapitál ($WACC \times C$) od zdaněného provozního zisku (NOPAT). Z výsledných hodnot vyplývá, že i při hodnotě WACC pod deset procent společnost pravidelně nevytváří další hodnotu a ukazatel EVA je záporný. Negativní vývoj v posledních letech je způsoben v první řadě kumulací výsledků hospodaření minulých období a zvyšováním hodnoty cizího kapitálu. I přes znatelný meziroční růst tržeb nedochází k růstu provozního zisku, od kterého jsou pak následně odečítány zvyšující se náklady na kapitál.

Tabulka 24: WACC a EVA oceňovaného podniku

WACC a EVA	2010	2011	2013	2014	2015	2016
levered beta	3,13	3,66	2,77	2,83	3,88	3,86
risk premium	5,85%	6,28%	7,08%	6,05%	6,80%	7,36%
r_f	3,90%	3,70%	2,20%	0,67%	0,49%	0,53%
D/C	66,13%	69,32%	63,87%	59,61%	68,33%	70,17%
r_E	22,19%	26,69%	21,80%	17,80%	26,84%	28,91%
r_D	4,03%	4,17%	7,69%	4,32%	1,90%	1,76%
WACC	9,88%	10,36%	12,22%	9,28%	9,55%	9,62%
EVA	-2 331	-3 547	4 129	1 726	-3 881	-7 426

Zdroj: Vlastní zpracování, risk premium dle Damodaran.com; bezriziková úroková míra dle kurzy.cz

6.5 Závěr finanční analýzy

Výsledky aplikovaných metod finanční analýzy oceňovaného podniku lze ve vakuu z velké části označit jako spíše nepříznivé. Je však nutné zohlednit i podíl faktorů, které se na těchto výsledcích podílí. Podnik jako takový vznikl před 11 lety odloučením od jiné společnosti při restrukturalizaci. Tímto měl pro své úplné začátky lepší přístup k odběratelům, zároveň však ve své struktuře mohl přejmout i neduhy a neefektivnosti původního podniku, kterým by se zcela nově založený podnik vyhnul. Zároveň se z hlediska životního cyklu organizace nachází stále spíše ve fázi růstu, a tudíž mnohé ukazatele jsou ovlivněny nestabilitou, která je s fází růstu spojena. Brzy po vzniku podniku je jeho vývoj poznamenán světovou finanční krizí, po které následoval útlum českého hospodářství v roce 2012.

Podnik jako takový dle ukazatelů v průběhu let, zejména za poslední 3 období, „bobtná“, čímž i přes rychlým tempem rostoucí tržby nedosahuje lepších výsledků hospodaření za běžná období. To se podepisuje na horšících se a při srovnání s odvětvím podprůměrných ukazatelích rentability. Z analýzy ukazatelů likvidity vyplývá, že podnik vlastní oběžná aktiva v odpovídající výši při porovnání s krátkodobými závazky, zároveň však nedisponuje velkou zásobou peněžních prostředků. Neefektivnost lze spatřit při analýze aktivity podniku, z které je patrná pomalá nestabilní obratovost analyzovaných položek aktiv a pasiv. Vlivem využívání finančního leasingu dochází ve výsledovce k navyšování položky nákladů na služby a celkového podílu výkonové spotřeby na výkonech. Toto zvyšování nákladů při nízké obratovosti vede ke zvyšující se hladině NWC potřebného pro provoz podniku. Podnik nedisponuje velkým množstvím nepotřebného NWC, celkový podíl NWC na aktivech a tržbách se však v průběhu let navyšuje, což je dalším příznakem „bobtnání“ a neefektivity.

Z pravidla vyrovnání rizika a vertikální analýzy pasiv je zřejmý velmi vysoký podíl cizích zdrojů na financování majetku podniku. To se odráží i ve výpočtu koeficientu beta použitého v modelu CAPM. Vlivem struktury financování a velmi příznivě nastavených

podmínek čerpání úvěrů se však výsledné diskontní míry WACC pro jednotlivé roky pohybují pod hranicí 10 %. I přes nízké hodnoty použité diskontní míry podnik ve většině z analyzovaných období nedosahuje kladného ukazatele EVA, kdy vývoj čistého provozního zisku neodpovídá vývoji zapojeného kapitálu. Tím dochází k postupnému zhoršování tohoto ukazatele v posledních letech.

Při zpětném pohledu na vývoj oceňovaného podniku ve sledovaném období lze pozorovat zhoršování aplikovaných ukazatelů. Tento vývoj lze zčásti připisovat relativně krátké době existence, a zároveň rapidnímu růstu společnosti za dané období. Střední velikost podniku může být jedním ze zdrojů pozorované nestability, kdy jednotlivé transakce a investice mohou mít efekt znatelnější než u podniku svým rozsahem většího. Při výhledu do budoucna lze u společnosti Decoleta pozorovat potenciál k pokračujícímu růstu, který by měl v budoucnu být příležitostí k postupné stabilizaci a zvyšování efektivity podniku.

7 FINANČNÍ PLÁN

Spojnicí mezi provedenou strategickou a finanční analýzou a výsledným oceněním pomocí výnosových metod je sestavený finanční plán, který z analýzy současné pozice podniku vychází a zároveň budoucí pozici podniku dle zjištěných faktorů promítá. V případě oceňovaného podniku je finanční plán sestaven z důvodu chybějících účetních výkazů na období 2017-2022.

7.1 Výkaz zisku a ztráty

Základním východiskem při tvorbě plánovaného výkazu zisku a ztráty je plán tržeb oceňovaného podniku, který byl zpracován jako součást kapitoly 5.3.3. Výsledný plán výkazu zisku a ztráty v tabulce č. 25 vychází z provedených vertikálních a horizontálních analýz a dle jejich výstupů udržuje v plánovaných letech jednotlivé položky v odpovídající výši ve vztahu k tržbám, resp. k výkonům, které jsou v tomto případě výhledově s tržbami ztotožněny, nebo k předchozím obdobím.

Tabulka 25: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)

Položka	Období					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Výkony	272 205	293 982	317 500	342 900	370 332	399 959
Výkonová spotřeba	190 544	205 787	222 250	240 030	259 233	279 971
Přidaná hodnota	81 662	88 195	95 250	102 870	111 100	119 988
Osobní náklady	48 997	52 917	57 150	61 722	66 660	71 993
Daně a poplatky	42	42	42	42	42	42
Odpisy DHM a DNM	10 344	9 995	10 160	10 287	10 740	10 799
Výnosy zbytku	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Provozní výsledek hospodaření	23 279	26 240	28 898	31 819	34 658	38 154
Nákladové úroky	2 299	2 074	1 849	1 624	1 399	1 174
Ostatní finanční náklady	600	600	600	600	600	600
Finanční výsledek hospodaření	-2 899	-2 674	-2 449	-2 224	-1 999	-1 774
Daň z příjmů za běžnou činnost	3 872	4 478	5 025	5 623	6 205	6 912
VH za účetní období	16 508	19 089	21 424	23 972	26 454	29 468
VH před zdaněním	20 380	23 566	26 449	29 595	32 659	36 380

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnoty výkonové spotřeby se odvíjejí přímo od výše výkonů a jejich podíl dlouhodobě zůstává neměnný a dle vertikální analýzy byl určen jako 70% pro celé plánované období. Obdobným způsobem byly určeny celkové osobní náklady při konstantním podílu 18 % z výkonů podniku za období. Vlivem konstantního vývoje nákladové spotřeby dochází ke stejnému vývoji položky přidané hodnoty, která je rozdílem výkonů a výkonové spotřeby. Položka daní a poplatků zůstává na základě předchozího vývoje v průběhu plánovaného období na konstantní hodnotě. Podíl odpisů dlouhodobého majetku na výkonech podniku je postupně snižován, čímž je do plánu promítáno využívání finančního leasingu společností při modernizaci strojního vybavení. Výnosy

zbytku jsou položkou shrnující zbylé nákladové a výnosové položky, jejichž saldo v minulých obdobích dosahovalo zisku. Provozní výsledek hospodaření je dán jako výkony po odečtení všech nákladových položek a přičtení položky salda ostatních výnosů. Podíl provozního VH na výkonech se vlivem nastaveného vývoje položek postupně zvyšuje.

Nákladové úroky využívají jako svůj základ poslední známou hodnotu z roku 2016, od které jsou v průběhu plánovaného období odečítány vypočtené náklady, které budou ušetřeny splácením dlouhodobého zpoplatněného cizího kapitálu. Jako sazba těchto nákladů byl použit poslední známý úrok, tj. 1,5 %. Ostatní finanční náklady označují saldo finančních nákladů a výnosů, které na základě předchozích let dosahovaly ztrátového salda. Celkový finanční výsledek hospodaření se tak odvíjí od faktu, že obě položky jsou nákladové.

Po zohlednění finančního VH ve výsledcích VH z provozní činnosti je z výsledné hodnoty (VH před zdaněním) počítána daň z příjmů při předpokládané sazbě 19 %. Podnik v minulých letech nevykazoval žádnou mimořádnou činnost, VH z běžné činnosti po odečtení daně z příjmů tak lze ztotožnit s VH za účetní období.

7.2 Rozvaha

Jako základ pro modelování podstatných položek rozvahy bylo použito prognózovaných hodnot výkonů. Položky, jejichž hodnoty zůstávaly v průběhu minulých období neměnné, zůstávají ve finančním plánu ve stejné výši. Ostatní položky byly určeny jinou formou výpočtu.

Tabulka 26: Plán aktiv (tis. Kč)

Položka	Období					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	268 233	264 024	264 446	267 736	273 853	283 357
Dlouhodobý majetek	81 662	79 375	79 375	82 296	85 176	87 991
Dlouhodobý hmotný majetek	81 662	79 375	79 375	82 296	85 176	87 991
Oběžná aktiva	146 417	153 494	162 916	172 285	184 521	195 366
Zásoby	48 997	52 182	55 563	59 150	62 957	66 993
Krátkodobé pohledávky	84 384	88 195	92 075	96 012	99 990	103 989
Krátkodobý finanční majetek	9 491	9 747	10 346	10 994	11 693	12 449
Časové rozlišení	40 155	31 155	22 155	13 155	4 155	0
Nepotřebná hotovost	3 545	3 371	4 932	6 128	9 882	11 935

Zdroj: Vlastní zpracování

Celková aktiva podniku jsou prostým součtem dlouhodobého a oběžného majetku a časového rozlišení. Počítají výhledově s postupným růstem účetní hodnoty majetku podniku, který však bude pomalejší, než je tomu u výkonů. Obdobně jako odpisy bude i dlouhodobý majetek, zcela tvořený majetkem hmotným, v průběhu plánovaného období mírně růst, jeho podíl na celkových aktivech se vlivem využívání leasingu bude

postupně snižovat. Podnik v posledním období též disponoval dlouhodobým nehmotným majetkem, který však byl již téměř odepsán.

V závislosti na vývoji tržeb jsou modelovány některé položky oběžných aktiv. V rámci předpokládané postupné racionalizace výrobních postupů a organizace výroby je do plánu promítnuto postupné snižování podílu zásob na celkových výkonech. Obdobné očekávání je zahrnuto i do položky krátkodobých pohledávek. Krátkodobý finanční majetek je modelován jako hodnota požadované okamžité likvidity 0,15 ve vztahu ke krátkodobým závazkům, jejichž výše je součástí plánované struktury pasiv. Nepotřebná hotovost je ve finančním plánu dopočtena pro zachování rovnosti stran aktiv a pasiv. Ve finančním plánu se počítá s rozpouštěním časového rozlišení na straně aktiv s postupným plynutím času.

Tabulka 27: Plán pasiv (tis. Kč)

Položka	Období					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	268 233	264 024	264 446	267 736	273 853	283 357
Vlastní kapitál	72 459	81 547	92 971	106 943	123 396	142 864
Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Kapitálové fondy	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Fondy ze zisku	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
VH minulých let	37 451	43 959	53 047	64 471	78 443	94 896
VH běžného období	16 508	19 089	21 424	23 972	26 454	29 468
Cizí zdroje	194 275	180 977	169 975	159 293	148 957	138 993
Rezervy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Dlouhodobé závazky	100 000	92 500	85 000	77 500	70 000	55 000
Krátkodobé závazky	46 275	49 977	53 975	58 293	62 957	67 993
Bankovní úvěry a výpomoci	47 000	37 500	30 000	22 500	15 000	15 000
Bankovní úvěry dlouhodobé	30 000	22 500	15 000	7 500	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	17 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000
Časové rozlišení	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500

Zdroj: Vlastní zpracování

Položky vlastního kapitálu základní kapitál a kapitálové fondy zůstaly během minulých období beze změny, jejich hodnota je proto i v plánu neměnná. Hodnota fondů ze zisku byla určena jako konstantní dle poslední známé hodnoty z účetní závěrky. VH minulých let je výslednou hodnotou vzniklou po sečtení hodnot VH minulých let a VH běžného období v předchozím roce a následném odečtení vyplacených dividend, jejichž výše je v plánu od roku 2018 konstantních 10 000 tis. Kč ročně. Samotný VH běžného období je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Položka rezerv zůstává na základě předchozího vývoje v průběhu let neměnná. Základní výše dlouhodobých závazků je určena dle poslední známé hodnoty. Postupem plánovaných období budou dlouhodobé závazky postupně spláceny 7 500 tis. Kč ročně, v posledním roce pak 15 000 tis. Kč. Podíl krátkodobých závazků na výkonech

podniku je určen jako neměnný, jejich výše proto roste stejným tempem. Dlouhodobé bankovní úvěry jsou postupně v průběhu plánovaného období spláceny tempem 7 500 tis. Kč ročně až do úplného splacení. Hodnota krátkodobých úvěrů je v průběhu let plánována jako konstantní, stejně tak časové rozlišení pasiv.

7.3 Zkrácená finanční analýza plánu

Jedním ze základních pohledů na plánovanou strukturu účetních výkazů jsou bilanční pravidla. I vlivem již několikrát zmiňovaného využívání leasingu podnik nebude i nadále sladovat časový horizont při financování svého majetku krátkodobými a dlouhodobými zdroji, bude však docházet k mírnému zlepšování. Postupným splácením dlouhodobých závazků a zadržováním části zisků bude docházet k postupnému vyrovnávání podílů vlastního a cizího kapitálu ve společnosti. Vlivem rostoucího vlastního kapitálu ve společnosti však zároveň podnik přestane splňovat pari pravidlo při financování dlouhodobého majetku. Dojde k celkovému zpomalení růstu investic a tím i ke splnění růstového pravidla při konstantním tempu růstu výkonů.

Bude docházet k postupnému zvyšování rentability aktiv a tržeb. Vlivem jeho rostoucí účetní hodnoty naopak dojde k poklesu rentability vlastního kapitálu. Z hlediska ukazatelů rentability se podnik bude přibližovat průměrům ukazatelů odvětví CZ-NACE 25.6, které jsou součástí tabulek v podkapitole 6.4.1.

Tabulka 28: Ukazatele rentability finančního plánu

Rentabilita	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROA	8,5%	9,7%	10,7%	11,7%	12,4%	13,3%
ROE	22,8%	23,4%	23,0%	22,4%	21,4%	20,6%
ROS	8,3%	8,7%	8,9%	9,1%	9,2%	9,4%

Zdroj: Vlastní zpracování

Úroveň likvidity podniku bude i nadále odpovídat doporučovaným hodnotám, zároveň se zvýší krátkodobých peněžních prostředků na běžné a pohotové likviditě. Ve srovnání s průměrem odvětví bude mít podnik větší množství zásob, plán však počítá s postupným snižováním jejich stavu jako důsledky racionalizace podnikových procesů. Okamžitá likvidita v plánu požadované minimální hodnotě 0,15 po přičtení nepotřebné hotovosti dosahuje doporučovaných hodnot.

Tabulka 29: Ukazatele likvidity finančního plánu

Likvidita	2017	2018	2019	2020	2021	2022
L3	2,31	2,36	2,36	2,35	2,37	2,35
L2	1,54	1,56	1,56	1,54	1,56	1,55
L1	0,21	0,20	0,22	0,23	0,28	0,29

Zdroj: Vlastní zpracování

Vlivem přibrzděného růstu hodnoty majetku podniku bude docházet ke zlepšování ukazatele obratu aktiv, který se dostane i nad současné průměrné hodnoty v odvětví. Tento vývoj lze vysvětlit využíváním vybavení, které není ve vlastnictví podniku, a tudíž není zaznamenáno v rozvaze. Snižováním plánovaného podílu zásob a pohledávek na výkonech klesají doby jejich obratu. Vlivem konstantní výše krátkodobých bankovních úvěrů se zkracuje i doba splatnosti krátkodobých závazků. Při porovnání se současnými hodnotami v odvětví podnik bude i nadále hůře pracovat se zásobami i pohledávkami, postupně však bude docházet ke zlepšení.

Tabulka 30: Ukazatele aktivity finančního plánu

Aktivita	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Obrat aktiv	1,01	1,11	1,20	1,28	1,35	1,41
Obrat zásob	5,6	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
Doba obratu zásob	64,80	63,90	63,00	62,10	61,20	60,30
Doba splatnosti pohledávek	111,6	108,0	104,4	100,8	97,2	93,6
Doba splatnosti krátkodobých závazků	83,68	79,57	78,21	76,95	75,78	74,70
OCP	92,7	92,3	89,2	86,0	82,6	79,2

Zdroj: Vlastní zpracování

S postupným navyšováním hodnoty účetní hodnoty vlastního kapitálu a současným splácením zdrojů cizích souvisí postupné změny v ukazatelích zadluženosti. V roce 2022 dle plánu klesne hodnota ukazatele zadluženost I. pod hodnotu 1, což značí, že v podniku bude více vlastních zdrojů než cizích. Stejně tak ukazatel zadluženost II. bude v roce 2022 poprvé nižší než 50 %, zobrazující stejné závěry z upraveného úhlu pohledu. Ukazatel úrokového krytí bude rychle stoupat při rostoucí tendenci VH a současném poklesu nákladových úroků.

Tabulka 31: Ukazatele zadluženosti finančního plánu

Zadluženost	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zadluženost I.	2,68	2,22	1,83	1,49	1,21	0,97
Zadluženost II.	72,4%	68,5%	64,3%	59,5%	54,4%	49,1%
Úrokové krytí	8,86	11,36	14,30	18,22	23,34	30,98

Zdroj: Vlastní zpracování

S postupným očekávaným poklesem zadlužení podniku souvisí i vývoj koeficientu beta při výpočtu nákladů vlastního kapitálu a následně vážených nákladů na kapitál. Při snižujícím se zadlužení klesá rizikovost podniku a tím i jeho beta. Výsledné náklady vlastního kapitálu tak v průběhu plánovaného období postupně padají od původní hranice 20 % k 10 % v posledním období. Zvyšující se podíl vlastního kapitálu při výpočtu WACC působí na jeho postupný růst.

Tabulka 32: Výpočet koeficientu beta finančního plánu

Beta	2017	2018	2019	2020	2021	2022
D/E	179%	141%	108%	79%	57%	38%
Sazba daně	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Beta (součástky)	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
Váha	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Levered	3,26	2,85	2,49	2,19	1,94	1,74
Beta (elektronika)	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Váha	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Levered	2,60	2,27	1,98	1,74	1,55	1,39
Vážená levered beta	3,10	2,70	2,36	2,08	1,84	1,66

Zdroj: Vlastní zpracování, hodnoty Beta dle damodaran.com

Nastavením splátkového kalendáře dlouhodobých závazků a výplatami dividend během plánovaného období nedochází téměř k nárůstu celkového objemu zapojeného kapitálu, což podniku umožňuje dosahovat zlepšujících se výsledků s ohledem na ukazatel EVA, který bude v plánovaném období dosahovat kladných a meziročně se zvyšujících hodnot.

Tabulka 33: Výpočet WACC a EVA finančního plánu podniku

WACC a EVA	2017	2018	2019	2020	2021	2022
risk premium	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%	5,89%
rf	1,82%	1,82%	1,82%	1,82%	1,82%	1,82%
D/C	0,64	0,59	0,52	0,44	0,36	0,28
rE	20,06%	17,75%	15,73%	14,04%	12,67%	11,57%
rD	1,77%	1,80%	1,85%	1,91%	2,00%	2,13%
WACC	8,10%	8,22%	8,36%	8,51%	8,67%	8,84%
EVA (tis. Kč)	1 970	4 614	6 795	8 953	10 816	12 931

Zdroj: Vlastní zpracování; risk premium dle damodaran.com; bezriziková úroková míra dle kurzy.cz

8 OCENĚNÍ PODNIKU DECOLETA, A.S.

Z výsledků provedených analýz a prognóz budoucího vývoje lze odvodit, že pokračující existence společnosti Decoleta je spojena s potenciálem uspokojivých a zároveň zlepšujících se výsledků hospodaření. Na základě této skutečnosti lze proto předpokládat, že podnik bude i nadále pokračovat ve své činnosti a pro samotné ocenění podniku bude možné využít metod výnosových, které zároveň využijí již sestaveného finančního plánu.

Jako konkrétní metoda pro ocenění podniku Decoleta byla zvolena metoda nejpoužívanější, a to DCF Entity ve dvoufázové variantě, pomocí které bude stanovena hodnota majetku podniku jako celku. Jako metody kontrolní a doplňující budou aplikovány postupy stanovení hodnoty pomocí DCF Equity, EVA Entity a stanovení hodnoty účetní.

8.1 Ocenění použitím DCF Entity

Z názvu použité metody vyplývá, že základem pro ocenění jsou peněžní toky, a to peněžní toky FCFF směřující k majitelům i věřitelům, které byly popsány v kapitole 3.1.1. K jejich sestavení je nutná znalost vývoje příslušných položek účetních výkazů v následujících letech, což je možné získat z již sestaveného finančního plánu společnosti.

Pro sestavení peněžního toku FCFF je nutná znalost vývoje potřebného pracovního kapitálu. Finanční plán je již sestaven s rozdělenými peněžními prostředky na potřebné a nepotřebné, růst pracovního kapitálu tak lze získat srovnáním jeho meziročních hodnot. Další nutnou položkou jsou nové investice získané porovnáním současné hodnoty dlouhodobého majetku s minulou při zohlednění odpisů. Samotným základem pro výpočet peněžního toku je výsledek hospodaření vyjádřený jako EBIT, které je následně pouze zdaněno příslušnou daňovou sazbou. Poslední potřebnou položkou jsou odpisy. V tabulce č. 34 je zaznamenán výpočet FCFF pro roky 1. fáze výnosového ocenění.

Tabulka 34: Výpočet FCFF (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	25 640	28 298	31 219	34 058	37 554
EBIT po zdanění	20 769	22 921	25 287	27 587	30 419
+odpisy	9 995	10 160	10 287	10 740	10 799
-růst WC	-5 549	-3 863	-3 854	-3 820	-3 755
-nové INV	-7 709	-10 160	-13 208	-13 620	-13 613
FCFF	17 506	19 058	18 512	20 887	23 849

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro samotné diskontování peněžního toku bude použito WACC, jehož výpočet byl již součástí zkrácené analýzy finančního plánu v předchozí kapitole. Podnik je oceňován k 1.5.2018 a zároveň je nutné zohlednit odlišnost účetního období od kalendářního roku. Je proto nutné patřičně upravit peněžní tok a diskontní sazbu prvního roku. Pro určení hodnoty druhé fáze modelu je uvažováno stabilní udržitelné tempo růstu g 2,5 % a poslední vypočtená hodnota WACC 8,84 %. Sečtením první a druhé fáze modelu a následným zahrnutím nepotřebného majetku je následně získána výsledná brutto hodnota podniku, která k 1.5.2018 činila 343 601 tis. Kč.

Tabulka 35: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou DCF Entity (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023+
FCFF	7 338	19 058	18 512	20 887	23 849	24 445
Diskontní sazba	1,03	1,12	1,22	1,32	1,44	
1. fáze	7 099	17 016	15 232	15 814	16 591	
Hodnota první fáze	71 752					
Hodnota druhé fáze	268 305					
Nepotřebný majetek	3 545					
Hodnota podniku brutto	343 601					

$g = 2,5 \%$
WACC = 8,84 %

Zdroj: Vlastní zpracování

8.2 Ocenění použitím DCF Equity

Při oceňování metodou DCF Equity je využíváno peněžních toků FCFE, které směřují pouze majitelům. Základem je proto již čistý zisk, který je následně upravován o položky odpisy, změna potřebného pracovního kapitálu, nové investice a následně i o splátky úvěrů. Finanční plán počítá s postupným splácením dlouhodobých závazků, které se tak do peněžního toku FCFE musí nutně promítnout. Aby výsledné hodnoty mohly být porovnány s metodou předchozí, musí být po dvoufázovém ocenění následně přičtena i hodnota dlouhodobých cizích zdrojů ke dni ocenění pro zjištění výsledné hodnoty brutto.

Tabulka 36: Výpočet FCFE (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022
EAT	19 089	21 424	23 972	26 454	29 468
+odpisy	9 995	10 160	10 287	10 740	10 799
-splátky úvěru	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000	-15 000
-růst WC	-5 549	-3 863	-3 854	-3 820	-3 755
-nové INV	-7 709	-10 160	-13 208	-13 620	-13 613
FCFE	826	2 561	2 196	4 754	7 898

Zdroj: Vlastní zpracování

Na výsledných hodnotách v porovnání s předchozími peněžními toky je patrný vliv splátek úvěru. Ty jsou pro podnik relevantní pouze v první fázi ocenění. Zahrnout je i do fáze druhé by znamenalo splácení stejné částky do nekonečna, i kdyby již podnik dlouhodobé závazky neměl. Peněžní tok je uvažován přímo majiteli, jako diskontní sazba jsou tedy v tomto případě použity náklady vlastního kapitálu. Uvažovaný stabilní růst ve druhé fázi zůstává neměnných 2,5 %. Výsledná hodnota stanovená metodou DCF Equity při zohlednění dlouhodobého cizího kapitálu činila ke dni 1.5.2018 281 180 tis. Kč.

Tabulka 37: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou DCF Equity (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023+
FCFE	346	2 561	2 196	4 754	7 898	23 471
diskont	1,08	1,27	1,47	1,68	1,89	
1. fáze	321	2014	1493	2833	4178	
Hodnota první fáze	10838					
Hodnota druhé fáze	136 797					
Nepotřebný majetek	3 545					
Hodnota podniku netto	151 180					
Dlouhodobý cizí kapitál	130 000					
Hodnota podniku brutto	281 180					

g = 2,5 %
r_E = 11,57 %

Zdroj: Vlastní zpracování

8.3 Ocenění použitím metody EVA

Při aplikaci metody EVA ve variantě Entity by v teoretické rovině mělo být dosaženo stejného výsledku jako metodou DCF Entity, ale za použití údajů o výsledcích hospodaření namísto peněžních toků. V praxi tomu tak ale nutně být nemusí, jak bude zřejmé z následujícího textu. Pro stanovení hodnoty společnosti pomocí metody EVA je nutné znát samotnou výši ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech. Ta byla vypočítána jako součást kapitoly zabývající se finanční analýzou plánované podoby účetních výkazů podniku.

Hodnoty ukazatele EVA jsou v jednotlivých letech diskontovány váženými náklady na kapitál, i v této metodě je ve druhé fázi uvažován roční stabilní růst čistého provozního zisku po zdanění NOPAT o 2,5 %. Výsledná hodnota podniku určená dvoufázovou metodou EVA Entity ke dni 1.5.2018 činí 388 769 tis. Kč.

Tabulka 38: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou EVA Entity (tis. Kč)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023+
EVA	1 934	6 795	8 953	10 816	12 931	13 692
diskont	1,03	1,12	1,22	1,32	1,44	
1. fáze	1 871	6 067	7 367	8 189	8 996	
Hodnota první fáze	32 489					
Hodnota druhé fáze	150 276					
Nepotřebný majetek	3 545					
Investovaný kapitál	202 459					
Hodnota podniku brutto	388 769					

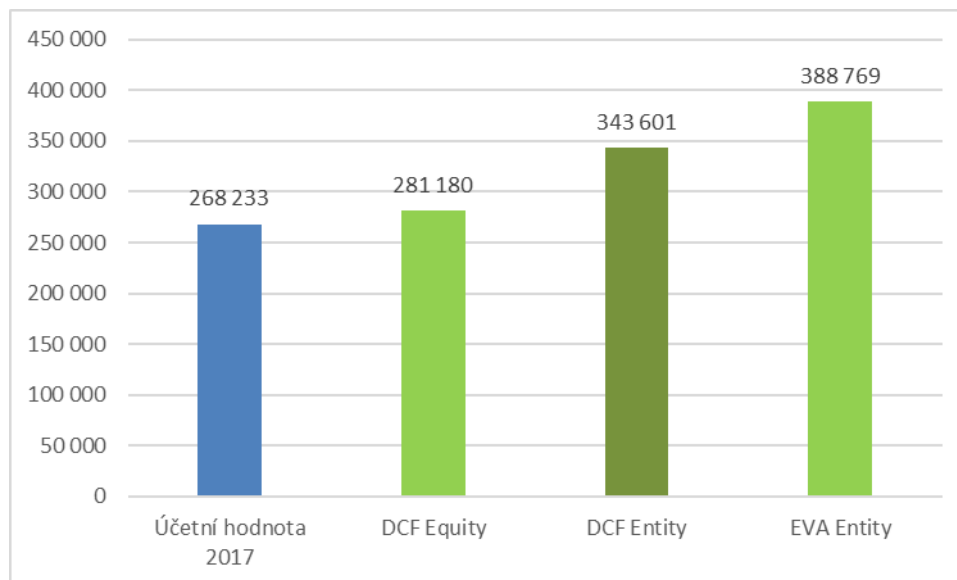
g = 2,5 %
WACC = 8,84 %

Zdroj: Vlastní zpracování

8.4 Závěrečné ocenění

Použité výnosové metody ocenění jsou na obrázku č. 20 doplněny o účetní hodnotu majetku podniku ke dni ocenění 1.5.2018. Jejím úkolem je při porovnání s výnosovými metodami dát případný podnět pro dodatečné zjištění likvidační hodnoty, budou-li výsledné hodnoty výnosového ocenění hluboko pod hodnotou účetní. V případě oceňovaného podniku byla za použití zvolené metody DCF Entity i kontrolních DCF Equity a EVA Entity vyčíslena hodnota podniku vyšší než prostá suma hodnoty aktiv. Z výsledků je dále patrný podstatný rozdíl mezi oceněním zvolenými metodami DCF.

Obrázek 20: Hodnota podniku Decoleta, a.s. k 1.5.2018 při využití různých metod ocenění (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

V průběhu plánovaného období v podniku dochází k podstatným změnám ve struktuře financování a finanční páka uvnitř podniku tak není ustálená. V takových podmínkách není metodu DCF Equity vhodné aplikovat. Naopak vlivem vysoké finanční páky a

jejího následného snižování je vhodné využít metodu pracující s peněžními toky majiteli i věřitelům DCF Entity. Hodnota podniku Decoleta, a.s. proto byla na základě metody DCF Entity k 1.5.2018 stanovena jako:

343 601 tis. Kč.

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti Decoleta, a.s. k 1.5.2018 vhodnou metodou ocenění pro potenciálního investora zvažujícího koupi zmiňovaného podniku. Oceňovaný podnik Decoleta je výrobcem malých soustružených obrobků o vysoké přesnosti a sídlí v jedné z průmyslových zón v Jihlavě.

V souladu s doporučeným postupem při oceňování byly nejdříve zpracovány strategická a finanční analýza a na ně navazující finanční plán, jejichž hlavním úkolem je vyjádření potenciálu spojeného s budoucí činností firmy. V rámci strategické analýzy bylo po bližším představení oceňované společnosti za pomoci zvolených metod zkoumáno vnější a vnitřní prostředí podniku za účelem identifikace potenciálu. Silné stránky podniku pramení především ze zaváděných systémů řízení a využívání moderních zařízení a metod při výrobě svých produktů. Příležitosti pro rozvoj podniku byly spatřeny na zahraničních trzích a postupnou automatizací výroby. Mezi slabé stránky lze zařadit velké zadlužení, čímž se v očích věřitelů může stát příliš rizikovým. Faktory nejvíce ohrožující budoucnost podniku je nedostatek kvalifikované pracovní síly, posilující kurz domácí měny a příchod nových silných konkurentů na trh. Jedním z výstupů strategické analýzy bylo rovněž určení relevantního trhu a jeho předpokládaného vývoje v budoucích letech a následný odhad tržeb oceňovaného podniku, jejichž růst byl odhadnut jako 8% v nejbližších letech a 2,5% v letech následujících.

V provedené finanční analýze byl zkoumán aktuální finanční stav oceňovaného podniku. Při samotné analýze bylo zjištěno, že podnik nedodrží většinu doporučení plynoucích z bilančních pravidel. Při horizontální a vertikální analýze byl dále zjištěn velmi rychlý růst podniku z hlediska celkových aktiv i tržeb, který se však též promítal do rychlého růstu nákladovosti produkce a tím celkové stagnaci čistých zisků v posledních letech. Důležitou část pak tvořila analýza poměrových ukazatelů, které byly dále porovnávány s průměrnými hodnotami příslušného odvětví (CZ-NACE 25.6), ve kterých podnik dosahoval podprůměrných hodnot. Jedním z projevů rychlého růstu podniku byla dále zvyšující se hodnota zapojeného zpoplatněného kapitálu, která při téměř neměnných hodnotách provozního zisku zapříčinila postupný propad ukazatele EVA. Vlivem velkého podílu cizího kapitálu byl při výpočtu koeficientů beta podnik posuzován jako vysoce rizikový, ze stejného důvodu se však toto riziko příliš neprojevovalo do vážných nákladů kapitálu WACC.

Při sestavení finančního plánu podniku na roky 2017 – 2022 bylo využito zpracované prognózy budoucích tržeb podniku. Jako podíl na tržbách byla následně stanovena většina položek v plánovaných výkazech. V případech, kdy bylo použití tohoto podílu nevhodné, byla použita hodnota převzatá z minulých období nebo byly hodnoty jiným způsobem určeny. Finanční plán počítá s postupnou stabilizací vývoje podniku a pokračující racionalizací výrobních procesů. Při zkrácené finanční analýze se tyto předpoklady promítaly do pozvolného zlepšování většiny poměrových ukazatelů a jejich

přibližování k průměrným hodnotám odvětví. Hospodářské výsledky podniku budou dosahovat meziročně se zvyšujících hodnot. Při nastavené úrovni hospodaření se zisky běžných období podnik bude hospodařit v plánovaném období se stejným investovaným kapitálem, což při zvyšujícím se provozním výsledku hospodaření povede k růstu ukazatele EVA.

Z výsledků předchozích analýz a sestaveného finančního plánu bylo možné odvodit předpoklad pokračující existence podniku. Pro konečné ocenění podniku proto byla vybrána z důvodu postupně se měnící struktury financování jako nejvhodnější metoda diskontovaných cash flow DCF Entity. Za použití této výnosové metody byla brutto hodnota firmy Decoleta, a.s. stanovena ke dni 1.5.2018 na 343 601 tis. Kč, čímž je cíl této diplomové práce splněn.

Seznam použité literatury

1. BLAHA, Zdenek Sid a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2006. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3., rozš. vyd. Praha: Management Press. ISBN 80-7261-145-3.
2. FOTR, Jiří, 2012. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.
3. KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. preprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck. Praktické příručky. Daně, účetnictví, ekonomie. ISBN 80-7179-529-1.
4. KISLINGEROVÁ, Eva, 2005. *Finanční analýza: krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.
5. LOKVENCOVÁ, Veronika, 2012. *Studie řízení materiálových toků v logistickém řetězci automobilového průmyslu*. Brno. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská. Vedoucí práce Ing. Marie Jurová, CSc.
6. MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
7. PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde. ISBN 978-80-7201-872-7.
8. SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-3386-6.
9. SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
10. SCHOLLEOVÁ, Hana, 2017. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0413-0.
11. VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, 2013. *Podnikové řízení*. 1. vyd. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.
12. VEBER, Jaromír, 2009. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-200-0.
13. VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
14. VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

Internetové zdroje:

1. COLUMBUS, Louis. The State of 3D printing: 2017. *Forbes* [online]. 2017 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/louiscolombus/2017/05/23/the-state-of-3d-printing-2017/#2c5b565657eb>
2. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?. *Česká národní banka* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydeni_repo_sazba_cnb.html
3. ČESKO. § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2018 [cit. 27. 4. 2018]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513#p5-1>
4. ČESKO. § 502 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS 2010-2018 [cit. 27. 4. 2018]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89#p502>
5. ČESKO. Programové prohlášení vlády. *Vláda ČR* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-03]. Dostupné z: <https://www.vlada.cz/cz/jednani-vlady/programove-prohlaseni-vlady-162319>
6. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Databáze národních účtů. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocnka/rocnka.indexnu>
7. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Inflace: Druhy, definice, tabulky. *Český statistický úřad* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
8. DAMODARAN. Current data. *Damodaran* [online]. [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
9. DECOLETA, A.S. Aktuality ve firmě. *Přesné soustružení v setinách milimetru | Aktuality ve firmě | Decoleta, a.s.* [online]. Jihlava, 2016 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <http://www.decoleta.cz/9-aktuality-ve-firme.html>
10. DECOLETA, A.S. O nás. *Přesné soustružení v setinách milimetru | O nás | Decoleta, a.s.* [online]. Jihlava, 2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <http://www.decoleta.cz/8-o-nas.html>
11. DECOLETA, A.S. Precizní soustružené díly. In: *Decoleta, a.s.* [online]. Jihlava, 2018 [cit. 2018-05-15]. Dostupné z: <http://www.decoleta.cz/5-vyroby.html>
12. DELOITTE. Výhled české ekonomiky na rok 2016: Zpomalení z vysokých otáček. *Deloitte* [online]. Praha, 2016 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: https://edu.deloitte.cz/Upload/Brochures/PDF/2016/CZ_Vyhled_ceske_ekonomiky_na_2016.pdf

13. KOMPASS. Decoleta, a.s. *Kompass: Your route to business worldwide* [online]. 2018 [cit. 2018-05-03]. Dostupné z: <https://cz.kompass.com/c/decoleta-a-s/cz026495>
14. KROPÁČEK, Jiří. Učňovské obory: Pokles se zastavuje. In: *Hospodářské noviny* [online]. Praha, 2018, 8.2.2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://infografiky.ihned.cz/ucnovske-obory-pokles-se-zastavuje/r~9431bbbc0cdf11e8ac3d0cc47ab5f122/>
15. KURZY.CZ. Výnos dluhopisu 10R - ČR: (Úrokové sazby finančních trhů [%]) - ekonomika ČNB. *Kurzy.cz* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-04-28]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>
16. MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. 45. Kolokvium: šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2018–2021). In: *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/45-kolokvium-setreni-prognoz-makroekono-31610>
17. MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Makroekonomická predikce: Duben 2018. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-duben-2018-31528>
18. MINISTERSTVO FINANČÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Makroekonomická predikce: Leden 2015. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2015 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>
19. MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Iniciativa práce 4.0: studie. *Ministerstvo práce a sociálních věcí České republiky* [online]. Praha, 2016, 2016 [cit. 2018-05-05]. Dostupné z: https://portal.mpsv.cz/sz/politikaza-mest/prace_4_0/studie_iniciativa_prace_4.0.pdf
20. MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Vývoj nezaměstnanosti od července 2004. *Ministerstvo práce a sociálních věcí České republiky* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-05-01]. Dostupné z: http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/vyvoj_od_072004
21. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČESKÉ REPUBLIKY. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. Praha, 2017 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>
22. Porterův model pěti sil. In: *Fistro digital* [online]. 2018 [cit. 2018-05-10]. Dostupné z: <http://fistro.cz/wp-content/uploads/2016/07/Sn%C3%ADmek-obrazovky-2016-07-16-v-15.00.50.png>

23. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin AB KOMPONENTY s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=105883>
24. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin Decoleta, a.s. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=576475>
25. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin Hronovský s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=122055>
26. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin KLEIN automotive s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=120993>
27. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin Zamet, spol. s r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=560229>
28. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Sbírka listin Mikrona holding s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=668500>
29. VEŘEJNÝ REJSTŘÍK. Úplný výpis z obchodního rejstříku Decoleta, a. s. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2018 [cit. 2018-04-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=576475&typ=UPLNY>

Seznam obrázků

Obrázek 1: Postup při oceňování podniku.....	13
Obrázek 2: Porterův model pěti sil	16
Obrázek 3: Precizní soustružené díly	34
Obrázek 4: HDP – reálný růst v %	36
Obrázek 5: Měnový kurz CZK/EUR.....	37
Obrázek 6: Průměrná míra inflace v %	37
Obrázek 7: Vývoj 2T repo sazby	38
Obrázek 8: Obecná míra nezaměstnanosti dle VŠPS	39
Obrázek 9: Podíl nezaměstnaných osob v ČR a okrese Jihlava	39
Obrázek 10: Mapa konkurenčních firem	41
Obrázek 11: Růst trhu a tržeb společnosti.....	47
Obrázek 12: Zlaté pravidlo	51
Obrázek 13: Pravidlo vyrovnaní rizika	52
Obrázek 14: Pari pravidlo (tis. Kč).....	53
Obrázek 15: Růstové pravidlo.....	53
Obrázek 16: Struktura aktiv	62
Obrázek 17: Struktura pasiv	63
Obrázek 18: Struktura pracovního kapitálu.....	70
Obrázek 19: Skutečný a potřebný NWC dle OCP.....	71
Obrázek 20: Hodnota podniku Decoleta, a.s. k 1.5.2018 při využití různých metod ocenění (tis. Kč)	84

Seznam tabulek

Tabulka 1 Důvody oceňování podniku.....	11
Tabulka 2: Atraktivita relevantního trhu	44
Tabulka 3: Vývoj faktorů a relevantního trhu	45
Tabulka 4: Prognóza relevantního trhu	46
Tabulka 5: Meziroční vývoj tržeb ve srovnání s relevantním trhem (tis. Kč)	47
Tabulka 6: Prognóza tržeb a tržního podílu společnosti.....	48
Tabulka 7: Matice SWOT	49
Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv – absolutní změny.....	54
Tabulka 9: Horizontální analýza aktiv – relativní změna	55
Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv – absolutní změny	57
Tabulka 11: Horizontální analýza pasiv – relativní změna	58
Tabulka 12: Horizontální analýza VZZ – absolutní změna	59
Tabulka 13: Horizontální analýza VZZ – relativní změna.....	60
Tabulka 14: Vertikální analýza aktiv	61
Tabulka 15: Vertikální analýza pasiv	63

Tabulka 16: Horizontální analýza VZZ	64
Tabulka 17: Ukazatele rentability	66
Tabulka 18: Ukazatele likvidity	66
Tabulka 19: Ukazatele aktivity	67
Tabulka 20: Ukazatele zadluženosti	68
Tabulka 21: Ukazatele produktivity	69
Tabulka 22: Rozbor pracovního kapitálu	69
Tabulka 23: Výpočet zatížené bety podniku	72
Tabulka 24: WACC a EVA oceňovaného podniku	73
Tabulka 25: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)	75
Tabulka 26: Plán aktiv (tis. Kč)	76
Tabulka 27: Plán pasiv (tis. Kč)	77
Tabulka 28: Ukazatele rentability finančního plánu	78
Tabulka 29: Ukazatele likvidity finančního plánu	78
Tabulka 30: Ukazatele aktivity finančního plánu	79
Tabulka 31: Ukazatele zadluženosti finančního plánu	79
Tabulka 32: Výpočet koeficientu beta finančního plánu	80
Tabulka 33: Výpočet WACC a EVA finančního plánu podniku	80
Tabulka 34: Výpočet FCFF (tis. Kč)	81
Tabulka 35: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou DCF Entity (tis. Kč) ..	82
Tabulka 36: Výpočet FCFE (tis. Kč)	82
Tabulka 37: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou DCF Equity (tis. Kč) ..	83
Tabulka 38: Stanovení hodnoty podniku Decoleta, a.s. metodou EVA Entity (tis. Kč) ..	84

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha podniku Decoleta, a.s. v plném rozsahu v období 2010-2016	94
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty podniku Decoleta, a.s. v plném rozsahu za období 2010-2016	97

Příloha 1: Rozvaha podniku Decoleta, a.s. v plném rozsahu v období 2010-2016

Položka	Období					
	2010	2011	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	92 701	93 696	169 331	175 909	242 704	246 057
Pohledávky za upsaný základní kapitál						
Dlouhodobý majetek	40 288	36 345	68 904	50 946	49 275	69 255
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	4 805	3 252	1 601	160
Zřizovací výdaje						
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje						
Software			549	3 252	1 601	160
Ocenitelná práva						
Goodwill						
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek						
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek			4 256			
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek						
Dlouhodobý hmotný majetek	40 288	36 345	64 099	47 694	47 674	69 095
Pozemky			1 906	1 906	1 906	1 906
Stavby			14 510	14 010	13 961	13 474
Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí	39 214	35 559	37 208	25 983	15 272	11 506
Pěstitelské celky trvalých porostů						
Dospělá zvířata a jejich skupiny						
Jiný dlouhodobý hmotný majetek			158	303	1 197	1 552
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 024	786	9 100	4 305	4 438	15 987
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	50		1 217	1 187	10 900	24 670
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku						
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
Podíly - ovládaná osoba						
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly						
Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv						
Jiný dlouhodobý finanční majetek						
Požizovaný dlouhodobý finanční majetek						
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek						
Oběžná aktiva	50 962	54 533	90 596	98 937	131 469	127 647
Zásoby	8 359	15 812	19 139	38 009	55 827	51 880
Materiál	3 407	12 221	8 550	17 644	21 077	25 092
Nedokončená výroba a polotovary	1 533	766	3 310	11 861	23 109	13 781
Výrobky	3 161	2 825	7 279	8 504	11 283	12 954
Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny						
Zboží						
Poskytnuté zálohy na zásoby	258				358	53
Dlouhodobé pohledávky	0	0	3 662	0	0	0
Pohledávky z obchodních vztahů						
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba						
Pohledávky - podstatný vliv						
Pohledávky za společníky						
Dlouhodobé poskytnuté zálohy						
Dohadné účty aktivní						
Jiné pohledávky			3 511	0		
Odložená daňová pohledávka			151	0		

Krátkodobé pohledávky	31 476	36 174	54 706	54 623	66 978	75 340
Pohledávky z obchodních vztahů	22 907	17 457	36 100	42 434	49 520	57 143
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba						
Pohledávky - podstatný vliv						
Pohledávky za společníky						
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění						
Stát - daňové pohledávky	1 062	9	8	20	27	45
Krátkodobé poskytnuté zálohy	49		44	6 392	14 579	17 842
Dohadné účty aktivní		51	51	0	0	
Jiné pohledávky	7 458	18 657	18 503	5 777	2 852	310
Krátkodobý finanční majetek	11 127	2 547	13 089	6 305	8 664	427
Peníze	274	23	27	28	100	32
Účty v bankách	10 853	2 524	13 062	6 277	8 564	395
Krátkodobé cenné papíry a podíly						
Požizovaný krátkodobý finanční majetek						
Časové rozlišení	1 451	2 818	9 831	26 026	61 960	49 155
Náklady příštích období	1 451	2 818	6 363	26 026	61 960	49 153
Komplexní náklady příštích období						
Příjmy příštích období			3 468	0		2

Položka	Období					
	2010	2011	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	92 701	93 696	169 331	175 909	242 704	246 057
Vlastní kapitál	17 943	19 505	29 998	38 502	47 275	56 022
Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Základní kapitál	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)						
Změny základního kapitálu						
Kapitálové fondy	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Ážio						
Ostatní kapitálové fondy	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků						
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací						
Rozdíly z přeměn obchodních korporací						
Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací						
Fondy ze zisku	347	433	490	1 099	1 592	1 571
Rezervní fond	295	378	461	995	1 424	1 424
Statutární a ostatní fondy	52	55	29	104	168	147
VH minulých let	-1 054	413	1 839	11 823	19 874	28 683
Nerozdělený zisk minulých let	1 170	413	1 839	11 823	19 874	28 683
Neuhrazená ztráta minulých let	-2 224					
Jiný výsledek hospodaření minulých let						
VH běžného období	1 650	1 659	10 669	8 580	8 809	8 768
Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-)						
Cizí zdroje	72 865	68 154	138 566	136 531	194 073	188 317
Rezervy	0	1 900	4 500	1 168	1 077	1 173
Rezervy podle zvláštních právních předpisů		1 900	3 800	0		
Rezerva na důchody a podobné závazky						
Rezerva na daň z příjmů						
Ostatní rezervy		0	700	1 168	1 077	1 173

Dlouhodobé závazky	0	0	600	16 871	61 011	100 780
Závazky z obchodních vztahů						
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba					60 000	60 000
Závazky - podstatný vliv						
Závazky ke společníkům						
Dlouhodobé přijaté zálohy						
Vydané dluhopisy						
Dlouhodobé směnky k úhradě						
Dohadné účty pasivní						
Jiné závazky		0	600	16 741	600	40 381
Odložený daňový závazek				130	411	399
Krátkodobé závazky	27 829	12 175	28 351	36 638	40 895	41 897
Závazky z obchodních vztahů	22 479	8 864	16 552	28 562	35 904	35 376
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba						
Závazky - podstatný vliv						
Závazky ke společníkům						
Závazky k zaměstnancům	1 662	1 614	1 643	1 985	1 991	2 036
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	851	935	862	1 095	1 075	1 107
Stát - daňové závazky a dotace	421	744	9 206	4 859	1 115	1 864
Krátkodobé přijaté zálohy	17	18	0			
Vydané dluhopisy						
Dohadné účty pasivní	399	0	88	137		
Jiné závazky	2 000				810	1 514
Bankovní úvěry a výpomoci	45 036	54 079	105 115	81 854	91 090	44 467
Bankovní úvěry dlouhodobé	35 036	44 079	52 424	39 960	41 011	31 007
Krátkodobé bankovní úvěry	10 000	10 000	52 691	41 894	50 079	13 460
Krátkodobé finanční výpomoci						
Časové rozlišení	1 893	6 037	767	876	1 356	1 718
Výdaje příštích období	1 893	6 037	767	876	1 356	1 718
Výnosy příštích období						

Zdroj: Vlastní zpracování; účetní výkazy podniku Decoleta, a.s.

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty podniku Decoleta, a.s. v plném rozsahu za období 2010-2016

Položka	Období					
	2010	2011	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží					603	1 489
Náklady vynaložené na prodané zboží					603	1 487
Obchodní marže	0	0	0	0	0	2
Výkony	119 203	134 667	244 877	178 065	213 435	242 902
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	116 035	135 746	237 879	168 334	199 408	250 553
Změna stavu zásob vlastní činnosti	3 157	-1 079	6 998	9 731	14 027	-7 651
Aktivace	11					
Výkonová spotřeba	77 454	80 075	155 675	117 630	146 294	175 286
Spotřeba materiálu a energie	55 035	58 186	110 063	67 852	93 178	86 902
Služby	22 419	21 889	45 612	49 778	53 116	88 384
Přidaná hodnota	41 749	54 592	89 202	60 435	67 141	67 618
Osobní náklady	23 408	32 689	58 925	35 336	40 290	44 014
Mzdové náklady	17 591	23 916	43 499	25 904	28 963	32 486
Odměny členům orgánů obchodní korporace	126	126	221	296	811	137
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	5 303	7 767	14 355	8 603	9 871	10 711
Sociální náklady	388	880	850	533	645	680
Daně a poplatky	21	11	45	43	43	42
Odpisy DHM a DNM	13 286	19 398	16 666	16 689	14 410	9 530
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	14 696	5 039	11 859	3 429	51 403	10 634
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	6 900	1	5 307	0	46 978	6 653
Tržby z prodeje materiálu	7 796	5 038	6 552	3 429	4 425	3 981
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 2)	12 295	2 382	9 754	3 239	51 935	11 067
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	6 727	0	4 965	0	46 677	6 615
Prodaný materiál	5 568	2 382	4 789	3 239	5 258	4 452
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	1 900	2 600	-3 112	-312	95
Ostatní provozní výnosy	1 339	2 467	6 497	12 964	3 186	2 789
Ostatní provozní náklady	4 580	1 092	3 970	11 040	1 783	2 768
Převod provozních výnosů						
Převod provozních nákladů						
Provozní výsledek hospodaření	4 194	4 626	15 598	13 593	13 581	13 525
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů						
Prodané cenné papíry a podíly						
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 + 35 + 36)	0	0	0	0	0	0
Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem						
Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů						
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku						
Výnosy z krátkodobého finančního majetku						
Náklady z finančního majetku						
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů						
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů						
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti						
Výnosové úroky	68	208	549	84	21	6
Nákladové úroky	1 412	1 838	4 078	2 456	1 937	2 326
Ostatní finanční výnosy	1 956	2 064	2 731	3 012	1 326	419
Ostatní finanční náklady	2 950	2 857	2 739	3 636	2 088	762
Převod finančních výnosů						
Převod finančních nákladů						
Finanční výsledek hospodaření	-2 338	-2 423	-3 537	-2 996	-2 678	-2 663
Daň z příjmů za běžnou činnost	206	544	1 392	2 017	2 094	2 094
-splatná	206	544	1 543	1 736	1 813	2 106
-odložená	0	0	-151	281	281	-12
VH za běžnou činnost	1 650	1 659	10 669	8 580	8 809	8 768

Mimořádné výnosy						
Mimořádné náklady						
Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)						
-splatná						
-odložená						
Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 -55)						
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)						
VH za účetní období	1 650	1 659	10 669	8 580	8 809	8 768
VH před zdaněním	1 856	2 203	12 061	10 597	10 903	10 862

Zdroj: Vlastní zpracování; účetní výkazy podniku Decoleta, a.s.

Evidence výpůjček

Prohlášení:

Dávám svolení k půjčování této diplomové práce. Uživatel potvrzuje svým podpisem, že bude tuto práci řádně citovat v seznamu použité literatury.

Jméno a příjmení: Milan Dvořák

V Praze dne: 18. 05. 2018

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis