

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE
MASARYKŮV ÚSTAV VYŠŠÍCH STUDIÍ

**DIPLOMOVÁ
PRÁCE**

Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.

Valuation of the company Baumruk & Baumruk, s. r. o.

ŘÍZENÍ ROZVOJOVÝCH PROJEKTŮ

PROJEKTOVÉ ŘÍZENÍ INOVACÍ V PODNIKU

VEDOUCÍ PRÁCE

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

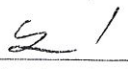
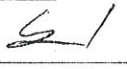

BC. MARKÉTA KOTĚROVÁ

2019

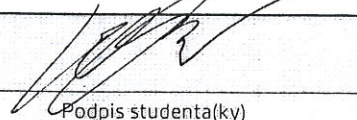
I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	<u>Kotěrová</u>	Jméno:	<u>Markéta</u>	Osobní číslo:	<u>423448</u>
Fakulta/ústav:	<u>Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)</u>				
Zadávací katedra/ústav:	<u>Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS), oddělení ekonomických studií</u>				
Studijní program:	<u>Řízení rozvojových projektů</u>				
Studijní obor:	<u>Projektové řízení inovací v podniku</u>				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	<u>Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.</u>	
Název diplomové práce anglicky:	<u>Valuation of the company Baumruk & Baumruk, s. r. o.</u>	
Pokyny pro vypracování:	<p>Cíl: Cílem diplomové práce je zjištění hodnoty vybrané společnosti a to takovým způsobem, jakým by k ní dospěl nezávislý analytik na základě veřejně dostupných údajů a dat.</p> <p>PŘÍNOS: Přínosem této práce jsou výsledky praktické části, které by měly vlastníkově firmy posloužit pro další rozhodování a řízení</p> <p>OSNOVA: 1. Úvod; 2. Teoretická část - základní náležitosti pro oceňování podniku, metody používané pro ocenění podniku, ; 3. Praktická část - představení společnosti, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, aplikace metod pro stanovení hodnoty; Závěr</p>	
Seznam doporučené literatury:	<p>Kislingerová, E. Finanční analýza: krok za krokem. Praha: C.H. Beck, C.H. Beck pro praxi, 2005.</p> <p>Kislingerová, E. Oceňování podniku. Praha: C.H. Beck, C.H. Beck pro praxi, 2001.</p> <p>Mařík, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2011.</p> <p>Růčková, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. Praha: Grada, 2011.</p>	
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	<u>doc. RNDr. Hana Scholleová, Ph.D, MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií</u>	
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:		
Datum zadání diplomové práce:	<u>6. 12. 2017</u>	Termín odevzdání diplomové práce: <u>17. 1. 2019</u>
Platnost zadání diplomové práce:	<u>30. 9. 2019</u>	
		
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>11. 5. 2018</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

Identifikační záznam

KOTĚROVÁ, Markéta. *Stanovení hodnoty podniku Baumruk Baumruk, s. r. o.*
Praha: ČVUT 2017. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze,
Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a že jsem uvedla všechny použité informační zdroje.

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: 16. 1. 2019

Podpis:

Poděkování

Na tomto místě srdečně děkuji doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D., vedoucí této diplomové práce, za ochotu, vstřícnost a čas, který mi věnovala při poskytování cenných připomínek a odborných rad.

Abstrakt

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. k 1. 1. 2019 za účelem poskytnutí této informace managementu podniku pro interní potřeby. Teoretická část práce je zaměřena na vymezení stěžejních pojmů a postupů oceňování a na vybrané metody stanovení hodnoty podniku. Ve druhé, praktické části práce, jsou uvedené postupy a metody uplatněny v rámci ocenění vybraného podniku. Klíčovou myšlenkou této části je provedení komplexního postupu ocenění zahrnujícího sběr potřebných dat prostřednictvím aplikace metod strategické a finanční analýzy, na jejichž základě je s využitím výnosových metod stanovena hodnota daného podniku.

Klíčová slova

hodnota, podnik, oceňování, strategická analýza, finanční analýza, metody oceňování podniku

Abstract

The aim of the thesis is to determine the market value of the company Baumruk & Baumruk, s. r. o. to a date 1 January 2019 in order to provide this information to the company's management for internal needs. The theoretical part of the thesis is focused on the definition of key concepts and valuation procedures and on selected business valuation methods. In the second, practical part of the thesis, these procedures and methods are used to determine the value of the selected company. The main idea of this section is to do comprehensive valuation process involving the collection of necessary data through the application of strategic and financial analysis methods, based on which the value of the company is determined with using the methods of returns.

Key words

value, company, valuation, strategic analysis, financial analysis, business valuation methods

Obsah

Úvod.....	7
1 Základní rámec pro stanovení hodnoty podniku	8
1.1 Vymezení základních definic	8
1.1.1 Podnik.....	8
1.1.2 Hodnota	10
1.2 Důvody a využití ocenění.....	17
2 Postup procesu ocenění	19
2.1 Sběr vstupních dat	21
2.2 Strategická analýza.....	22
2.2.1 Analýza externího prostředí	25
2.2.2 Analýza interního prostředí	28
2.2.3 Syntéza výsledků externího a interního prostředí	33
2.3 Vyhodnocení finančního zdraví podniku	34
2.3.1 Finanční analýza.....	35
2.3.2 Analýza absolutních ukazatelů.....	37
2.3.3 Kapitálová struktura a Bilanční pravidla.....	39
2.3.4 Analýza poměrových ukazatelů	41
2.3.5 Rozbor pracovního kapitálu	48
2.3.6 Ukazatel EVA (Economic Value added)	50
2.3.7 Srovnávání.....	51
2.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná.....	51
2.5 Tvorba finančního plánu	52
3 Metody stanovení hodnoty podniku	57
3.1 Metody založené na majetkovém principu	57
3.1.1 Metoda likvidační hodnoty.....	57
3.1.2 Metoda účetní hodnoty.....	58

3.1.3	Metoda substanční hodnoty.....	58
3.2	Metody založené na tržním principu.....	59
3.2.1	Metoda tržního porovnání	59
3.2.2	Metoda přímého ocenění na základě analýzy kapitálového trhu	59
3.3	Metody založené na výnosovém principu.....	60
3.3.1	Metoda ekonomicky přidané hodnoty.....	60
3.3.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	62
3.3.3	Metoda diskontovaného cash flow	62
3.3.4	Kombinované výnosové metody	67
4	Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.	69
4.1	Průvodní zpráva	69
4.2	Vize a strategie podniku.....	73
4.3	Strategická analýza.....	73
4.3.1	Vnější potenciál podniku.....	74
4.3.2	Vyhodnocení strategické analýzy.....	92
4.4	Finanční analýza.....	95
4.4.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	95
4.4.2	Analýza poměrových ukazatelů	107
4.4.3	Analýza pracovního kapitálu.....	112
4.4.4	Závěr finanční analýzy	115
4.5	Finanční plán.....	117
4.5.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty	117
4.5.2	Plán rozvahy	120
4.5.3	Finanční analýza plánovaných účetních výkazů	123
4.6	Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.....	124
4.6.1	Stanovení diskontní míry.....	125
4.6.2	Pomocné proměnné pro výnosové metody	126

4.6.3	FCFF.....	127
4.6.4	EVA.....	129
4.6.5	Tržní multiplikátor	130
4.6.6	Závěr ocenění	131
5	Závěr.....	133
	Seznam použitých zdrojů	135
	Bibliografické zdroje.....	135
	Internetové zdroje	140
	Seznam tabulek	141
	Seznam grafů.....	142
	Seznam obrázků	143
	Seznam příloh	143
	Přílohy.....	144
	Evidenze výpůjček	147

Úvod

Ocenění podniku, zahrnující kompletní rozbor jeho současného i budoucího potenciálu, poskytuje nejen komplexní informace o vnějším a vnitřním prostředí působícím na podnik, ale také o jeho dosavadním hospodaření a o jeho odhadovaném budoucím vývoji. Na jeho základech je možné stanovit silné a slabé stránky podniku, se kterými lze dále pracovat a následně vhodně modifikovat podnikovou strategii. V dnešním dynamickém tržním prostředí, při stále rostoucí globalizaci světové ekonomiky je pro udržení konkurenceschopnosti podniku a zachování stabilní prosperity nezbytné neustále sledovat vývoj technologií, podnikatelských služeb, produktů či možných substitutů a adekvátně a pohotově těmto změnám přizpůsobovat ekonomickou činnost. Vedle běžně uváděných důvodů pro zpracování ocenění, jako je prodej, fúze nebo například likvidace podniku, lze uvažovat také právě tyto, výše zmíněné, pro něž by měly být výstupy ocenění velmi žádané a prospěšné.

Tato diplomová práce je vypracována za účelem stanovení tržní hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o, který se zabývá zakázkovou výrobou kovových komponent pro výrobní a zemědělské strojní zařízení. Hledaná tržní hodnota na úrovni brutto, tedy hodnota podniku jako celku je stanovena k 1. 1. 2019, za účelem poskytnutí informací o hodnotě podniku pro další plánování ekonomické činnosti podniku. Vybrané metody ocenění jsou v rámci českých podmínek považovány za nejvíce vhodné a nejlépe splňují požadavky daného účelu stanovení hodnoty.

První fáze práce je věnována teoretickým podkladům pro provedení ocenění. Vymezeny jsou nejprve veškeré potřebné vstupní informace a možné způsoby jejich získání čili uvažované metody, analýzy a rozborů. Dále je pojednáno o možných postupech a variantách stanovení hodnoty podniku. V návaznosti na vymezenou teoretickou konstrukci je v rámci druhé fáze provedeno samotné ocenění vybraného podniku, jehož cílem je, jak již bylo uvedeno, stanovení tržní hodnoty. Závěr práce je věnován shrnutí a vyhodnocení výsledků ocenění. Dále jsou uvedeny návrhy pro oceňovaný podnik z hlediska možných budoucích postupů pro dosažení co nejefektivnějšího zhodnocování podniku.

1 Základní rámec pro stanovení hodnoty podniku

Pro potřeby této práce je vhodné nejprve vymežit základní východiska stanovení hodnoty podniku. Tedy formulovat potřebné definice, uvést požadované vstupní informace a stanovit podpůrné a doporučené právní předpisy využívané v České republice. Součástí první kapitoly je také vymezení účelu, za jakým může být ocenění prováděno a jaké jsou možnosti využití jeho výstupních dat.

1.1 Vymezení základních definic

1.1.1 Podnik

V české i mezinárodní ekonomické terminologii je předmětem disciplíny oceňování využíván pojem podnik. V širokém výběru odborné literatury se lze dobrat mnoha různých pojetí. Jednotlivé formulace závisí na úhlu pohledu, kterým je na podnik skrze jednotlivé obory nahlíženo.

Pro účely stanovení hodnoty podniku je vhodné uvést definici, se kterou pracuje teorie směny v rámci oboru mikroekonomie. Teorie směny, na podnik nahlíží jako na ekonomický statek, tedy jako na obchodovatelný předmět možné směny. Podnik je tedy chápán jako zboží včetně jeho veškerých atributů. (Vochozka, Mulač a kol., 2012, s. 115)

Z podstaty výše uvedeného si není těžké představit tržní prostředí, kde vystupuje vlastník zboží, potenciální prodávající a zájemce, tedy možný budoucí nakupující. Podnik může být předmětem této směny na základě směnné hodnoty, která je vyjádřením peněžní hodnoty zboží. Je třeba brát na vědomí, že trh s podniky se vyznačuje určitými zvláštnostmi, které deformují klasický trh. Soustředěnost nabídky a poptávky je nízká, konkurence je nedostatečná. Cenový mechanismus, tak jak je zaveden na klasickém trhu, zde ztrácí využití právě díky jedinečnosti tohoto trhu a potřebnému ocenění podniku. (Vochozka, Mulač a kol., 2012, s. 116)

Stěžejním pojetím tohoto termínu je především definice, kterou uvádí Občanský zákoník. Podnik je zde označován jako obchodní závod, který je definován dle § 502 následovně. (Mařík, 2018, s. 17)

„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.“ (§ 502, Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník)

V této diplomové práci bude termín „podnik“ uvažován jako synonymum k obchodnímu závodu tak, jak ho uvádí Občanský zákoník.

Termínem „podnikatel“ zákon uvažuje osobu, která samostatně vykonává výdělečnou činnost způsobem živnostenským nebo obdobným, a to na vlastní účet a odpovědnost, přičemž jejím záměrem je tak činit soustavně a za účelem dosažení zisku. (§ 420, odst. 1 obč. zák.)

Majetek představuje vše, co osobě patří. Jmění je pak souhrn majetku osoby včetně jejich dluhů. (§ 495 obč. zák.)

Z výše uvedených formulací podniku a z definice podnikání v občanském zákoníku, který jej uvádí jako činnost podnikatele vykonávanou soustavně, samostatně a vlastním jménem a na jeho zodpovědnost, přičemž účelem je dosažení zisku, lze vyvodit následující klíčové závěry pro oceňování.

Hlavní podnikatelská činnost musí být orientovaná na generování zisku. Záměrem každého podnikání je proto zhodnocení vloženého kapitálu. Dosaženo je tak procesem přeměny vstupů na výstupy, jimiž podnikatel uspokojí potřeby zákazníka. Rozdíl hodnoty těchto vstupů a výstupů tvoří podnikatelův zisk. Nutným předpokladem je tzv. going concern princip, tj. podnikání musí být provozováno trvale, nikoliv jednorázově. Jestliže podnikání neskončí zhodnocením vloženého kapitálu, podleho riziku neúspěchu. Velikost rizika je variabilní a závisí na několika faktorech: konkurenčním prostředím, velikosti podniku, odvětví, finanční síle a na mnoha dalších. V krajním případě může dojít ke znehodnocení nebo ztrátě vloženého kapitálu. Logickým dovozením je, že pokud je míra tohoto rizika vysoká, podnikatel vyžaduje větší výnosnost své podnikatelské činnosti. (Mulačová, Mulač, 2013, s. 15)

1.1.2 Hodnota

Zpočátku je nutné konstatovat, že zcela objektivní hodnota podniku stanovit nelze. Z tohoto tvrzení lze dovodit nepříznivou skutečnost, a to neexistenci jediného správného ocenění podniku či volby nejvhodnější metody. Každý cílový subjekt, pro něhož jsou výsledky oceňování určeny, by měl brát na vědomí, že výsledná hodnota daného podniku bude do určité míry subjektivní. Potřeba zajistit co nejvyšší možnou objektivizaci hodnoty podniku je zjevná, a proto by se osoba provádějící ocenění měla snažit standardizovat alespoň proces, kterým se k hodnotě dobere. (Kalouda, 2015, s. 238)

Výsledná částka představuje hodnotu, která náleží konkrétnímu účelu, pro něž byla zpracována. Jinými slovy každý zadavatel může ocenění objednat z odlišného důvodu, na kterém je závislé i následné využití výsledků tohoto procesu, jež je přizpůsobeno konkrétní potřebě zadavatele. Z uvedeného vyplývá, že hodnota je závislá na daném účelu ocenění a na subjektu, který si ocenění vyžádal. (Krabec, 2009, s. 16)

V souvislosti s hodnotou podniku je zásadní princip hodnoty v ekonomickém slova smyslu. Její podstata vychází z hospodářského prostředí, kde se setkávají neomezené lidské potřeby s omezenými zdroji, jež tyto potřeby uspokojují. Za předpokladu racionálního chování tak mezi určitým subjektem a objektem vzniká vztah. Statek či služba mají schopnost uspokojit lidské potřeby, a tak nabývají užitné hodnoty. Ta může být individuální na základě preferencí nebo způsobu využití statku. Pokud je takový statek předmětem směny, tedy je k dispozici na trhu a v omezeném množství, nabývá hodnoty směnné a může představovat základ pro tržní hodnotu.

Hodnota podniku je též založena na principu užitku, který potenciální majitel získá. Může být tvořen jak finanční složkou, tak i osobní, příkladem je společenské postavení, moc či jiné. Pro potřeby oceňování se pracuje s užitkem finančním. (str. 23–24, Mařík, 2018)

V návaznosti na uvedené úvahy lze konstatovat, že hodnota podniku je dána současnou diskontovanou hodnotou zisku společnosti. Jedná se tedy o budoucí očekávané příjmy, které jsou buď na úrovni vlastníků, nebo všech investorů, tedy

vlastníků i věřitelů, a které jsou převedeny na současnou hodnotu. Hodnota je dána znalostmi, duševním vlastnictvím podnikatelů a interní technologií. Je ovlivňována také trhem a konkurencí jiných firem, podmínkami nabídky a transakčními náklady a výhodami. (Spulber, 2009, s. 169)

1.1.2.1 Hladiny hodnoty

Při stanovení hodnoty podniku je důležité určit, na jaké hladině se bude daný podnik oceňovat. Hodnota podniku může být vyjádřena v brutto nebo v netto hladině.

Brutto hladina poskytuje informace o výši potřebného kapitálu, avšak nikoliv o tom, jakým způsobem je kapitál financován. Tedy udává hodnotu podniku jako celku – podnikatelské jednotky. Jinými slovy zahrnuje hodnotu jak pro věřitele, tak pro vlastníky.

Zatímco hladina netto představuje hodnotu fiktivního vlastního kapitálu oceňovaného podniku, tj. hodnota po odečtení výše cizího kapitálu. Na této hladině je podnik oceněn na úrovni vlastníků daného podniku.

Z důvodu potřeby provázanosti ocenění s českými zákony se hladina brutto pojí s definicí majetku, která je uvedena v občanském zákoníku. V oblasti týkající se hladiny netto mohou vznikat určité nejasnosti, jelikož současný občanský zákoník neposkytuje adekvátní pojem pro toto označení. Lze jej pouze definovat jako rozdíl majetku a dluhů. Obvykle se proto využívá výše zmíněná formulace – ocenění vlastního kapitálu.

V důsledku toho, že je na pojem vlastní kapitál nahlíženo jiným způsobem v disciplíně oceňování a jinak jej chápe účetnictví, vznikají rozdíly ve způsobu oceňování a v položkách, jež jsou do něj zahrnovány. Nicméně v mezinárodní terminologii se na netto hladině vždy oceňuje vlastní kapitál. Pouze se rozlišuje účetní a jiná hodnota vlastního kapitálu, podle báze hodnoty. V drtivé většině ocenění bývá cílem odhadnout netto hodnotu podniku. (Krabec, 2009, str. 142–143, Mařík, 2018, s. 19)

1.1.2.2 Báze hodnoty

Hodnota podniku by měla být vymezena na základě charakteristik jedné ze základních kategorií tzv. bází. Jedná se o množinu předpokladů, které tvoří základ pro ocenění daného typu. Stanovení adekvátní báze je zcela zásadní, neboť do značné míry určuje způsob modifikace přístup k ocenění. (Mařík, 2018, s. 25)

Krabec (2009, s. 17) uvádí, že zvolená báze hodnoty musí být v souladu s účelem, za kterým je oceňování prováděno, jelikož na standardu hodnoty (součástí může být i více bází hodnoty) je postavena vypovídací schopnost a interpretace či použitelnost výsledku takového ocenění.

Stěžejními dokumenty pro úpravu a vymezení jednotlivých hodnotových bází jsou Mezinárodní oceňovací standardy IVS a Evropské oceňovací standardy EVS. Podle mezinárodních oceňovacích standardů IVS se báze hodnoty rozdělují na dvě hlavní oblasti – základní, tzv. tržní a netržní. Avšak je třeba upozornit na určitá úskalí přesahující do mezinárodní úrovně, která se zde nepochybně vyskytují. Zatímco definice základní báze je poměrně jasná a ustálená, vymezení bází netržních je stále ve vývoji. Problémem je také skutečnost, že postupy těchto standardů nejsou plně uplatňovány a oceňování v jednotlivých zemích probíhá na základě vlastních specifických přístupů a odlišných bází. Někteří odhadci se dokonce touto fází ocenění nezabývají vůbec, což vede ke zpochybnění kvality celého procesu. Jak již bylo výše zmíněno, volba a využití vhodné báze je zcela zásadním krokem, protože určuje způsob pohledu na hodnotu konkrétního podniku. Neúplná či chybějící definice zvolené hodnoty vede až ke ztrátě významu a nepoužitelnosti výsledků daného ocenění. (Mařík, Maříková, 2011, s. 37–56)

Podrobnější kategorizaci hodnotových bází uvádí Mařík (2018, s. 25):

- tržní hodnotu,
- investiční hodnotu,
- spravedlivou hodnotu,
- objektivizovanou hodnotu,
- hodnotu založenou na principech Kolínské školy.

Tržní hodnota

V oblasti oceňování se tržní hodnota běžně chápe jako částka, za kterou je možné dané aktivum na trhu koupit nebo prodat. Komplikace ovšem mohou nastat při snaze blíže definovat trh, na kterém je oceňovaný podnik obchodovatelný (více o této problematice již pojednává předchozí text). Tržní hodnota je v rámci mezinárodních oceňovacích standardů velmi přísně a detailně vymezena a pro některé situace je její aplikace zcela vyloučená. Přesto je v rámci oceňování jednou z nejčastěji hledaných hodnot podniku. V každém případě, pokud nebudou respektovány a splněny všechny požadavky, které na ni mezinárodní standardy kladou, nejedná se o tržní hodnotu. (Krabec, 2009, s. 117–118)

Mezinárodní standardy definují tržní hodnotu jako: „odhadnutou částku, za kterou by měly být aktiva či závazky směněny k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (International Valuation Standards, 2017, s. 18)

Na základě pojetí tržní hodnoty, tak jak ji definují mezinárodní standardy, lze konstatovat, že tržní hodnota reprezentuje cenu při dobrovolné směně mezi dvěma informovanými stranami. Kislíngerová (2001, s. 17) Tržní hodnota tedy předpokládá existenci relevantního volného trhu s podniky, kde běžně působí nabídka a poptávka a vznikají tak podmínky pro utváření tržní ceny. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 118)

Podkladem pro odhad takto definované hodnoty je analýza trhu. Oceňovatel musí pro účely ocenění důkladně prozkoumat tržní prostředí, shromáždit všechna důležitá data a zohlednit veškeré souvislosti. (Mařík, 2018, s. 28.)

Investiční hodnota

Díky specifickým vlastnostem na trhu s podniky, bývá na hodnotu podniku nahlíženo jako na jedinečný jev. Potom je tedy neúčelné hledat hodnotu podniku, která by byla dána pravděpodobnou cenou na trhu. Zásadní je individuální názor konkrétního subjektu ocenění, kterým může být například stávající vlastník, kupující nebo prodávající. Očekávané užítky z majetku pro daný subjekt pak tvoří investiční hodnotu, která odráží cíle a podmínky subjektu, z jehož pohledu je počítána. Na rozdíl

od báze tržní či spravedlivé nepředpokládá hypotetickou směnu aktiva. Vyvozené budoucí peněžní toky mohou být ovlivněny subjektivním názorem a představami subjektu, který materiály pro ocenění poskytuje. Investiční hodnota je obdobným způsobem definována také ve standardech IVS. (Mařík, 2018, s. 34)

Spravedlivá hodnota

Pro Českou republiku, kvůli neexistenci trhu s podniky, představuje spravedlivá hodnota velmi podstatnou hodnotovou bázi. Nevyžaduje totiž srovnatelnost tržních transakcí. Tato báze směřuje k odhadu spravedlivé ceny pro konkrétní strany, přičemž zohledňuje jejich transakční výhody či nevýhody. (Krabec, 2009, s. 201–202)

Mezinárodní standardy IVS 2017, kap 104, ods. 50.1 definují spravedlivou hodnotu jako odhadovanou cenu převodu aktiva či závazku mezi dvěma konkrétními ochotnými a informovanými subjekty se zahrnutím jejich zájmů.

Spravedlivá hodnota může na rozdíl od hodnoty tržní zohledňovat také určité synergie, které mohou mezi konkrétními stranami díky transakcí vzniknout. Díky těmto synergii může dojít k akceptaci spravedlivé ceny v odlišné výši, než by byla dosažená v širším tržním prostředí.

Specifické vlastnosti spravedlivé hodnoty vedou k absenci obecně platných proveditelných a reprodukovatelných pravidel, jelikož proces hledání hodnoty bude pro každou situaci jedinečný. (Mařík, 2018, s. 33)

Objektivizovaná hodnota

Na rozdíl od investičního ocenění, jež si je vlastník podniku schopen vypracovat mnohdy i sám, je objektivizovaný přístup poněkud obtížnější a vyžaduje práci a znalosti profesionála. Výsledkem takového ocenění by měla být reprodukovatelná hodnota s co možná nejmenším subjektivním vlivem odhadce. Při hledání objektivizované hodnoty je nezbytným předpokladem, že podnik bude pokračovat v činnosti se stejným podnikovým konceptem. Je nutné zohlednit finanční možnosti podniku a veškeré budoucí očekávání v rámci trhu, tedy možné příležitosti a rizika. (Mařík, 2018, s. 35, Krabec, 2009, s. 237–239)

„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.“ (IDW Standard S1 2008 str. 9, odst. 29 a další)

Proces hledání objektivizované hodnoty prochází několika fázemi. Nejprve oceňovatel vychází ze všeobecně uznávaných skutečností relevantních k datu ocenění. Jedná se o konkrétní stav podniku k danému datu ocenění, z čehož vzejde objektivizovaná hodnota. Dále jsou zahrnuta obecně známá fakta týkající se budoucnosti (zde se jedná o tržní hodnotu). A v poslední fázi je zohledněno subjektivní hledisko, tj. investiční hodnota. (Mařík, 2018, s. 36)

Stanovení báze hodnoty podle principů Kolínské školy

Přístup Kolínské školy je velmi populární jak v rovině teoretické, tak praktické při oceňování. Své využití nachází především v Německu. Kolínská škola zastává názor, že by oceňovatel při hledání hodnoty konkrétního ocenění měl dané ocenění modifikovat pouze na základě obecných funkcí. Měl by dojít k relevantnímu hraničními hodnotami vymezenému intervalu, který bude obsahovat hledanou hodnotu. Přístup také respektuje nedokonalosti trhu s podniky, proto za reálné ocenění považuje subjektivní hodnotu. (Vochozka, s. 121, Janíček a Marek, 2013, s. 377)

Daný subjekt zadává či objednává ocenění za jistým účelem a s jeho výsledky má bezesporu své záměry. Ocenění tak tedy může nabývat různých funkcí. Kolínská škola rozlišuje funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační či funkci daňovou. Účel daného ocenění je patrný již z názvů jednotlivých funkcí, kterým pak náleží odlišné hodnotové báze.

Za nejdůležitější jsou považovány funkce poradenská a rozhodčí. Poradenská funkce poskytuje informace o maximální ceně (hraniční hodnota kupujícího) a minimální ceně daného podniku (hraniční hodnota prodávajícího). Prostor, který vzniká mezi těmito dvěma hodnoty je určen pro cenové jednání mezi kupujícím a prodávajícím. Funkce rozhodčí představuje nezávislý odhad hraniční hodnoty pro

oba účastníky transakce a hledání spravedlivé hodnoty ve stanoveném hraničním intervalu. (Mařík 2018, s. 38–39)

V České republice bývá ve znaleckém posudku pro oceňování podniku užívána nejčastěji tržní hodnota. Aby se znalec nedostal do střetu s českým právním řádem, ztotožní v posudku tržní hodnotu a obvyklou cenu. Přičemž využívá značné totožnosti těchto definic, anebo přesvědčí soud o tom, aby mu posvětil schválení hledání tržní hodnoty. Ovšem hledání tržní hodnoty podniku není ve středoevropských podmínkách ideální volbou oceňovatele. Oceňovatel může uvést hledání tržní hodnoty, avšak nesplní podmínky IVS. Výsledky takového ocenění pak mohou zapříčinit/přivodit určité komplikace a pochybnosti. (Mařík, M., Maříková, 2011, s. 38)

Krabec (2009, s. 239) uvádí podrobnou tabulku hlavních odlišností tržní hodnoty a hodnoty objektivizované, ze které vyplývají možné překážky a úskalí využití tržní hodnoty při ocenění podniku. Hlavní překážkou jsou specifika na trhu s podniky, jak je již výše zmíněno. Při hledání tržní hodnoty je kladen důraz na kvalitu daného trhu a schopnost oceňovatele ji prokázat a trh blíže definovat.

Tržní hodnotu lze hledat pro relativně homogenní podnik, pro který existuje patřičný relevantní a likvidní trh. Takový trh, kde je možno nalézt srovnatelné podniky a srovnatelné standardně realizované obchodní podmínky. To znamená, existují-li data o analogických tržních transakcích, které lze čerpat a dále je využít.

Ačkoliv se tyto dvě báze hodnot mohou numericky shodovat, odlišují se v pojetí standardizace a v možné použitelnosti. Tržní hodnota na základě výše uvedených skutečností nachází vhodnějšího využití pro ocenění aktiv, která mají relevantní trh, například movité věci, finanční nástroje nebo nemovitosti. Pro ocenění podniku ji lze považovat za méně významnou. Zatímco hodnota objektivizovaná je konstruována především pro ocenění podniku. V rámci výnosového pojetí ocenění, kde základem je finanční plán odvozen z tržních dat, jež poskytuje výsledky, které odpovídají vnitřní hodnotě podniku. Závisí pak na volbě oceňovatele a dalších specifikách daného ocenění, zda lze tuto vnitřní hodnotu zařadit do báze objektivizované hodnoty nebo jiné, některé z báze hodnoty netržních. (Krabec, 2009, s. 235–239)

1.2 Důvody a využití ocenění

Stanovení hodnoty podniku je jedním z důležitých manažerských nástrojů řízení podniku. Hodnota podniku má zásadní význam v oblasti taktického řízení podniku a je jedním ze základních kritérií při dlouhodobém strategickém rozhodování managementu. Na důvody zjišťování hodnoty a možné využití výsledků ocenění již bylo lehce poukázáno v podkapitole 1.1.2. Báze hodnoty. Nicméně veškeré možnosti využití ocenění a hlavní důvody zadavatele, proč chce znát hodnotu daného podniku, prozatím uvedeny nebyly. (Dluhošová a kol., 2010, s. 171)

Potřeba adaptability podniků na neustále změny v dynamickém ekonomickém prostředí v dnešní době stále roste. Podniky se neustále prodávají, transformují, slučují i krachují. Bankovní instituce mají stále přísnější požadavky pro poskytování úvěrů, investoři jsou opatrnější, pojišťovny jsou obezřetnější v oblasti pojistných podvodů a vlastníci jsou více zainteresovaní ohledně stavu jejich podniku. Tyto skutečnosti naznačují významnost a potřebu hodnocení podniku a zjišťování a řízení jeho hodnoty. (Vochozka, 2011, s. 9)

Za nejběžnější podněty vedoucí k potřebě ocenění podniku radí Kislingerová (2001, s. 11) následující: nákup či prodej podniku, sloučení nebo splynutí více podniků, získání úvěru, uvažovaná restrukturalizace, sanace, likvidace, nebo změna právní formy.

Velice prakticky systematizuje možné důvody ocenění podniku Laurenz (2007, s. 7), který uvažuje jednak hledisko vlastnických práv a jejich případných změn a jednak to, zda je ocenění závislé na vůli vlastníka. Důvodem pro ocenění podniku na žádost vlastníků může být například uvedení podniku na burzu nebo vstup nového společníka do osobní společnosti. V takovém případě se předpokládá změna vlastnických vztahů podniku. Další podnět ze strany vlastníků ke zpracování ocenění může vznikat na základě hodnotově orientovaných rozhodovacích procesů managementu. V této situaci výstup ocenění slouží především pro interní potřeby podniku a vlastnické vztahy jsou zachovány. Ostatní možné důvody, proč je vhodné nebo nezbytné znát hodnotu podniku jsou vylíčeny v tabulce 1.

Tabulka 1 - Příčiny, resp. důvody oceňování podniku

	Se změnou vlastnictví	Bez změny vlastnictví
Závislé na vůli vlastníka	<ol style="list-style-type: none"> 1. koupě/prodej podniku či jeho části 2. vstup na burzu 3. navýšení kapitálu 4. podnik jako nepeněžitý vklad 5. smlouva o převodu zisku 6. začlenění 7. privatizace 8. vstup nového společníka 	<ol style="list-style-type: none"> 1. určení ekonomického zisku 2. určení účetní hodnoty 3. budoucí publicita 4. hodnotově orientované odměny 5. hodnotově orientované strategie plánování
Nezávislé na vůli vlastníka	<ol style="list-style-type: none"> 1. převod majetku 2. sloučení 3. převod 4. dědické spory 5. rozvod 6. vyvlastnění, rozpuštění 7. vyloučení/odstoupení společníka 	<ol style="list-style-type: none"> 1. sanace 2. úvěrová bonita 3. daňové přiznání

Zdroj: Váchal, Vochozka, 2013, s. 136, Upraveno podle: Laurenz, 2007, s. 7

2 Postup procesu ocenění

Před zahájením procesu ocenění je nezbytné vymežit konkrétní účel, za jakým bude hodnota podniku hledána a k čemu bude sloužit. Vymezení záměru ocenění je součástí úvodního dokumentu, tzv. průvodní zprávy. Jejím dalším obsahem je vymezení a zdůvodnění toho, jaká hodnotová báze je hledána a na jaké hladině je určována, a především k jakému datu je ocenění platné.

Na základě zpracovaného zadání uvedeného v průvodní zprávě a vyhodnocených výsledků strategické a finanční analýzy může zpracovatel zvolit vhodnou metodu a postup ocenění. Základní kostra doporučeného postupu ocenění by měla být dodržována při každém ocenění. Její modifikace pak závisí na specifikách konkrétního ocenění. (Mařík, 2018, s. 43)

Pokud je předpokládáno rozsáhlejší a náročnější zpracování ocenění je přizván tým odborníků, jehož velikost závisí na potřebách konkrétního ocenění. Zpracovatelský tým je veden hlavním manažerem, který za spolupráce s top managementem celý proces ocenění na základě časového harmonogramu koordinuje. Vrcholový management formuluje zadání práce a dodává potřebné vnitropodnikové informace. Součástí týmu je také řada odborníků, kteří se zabývají dílčími úkoly své specializace a pomocných asistentů. Manažer ocenění se zásadně řídí požadavky uvedenými v průvodní zprávě. (Kislingerová, 2001, s. 25)

Vhodným postupem ocenění podle Kováře (2016, s. 140–141) jsou následující tři fáze.

- 1) souhrnné hodnocení a odhad potenciálu trhu a samotného podniku,
- 2) finanční analýza současného stavu podniku,
- 3) aplikace zvolené metody ocenění podniku.

Rozdílné pojetí, především uspořádání pořadí základních fází ocenění uvádí Mařík (2018, s. 43), který je rozdělil na dvě klíčové. Ocenění v této práci vychází právě z tohoto, níže uvedeného doporučeného postupu.

- 1) Východiskem první fáze je zpracování strategické a finanční analýzy. Na základě přezkoumaných a vyhodnocených výsledků čili analýze dat

zpracovatel stanoví závěry, ze kterých následně posoudí, celkový stav podniku, jeho konkurenceschopnost a tržní postavení. Součástí této fáze je také odhadnout, jestli je fungování podniku dlouhodobě udržitelné, a zda je podnik schopen tvořit hodnotu.

- 2) Ve druhé fázi je ústředním úkolem volba vhodné metody ocenění a následná aplikace potřebných principů a kroků, jež zvolená metoda vyžaduje. V případě spojování podniků je praktické držet se následujících kroků:
 - a. Ocenit podnik „sám o sobě“ („going concern“). Výsledná hodnota tedy nebude zahrnovat efekt ze spojování podniků a mohla by představovat dolní hranici ceny podniku při jednání mezi subjekty transakce.
 - b. Nyní vzniká prostor pro ocenění záměru – synergického efektu, který nastane po spojení podniků. Hodnota složená z ocenění synergického efektu a ocenění získávaného podniku by pak mohla představovat hranici horní.

První fázi uvedeného postupu by měla projít všechna ocenění nehledě na to, jaká metoda stanovení hodnoty bude využita. Jedině na základě analýzy dat z interního a externího prostředí může být představa o fungování daného podniku relevantní a celistvá. Podoba druhé fáze může být různá, zpracovatel ji přizpůsobí individuálním potřebám konkrétního ocenění. (Mařík, 2018, s. 43)

Výše uvedený návrh postupu ocenění je velmi zjednodušený. Zdůrazňuje potřebu kvalitního, jasně definovaného a odůvodněného zpracování zadání ocenění. Následující výčet jednotlivých kroků stanovení hodnoty podniku podle Maříka (2018, s. 71) je obsahem následujících podkapitol, kde je podrobněji rozebrán.

- Sběr vstupních dat
- Analýza dat
 - Strategická analýza
 - Finanční analýza – vyhodnocení finančního zdraví podniku
 - Rozdělení podnikových aktiv na provozně nutná a nenutná
 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty

- Tvorba finančního plánu
- Realizace ocenění
 - Volba metody
 - Ocenění podle zvolené metody
 - Souhrnné ocenění

2.1 Sběr vstupních dat

Úspěšnost produkce kvalitního ocenění s relevantními a obhajitelnými výsledky závisí podle Dluhošové (2010, s. 171) na důkladném přístupu oceňovatele. Tvrdí, že čím kvalitnější a podrobnější informační vstupy oceňovatel zajistí, tím pro něj bude snazší takového ocenění docílit. V první řadě se shromažďují data interní. Tedy veškeré informace v rámci podnikového prostředí, které komplexně odráží dění uvnitř daného podniku. Součástí jsou finanční plány, účetní výkazy, technicko-ekonomické a vnitropodnikové informace. Dalšími nutnými podklady pro zpracování ocenění jsou informace z příslušného odvětví a prognózy zachycující analýzy trhu, vliv zahraničního tržního prostředí a stav a vývoj ekonomiky. Zohledněny musí být také legislativní úpravy a předpisy na úrovni mikroekonomické a informace makroekonomického charakteru – stav a vývoj ekonomiky a finančního trhu. (Dluhošová a kol., 2010, s. 172)

Podrobněji se oblastí vstupních dat pro stanovení hodnoty podniku zabývá Mařík (2018, s. 72–73), který je strukturovaně rozděluje do sedmi hlavních skupin. Jejich zjednodušený výčet je následovný:

- **Základní data o podniku** – identifikační údaje, právní forma, předmět podnikání, historie podniku
- **Ekonomická data** – účetní výkazy, zprávy auditorů, výroční zprávy, podnikové plány
- **Relevantní trh** – vymezení daného trhu, segmentace trhu, faktory atraktivity a vývoje trhu
- **Konkurenční struktura relevantního trhu** – data o hlavní konkurenci, možná substituce, bariéry vstupu do odvětví
- **Odbyt a marketing** – data o struktuře odbytu, data o produktech, cenová politika, reklama, výzkum a vývoj

- **Výroba a dodavatelé** – řízení kvality, charakter výroby a úroveň technologie, dlouhodobý majetek, dodavatelé
- **Pracovníci** – struktura pracovníků, trh práce, fluktuace, produktivita práce, personální náklady

Podle Wilbura (2002, s. 36) jsou z mnoha hledisek údaje potřebné pro komplexní ocenění podniku podobné informacím, které management požaduje pro tvorbu podnikových plánů. Tudiž převážnou část potřebných dat pro ocenění obvykle podnik k dispozici již má. Nepříznivý může být fakt, pokud v podniku takovéto plány neexistují. Dále upozorňuje na význam vztahu účelu ocenění a potřebných informací. Tvrdí, že každý účel oceňování přidává nebo odstraňuje část informací, které mohou být pro dané ocenění zásadní či nikoliv. Z předchozího textu lze vyvodit, že stejně tak jako neexistuje univerzální postup ocenění z důvodů širokého spektra oceňovacích funkcí, nelze stanovit ani jednotný souhrn se stejným množstvím a charakterem vstupních dat.

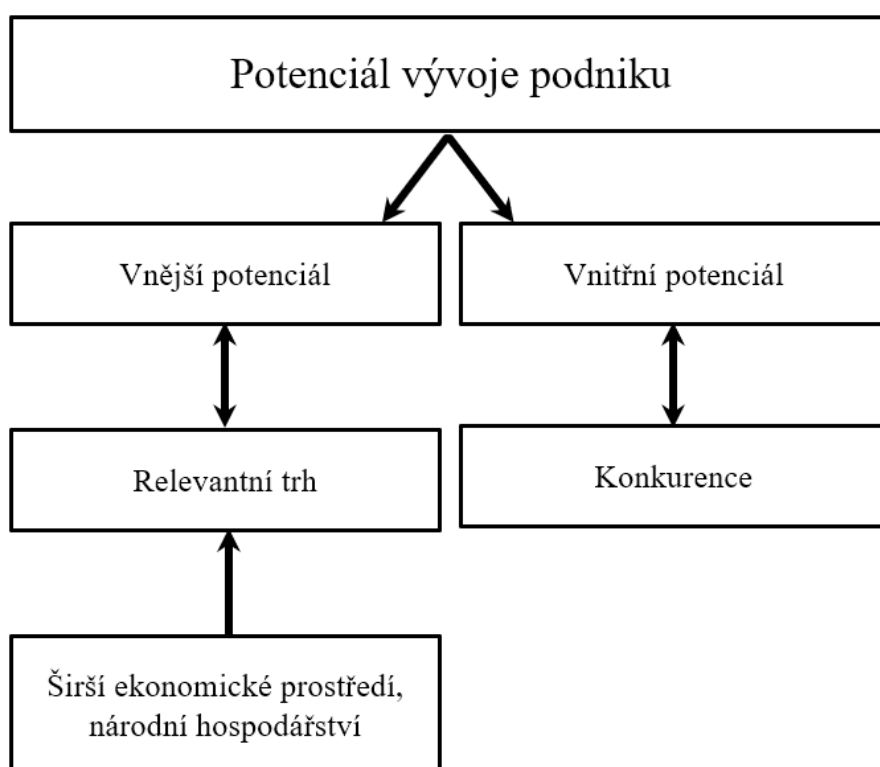
2.2 Strategická analýza

Konkurenční prostředí, ve kterém na globální úrovni působí úspěšné diverzifikované nadnárodní společnosti, klade na podnikatele vysoké nároky. Potřeba realizovat strategické kroky-strategické řízení, chce-li se podnik na takto dynamickém trhu uplatnit, je zcela evidentní. Bez vysoce kompetentního vedení, jasně stanovené vize a definované strategie podnik nebude schopný plnit potřeby adaptace a nátlak konkurence neustojí. (Mallya, 2007, s. 16) V současné době je tedy účelné zvolit přístup ke strategickému řízení, který je zaměřený na pružné vyrovnání se s dramatickými změnami tržního prostředí. (Sedláčková, 2000, s. 3)

Proces formulace strategie je postaven na hledání souvislostí mezi podnikem a okolím, které ho obklopuje. Nalezené souvislosti, které mohou ovlivňovat požadavky na strategii společnosti, je třeba v rámci strategické analýzy systematicky analyzovat a vyhodnotit. „*Cílem strategické analýzy je identifikace a analýza vnějších faktorů působících na podnik a jejich konfrontace se zdroji a schopnostmi podniku.*“ (Lukášová, Novotný, 2004, s. 42) Výsledné závěry procesu strategické analýzy jsou hlavní východiska pro formulaci strategie. (Sedláčková, 2000, s. 3)

V každém případě, ať již podnik strategické řízení provádí či nikoliv, pro stanovení hodnoty se tento krok považuje za zcela zásadní a nevyhnutelný. „*Strategická analýza je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění.*“ (Mařík, 2018, s. 75) Bez strategické analýzy by oceňovatel nemohl posoudit současný stav oceňovaného podniku a predikovat jeho možné budoucí vyhlídky. Při tvorbě analýzy musí být respektován současný směr a vize daného podniku. Zpracovatel by se měl ujistit, zda se předpoklady, za kterých byla současná strategie zformulována, nezměnily. Pokud nastaly výrazné změny v oblasti firemního okolí, může se původní strategický záměr stát pro současnost nepříznivým a měl by být reformulován. (Fotr, Souček, 2011, s. 38) Na základě výsledků strategické analýzy si oceňovatel utvoří obraz o reálné výchozí situaci daného podniku, načež může formulovat perspektivu podniku z dlouhodobého hlediska a stanovit predikci budoucího vývoje. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 128)

Podle Maříka (2018, s. 74) je klíčovým cílem strategické analýzy „*vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.*“ Podnik může analyzovat jednak vnější a jednak vnitřní potenciál, který má k dispozici. Vnější potenciál je dán příležitostmi a riziky, jež plynou z podnikatelského prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Souhrn silných a slabých stránek podniku pak vyjadřuje vnitřní potenciál s důrazem na zjišťování konkurenčních výhod. Uvedené pojetí strategické analýzy znázorňuje obrázek 1.



Obrázek 1 - Analýza vývoje potenciálu podniku

Zdroj: (Mařík s. 74, 2018)

Takto pojatý výnosový potenciál lze v podstatě implementovat do oblastí podnikatelského prostředí tak, jak ho uvádí Fotr (2012, s. 39), který jej člení na dvě části. Externí prostředí zahrnující makroprostředí, které působí nezávisle na podniku a částečně ovlivnitelné mezoprostředí. Interní prostředí (mikroprostředí), které je podnikem přímo ovlivnitelné.

Příležitosti a rizika (vnější potenciál) jsou analyzovány v rámci externího prostředí. Podnik je může ovlivnit pouze nepatrně. Vnitřní potenciál představující silné

a slabé stránky podniku se identifikují a analyzují v interním prostředí podniku neboli v mikroprostředí.

Postup strategické analýzy v případě stanovení hodnoty podniku může být s ohledem na stanovené cíle analýzy realizovaný ve třech navazujících krocích:

- 1) Relevantní trh – analýza a prognóza (vnější potenciál podniku)
- 2) Analýza konkurenceschopnosti (vnitřní potenciál)
- 3) Prognóza tržeb

(Mařík, s. 76, 2018)

Obvykle se před samotným zahájením strategická analýza vymezení na dvě základní části – orientace na vnější a vnitřní okolí podniku. Při analýze vnitřního okolí se zkoumají především zdroje a schopnosti, kterými podnik disponuje. Přestože jsou obě části strategické analýzy orientovány na jinou cílovou oblast zkoumání, musí být respektována jejich vzájemná interakce. (Sedláčková, 2000, s. 4)

Při výběru metod strategické analýzy musí být zohledněny potřeby stanoveného cíle strategie. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 128) Následující metody jsou zvoleny tak, aby byl respektován uvedený doporučený postup strategické analýzy při oceňování a naplněny stanovené cíle. Zároveň je vycházeno ze základního členění strategické analýzy na vnější a vnitřní prostředí podniku.

2.2.1 Analýza externího prostředí

V této části analýzy je zkoumáno vnější okolí podniku, přesněji a v souladu s vytyčenými cíli pro oceňování – je analyzován vnější potenciál podniku. Na podnikatelské prostředí oceňovaného podniku působí faktory, které na jedné straně vytváří nové podnikatelské příležitosti a na druhé straně mohou představovat potenciální hrozby pro jeho existenci. „*Důležitost analýzy vnějšího prostředí podniku je dána především skutečností, že hlavní příčiny růstu a poklesu a jiných dlouhodobých změn fungování podniku jsou v převážné většině případů dány především vlivem faktorů okolí a teprve na druhém místě jeho vnitřním stavem, resp. rozvojem.*“ (Keřkovský, Vykypěl, 2006, s. 40) Pokud se oceňovatel chystá na průzkum okolního prostředí daného podniku, musí nejprve vymežit relevantní trh, na kterém příslušný podnik působí nebo na který se chystá proniknout. Aby mohl být trh označen jako

relevantní, měl by být posouzen z hlediska segmentu, produktu, území a konkurence. Také by měl umožnit jednak získání jeho základních dat, posouzení jeho atraktivity a zpracování prognózy vývoje. (Mařík, 2018, s. 77)

2.2.1.1 Metody analýzy vnějšího prostředí

K analyzování externího prostředí čili vnějšího potenciálu podniku se používá analýza PESTLE. Na základě syntézy získaných výsledků mohou být odhaleny potenciální hrozby a příležitosti plynoucí z okolí. Při realizaci této metody jsou mapovány faktory zasahující do politické, ekonomické, sociální, technologické, legislativní a ekologické sféry. (Grasseová, Dubec a kol., 2010, s. 179)

Sedláčková (2000, s. 5) považuje za vhodné metody pro zhodnocení vlivů makroprostředí analýzu PEST a metodu 4C. První metoda je založena na podobné bázi jako již zmíněná analýza PESTLE a její výsledky poslouží pro další část strategické analýzy -SWOT analýzy. Druhá metoda přesahuje ještě do širších oblastí, teda na úrovni působení globálních faktorů. Hlavní význam těchto metod spočívá ve snaze přimět podnikatele ke vnímavějšímu postoji vůči okolí a k budování širšího rozhledu. Cílem je, aby byli schopni včas reagovat na stále se měnící podnikatelské prostředí.

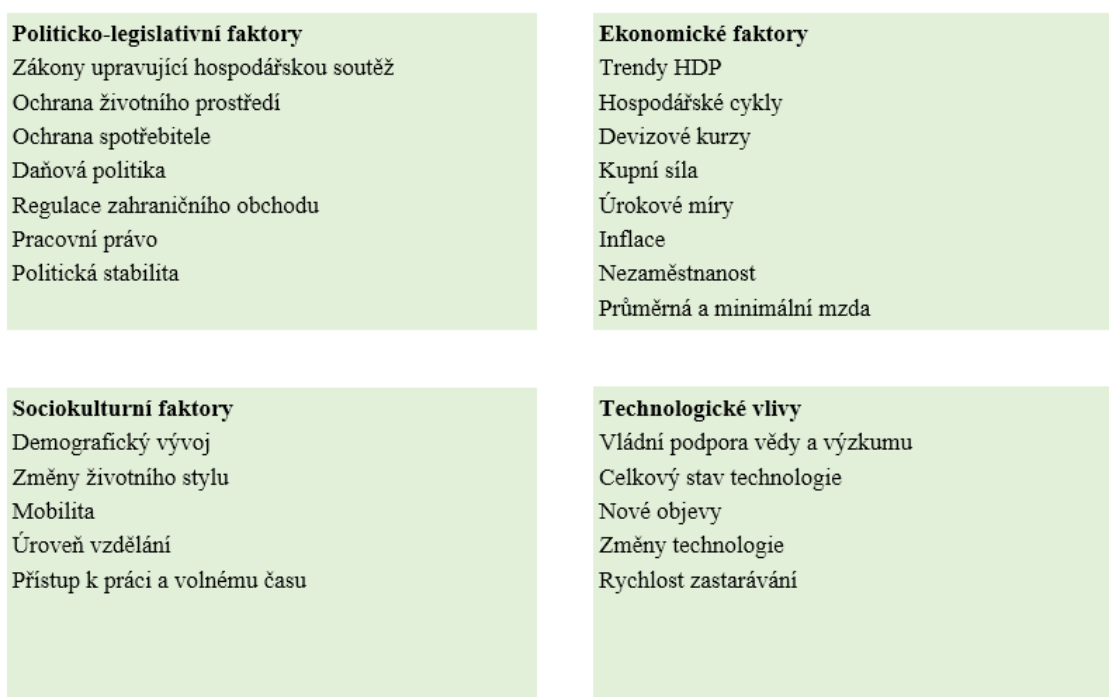
O vztahu makroprostředí a podniku podobně pojednává Kislingerová (2001, s. 29–30), která podnik chápe jako subsystém makroprostředí, které je složeno z politické, technologické, ekonomické a sociální sféry. V tomto případě jde tedy o velmi známou PEST analýzu. Největší důležitosti je přikládáno sféře makroekonomické, přičemž nejvíce souvislostí shledává v rámci vlivů těchto ukazatelů:

- tempo růstu HDP,
- fiskální politika,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj devizových kurzů,
- vývoj hladiny inflace,
- politické a ekonomické šoky.

S další metodou přichází Dvořáček (2012, s. 10), který v podstatě rozšiřuje již zmíněnou analýzu PEST o následující čtyři faktory: legislativní, internacionální, environmentální a demografické. Působení vlivů makroprostředí je v tomto případě zkoumáno pomocí analýzy PESTLIED.

Makroekonomických metod je opravdu mnoho, s uvedením dalších autorů by mohly být uvedeny další jiné nebo rozšířené či modifikované metody. Některé podniky analyzují makroprostředí i podle vlastních přístupů bez využití doporučených metod. V každém případě nejpoužívanější a obvykle výchozí metodou vnějšího okolí je analýza PEST. (Fotr, 2012, s. 307)

Výčet hlavních faktorů působících v jednotlivých oblastech analýzy PEST je zobrazen na obrázku 2.



Obrázek 1 - Složky analýzy PEST

Zdroj: zpracováno dle Dvořáček, 2012, s. 10

Při sestavování analýzy PEST je důležité vymezit významné faktory pro konkrétní analyzovaný podnik. Doporučuje se vycházet z faktorů, o kterých již podnik z minulosti ví, že jsou důležité a dále pokračovat k faktorům, které jsou důležité v současnosti a pravděpodobně budou mít vliv i v budoucnu. Po dokončení analýzy by

měl podnik disponovat informacemi o vývojových trendech každé ze čtyř analyzovaných sfér. Měl by znát faktory vyvolávající změny, předpokládaný dopad těchto změn jednak na podnik samotný jednak na jeho strategii. (Sedláčková, 2000, s. 11–13)

2.2.2 Analýza interního prostředí

Při zachování přístupu, kde hlavním cílem je zjišťování výnosového potenciálu podniku, je v této části analýzy zkoumán jednak vnitřní potenciál podniku, tj. jeho konkurenceschopnost jednak odvětví, ve kterém je podnik činný nebo plánuje být. Vymezení a zařazení odvětvové analýzy do podnikového prostředí se různí. Nicméně pro účel stanovení hodnoty podniku je hlavní podstata této analýzy mimořádně významná. „*Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá a identifikace základních znaků dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici.*“ (Kislingerová, 2001, s. 32)

Vochozka a Mulač (2012, s. 132) podotýká, že úspěch podniku závisí na tom, v jakém odvětví je činný a na jeho zdatnosti získat a udržet si konkurenční výhodu. Tedy pokud určitý podnik působí ve velmi atraktivním odvětví a disponuje konkurenční výhodou, pak je pravděpodobné, že bude na trhu relativně udržitelně úspěšný.

Jedním z výstupů analýzy odvětví je soubor informací popisující zásadní hybné síly, které v daném odvětví působí, a které ho činí atraktivním. Klíčový význam představuje predikce budoucích vývojových trendů odvětví. Pro získání potřebných dat je nutné nejprve určit relevantní odvětví podniku a poté se zabývat dalšími možnými analýzami, tj. například hledání základních charakteristik odvětví, vymezení struktury odvětví, analýza atraktivity a analýzy konkurenceschopnosti. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 31)

2.2.2.1 Vymezení relevantního odvětví

Předpokladem úspěšné analýzy odvětví je správné vymezení relevantního odvětví daného podniku. Závislost tvorby podnikové strategie na struktuře odvětví je velmi intenzivní. Faktory, jež působí nad rámec odvětví, musí být podnikem

nepochybně respektovány, avšak nenabývají té nejvyšší významnosti, jelikož ovlivňují i ostatní podniky daného odvětví. (Sedláčková, 2000, s. 22)

Stanovit relevantní odvětví daného podniku není jednoduchou záležitostí. Na stále se vyvíjejícím trhu jsou hranice odvětví často nejasné. Podnik může mít problém s jasným vymezením svých zákazníků, konkurentů nebo dodavatelů. Tato nepříznivá situace nastává, například pokud má podnik širší sortiment produktů, protože tak může zasahovat do více odvětví. Odvětví se často prolínají a u některých produktů nelze zcela jasně určit, jakou má pro zákazníka hodnotu. Zmíněné komplikace musí být při analýze odvětví brány v úvahu. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 30)

2.2.2.2 Charakterizující znaky odvětví

Základní charakteristiky odvětví vychází z pojetí, které odvětví chápe jako skupinu podniků, jejichž produkty mají podobné vlastnosti a uspokojují zákazníky se stejnými potřebami. V podstatě se může jednat o vzájemně substituční produkty. Mezi základní charakteristiky odvětví patří:

- Velikost trhu,
- Geografický rozsah konkurence,
- Růst trhu,
- Množství a velikost konkurence,
- Zákazníci,
- Vstupní a výstupní bariéry
- Tempo změn technologie,
- Diferenciace výrobku

(Sedláčková, 2000, s. 24–25)

Kislingerová (2001, s. 32) považuje za hlavní znaky odvětví míru státní regulace, strukturu a citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu. Senzibilita změn hospodářského cyklu výrazně ovlivňuje výši rizikové prémie. Stabilita odvětví a výše ziskové marže pak závisí mimo jiné na míře státních regulací a struktura odvětví hraje zásadní roli při segmentaci trhu nebo odhadu podílů na trhu.

2.2.2.3 Struktura odvětví

Zajímavou otázkou v oblasti struktury odvětví je, zda je podnik schopný reorganizovat strukturu odvětví tak, aby dostal příznivějšího konkurenčního postavení? Prosperující špičkové podniky mohou odvětví, ve kterém působí, značně ovlivnit, v krajním případě jej nově předefinovat. Jejich zájmen není pouhé přizpůsobování se současné struktuře odvětví, snaží se ji změnit tak, aby podporovala jejich podnikovou strategii. Významnou roli hraje rychlost změn struktury v určitém odvětví. Pokud je korelace mezi působením inovací, které odvětvovou strukturu transformují a reálnými strukturálními změnami vysoká, pak je odvětvová struktura chápána jako velmi nestabilní rys odvětví. (Sedláčková, 2000, s. 25–26)

Jakubíková (2013, s. 102) člení strukturu odvětví na:

- automatizovanou – v odvětví působí mnoho malých podniků,
- konsolidovanou – menší množství silných podniků.

Měnicí se situace v odvětvích je velmi častým jevem. Plně stagnující trh v podstatě neexistuje, a tak je nutné brát vývoj a změny odvětví na vědomí. Faktory s nejpodstatnějším vlivem bývají označovány jako tzv. „změnotvorné síly“. K nejčastějším změnám dochází v oblasti nových technologií, nových forem marketingu, rostoucí globalizace, rozšiřujícího se segmentu apod. Doporučeno je zaměřit se na 4 nejvýznamnější faktory, stanovit jejich nejpravděpodobnější dopad na daný podnik a připravit adekvátní strategie, jimiž bude podnik na faktory reagovat. (Kislingerová, 2005, s. 95)

2.2.2.4 Analýza atraktivity trhu

Dalším možným způsobem hodnocení relevantního odvětví je vymezení jeho atraktivity. Hlavním úkolem analýzy atraktivity trhu je identifikace klíčových aspektů, díky nimž je trh více či méně lákavý. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 131) Analýza atraktivity přispěje podle Maříka (2018, s. 82) k lepšímu poznání příležitostí a rizik daného trhu a poskytne údaje pro určení rizikové přírážky. Tyto informace budou využity při odhadování vývoje trhu a tržního podílu daného podniku. Při hledání hlavních faktorů analýzy je zapotřebí určité modifikace kritérií atraktivity pro jednotlivá odvětví. Pro účely oceňování jsou stěžejní faktor, které ovlivňující poptávku

a možnosti prodeje. Z těchto důvodů je zaměřeno především na kritéria růstu a velikosti trhu, intenzity přímé konkurence, citlivosti trhu na konjunkturu ekonomiky, průměrné rentability, substituce, vstupních bariér a struktury odběratelů. „*Atraktivita trhu by měla být nahlížena jako jeden z faktorů perspektivnosti oceňovaného podniku a zároveň i faktor pro hodnocení možnosti dosáhnout určitého růstu tržeb*“ (Mařík, 2018, s. 83)

2.2.2.5 Odhad vývoje odvětví

Prognóza odvětví zásadně vychází z historického vývoje, který je orientovaný na porovnávání minulého vývoje zisků, tržeb a cen akcií. Bez důkladného prozkoumání minulosti, nelze odhadovat budoucnost. Důležité je správně stanovit parametr tempa růstu, který je ovlivněn inovačními procesy. Tempo růstu má významný vliv na kvalitu výsledného ocenění. Dále musí být stanovena adekvátní délka období předpovědi tržeb a správně určena míra intenzity kolísání zisku. V rámci prognózy musí být zahrnuto očekávání vývoje devizových kurzů, úrokových měr, případně politické události, které jsou v očekávání.

Po sběru veškerých dat potřebných pro prognózu odvětví lze přistoupit ke zpracování samotných odvětvových prognóz. Výsledné prognózy jsou k dispozici buď v odborném tisku, nebo na webu jednotlivých podniků. Pro potřeby oceňování lze využít také veřejných odvětvových prognóz uvedených Ministerstvem průmyslu a obchodu. (Kislingerova, 2001, s. 37)

2.2.2.6 Analýza konkurenční síly

S analýzou konkurenční síly podniku zaměřenou na tržní podíl přichází Mařík (2018, s. 94). Cílem této analýzy je odhadnout vývoj budoucích tržních podílů daného podniku. Při analýze je nejprve stanoven dosavadní tržní podíl podniku. Dalším krokem je identifikace hlavních konkurentů a analýza vnitřního potenciálu a stanovení hlavních oblastí konkurenční síly podniku. Na závěr je stanovena prognóza tržních podílů.

Keřkovský a Vykypěl (2006, s. 52) kladou důraz na sledování strategie a postavení současné konkurence podniku. Zvýšené pozornosti by se mělo dostat

konkurentům, kteří zvětšují svůj podíl na trhu, vyvíjí nový produkt, zvětšují náklady na marketing, získávají strategické partnery nebo mění strukturu managementu.

2.2.2.7 Porterova analýza konkurenční pozice podniku v odvětví

Za předpokladu vymezení relevantního trhu daného podniku může být aplikován velmi užitečný nástroj analýzy odvětví podniku, tedy Porterův model konkurenčního prostředí. Tento model vychází z předpokladu, že strategická pozice podniku v rámci určitého odvětví je dána působením pěti základních faktorů, kterými jsou:

- Vyjednávací síla zákazníků,
- Vyjednávací síla dodavatelů,
- Hrozba vstupu nové konkurence,
- Hrozba substitutů,
- Rivalita konkurenčních podniků na daném trhu.

(Keřkovský, Vykypěl, 2006, s. 53)

„Chování podniku není determinováno pouze konkurencí, ale taky chováním odběratelů a dodavatelů, substitučním zbožím a potenciálními novými konkurenty.“
(Jakubíková, 2013, s. 103)

Provedení Porterovi analýzy usnadní podnikatelům identifikaci jejich vyjednávací pozice vůči konkurentům v odvětví a napomůže jim nalézt možné příležitosti, kterými by svoji pozici na trhu mohli upevnit či zlepšit. Realizace analýzy probíhá ve třech krocích:

- identifikace zjištěných základních hrozeb,
- hledání příležitostí, jež by nalezené hrozby mohly eliminovat,
- uplatnění těchto příležitostí, a to i v případě, pokud nebyly nalezeny žádné hrozby.

Výchozími údaji analýzy jsou nejen historická a současná data, zahrnuty jsou také vývojové trendy daného odvětví. (Beck, 2013, s. 69–72)

Kislingerová (2001, s. 35–37) poukazuje na přímou závislost mezi pěti dynamickými konkurenčními faktory a strukturou odvětví. Rozložení a síla těchto faktorů v určitém odvětví pak charakterizuje jeho strukturu, která dle tohoto přístupu může být monopolní (při neexistenci konkurenci), oligopolní (několik podniků ovládá trh) a konkurenční (mnoho jednotlivých produktů na trhu). Intenzita působení uvedených pěti sil se podílí na výnosnosti daného odvětví. Především jsou ovlivněny ceny, investice a náklady.

2.2.2.8 Analýza vnitřních faktorů

Hlavní myšlenkou analýzy vnitřních faktorů je objektivní hodnocení jak současných předností podniku, tak i oblastí, ve kterých podnik nevykuká. Hodnotí se veškeré podnikové vstupy, kterými podnik disponuje a jimiž je zajišťována výroba produktů či služeb podniku. Jedná se tedy o zdroje lidské, finanční, hmotné a nehmotné zdroje, kupříkladu software, manažerský talent, znalosti či schopnosti pracovníků. Pro identifikaci silných a slabých stránek je nedílnou součástí analyzování všech vnitřních faktorů, tj. faktory marketingové, distribuční, výrobní, finanční, technické, podnikové a faktory lidských zdrojů. (Mallya, 2007, s. 53)

2.2.3 Syntéza výsledků externího a interního prostředí

Díky aplikaci předešlých analýz jsou k dispozici informace zahrnující rizika a příležitosti analyzovaného podniku a jeho silné a slabé stránky. Aby došlo k naplnění hlavní funkce strategické analýzy je potřeba provést syntézu těchto informací, tedy výsledných dat získaných z interní a externí analýzy prostředí. Syntéza vede k vymezení konkurenční výhody a konkurenční pozice podniku. K její realizaci je vhodné využít univerzální analýzu SWOT, do jejíž rámce budou dané informace zasazeny. Analýza SWOT představuje vrcholnou fázi strategické analýzy, kde dochází ke sjednocení a vyhodnocení nejvýznamnějších faktorů působících na strategickou pozici podniku. V této fázi podnik zná své strategické přednosti a je schopen určit svoji konkurenční výhodu a tím pádem i svůj celkový výnosový potenciál. (Sečláčková, Buchta, 2006, s. 11–12)

2.3 Vyhodnocení finančního zdraví podniku

Po důkladně analyzovaném interním a externím prostředí daného podniku, kdy má zpracovatel ocenění již utvořenou představou o jeho výnosovém potenciálu, může přistoupit k rozboru zabývajícím se jeho finanční kondicí. V této fázi je tedy zapotřebí komplexně zhodnotit finanční situaci podniku. Předmětem hodnocení jsou veškeré procesy finančního řízení, jimiž jsou podnikové finance spravovány. Součástí je hledání odpovědí na klíčové otázky, tj. zda jsou podniková aktiva využívána efektivně, zdali je vhodně zvolená kapitálová struktura, je podnik dostatečně ziskový nebo zda je schopen dostát svým závazkům. Závěrem je pak komplexní zpráva o celkovém finančním zdraví podniku. (Knápková, Pavelková, Štekr, 2013, s. 17)

Finančně zdravá společnost má kladné vývojové tendence jak z hlediska výnosových schopností, tak z pohledu struktury aktiv a pasiv a celkového finančního stavu. (Kislingerová, 2001, s. 275)

Kysel'áková a Šoltés (2018, s. 20) považuje za finančně zdravou takovou společnost, která je schopná dlouhodobě zhodnocovat svůj vložený kapitál.

Nývltová a Marinic (2010, s. 162) přikládá značnou důležitost schopnosti podniku eliminovat finanční riziko, které plyne především ze specifík tržní pozice podniku, a které je dáno jeho tržní konkurenceschopností, tj. převahou nad svými rivaly a dostatečnou odolností vůči působení makroekonomických vlivů v daném prostředí, což závisí právě na zachování stabilních, „zdravých“ finančních poměrů společnosti.

Závěrem uvedených pojetí může být finanční zdraví podniku komplexně shrnuto jako schopnost podniku, v dané chvíli a blízké budoucnosti plnit smysl své existence. A za předpokladu, že je schopen dostát svým závazkům, je nezávislý při svém rozhodování a trvale zhodnocuje investovaný kapitál, jež je považován za dostatečný vzhledem k riziku vázaného na výši vloženého kapitálu. (Pešková, 2012, s. 9)

Pro potřeby stanovení hodnoty je tedy žádoucí získat relevantní informace o finančním zdraví podniku k okamžiku ocenění a o očekávaném možném budoucím

zhodnocení vloženého kapitálu. Pro tento účel je vhodné provést finanční analýzu. (Kislingerová, 2001, s. 39)

2.3.1 Finanční analýza

Nedílným krokem při hledání hodnoty podniku je, jak již bylo výše zmíněno, zpracování finanční analýzy, která je považována za stěžejní nástroj finančního řízení podniku. Na základě výstupů z realizované finanční analýzy je oceňovatel schopen prověřit finanční zdraví daného podniku a vyhotovit finanční plán, který je východiskem pro vyvození výnosové hodnoty podniku. (Mařík, 2018, s. 116)

Finanční analýza představuje soubor činností, které umožňují jejímu zpracovateli zjistit a komplexně vyhodnotit finanční zdraví a situaci daného podniku. Jedná se v podstatě o inventuru čili jednorázovou kontrolu provedenou za účelem zjištění skutečného stavu, v tomto případě finanční výkonnosti, které podnikatel svým dosavadním jednáním docílil. (Scholleová, 2012, s. 163)

Podle Růčkové a Roubíčkové (2012, s. 77) lze finanční analýzu taktéž vnímat jako „*identifikaci slabín v podnikovém finančním zdraví, které by mohly v budoucnosti vést k problémům, a silných stránek souvisejících s možným budoucím zhodnocením majetku firmy.*“

Hlavní roli finanční analýzy autor Petřík (2009, s. 317) spatřuje v identifikaci a předpovědi finanční stability podniku a následně komplexního finančního zdraví, se kterým se v rámci ocenění pracuje, a také ve schopnosti podniku tyto skutečnosti v čase věrohodně obhájit. Čili v návaznosti na strategickou analýzu se jedná o potvrzení a rozvinutí jejích výsledků z finančního hlediska. Dalším účelem je pak tvorba dostatečně relevantního a strukturovaného podkladu a vstupu pro finanční plán.

Při prověřování finanční kondice podniku včetně její udržitelnosti a budoucího rozvoje je žádoucí provést rozbor kapitálu a efektivnosti práce s ním. Oceňovatel by měl zjistit, zda je strategie výše kapitálu, jeho charakteru a struktury zvolena taky, aby maximálně podporovala a usnadňovala veškeré podnikové činnosti vedoucí k efektivní transformaci kapitálu. Tedy aby proces jeho proměny na nejrůznější podoby majetkových aktiv, jež se na trhu mění znovu na kapitál, byl výnosný natolik, že bude tvořit přidanou hodnotu čili zisk. (Nývltová, 2010, s. 163)

Hlavní funkcí finanční analýzy je tedy vyhodnocení jak současného finančního stavu podniku, tak i minulého vývoje podnikových financí na základě systematicky analyzovaných účetních výkazů. V širším pojetí může finanční analýza, s ohledem na dosavadní výkonnost podniku a na očekávání v rámci tržního prostředí, sloužit jako jedno z hlavních východisek pro odhad budoucího vývoje podnikových financí. (Grunwald, 2001, s. 1)

Nejzásadnějším informačním zdrojem pro realizaci finanční analýzy je podle Kislingerové (2001, s. 39) účetní závěrka. Její obsah je formován jednak zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, a jednak principy a postupy účtování. Účetní závěrka povinně sestává z výkazu zisků a ztrát, rozvahy a přílohy. Prostřednictvím Ministerstva financí se obsah, rozsah i struktura těchto dokumentů průběžně aktualizuje a jejich nová podoba je následně poskytována veřejnosti.

Vedle informací plynoucích z výše zmíněných výkazů finančního účetnictví, které Dluhošová a kol. (2010, s. 72) označuje jako výkazy externí, může být při finanční analýze čerpáno také z výkazů vnitropodnikového účetnictví. Tyto výkazy nemají jednotnou formu ani obsah. Jsou strukturovány na základě individuálních potřeb jednotlivých podniků a jsou realizovány výhradně pro jejich vnitropodnikové účely, tedy nepředstavují zdroj veřejně dostupných informací. V tomto případě je oblast zájmu koncentrována na výkazy zobrazující strukturu podnikových nákladů a jejich spotřebu vázanou na jednotlivé výkony či střediska. Využitelnými zdroji informací pro finanční analýzu mohou být také různé firemní statistiky, prospekty, interní směrnice, prognózy, komentáře manažerů a nezávislá hodnocení.

Pro plnohodnotné zpracování finanční analýzy je stěžejním úkolem zajistit kvalitní informace. Mařík (2018, s. 117) přikládá značnou významnost relevantnosti a verifikovatelnosti uvedených dat v účetních výkazech. Pokud se z jakéhokoliv důvodu nelze spolehnout na kvalitu práce auditora, doporučuje, aby důkladné prověření stavu účetnictví daného podniku zajistil sám oceňovatel. S tímto úkolem souvisí i průzkum a sběr informací, které jsou pro finanční analýzu podstatné, nicméně v poskytnutých výkazech neobsažené.

Závěry o celkové finanční a hospodářské situaci daného podniku mohou najít uplatnění a být využity hned několika možnými subjekty. Uživatelem finanční analýzy

je v podstatě každý, kdo se o výsledky ekonomické situace daného podniku zajímá, a to z jakýchkoli důvodů. O tento druh informací může projevit zájem například banka, která uvažuje poskytnutí úvěru společnosti. Další zainteresovanou institucí může být Evropská unie, jejíž zájem o informace hospodářského charakteru vzniká především z důvodu shromažďování potřebných podkladů pro řízení a poskytování finančních prostředků v rámci dotací. Největší důležitosti však finanční analýza nabývá pro vlastníky a manažery podniků. (Růčková a Roubíčková, 2012, s. 78)

Struktura finanční analýzy a konkrétní metody, které budou v rámci ocenění uplatněny, musí být vybírány tak, aby bylo dosaženo principu účelnosti, nákladnosti a spolehlivosti. Zvolené metody a techniky musí odpovídat zadanému cíli. Náklady vynaložené na realizaci analýzy musí být přiměřené jejich návratnosti a dostupná data musí být maximálně spolehlivá a dostatečně kvalitně využita. V zásadě platí: čím kvalitnější metoda, tím relevantnější závěry, tím pádem nižší rizikovost neúplného či chybného využití výstupů a tím vyšší úspěšnost celé analýzy. (Růčková, 2012, s. 40)

Z výše uvedeného je zřejmé, že účelem finanční analýzy není shromáždění co největšího počtu výsledků a aplikace veškerých dostupných metod. Cílem je najít a ve vhodném pořadí realizovat pouze metody a techniky adekvátní stanovenému účelu a získat jimi potřebné výstupy. V případě stanovení hodnoty podniku je cílem zjistit, jak již bylo několikrát zmíněno, současný stav finanční kondice podniku a získat vstupní podklady pro finanční plán. Uvedené metody finanční analýzy jsou tedy zvoleny tak, aby jejich výstupem byly kvalitní data odpovídající uvedeným potřebám pro další postupy oceňování.

2.3.2 Analýza absolutních ukazatelů

Zpracování finanční analýzy může být prováděno celou řadou metod. Při jakémkoliv hodnocení či zkoumání finanční situace podniku lze pozorovat její znaky. Analyzují-li se tokové a stavové veličiny, které jsou obsaženy přímo v účetních výkazech podniku, jedná se o metodu absolutních ukazatelů. Tyto účetní veličiny odrážejí minulé činnosti a události daného podniku. Rozbor absolutních ukazatelů je považován za zcela zásadní, neboť lze jeho aplikací získat jasnou představu o finanční situaci podniku, měl by tedy být prvním krokem finanční analýzy. (Kislingerová, 2001, s. 63)

Značnou nevýhodou absolutních ukazatelů je, že jejich velikost závisí na velikosti dané společnosti, a tak nemohou být využity pro mezipodnikové srovnávání, ale pouze pro vnitropodnikové rozборы. Absolutní údaje účetních výkazů bývají využívány pro vnitropodnikové rozборы. Významu nabývají zejména tehdy, pokud je srovnáván jejich vývoj v čase čili sleduje se jejich růst či pokles v jednotlivých po sobě jdoucích obdobích. (Dluhošová a kol., 2010, s. 72)

2.3.2.1 Horizontální a vertikální rozbor

Údaje účetních výkazů bývají z pravidla analyzovány pomocí horizontálního nebo vertikálního rozboru či kombinací obou dvou, přičemž jsou zjišťovány jejich trendy a procentní vyjádření struktury.

Horizontální analýza, označována také jako analýza časových řad, je finančně-analytickou technikou běžně využívanou v rámci finanční analýzy. Cílem je zachycení časového trendu vybraného finančního ukazatele. Tedy analyzování vývoje jednoho stejného absolutního ukazatele v čase, z čehož je následně predikován jeho budoucí vývoj. (Kalouda, 2015, s. 56)

Výstupem horizontálního rozboru je jednak údaj o absolutní změně konkrétní položky v čase a jednak údaj o relativní změně stejné položky, který je vyjádřený procenty. (Mulačová, Mulač, s. 152) Oba způsoby vyjádření změny lze zpracovat buď meziročně, tj. poměr hodnoty ukazatele v daném roce k hodnotě v předchozím roce, přičemž výstupem jsou řetězové indexy nebo jako kumulovanou změnu více časových období, tedy roční hodnota ukazatele se vztahuje vždy ke stejnému výchozímu období, výsledným jevem jsou bazické indexy. Při absolutním vyjádření změny se od hodnoty běžného období odečítá hodnota z předchozího období. Ačkoliv volba konkrétních technik rozboru závisí na mnoha faktorech, příkladem velikost podniku, v praxi je obvykle užíván řetězový index vyjádřen relativními hodnotami intenzity změn daného ukazatele. Má vyšší vypovídající schopnost a lze ho lépe využít pro mezipodnikové srovnání. Jeho postup je následovný:

$$\text{Procentuální změna} = \frac{\text{běžné období} - \text{předchozí období}}{\text{předchozí období} \times 100}$$

(Růčková, 2010, s. 109)

Při aplikaci horizontální analýzy ukazatelů tedy vzniká časová řada tvořena minulými údaji, z čehož vyplývají trendy pohybů sledovaných položek. Tyto trendy jsou jedním z nejpodstatnějších vstupních údajů pro projekci dalších budoucích změn konkrétních analyzovaných údajů. Nutno upozornit, že predikce budoucího vývoje zajisté nemůže vycházet pouze z těchto principů, pro některé skupiny údajů je tato technika považována jako neadekvátní a kvůli zkreslujícím tendencím dokonce vyloučena. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 137)

Pro kompletní využití analýzy absolutních ukazatelů se vedle časových trendů zkoumá také jejich struktura v rámci jednoho období. Základem je celková suma, tj. 100 % vybraného ukazatele, ke které jsou zjišťovány procentuální podíly dílčích položek. (Kalouda, 2015, s. 56) V případě rozboru rozvahy bývá základem suma aktiv či pasiv a u ostatních jednotlivých položek je sledována výše podílu vůči jejich základu. Účelnosti vertikální analýza nabyde tehdy, když se propočtené struktury jednotlivých oblastí porovnají v rámci několika navazujících období. (Mulač, Mulačová, s. 152) Na základě takového srovnání lze pozorovat nejen stabilitu či vývoj struktury majetku, kapitálu nebo tvorby zisku, ale také změnu vzájemných proporcí vybraných položek v průběhu vývoje podniku, a tak objasnit nejasnosti či neočekávané vývojové změny identifikované při horizontálním rozboru a vyvodit potřebné závěry. Pro potřeby stanovení hodnoty jsou klíčové zejména informace o podílu jednotlivých složek vůči celkovým aktivům, podílu různých zdrojů financování vůči celkovým pasivům a o tom, jak se jednotlivé položky výsledovky podílí na tržbách. (Scholleová, 2012, s. 166)

2.3.3 Kapitálová struktura a Bilanční pravidla

Pro komplexní využití účetních výkazů je vhodné doplnit horizontální a vertikální analýzu rozbohem míry uplatňování bilančních pravidel v rámci činnosti podniku.

Jedná se o doporučený soubor pravidel, kterým by se měl management společnosti při financování řídit. Dodržování pravidel financování vede k dlouhodobé finanční rovnováze a stabilitě podniku. Předmětem kapitálového rozboru je vzájemná vazba aktiv (složek majetku) a zdrojů, které je financují. Vstupem pro porovnání

skutečných údajů analyzovaného podniku s pravidly financování je účetní výkaz rozvaha. (Mulačová, Mulač, s. 153)

Horizontální rozbor kapitálové struktury je označován jako „zlaté bilanční pravidlo financování“, jehož podstatou je, že dlouhodobě vázaný kapitál by měl být kryt dlouhodobými zdroji financování čili vlastním kapitálem podniku. Doba, po kterou podnik potřebuje konkrétní majetek, by měla být v souladu s dobou, po kterou podnik disponuje kapitálem, který tento majetek kryje.

Vertikální analýza kapitálové struktury je zaměřena na skladbu kapitálu a je úzce spjata s mírou věřitelského rizika. S rostoucím podílem financování cizími zdroji, roste riziko pro věřitele podniku, a to vede k růstu pravděpodobnosti vzniku komplikací při dodatečném získávání dalších potřebných financí. Management podniku tedy hledá rovnováhu mezi rizikem a výnosem, kterého by dosáhl díky využití vyššího dluhu. (Růčková, 2010, s. 28) Obecně ovšem platí, že by cizí zdroje neměly převyšovat vlastní, v krajním případě se mohou rovnat. Pravidlo sledující proporce na straně pasiv se nazývá „Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika“. (Kislingerová, 2005, s. 67.)

Dalším doporučením v oblasti financování majetku čili struktury kapitálu je „Pari pravidlo“, podle kterého by měl být dlouhodobý majetek financován jak vlastním kapitálem, tak dlouhodobým cizím kapitálem, z čehož lze dovodit, že by dlouhodobého majetku mělo být v podniku více než vlastního kapitálu. (Scholleová, 2017, s. 174)

Posledním nežidka užívaným bilančním pravidlem je „Zlaté poměrové pravidlo“. Výchozí myšlenkou tohoto pravidla je, aby tempo růstu investic nepředčilo tempo růstu tržeb, a to ani v krátkém časovém horizontu. (Synek a kol., 2011, s. 353)

Výchozím úkolem analýzy uplatňování bilančních pravidel, je zaměřit se na konkrétní oblasti, kterými se jednotlivá doporučení zabývají a následně identifikovat a posoudit současný stav, tj. zjistit do jaké míry jsou uplatňovány/ se jimi podnik řídí/ skutečnou míru jejich uplatňování. Důkladný rozbor může včas odhalit potenciální riziko či prostor pro zlepšení strategie financování podniku. Nicméně striktnost přesného dodržení pravidel je zapotřebí brát s rezervou. V některých případech odchýlení se od bilančních pravidel nutně neznamená pochybení finančního

managementu. Například při expanzi firmy na nový trh vzniká vysoká pravděpodobnost určitého růstu investic, a proto lze předpokládat vyšší tempo růstu investic, než tempo růstu tržeb podniku. (Kislingerová a kol., 2010, s. 403)

2.3.4 Analýza poměrových ukazatelů

Pochopení dalších souvislostí ekonomické situace podniku lze docílit skrze analyzování vztahů jednotlivých oblastí podnikových financí, přičemž nejvhodnějším vyjádřením jsou jejich vzájemné poměry. V rámci analýzy poměrových ukazatelů je vyjadřován vzájemný vztah jednotlivých údajů účetních výkazů. Přestože dílčí poměry samy o sobě nemohou prezentovat stav podnikových financí, dobře zvolený výběr potřebných poměrů, vhodná struktura, a především jejich kvalitní vyhodnocení může pomoci přiblížit reálný a komplexní obraz. (Sinha, 2012, s. 75) Tedy jednotlivými ukazateli lze hodnotit konkrétní stránky finanční situace podniku, ale skutečného významu nabývají až při syntéze jejich výsledků. (Mulačová, Mulač, s. 155)

Rozbor poměrových ukazatelů je považován za základní a nejužívanější metodu hodnocení finanční situace podniku. Vedle výše zmíněného také díky dostupnosti vstupních dat, jež jsou obsahem veřejně přístupných účetních výkazů, a tedy snadno přístupné externím finančním analytikům. (Růčková, Roubíčková, 2012, s. 115)

Podstatou poměrového ukazatele je, že dává do poměru různé položky rozvahy, výkazu zisku a ztráty, příp. cash flow. (Knápková, 87) Tímto způsobem se analyzují klíčové oblasti, jako je například rentabilita, likvidita nebo zadluženost, jejichž fungování je nezbytné jednak pro existenci podniku, jednak pro splnění předpokladu going concert principu. (Kislingerová, 2008, s. 29)

Existuje celá řada dílčích poměrových ukazatelů, se kterými lze v rámci finanční analýzy pracovat. Často se navzájem liší pouze nepatrnými modifikacemi. Obvykle se vybírají pouze ukazatele, pro lepší orientaci skupiny neboli soustavy ukazatelů, které odpovídají stanovenému cíli analýzy. (Dluhošová a kol., 2010, s. 76)

Vzhledem k množství poměrových ukazatelů, se pro zefektivnění analýzy konstruuje vybrané potřebné soustavy ukazatelů, které jsou nejadekvátnější cíli analýzy a mají vyžadovanou vypovídací hodnotu. (Růčková, Roubíčková, 2012, s. 16)

Následující výčet soustav poměrových ukazatelů je tedy vybrán tak, aby vyhovil cíli finanční analýzy prováděné za účelem ocenění podniku, tj. získání informací a poznání dalších souvislostí o hospodaření a finančním zdraví oceňovaného podniku.

2.3.4.1 Ukazatel rentability

Rentabilita uvažovaná jako schopnost podniku generovat v budoucnu zisk, jinými slovy míra zhodnocení investovaného kapitálu, může být měřena několika ukazateli různých forem. Soustava ukazatelů rentability podniku obsahuje vedle jiných: rentabilitu investovaného kapitálu, rentabilitu vlastního kapitálu a rentabilitu aktiv. (Režňáková a kol, 2010, s. 13) V každém případě *„se poměřuje ukazatel, který je tokovou veličinou za období (výsledkové veličiny), a stavová hodnota (rozvahové veličiny), a zároveň platí, že čím vyšší rentability podnik dosahuje, tím lépe hospodáří se svým majetkem a kapitálem.“* (Scholleová, 2012, s. 75) Čitatelem výpočtu poměrového ukazatele je vybraná položka vystihující výsledek hospodaření - toková veličina, jmenovatelem je veličina stavová, která uvádí výši konkrétního druhu kapitálu. Hodnoty ukazatelů rentability by měly v časové řadě rostoucí tendenci. (Růčková, Roubíčková, 2012, s. 120)

Obecně je tedy výnosnost dána poměrem zisku k výši vloženého kapitálu. Určité nesrovnalosti mohou vznikat díky nejednotnému výkladu vloženého kapitálu a zisku. Zisk, dosahovaný podnikatelskou činností může být z hlediska finanční analýzy vyjádřen či modifikován různými způsoby, které pak vstupují do ukazatelů rentability, viz. obrázek 3. (Nývltová, Marinič, 2010, s. 164, 165)

EBITDA	(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) - zisk před úroky, odpisy a zdaněním
EBIT	(Earnings Before Interest and Taxes) - zisk před úroky a zdaněním
EBT	(Earnings Before Taxes) - zisk před zdaněním
EAT	(Earnings After Taxes) - zisk po zdanění
NOPAT	(Net Operating Profit After Taxes) - provozní zisk po zdanění plus úroky

Obrázek 3 - Modifikace zisku

Zdroj: zpracováno dle Nývltová, Marinič, 2010, s. 165

V zásadě se pro výpočet rentability využívají tři kategorie zisku, které lze získat přímo z účetních výkazů. Provozní výsledek hospodaření čili EBIT (zisk před odečtením daní a úroků) je účelný pro mezipodnikové srovnání, jelikož zaručí stejné výchozí podmínky pro náhled na výsledek hospodaření v rámci hlavní podnikatelské činnosti. Vedle předpokladu stejného daňového zatížení firem, může být zisk ovlivněn různou výší úroku. Dalším je výsledek hospodaření za běžné účetní období EAT (čistý zisk – zisk po zdanění) využívaný pro hodnocení výkonnosti podniku. Třetí kategorií je zisk před zdaněním, ale již po úpravě mimořádného a finančního výsledku hospodaření EBT, vhodný pro srovnání podniků, které mají rozdílné daňové zatížení. Volba modifikace zisku vstupujícího do vzorce závisí na účelu, pro který je výpočet uskutečňován, a tudíž ovlivní interpretaci výsledku daného ukazatele. (Růčková, Roubíčková, 2012, s. 120)

Pojetí vloženého kapitálu je taktéž rozporuplnou kategorií, avšak jeho výklad je z pohledu konkrétního užitého ukazatele rentability mnohem jasnější. Nejobvyklejšími ukazateli výnosnosti, respektive ukazatele s nejširší vypovídací hodnotou jsou:

- Rentabilita investovaného kapitálu (Return on Capital Employed – ROCE)

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Vlastní kapitál} + \text{Rezervy} + \text{Dlouhodobé závazky} + \text{Bankovní úvěry dlouhodobé}}$$

V tomto případě je měřen efekt zhodnocení dlouhodobého investovaného kapitálu. Jinými slovy se zjišťuje výše generovaného provozního hospodářského výsledku před zdaněním, jež podnik dosáhl při investici vlastníků a akcionářů jedné koruny.

- Rentabilita aktiv (Return on Assets, Basic Earning Power – ROA)

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

Rentabilita aktiv, tedy celkového vloženého kapitálu bez ohledu na způsob financování vyjadřuje celkovou efektivnost podniku.

- Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity – ROE)

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

Výpočtem ukazatele ROE je měřena výnosnost kapitálu, který do podniku vložili akcionáři či vlastníci. Cílem je tedy zjistit, jestli je jejich vložený kapitál zhodnocován dostatečně neboli adekvátně k riziku investice. Rostoucí hodnoty ukazatele mohou mimo jiné znamenat efektivnější hospodaření podniku, redukcí podílu vlastního kapitálu nebo také snížení úroku cizího kapitálu. (Kislingerová a kol., 2010, s. 98, 99)

- Rentabilita tržeb (Return on Sales – ROS)

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

Ukazatel výnosnosti tržeb ROS představuje výši vyprodukovaného čistého zisku na 1 Kč tržeb. Hodnotí se tedy schopnost podniku generovat zisk při daných tržbách. (Hobza, Schwartzhoffová, 2015, s. 59)

2.3.4.2 Ukazatel likvidity a platební schopnost

Analýza likvidity je další podstatnou součástí hodnocení výkonnosti podniku. Schopnost podniku hradit své potřeby, tedy splácet vzniklé závazky je jedním z předpokladů jeho dlouhodobé finanční stability, potažmo existence. Management likvidity je úzce provázán také s řízením likvidnosti podniku, která udává míru obtížnosti a rychlosti transformace majetku na peněžní prostředky a solventnosti podniku představující schopnost dostát svým závazkům. (Kislingerová a kol., 2010, s. 103)

Schopnost podniku včas splácet své veškeré splatné závazky závisí do značné míry na tom, jak rychle dokáže přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky. Úroveň schopnosti a připravenosti hradit krátkodobé závazky podniku v plné výši a včas, v požadované formě a na požadovaném místě je měřena prostřednictvím poměrových ukazatelů likvidity.

Obvyklým prvním krokem analýzy je rozbor fondů oběžných aktiv. Informace o výši dostupné hotovosti a o ostatních likvidních aktivech, jimiž je podnik schopen dostát svým závazkům jsou pro zpracování rozborů jednotlivých ukazatelů likvidity zcela nezbytné, jelikož přímo vstupují do jejich výpočtů, konkrétně na místo čitatele. Oběžný majetek bývá z pravidla rozlišován podle stupně likvidity, přičemž nejvíce likvidním oběžným aktivem je krátkodobý finanční majetek, méně likvidní jsou krátkodobé pohledávky, nejméně pak zásoby. Oběžný majetek sám o sobě neprodukuje zisk, naopak na sebe kapitál váže, a tak hlavním cílem managementu likvidity je nalézt kompromis mezi nejnižší možnou mírou likvidity a nenarušení existence podniku. Na druhé straně, na pozici jmenovatele na likviditu působí vedle makroekonomických vlivů, délky výrobního cyklu a dalších faktorů výše krátkodobých závazků. (Řezňáková a kol., 2010, s. 18, 19)

Zpravidla se počítají tři stupně likvidity: (Synek, s. 49, 2007)

- **Běžná likvidita**

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

Výsledná hodnota ukazatele běžné likvidity poskytuje údaj o tom, kolikrát je podnik schopen při přeměně veškerých svých oběžných aktiv na hotovostní prostředky splatit závazky svým věřitelům.

- **Pohotová likvidita**

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

Smyslem konstrukce ukazatele pohotové likvidity je vyloučit méně likvidní aktiva – zásoby a přiblížit se tak vyšší vypovídací hodnotě. Opravdového významu však ukazatel nabývá pouze za předpokladu, že pohledávky budou inkasovány vždy a v plné výši, a že krátkodobé cenné papíry budou správně oceněny.

- **Peněžní likvidita**

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

Okamžitá neboli také peněžní likvidita uvažuje okamžitou splatnost krátkodobých závazků. Jejím výpočtem management podniku zjistí, zda je schopný uhradit v plné výši své závazky ihned čili v okamžik výpočtu, případně jakou jejich konkrétní část. (Režňáková a kol., 2010, s. 20)

2.3.4.3 Ukazatel aktivity

Efektivnost činnosti podniku závisí vedle dalších aspektů na schopnosti managementu zajistit optimální strukturu a využití podnikového majetku. Je-li v podniku více nevyužitého majetku, jsou na něj vázány zbytečné náklady, což vede k nižším ziskům. Míra využití tohoto majetku je měřena soustavou ukazatelů aktivity. Vyjádřením může být buď obrat aktiv čili obrátkovost určité skupiny aktiv, anebo aktiv celkem za dané časové období či doba obratu aktiv vyjádřena ve dnech. Žádoucím vývojem je zpravidla zvyšování počtu obrátek, kdy je obvyklým efektem dosahování stejného zisku při snižování kapitálu. (Synek, 2007, s. 344)

Nejužívanější ukazatele aktivity podniku uvádí jejich následující výčet.

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

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

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\left(\frac{\text{tržby}}{360}\right)}$$

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\left(\frac{\text{tržby}}{360}\right)}$$

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\left(\frac{\text{tržby}}{360}\right)}$$

$$\text{doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\left(\frac{\text{tržby}}{360}\right)}$$

(Kislingerová, 2008, s. 106)

2.3.4.4 Ukazatel zadlužení

Zadluženost podniku uvažována jako financování své činnosti nejen zdroji vlastními, ale i zdroji cizími, je účelná tehdy, když přináší podniku výnos i přes náklady cizího kapitálu – úroky. Obvyklým středem zájmu managementu podniku při rozboru zadluženosti jsou ukazatele celkové zadluženosti, zadluženosti vlastního kapitálu a úrokového krytí. (Máče, 2005, s. 37)

Základním ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost, která je vyjádřena podílem cizího kapitálu na aktivech. Doporučovaná hodnota zadlužení se pohybuje mezi 30 a 60 %. (Knápková, Pavelková, Remeš a kol., 2017, s. 88)

- **Celková zadluženost**

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva}}$$

Výsledná hodnota představuje míru financování celkových aktiv cizím kapitálem.

- **Zadluženost vlastního kapitálu**

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Přijatelná míra zadlužení vlastních zdrojů závisí do značné míry na situaci, ve které se podnik nachází či v jaké je fázi svého vývoje a na postoji vlastníků k riziku. (Dluhošová, 2010, s. 79)

- **Úrokové krytí**

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

Poskytuje informaci kolikrát je zajištěno krytí úroků z cizího kapitálu provozním ziskem, tedy již po odečtení veškerých nákladů spojených s produktivní činností podniku. Čím vyšší je úrokové krytí, tím je finanční situace podniku lepší. (Scholleová, 2017, s. 181)

2.3.5 Rozbor pracovního kapitálu

Pracovní kapitál podniku představuje tu část kapitálu, jehož složky jsou neustále v pohybu. V rozvaze zaujímá místo mezi aktivy, konkrétně se jedná o krátkodobá neboli oběžná aktiva. Oběžná aktiva sestávají z pohledávek, zásob a hotovosti. Každá z těchto složek vyžaduje značnou pozornost managementu s cílem dosáhnout a udržet optimální strategii řízení těchto aktiv, jelikož právě jejich obrátky jsou jedním z hlavních faktorů působících na výši zisku podniku. (Jindřichovská, 2013, s. 157–169) Způsob řízení pracovního kapitálu přímo působí na efektivitu fixního kapitálu, neboť je využíván právě prostřednictvím provozního kapitálu.

Zanedbáním správy pracovního kapitálu může dojít k přerušení toku finančních prostředků, což může vést až k neschopnosti podniku hradit své závazky. Kvalitní management pracovního kapitálu je tedy pro udržení hospodářské stability podniku zcela zásadní podmínkou a do značné míry určujícím faktorem potenciálního úspěchu či selhání celkové podnikové činnosti. (Talekar, 2005, s. 54, 55)

2.3.5.1 Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál označovaný také jako disponibilní finanční fond, zahrnuje prostředky, které nejsou předem vázané na krátkodobé závazky. Tato část krátkodobého majetku je financována dlouhodobými finančními zdroji, tím pádem jsou relativně k dispozici pro provozní činnost podniku. Z jiného úhlu pohledu lze čistý pracovní kapitál chápat jako „finanční polštář“. V případě, že by byl podnik náhle nucen uhradit všechny své krátkodobé závazky, bude mít k dispozici prostředky v podobě čistého pracovního kapitálu, tím pádem nebude nucen ukončit svoji činnost. Čistý pracovní kapitál bývá taktéž označován jako ukazatel likvidity. Úzce souvisí s ukazatelem běžné likvidity, který čistý pracovní kapitál nepřímou vyjadřuje. Mezi oběžná aktiva, jak již bylo výše zmíněno, patří pohledávky, zásoby a finanční majetek. Krátkodobé závazky, jimiž jsou oběžná aktiva kryta, sestávají z krátkodobých bankovních úvěrů, dodavatelských úvěrů a krátkodobých cenných papírů. (Růčková, 2010, s. 50–51)

Na základě výše uvedených skutečností vyplývá následující výpočet čistého pracovního kapitálu.

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

Oběžná aktiva mohou mít proměnlivý či stálý charakter. V závislosti na různých procesech nebo událostech se výše proměnlivých aktiv zpravidla periodicky mění. Podnětem růstu či úbytku aktiv může být kupříkladu splatnost faktur, spotřeba zásob materiálu nebo výplatní termíny. Do druhé skupiny, mezi relativně stálá oběžná aktiva se řadí taková aktiva, která jsou v podniku déle než jeden rok.

Princip financování oběžného majetku, je-li uvažována vyvážená strategie, spočívá ve financování dlouhodobého majetku a oběžného majetku stálého charakteru dlouhodobým kapitálem a financování proměnlivé výše oběžného majetku

krátkodobým cizím kapitálem. Z určitých důvodů může podnik volit také jiný než vyvážený přístup k využití svých zdrojů. Při volbě konzervativního přístupu je i proměnlivá výše oběžných aktiv kryta dlouhodobými zdroji, které tím pádem nemohou být maximálně využity. V rámci agresivního přístupu, jsou naopak veškerá oběžná aktiva kryta pouze krátkodobými cizími zdroji. (Slavík, 2013, s. 27)

Z důvodu vysoké nákladnosti dlouhodobých zdrojů, kterými je čistý pracovní kapitál kryt, bývá obvyklou snahou managementu finančního řízení podniku výši kapitálu minimalizovat. Na druhé straně výrobní management, který zodpovídá za plynulost chodu výroby, vyžaduje maximalizaci zásob, aby předešel případnému narušení činností, které může nastat vlivem neočekávaných situací. Cílem je zajistit optimální a stabilní výši pracovního kapitálu. To je jeho minimální výše, při které nebude ohrožena plynulost podnikové činnosti. (Scholleová, 2017, s. 93)

2.3.6 Ukazatel EVA (Economic Value added)

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA jakožto hodnotové kritérium pro měření výkonnosti podniku je jedním z neužívanějších ukazatelů zabývajících se maximalizací hodnoty pro akcionáře. Hlavním znakem je užití provozního hospodářského výsledku, respektive provozního zisku po zdanění (NOPAT–Net Operating Profit after Tax) a využití „tzv. *oportunitních nákladů*, tj. *nákladů ušlé příležitosti do měření výkonnosti, které vstupují v podobě ceny, resp. nákladů kapitálu (Weighted Average Cost of Capital – WACC)*.“ (Kislíngerová a kol., 2010, s. 118)
Výpočet ukazatele přidané ekonomické hodnoty je:

$$EVA = NOPAT - CxWACC$$

kde NOPAD - provozní zisk po zdanění,

C - celkový zpoplatněný kapitál,

WACC - vážené náklady kapitálu.

Ekonomickým ziskem je tedy zisk, který je očištěn jednak o náklady spojené s cizím kapitálem, ale také o náklady na vlastní kapitál. Žádoucí hodnota ukazatele je kladná, přičemž platí, že čím bude vyšší, tím bude podnik úspěšnější. (Scholleová, 2012, s. 192)

2.3.7 Srovnávání

Jednou z nejdůležitějších částí finanční analýzy je syntéza předešlých výsledných hodnot aplikovaných dílčích analýz. Obzvláště v případě ukazatelů nepostačí pouhý výčet výsledků jednotlivých výpočtů. Ukazatele lze v první řadě porovnávat s normativem, ale především mají tvořit základ pro analýzu příčin finančního stavu a vývoje podniku. K tomu je zapotřebí pochopit vzájemné vazby a souvislosti mezi jednotlivými oblastmi podnikových financí a získat hlubší povědomí o skutečné hospodářské situaci finančním zdravím podniku, což se neobejde bez důkladného vyhodnocení ukazatelů. (Hobza, Schwartzhofová, 2015, s. 57)

Vypočtené hodnoty mohou být srovnávány:

- se standardy,
- v čase,
- v prostoru:
 - s odvětvovými hodnotami,
 - s konkurencí, s nejlepším podnikem v odvětví.

Existuje-li pro vybrané ukazatele doporučená hodnota normativu, se kterou se vypočítané hodnoty analyzovaného podniku porovnávají, jedná se o srovnávání se standardy.

Časové srovnávání je využíváno především při vertikální analýze nebo všude tam, kde jsou sledovány hodnoty za několik časových období. V některých případech je přínosnější rozbor trendu ukazatele než výčet jednotlivých hodnot.

Při srovnávání s odvětvovými a konkurenčními hodnotami je důležité rozlišovat optimální a kritické hodnoty a uvědomit si, kde je preferována maximalizace a kde minimalizace hodnot a samozřejmě vnímat působení vzájemně se ovlivňujících vazeb ukazatelů. (Scholleová, 2017, s. 196, 197)

2.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Předpokladem ocenění je, že má podnik pouze jedno základní zaměření, tj. jednu hlavní podnikatelskou činnost, pro jejíž provoz je nezbytný jistý soubor aktiv o určité struktuře a velikosti včetně potřebných rezerv. Pokud má podnik více než

jedno podnikatelské zaměření, stanovená hodnota podniku musí sestávat z jednotlivě oceněných podnikatelských aktivit. Většina metod oceňování podniku vyžaduje rozčlenění podnikových aktiv na provozně nutná a nenutná. Aktiva, bez nichž se hlavní podnikatelská činnost neobejde, jsou aktiva provozně nutná. Ostatní aktiva jsou pak označována jako provozně nenutná. Jejich vyřazením nedojde k poklesu příjmů podniku. Výnosové ocenění, které bude uplatňováno v praktické části této práce, hodnotu těchto aktiv nezahrnuje. V souvislosti s vyřazením provozně nenutných aktiv by měly být vyřazeny taktéž výnosy a náklady s nimi související. (Vochozka, Mulač a kol., 2012, s. 137, 138)

Důvodem této fáze, tedy rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná, jež předchází samotné tvorbě finančního plánu, je nezdělaná běžná situace, že část majetku, který podnik vlastní v rámci své hlavní činnosti nevyužívá a nepřináší mu žádné nebo minimální příjmy. Majetek, který je podnikem využíván, a který generuje určitou výši příjmů, avšak nesouvisí s hlavní podnikovou aktivitou, by měl být také vyčleněn. Riziko spojené s příjmy tohoto majetku, může mít odlišný charakter od rizika vázaného k hlavní činnosti podniku. Dále je třeba brát v úvahu, že aktiva nepotřebná k provozování hlavní podnikatelské činnosti, jsou zpravidla oceňována jiným způsobem. Jelikož se jedná o aktiva, která budou s vysokou pravděpodobností v budoucnu buď prodána, pronajímána anebo zlikvidována, budou v závislosti na dané realitě oceňována například podle výnosu z pronájmu nebo na základě prodejní ceny majetku. V každém případě zanedbání tohoto kroku, může proces ocenění nežádoucím způsobem ovlivnit a zkreslit tak výsledek konečné hodnoty. (Mařík a kol, 2018, s. 141, 142)

2.5 Tvorba finančního plánu

Finanční plánování jako součást strategického řízení je jednou z nejpodstatnějších oblastí managementu bez ohledu na zaměření podniku. Tvorba finančního plánu vychází z hlavní podnikové strategie. Komplexní finanční plán je v podstatě propojením dílčích plánů veškerých podnikových aktivit. Jednotlivé plány z něho vycházejí a dále ho rozvíjí. Budou-li tyto plány realizovány, pak by nastala finanční situace díky plánovaným finančním výkazům měla být více méně předvídatelná. Konstrukce finančního plánu je prováděna na úrovni vrcholového

managementu tak, aby byl naplněn hlavní cíl, tedy maximalizace hodnoty podniku. (Mulačová, Mulač a kol., 2013, s. 172)

Přístup k tvorbě finančního plánu pro potřeby ocenění je zcela odlišný. Požadavky na jeho výslednou podobu mají jiný charakter, jelikož nejsou dány top managementem, nýbrž zhotovitelem daného ocenění, který jej sestavuje s odlišným a naprosto konkrétním záměrem tak, aby splnil danou funkci pro ocenění. *Cílem finančního plánování v rámci procesu ocenění podniku je v podstatě pouze sestavení dokumentu, z něhož bude možno čerpat data potřebná k naplnění vzorů.* (Vochozka, Mulač, 2012, s. 138). Z tohoto důvodu je projekce soustředěna pouze na oblasti a výkazy hospodaření podniku, které jsou pro aplikaci modelů stanovení hodnoty nezbytné. Jedná se především o veličiny s největším dopadem na hodnotu podniku.

Konkrétní klíčové položky jsou označovány jako generátory hodnoty, neboť mají ve svém souhrnu z pohledu výnosového přístupu k ocenění, schopnost určit hodnotu podniku. Po důkladné analýze jednotlivých generátorů získá oceňovatel zasvěcenější pohled na tvorbu hodnoty podniku v minulosti a na faktory působící na zkoumané veličiny. Prognóza generátorů hodnoty pak tvoří základní kostrou pro sestavení komplexního finančního plánu, který generátory dále rozvíjí a postupně prověřuje, zda je projekce reálná. (Mařík a kol., 2018, s. 145, 150)

Hodnota je závislá na schopnosti podniku generovat v budoucnu výnosy a je zásadně ovlivněna následujícími veličinami.

- **Růst příjmů**, kterého lze dosahovat výnosnými investicemi. Prostředky mohou být investovány například do inovace produktů, distribučních systémů, do rozvoje marketingových modelů anebo na průzkum a expanzi na nové trhy. Základem projekce budoucích tržeb je výstup strategické analýzy, přičemž výše tržeb je korigována kapacitními možnostmi. (Rezňáková, 2012, s. 23)
- **Provozní zisková marže** vypočítaná jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám. Z důvodů neznalosti veškerých prognózovaných dat při výpočtu je vhodnější provozní ziskovou marži a korigovaný provozní hospodářský výsledek počítat před daní a odpisy.

- **Investice do pracovního kapitálu** upraveného o vyřazení provozně nenutných veličin a úročeného cizího kapitálu. Poté následuje rozbor vazeb mezi složkami pracovního kapitálu a výkony a analýza příčin sledovaného vývoje. Nakonec je odhadnut vývoj náročnosti tržeb na pracovní kapitál v budoucích letech.
- **Investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu** uvažovaná jednak jako podmínka pro zachování existence podniku a jednak v širším úhlu pohledu, jako investice do vývoje, výzkumu a lidského kapitálu. Prognóza budoucího vývoje vychází z analýzy minulého vývoje doplněného o míru využití kapacit.

Po prognóze investice do provozně nutného investovaného kapitálu je vhodné provést analýzu jeho rentability. Předpokladem nekonečného trvání činnosti podniku, je dlouhodobě vyšší hodnota rentability provozně nutného investovaného kapitálu než průměrné vážené náklady kapitálu, v krajním případě mohou být hodnoty totožné. Takto pojatá rentabilita je pro rok t zjednodušeně vyjádřena jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření v roce t k provozně nutnému investovanému kapitálu k počátku téhož roku.

- **Způsob financování** – především velikost cizího kapitálu.
- **Doba existence podniku** – předpokládaná doba generování pozitivního peněžního toku. (Mařík a kol., 2018, s. 149-164)
- **Diskontní míra** zohledňuje faktor času a rizika budoucích peněžních toků, a tím vyjadřuje jejich současnou hodnotu. Pro stanovení hodnoty diskontní míry daného podniku se využívá převážně hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu podniku WACC. Přesný postup pro výpočet diskontní míry je závislý na zvolené variantě výnosové metody ocenění. (Šiman, 2010, s. 113)

Generátory hodnoty je vhodné doplnit plánem financování, který především zahrnuje plánování splátek úvěrů a vyhodnocení potřeby nových úvěrů. V úvahu připadá také zahrnutí již zmíněných položek nesouvisejících s hlavním provozem podniku. Příkladem lze uvést generované zisky z plánovaných odprodejů pozemků anebo majetku podniku. Dalším žádoucím krokem pro co nejpřesnější výsledek

ocenění je zapracování předpokládaných výplat podílů na zisku či výplat dividend. (Mařík a kol. 2018, s. 176, 177)

Tvorba finančního plánu by měla být ochráněna od subjektivních představ a záměrů současného vlastníka. Měl by respektovat současnou podnikovou situaci, ale i makroekonomické a jiné aspekty. Základ projekce by měl být tvořen pouze exaktními fakty a veškeré další uvedené předpoklady musí být obhajitelné a zdůvodnitelné. Obvykle je finanční plán sestaven z hlavních účetních výkazů (plánovaná výsledovka, plánovaný výkaz CF a plánovaná rozvaha) v agregované formě a v roční podobě, představují první fázi. (Kislíngerová a kol, s. 131-133, 2010)

Při plánování finančních výkazů je vhodné kombinovat několik adekvátních metod. Hlavní plánovací technikou s nejšířší využitelností je metoda procenta z tržeb, která vychází z principu lineární závislosti vývoje konkrétních položek na pohybu provozních tržeb. S určitým procentuálním podílem na hodnotě tržeb z provozní činnosti podloženým konstantní časovou řadou jsou tyto položky zahrnuty do konstruované projekce. Metoda procenta tržeb může být uplatněna při plánování téměř všech podnikových aktiv a výnosových i nákladových položek.

Projekce položek bez závislosti na tržbách může vycházet z analýzy minulých časových řad, tj. na základě zaznamenaného trendu dané položky. Pokud se časový trend jeví nespolehlivě nebo jej nelze s jistotou určit vůbec, využijí se hodnoty průměrné nebo hodnoty posledního roku.

Součástí tvorby projekce může být, jak již bylo řečeno také začlenění mimořádných položek, které nemohou být předem plánovány. Začlenění může být provedeno prostřednictvím stanovené konstantní výše po celé období. Nejčastěji jsou takto určeny mimořádné výnosy a náklady, opravné položky, tvorby rezerv a časové rozlišení. Pro stanovení jejich výše musí být provedeny určité úkony a výpočty. Předmětem rozborů jsou nerozdělené zisky, odpisy a nákladové úroky. (Vochozka, Mulač, s. 139)

Kompletní finanční plán sestává ze soustavy dílčích plánů:

- **prodeje** pro odhad budoucích výnosů,
- **produkce** s odpovídajícím odhadem budoucích nákladů,

- **kapacit** obsahující plán investic, plán pracovního kapitálu, plán údržby a plán odpisů,
- **pracovních sil,**
- **provozního výsledku hospodaření,** který vyplívá z plánovaných budoucích provozních nákladů a výnosů,
- **provozního peněžního toku,** jehož východiskem je plán pracovního kapitálu a provozního hospodářského výsledku,
- **celkového peněžního toku,** který informuje buď o případné potřebě dalších finančních zdrojů nebo o možnosti investování přebytečných prostředků
- **a z plánované rozvahy** jako závěrečného dokumentu. (Mařík, 2018, s. 175)

Vyhotovený finanční plán může být posouzen různými expertními technikami, kterými se posuzuje především jeho reálnost a přiměřenost. V případě potřeby dojde k jeho korekci. (Vochozka, Mulač, s. 139, 140)

3 Metody stanovení hodnoty podniku

V zásadě se rozlišují tři hlavní principy oceňování podniku – tržní princip, majetkový princip a princip peněžních toků. Pro stanovení hodnoty určitého podniku za určitým účelem musí být vybrána jedna specifická metoda. Výběr metody má zásadní vliv na výslednou hodnotu podniku, jelikož s každou aplikovanou metodou bude výsledná hodnota rozdílná. Důvodem jsou právě odlišné principy, na kterých jsou jednotlivé metody postaveny. Majetkové metody jsou orientovány na přítomnost a hodnotí podnik takový, „jaký je“. Opačnými charakteristiky se vyznačují metody výnosové, které na podnik nahlíží pohledem budoucnosti čili hodnotí jeho budoucí podnikatelskou činnost. Principem tržních metod je pak hledání hodnoty podniku na základě hodnocení a srovnávání klíčových oblastí oceňovaného podniku s podobnými podniky na kapitálovém trhu. V některých případech, za předpokladu může být žádoucí vedle aplikace hlavní metody, využít další metodu tzv. metodu kontrolní neboli doplňující, kde bude za předpokladu správné interpretace hledané hodnoty realizace další metody přínosná. (Fazziny, 2018, s. 9, 10)

3.1 Metody založené na majetkovém principu

Metody majetkového ocenění jsou založeny na bázi stavových veličin, které vycházejí z bilance podniku – z účetního výkazu rozvaha. Na základě ocenění každé jednotlivé majetkové složky podniku po odečtení veškerých jeho závazků je stanovena konečná hodnota netto, tedy hodnota vlastního kapitálu. V závislosti na zvolené metodě majetkového ocenění, bude výsledná výše hodnoty odlišná, jelikož způsob ocenění jednotlivých podnikových aktiv je s každou konkrétní metodou modifikován. (Kovář, Božková, 2016, s. 153)

3.1.1 Metoda likvidační hodnoty

Uplatnění likvidační metody nabývá smyslu v tom případě, pokud podnik s určitostí plánuje rozdělit, rozprodat či zlikvidovat svá veškerá aktiva čili plánuje ukončit svou podnikatelskou činnost. Konkrétním příkladem, kdy je zjišťována likvidační hodnota může být ocenění podniku ztrátového či podniku s omezenou životností, ocenění za účelem rozhodnutí mezi sanací a likvidací podniku nebo ocenění pouze neprovozního majetku. Hodnota podniku je v tomto případě přímo závislá na

předpokládaných generovaných příjmech z této likvidace, které jsou za standartních podmínek (bez časové či jiné tísně) na úrovni tržní hodnoty likvidovaných položek aktiv. Průběh stanovení hodnoty je ovlivněn podmínkami, ve kterých se podnik právě nachází čili jaký má disponibilní časový fond na likvidaci, zda existují a případně jaké a jak intenzivní jsou vnější tlaky, především ze strany věřitelů. Zdánlivou jednoduchost ocenění metodou likvidační hodnoty vyvrací skutečnost, že její podstata je závislá na odhadované míře schopnosti trhu likvidovaný majetek vstřebat a na nejistotě získání aktuálních tržních cen za daná aktiva. (Mařík, 2018, s. 365–367)

3.1.2 Metoda účetní hodnoty

Ocenění na základě účetní hodnoty vlastního kapitálu daného podniku vychází z podnikové bilance. Vstupními daty jsou historické ceny, za které byl majetek podniku pořízen. Principem ocenění účetně zaneseného a staticky zobrazeného podniku je výpočet účetního rozdílu mezi vykazovanými aktivy a závazky daného podniku. Výsledným rozdílem je celková hodnota podniku na hladině netto k datu sestavení souhrnných účetních výkazů. Z hlavní podstaty této metody vychází také její největší nedostatky v podobě časového intervalu, který působí na míru rozdílu mezi pořizovacími cenami aktiv a jejich současnou ekonomickou hodnotou. Problematickou oblastí aktiv jsou v dnešní době poměrně významná nehmotná aktiva, příkladem goodwill, podnikové know-how a další. (Petřík, 2009, s. 427)

3.1.3 Metoda substanční hodnoty

Hledání substanční metody vychází stejně jako metoda účetní hodnoty z předpokladu pokračování činnosti podniku. Substanční neboli věcná hodnota bývá považována za jakési vylepšení výše zmíněné účetní hodnoty, která ne zcela dokáže zachytit skutečnou tržní cenu majetku, tj. nerespektuje náklady na znovupořízení aktiv dané struktury, které jsou vázané na míru opotřebení. Substanční metoda pracuje s hlubším a detailnějším rozbořem majetkové složky podniku, především respektuje čisté reprodukční náklady majetku, který je v podniku dlouhodobě vázán tzv. stálý neboli fixní majetek. Jeho významu přidává skutečnost, že právě tento majetek tvoří kapacitu, jež je východiskem tvorby užitných hodnot. Druhou složkou jsou aktiva oběžná. Jejich účetní vyjádření je transformováno skrze jejich jednotlivé rozdílné funkce v reálné likvidní prostředí. Oběžný majetek je tak přeceněn z jeho účetní

hodnoty na reálné pohotové prostředky prostřednictvím využití znaleckých zkušeností a dostupných informací. Vedle pohledávek, zásob a dalších krátkodobých aktiv znalec přeceňuje také závazky podniku. Princip věcné hodnoty vychází ze schopnosti podnikových aktiv generovat výnos pro vlastníky. Na majetek je tedy nahlíženo pohledem principu going concern. (Kislingerová, 2001, s. 129)

3.2 Metody založené na tržním principu

Stanovení hodnoty podniku vycházející z tržních principů uvažuje hodnotu podniku jako rovnovážnou tržní cenu danou vzájemným působením nabídky a poptávky. Podniky, které jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, jsou oceňovány na základě burzovních cen. Hodnota neobchodovatelných podniků závisí na vypořádaných podmínkách současných nebo nedávno minulých transakcí, jejich předmětem jsou obdobné srovnatelné podniky. (Mařík, 2018, s. 343)

3.2.1 Metoda tržního porovnání

Principem metody tržního porovnání je využití srovnávacích analýz, kde pomocí odvozených multiplikátorů (ukazatelů) lze hodnotu daného podniku odvodit, a to za předpokladu, že je známa tržní cena podniků s podobnými vlastnostmi a znaky, jakými disponuje oceňovaný podnik. Problémem této metody je samotná charakteristika kapitálového trhu, tedy jedinečnost jeho aktiv – podniků. Z tohoto důvodu je velmi obtížné nalézt plně srovnatelné podniky s dostupnou informací o jejich tržní ceně, což je hlavní podmínkou uplatnění metody tržního porovnání. (Váchal, Vochozka, 2013, s. 143)

3.2.2 Metoda přímého ocenění na základě analýzy kapitálového trhu

Pokud je předmětem ocenění akciová společnost s běžně obchodovatelnými akciemi, lze její hodnotu odvodit pomocí tržní přidané hodnoty prostřednictvím ukazatelů kapitálového trhu. Na základě dostupných informací, tedy tržní ceny akcií a množství, kterým daný podnik disponuje lze provést jednoduchý výpočet – vynásobení těchto dvou údajů a získat tak tržní kapitalizaci, která však nemůže být považována za konečnou hodnotu podniku. Důvodem je v první řadě nejasnost ceny akcie, se kterou je pracováno. V úvahu připadá cena průměrná, uzavírací nebo

okamžitá. Druhým zdrojem odlišnosti výsledné hodnoty je skutečnost, že při okamžitém prodeji všech akcií nemůže být jejich cena totožná. (Mařík, 2018, s. 343)

3.3 Metody založené na výnosovém principu

Soubor výnosových metod uvažuje podnik jako funkční celek, jehož tržní hodnota vychází z výše stanoveného efektu pro vlastníky v podobě reálného výnosu. Cílem procesu stanovení hodnoty je tento reálný výnos stanovit a převést na současnou hodnotu, a to při zohlednění všech vlivů působících na budoucí vývoj podniku i trhu, přičemž je uvažováno nekonečné fungování činnosti podniku. Hlavní podstatu lze přirovnat k již v první kapitole zmíněnému mikroekonomickému pojetí hodnoty statku, která je dána očekávaným užitekem pro jeho majitele. Vztaženo k podniku je tímto užitekem očekávaný zisk pro vlastníka. (Poláček, Attl, 2006, s. 147)

3.3.1 Metoda ekonomicky přidané hodnoty

Nástroj ekonomicky přidaná hodnota EVA (economic value added) v první řadě vylepšil a do jisté míry nahradil původní ukazatele měření výnosnosti podniku (ROE, ROA a podob.), jež disponují řadou nedostatků. Jeho kvality spočívají ve schopnosti zahrnout a zohlednit faktor času čili časovou hodnotu peněz a faktor rizika investorů. Ekonomicky přidaná hodnota, jakožto nástroj finanční analýzy je podrobněji vymezena v kapitole 2.3.7.. Dalšího uplatnění vedle hodnocení výkonnosti nachází v rámci řízení podniku, čímž vyniká oproti metodám volných peněžních toků, které jsou vhodné jako nástroj oceňování podniků, nikoliv však jako nástroj řízení. Poslední ne méně důležitou a užívanou funkcí EVA je stanovení hodnoty podniku.

Ekonomicky přidaná hodnota analyzuje ekonomický zisk, který uvažuje vedle běžných nákladů také náklady kapitálu, včetně nákladů vlastního kapitálu, čímž se odlišuje od účetního zisku. Jestliže podnik vykazuje určitou výši účetního zisku, nemusí nutně dosahovat také zisku ekonomického. V případě, že jsou náklady na vlastní kapitál ve stejné výši jako dosažený účetní zisk, pak ekonomický zisk je roven nule. Pokud však účetní zisk převyšuje nad náklady vlastního kapitálu, podnik vykazuje také ekonomický zisk. (Mařík, 2018, s. 320–321)

Následující základní vzorec výpočtu ekonomicky přidané hodnoty je také obsahem kapitoly 2.3.7., kde je pojímán jako jeden z ukazatelů finanční analýzy. Jednotlivé složky výpočtu tedy není zapotřebí znovu definovat.

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

Pro potřeby ocenění je důležité znovu připomenout, že čistý provozní zisk, se kterým vzorec při ocenění pracuje, zahrnuje pouze tu činnost podniku, která je nezbytná k dosahování hlavního podnikatelského záměru. Výnosy a náklady nesouvisející s hlavní činností podniku nemohou být v hospodářském výsledku zahrnuty. Za investovaný kapitál je považován dlouhodobý cizí kapitál, kterým je financována hlavní podnikatelská činnost. Ostatní závazky nemohou být zahrnuty. Vážené náklady kapitálu jsou rovny ceně použitých peněz. Vzorec EVA zachycuje porovnání dosaženého efektu s ušlou příležitostí (neuskutečněným výnosem), jež plyne z alternativního investice kapitálu. Plnohodnotné ocenění vyžaduje dlouhodobý pohled na celkovou přidanou hodnotu, k čemuž mu samotná hodnota EVA v rámci jednoho konkrétního období nepostačí. Pro zohlednění dlouhodobého hlediska slouží ukazatel MVA, který vyjadřuje tržní přidanou hodnotu, jež je souhrnem jednotlivých ročních přírůstků EVA, čímž je právě vyjádřen přírůstek celkový. Na základě této úvahy pak hodnotu podniku lze vyjádřit jako:

$$EV = C_0 + MVA,$$

kde EV je hodnota podniku (Enterprise Value),

C_0 investovaný kapitál v současnosti (C, Capital),

MVA hodnota přidaná trhem (Market Value Added).

Budoucí MVA je rovna součtu všech budoucích EVA diskontovaných na současnou hodnotu, což je vyjádřeno jako:

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

kde EV je hodnota podniku (Enterprise Value),

C_0 investovaný kapitál v současnosti (C, Capital),

EVA ekonomicky přidaná hodnota (Economic Value Added),

WACC vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital).

Výpočet hodnoty přidané trhem spočívá nejprve v propočtu jednotlivých hodnot *EVA* pro každý rok a poté v odhadu dosažitelné úrovně ukazatele *MVA*. Vedle teoretické správnosti pojetí hodnoty podniku prostřednictvím ekonomicky přidané hodnoty je její výhodou skutečnost, že dokáže zahrnout plány managementu podniku pro každý rok. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 155–157)

3.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných zisků nachází nejširší zastoupení v německých zemích, kde pro svou popularitu předčila i metodu diskontovaných volných toků, která je v ostatních zemích nejužívanější metodou oceňování. Hodnota podniku je v zásadě určována na hladině netto za využití dvou možných variant, které závisí na způsobu chápání čistých výnosů. První varianta uvažuje čistý zisk, který je orientovaný na peněžní toky, tedy jako rozdíl příjmů a výdajů. Principiálně je pak tato varianta blízká metodě *DCF equity*. Součástí této metody je výpočet hospodářského výsledku za běžné období a vyhodnocení souladu předpokládaných volných peněžních toků pro vlastníky se zjištěným výsledkem hospodaření. Pro využití metody kapitalizovaných zisků v rámci českých podmínek musí být zohledněna také náležitá pravidla rozdělení hospodářského výsledku, jež jsou pro jednotlivé právní úpravy společností vymezena zákonem č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích. Druhá varianta se opírá o upravený výsledek hospodaření čili o účetně chápaný upravený rozdíl výnosů a nákladů. (Mařík, 2018, s. 294–295)

3.3.3 Metoda diskontovaného cash flow

V současné době je model stanovení hodnoty podniku na bázi budoucích peněžních toků jedním z nejčastěji užívaných přístupů ve světě, s výjimkou již zmíněného Německa. Modely diskontovaného peněžního toku lze uplatnit v každém podniku, který splňuje předpoklady *going concern* principu, a u kterého je možné vypracovat důvěryhodnou projekci budoucího vývoje v rámci tržního prostředí, které je relativně stabilní. Při splnění uvedených podmínek jsou metody budoucích

peněžních toků považovány za nejlepší volbu pro nalezení hodnoty podniku, jelikož nejlépe odráží chápání podniku pohledem vlastníků, kteří na podnik nahlíží jako na investici ve smyslu dlouhodobého zdroje svých potenciálních příjmů. (Petřík, 2009, s. 446–447)

„Hodnota podniku je při použití metody diskontu cash flow dána součtem budoucích volných peněžních toků, tyto je však nezbytné převést (diskontovat) na jejich současnou hodnotu.“ (Vochozka, Váchal, 2012, s. 141)

Výnosové metody diskontovaného cash flow uvažují výnos jako volný peněžní tok tedy prostředky, které jsou vlastníků nebo věřitelům k dispozici. Diskontování neboli převod budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu, je prováděno prostřednictvím průměrných vážených nákladů kapitálu nebo úrokovou mírou.

V zásadě se rozlišují tři varianty metody diskontovaného cash flow, avšak nejčastěji se užívá metoda DCF entity a DCF equity. Odlišující aspekt vyjadřuje otázka - pro koho je volný peněžní tok určen.

- DCF entity (Entity approach) – východiskem jsou diskontované volné peněžní toky pro vlastníky a pro věřitele, jejichž součtem je docíleno hodnoty podniku jako celku. Po odečtení cizího kapitálu zůstane hodnota vlastního kapitálu.
- DCF equity (Equity approach) – převedením volných peněžních toků pro vlastníky na současnou hodnotu je přímo zjištěna hodnota vlastního kapitálu.

Výběr peněžního toku, který bude diskontován je zcela zásadní, jelikož určuje vypovídací schopnost výsledné hodnoty. (Mařík, 2018, s. 193)

3.3.3.1 Metoda DCF entity

V případě metody DCF entity jsou diskontovány volné peněžní toky jak pro věřitele, tak pro vlastníky. Jinými slovy diskontují se volné peněžní toky do podniku jako celku (FCFF – free cash flow to the firm).

Výpočet volných peněžních toků do podniku znázorňuje následující vzorec.

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

kde, $FCFF_t$ je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

$EBIT_t$ provozní zisk před zdaněním,

t sazba daně z příjmu,

ΔWC_t změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva-krátkodobé závazky = WC).

S již dostupnou informací o výši peněžního toku podniku oceňovatel může přistoupit k výpočtu hodnoty podniku celkem. Jelikož diskontní míra musí odrážet čitatele, kterým jsou v tomto případě peněžní toky pro podnik jako celek, musí obsahovat složku věřitelskou i vlastníků, což umožňuje model vážených nákladů kapitálu WACC. Součtem diskontovaných volných peněžních toků do firmy je získána hodnota podniku první fáze. Výpočet pokračující fáze s využitím Gordonova vzorce pro stanovení tempa růstu g postupuje dle následující rovnice.

$$\text{hodnota podniku brutto} = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{(n+1)}}{(WACC - g) \times (1 + WACC)^n}$$

Po sečtení stanovených hodnot první a druhé fáze je následně připočten provozně zbytný majetek ke dni ocenění, čímž je získána tržní brutto hodnota podniku. (Damodaran, 2002, s. 385–387)

3.3.3.2 Metoda DCF equity

Pokud je hlavním cílem ocenění zjistit hodnotu pro vlastníky, pak je vhodné zvolit metodu FCFE (free cash flow to the equity) a diskontovat volné peněžní toky pouze pro vlastníky, neboť právě tak je bezprostředně vyčíslena hodnota vlastního kapitálu. Diskontní míra je pro potřeby propočtů DCF equity vymezena prostřednictvím nákladů vlastního kapitálu za daného stupně zadlužení. Ocenění podniků, jejichž provozní činnost je financována jak vlastními, tak cizími zdroji, zohledňuje výši úročeného kapitálu, o kterou jsou peněžní toky sníženy. Tedy narozdíl od metody FCFF je zohledněna kapitálová struktura podniku. Tento model se však

zpravidla využívá pouze v případě stanovení hodnoty podniků, jež mají stabilizovanou strukturu financování čili kde je vykazován ustálený efekt finanční páky. Matematické vyjádření výpočtu FCFE lze definovat následovnou rovnicí.

$$FCFE = EBIT \times (1 - t) + ODP - \Delta WC - INV - SPL,$$

- kde FCFE - volný peněžní tok pro vlastníky,
 EBIT - zisk před odečtením úroků a zdaněním,
 t - daňová sazba,
 ODP - odpisy,
 ΔWC - změna čistého pracovního kapitálu,
 INV - investice do stálých aktiv,
 SPL - splátka úročeného kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 169–173)

Po stanovení volných peněžních toků pro vlastníky následuje jejich diskontování prostřednictvím nákladů vlastního kapitálu, které vyplývají z dané míry zadlužení podniku. Při využití dvoufázového modelu tvoří součet takto diskontovaných volných peněžních toků pro vlastníky hodnotu podniku první fáze. Druhá fáze je pak dopočítána prostřednictvím stanoveného tempa růstu g a zvolené míry nákladů vlastního kapitálu pro pokračující fázi dle následujícího vzorce:

$$\text{Hodnota podniku netto} = \sum \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{t+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1 + r_e)^T}$$

- kde, FCFE - volný peněžní tok pro vlastníky,
 T - počet let první fáze,
 r_e - náklady vlastního kapitálu při dané míře zadlužení
 g - tempo růstu FCFE pro druhou fázi.

Součtem první a druhé fáze a případným přičtením provozně nenutného majetku k datu ocenění je získána výše netto hodnoty oceňovaného podniku. (Mařík, 2018, s. 241–242)

3.3.3.3 Stanovení diskontní míry

Způsob stanovení diskontní míry, kterou je promítán faktor času a rizika, pro metody volných peněžních toků, závisí na konkrétní zvolené variantě. Metody DCF ve variantě entity a EVA, jež budou v praktické části práce uplatněny, pracují s diskontní mírou na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC (weighted average costs of capital). Tyto náklady představují minimální požadovanou výnosnost v procentech zahrnující očekávanou odměnu za vložený kapitál investorům i odměnu vlastníkům.

Obecný vzorec pro stanovení průměrných vážených nákladů kapitálu je:

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

- kde,
- n_{CK} - náklady na cizí kapitál,
 - d - daňová sazba z příjmu platná pro oceňovaný subjekt
 - CK - tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku
 - $n_{VK(Z)}$ - očekávaná výnosnost vlastního kapitálu
 - VK - tržní hodnota vlastního kapitálu
 - K - celková tržní hodnota kapitálu. (Mařík, 2018, s. 243)

Klíčovými složkami WACC jsou tedy náklady cizího kapitálu, jejichž váhou je podíl cizího kapitálu na celkové hodnotě investovaného kapitálu a náklady vlastního kapitálu v součinu s podílem vlastního kapitálu opět na celkovém investovaném kapitálu. Náklady cizího kapitálu jsou v zásadě představovány procentuální částkou, jež věřitelé po podniku požadují za poskytnutý kapitál. Náklady na cizí kapitál mohou být vypočítány jako podíl nákladových úroků daného období a vykazované výše dlouhodobých bankovních úvěrů. (Kislíngrová, 2010, s. 391)

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál lze využít model CAPM (capital asset pricing model), jehož využití je při hledání tržní hodnoty podniku vhodnou volbou, neboť vychází z data kapitálového trhu. Základní tvar pro výpočet nákladu vlastního kapitálu pomocí CAPM je:

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

- kde,
- r_e - náklady vlastního kapitálu,
 - r_f - bezriziková výnosová míra,
 - β - koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti,
 - r_m - průměrná výnosnost kapitálového trhu,
 - $(r_m - r_f)$ - riziková prémie kapitálového trhu.

Bezrizikovou výnosovou míru lze vyjádřit prostřednictvím dlouhodobých státních dluhopisů (min. desetiletých), tedy jejich výnos do doby splatnosti, kde je uvažována schopnost státu dostát svým závazkům a dluh splatit. Tržní riziková prémie vyjadřuje rozdíl výnosu rizikového tržního portfolia a bezrizikových aktiv. Stanovena může být na základě dosahovaných minulých hodnot či dle odhadu budoucího tržního očekávání. Koeficient beta vyjadřuje relativní rizikovost daného podniku vůči průměrné rizikovosti. (Mařík, 2018, s. 253–255)

3.3.4 Kombinované výnosové metody

Kombinované výnosové metody, někdy také označovány jako korigované výnosové metody se snaží kombinovat ocenění jak na majetkové, tak na výnosové bázi. Nejčastěji používanou metodou této skupiny je metoda střední hodnoty. (Poláček, Attl, 2006, s. 148)

3.3.4.1 Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Hlavní podstatu často užívané metody střední hodnoty vyjadřuje následující vzorec.

$$\text{hodnota podniku} = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}$$

Z uvedeného výpočtu je zřejmé, že hodnota podniku pohledem této metody sestává jednak z vložených aktiv a výkonů do podniku a jednak z budoucího výnosu, přičemž obě dvě složky jsou si rovnocenné. Výnosová hodnota jakožto součást vzorce je stanovena na základě metody kapitalizace zisku, a tedy představuje trvale dosažitelný zisk. Substanční hodnota je uvažována na stejné úrovni ve srovnatelné formě čili na hladině netto. Teoreticky by však mělo platit, že hodnota výnosu převyšuje hodnotu substance. Hodnota výsledného rozdílu je pak rovna hodnotě goodwillu podniku. Stejně tak, jako je tomu i u ostatních metod ocenění, tak také metoda středí hodnoty je aplikovatelná pouze za předpokladu splnění určitých podmínek. Při realizaci Schmalenbachovi metody se předpokládá, že výnos podniku je podmíněný především investovaným majetkem, prostřednictvím kterého je generován zisk. Na základě uvedených principů a hlavní podstaty metody, lze konstatovat, že na společnosti, jejichž hlavní podnikatelskou činností je například poradenství nelze vzorec střední hodnoty aplikovat. (Kislingerová, 2001, s. 327–238)

4 Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.

Cílem praktické části diplomové práce je provedení ocenění podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. a stanovení jeho tržní hodnoty. Následující proces ocenění vychází z poznatků předešlého textu, tedy teoretické části. Výstupní informace poslouží především pro potřeby managementu podniku jako podklad strategického rozhodování.

Ocenění je provedeno bez jakékoliv vzájemné spolupráce autora ocenění s představiteli společnosti Baumruk & Baumruk, s. r. o., bez kontaktu s jinými zainteresovanými osobami a vychází pouze z veřejně dostupných informací. Zároveň v současném a budoucím čase není shledán majetkový či jiný zájem ani záměr zhotovitele ocenění v rámci oceňovaného podniku. Uvažovaným předpokladem je úplnost, důvěryhodnost a relevantnost vstupních informací získaných z oficiálních webových stránek společnosti www.baumruk.eu a dalších vstupních dat v podobě účetních výkazů zpracovaných nezávislými auditory, které byly získány prostřednictvím oficiálního webového portálu české justice. Z tohoto důvodu nebyla zpracovatelem ocenění reálnost a pravdivost těchto informací a podkladů nijak prověřována. Výsledná tržní hodnota podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. je pro vymezený účel ocenění platná k uvedenému datu 1. 1. 2019.

Aplikovanou metodou pro stanovení tržní hodnoty společnosti Baumruk & Baumruk, s. r. o. je metoda diskontovaných peněžních toků s variantou FCFF – diskont volných peněžních toků do podniku jako celku.

4.1 Průvodní zpráva

Účel, předmět a datum ocenění

Záměrem ocenění je nalezení tržní hodnoty společnosti Baumruk & Baumruk, s. r. o., pro interní potřeby zadavatele, tj. jednatele a managementu podniku. Ocenění je zpracováno nezávisle bez osobního zájmu zpracovatele a je provedeno k 1. 1. 2019.

Báze a hladina stanovené hodnoty

Stanovená tržní hodnota na hladině netto je hodnotou, která může být předmětem dobrovolné směny mezi nezávislými obchodními partnery za plné informovanosti, a která odpovídá požadavkům vymezeným v mezinárodních účetních standardech 2017 (IVS – International Valuation Standards).

Základní informace o podniku Baumruk & Baumruk platné ke dni: 15. prosince 2018. (Justice.cz, 2018, [online])

Datum vzniku a zápisu:	7. května 1996
Spisová značka:	C 7704 vedená u Krajského soudu v Plzni
Obchodní jméno:	Baumruk & Baumruk, s. r. o.
Sídlo:	Uhelná 339, 330 03 Chrást
IČ:	64835430
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	zámečnictví kovoobráběčství výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 a 3 živnostenského zákona činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence
Statutární orgán:	jednatel Ing. Martin Baumruk, dat. nar. 17. listopadu 1983 Na výsluní 508, Zruč, 330 08 Zruč-Senec Den vzniku funkce: 4. května 2007 Způsob jednání: jednatel jedná jménem společnosti samostatně.
Základní kapitál:	900 000,- Kč

Počet zaměstnanců:

Provozní jednotky:

Hlavní činnost společnosti

Ryze česká společnost Baumruk & Baumruk, s. r. o. se zabývá strojní kovovýrobou. Hlavním sortimentem jsou kovové součásti a komponenty stavebních strojů vyráběny sériově na základě výkresové dokumentace. Další specializací společnosti je výroba a prodej náhradních dílů a komponentů kolejových vozidel společnosti Škoda. Veškeré výrobky společnost vyváží přímo v rámci vlastních služeb, anebo s využitím přepravních společností, které dováží výrobky partnerům v rámci evropských zemí. Společnost si zakládá na kvalitě a komplexnosti poskytovaných služeb. Zaměřuje se na jednotlivé potřeby svých zákazníků, kterým se plně přizpůsobí a s naprostou precizností požadované výrobky či služby zajistí a ve stanoveném termínu dodá či poskytne.

Produkty a služby v oblasti kovovýroby

Díky nejmodernější technologii a špičkovému výrobnímu zařízení, kterým společnost disponuje, jsou vyráběny vysoce kvalitní a spolehlivé náhradní díly, které se dodávají přímo do montáže zařízení zákazníka.

Zpracování plechu: laserové řezání, ohýbání, konvenční lisování.

Zpracování tyčového materiálu: řezání tyčového materiálu na NC pásových pilách, ohýbání trubek a profilů na moderních CNC ohýbacích strojích.

Svařování: konvenční svařování metodou MIG/MAG, robotické svařování metodou MIG/MAG a doplňkové práce – broušení, rovnání a další.

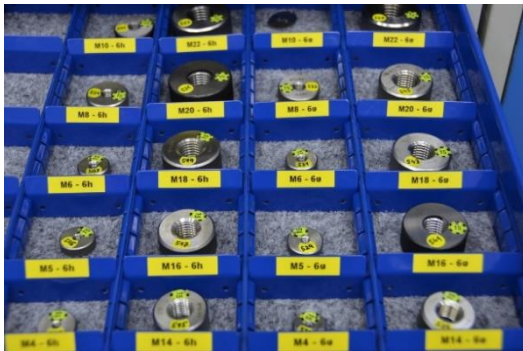
Obrábění: CNC a konvenční obrábění na frézovacích a soustružnických centrech, frézování, soustružení a doplňkové práce – obrážení, vrtání, válečkování, broušení a další.

Povrchové úpravy: tryskání dílů, práškové lakování, zinkování, chromování, eloxování a další.

Ostatní: tepelné zpracování kovů, odlévání, výkovky, finální montáž a další.

Typické výrobky kovovýroby (obrázek 4)

- Mechanické součásti a náhradní díly stavebních a zemědělských strojů – nástupní schůdky, kabiny, madla, plechové kryty, otočné konzole a další
- Mechanické součásti elektromotoru – plechové kryty, ozubené kotouče a další
- Součásti operačních stolů – plechové kryty, madla, nerezové vzpěry
- Písty, čepy, rámy, hřídele
- Montážní sestavy – sekundární vypružení, sběrače a další



Obrázek 4 - Typické výrobky kovovýroby

Dostupné z: <http://www.baumruk.eu/kovovyroba>

Produkty a komponenty pro kolejová vozidla

Společnost Baumruk & Baumruk je vlastníkem výhradních práv na výrobu vybraných mechanických součástí a náhradních dílů pro lokomotivy společnosti Škoda Transportation. Disponuje mnoha osvědčeními a certifikáty pro výrobu a distribuci náhradních dílů pro kolejová vozidla. Svoji vysokou kvalifikaci prokazuje též úspěšným absolvováním několika zákaznických auditů.

Vybrané dopravní systémy: elektrické lokomotivy, trolejbusy, tramvaje.

Dodávanými komponentami dopravních systémů jsou například (obrázek 5):

- pohony, klouby, smykadla, pružiny, blokování, flexibilní spojky, sekundární vypružení a jiné díly kompletních sběračů,

- tlumící elementy brzdových částí – samočinné stavěče, brzdové zdrže, botky zdrže, páky, rektifikační táhla, závěsy,
- nápravové uzemňovače a jejich části – hřídele, pouzdra, měchy, mechanické části rychloměrů, pískování, stínící rolety, okenní rámy, převodové skříně a mnoho dalších.



Obrázek 5 - Typické komponenty pro kolejová vozidla

Dostupné z: <http://www.baumruk.eu/share/download/ke-stazeni/9.pdf>

4.2 Vize a strategie podniku

V současné době se management společnosti Baumruk & Baumruk zaměřuje na udržení a upevnění své stávající pozice na trhu. Nadále se soustředí na kvalitu a permanentní zlepšování poskytovaných služeb. V oblasti výroby plánuje pokračovat v automatizaci a robotizaci výrobních procesů. Cílem společnosti je postupné zvyšování objemu výroby, zefektivňování výrobních procesů a kontinuální zdokonalování v oblasti péče o zákazníky.

4.3 Strategická analýza

Provedení, a především syntéza zjištěných údajů a výsledných informací strategické analýzy je součástí vyhodnocení současného stavu podniku a jeho vyhlídek do budoucnosti. Klíčovým cílem následující strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. Na základě aplikace vybraných analýz PEST a je posouzena relevantnost daného trhu, tedy stanoven vnější potenciál podniku. Prostřednictvím analýzy konkurenceschopnosti je stanoven vnitřní potenciál podniku.

4.3.1 Vnější potenciál podniku

Vymezení klíčových charakteristik relevantního trhu, na němž podnik Baumruk & Baumruk působí, a identifikace stěžejních faktorů, jež daný trh činí atraktivním, tvoří základní rámec pro odhad budoucnosti podniku a zpracování prognózy jeho tržeb.

4.3.1.1 Vymezení a analýza relevantního trhu

Hlavní činnost podniku Baumruk & Baumruk je zaměřena na sériovou výrobu kovových komponent a náhradních dílů pro stavební stroje a kolejová vozidla. Podle standardní kategorizace ekonomických činností Evropské unie je hlavní ekonomická činnost oceňovaného podniku zaříděna sekci C – zpracovatelský průmysl. Sekce C v rámci CZ-NACE zahrnuje jednak výrobní proces, jehož výsledkem jsou hotové výrobky a jednak montáž dílů produktů. Konkrétní druhy výroby speciálních dílů a komponent strojů jsou přiřazeny do stejné třídy, ve které je zařazen stroj, pro který jsou náhradní díly či další příslušenství vyráběny nebo pro které mohou být tyto díly využity. Hlavním oddílem ekonomické činnosti společnosti Baumruk & Baumruk je podle CZ-NACE oddíl 25 – výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, kromě strojů a zařízení. Konkrétněji může být činnost podniku vymezena několika třídami oddílu 25. Příkladem jsou třídy:

- 25.50 – kování, lisován, ražení, válcování a protlačování kovů, prášková metalurgie,
- 25.62 – obrábění,
- 25.94 – výroba spojovacích materiálů a spojovacích výrobků se závity,
- 25.99 – výroba ostatních kovodělných výrobků jinde nezařazené.

Některé činnosti podniku mohou svou charakteristikou odpovídat ekonomickým činnostem vymezeným oddílem 24 – výroba základních kovů, hutní zpracování, slévárenství.

Věcným vymezením relevantního trhu, na němž je hlavní ekonomická činnost společnosti Baumruk & Baumruk uplatňována, je velikost poptávky po kovových součástech a komponentech stavebních strojů a příslušenství kolejových vozidel v rámci výše uvedených tříd ekonomických činností.

Relevantním trhem z hlediska teritoriálního je vymezen předně územím České republiky, ale také vybranými zeměmi západní Evropy, z nichž největším odběratelem je Německo. Veškerá výroba společnosti Baumruk & Baumruk probíhá na území České republiky v Plzni. Výrobky pro odběratele na území České republiky jsou dováženy přímo podnikem v rámci poskytovaných komplexních služeb zákazníkům. Pro dovoz výrobků pro zahraniční partnery jsou využívány externí transportní společnosti.

Obchodní vztahy podniku s velmi úzkým okruhem obchodních partnerů jsou zpravidla dlouhodobého charakteru (10 a více let). Hlavními odběrateli jsou velice silní a bonitní zákazníci, například České dráhy, Joseph Voegele AG, Schunk Bautechnik, HAMM AG nebo Škoda Transportation. Z hlediska zákazníků je za relevantní trh považován výhradně trh organizací. Výrobky, které společnost poskytuje slouží pouze pro další zpracování, tj. montáž stavebních strojů nebo kolejových dopravních prostředků.

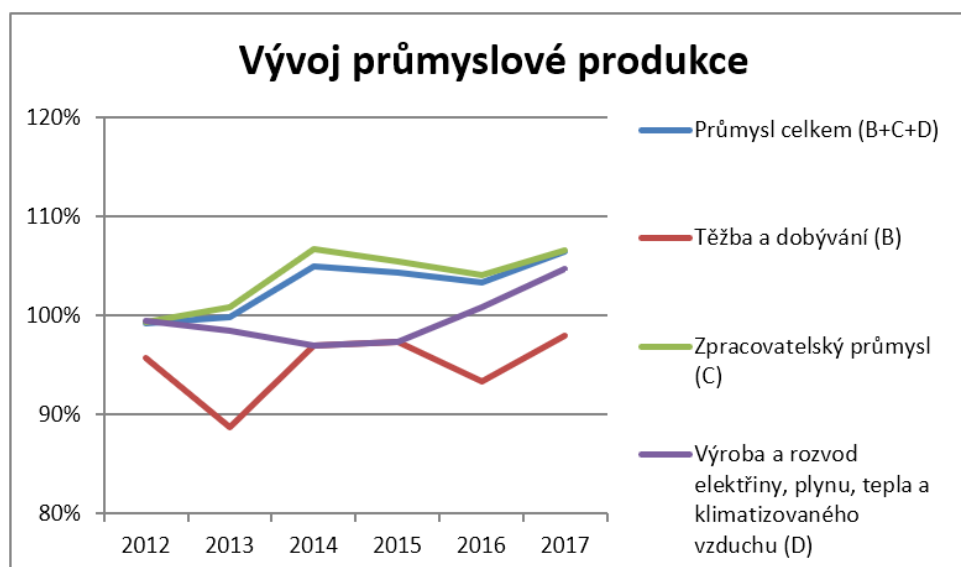
4.3.1.2 Charakteristiky odvětví a relevantního trhu

V širším pojetí je hlavní ekonomická činnost podniku Baumruk & Baumruk kategorizována do oblasti zpracovatelského průmyslu, který v roce 2017 přispěl 27 % k hrubé přidané hodnotě (rozdíl celkové produkce a výrobní spotřeby) a zaměstnanosti. Pro ekonomiku České republiky představuje nejdůležitější oblast s největším podílem.

Zpracovatelský průmysl v České republice je dlouhodobě stabilním a významným segmentem ekonomiky. Prostřednictvím jednotlivých oblastí zpracovatelského průmyslu je tvořen prostor pro vývoj a rozvoj technologií, znalostí a pro neméně důležitou tvorbu pracovních míst. Udržitelnost stabilního růstu a konkurenceschopnosti minimálně na evropské úrovni je možná díky importu zahraničního kapitálu a je podpořena participací České republiky a českých společností na regionálních, ale i globálních hodnotových řetězcích.

Vývoj průmyslu v ČR celkem a vývoj jednotlivých průmyslových sekcí za období 2012 až 2017 prostřednictvím meziročního indexu růstu či poklesu zobrazuje následující graf 1.

Graf 1 - Vývoj průmyslové produkce (index ke stejnému období předchozího roku)



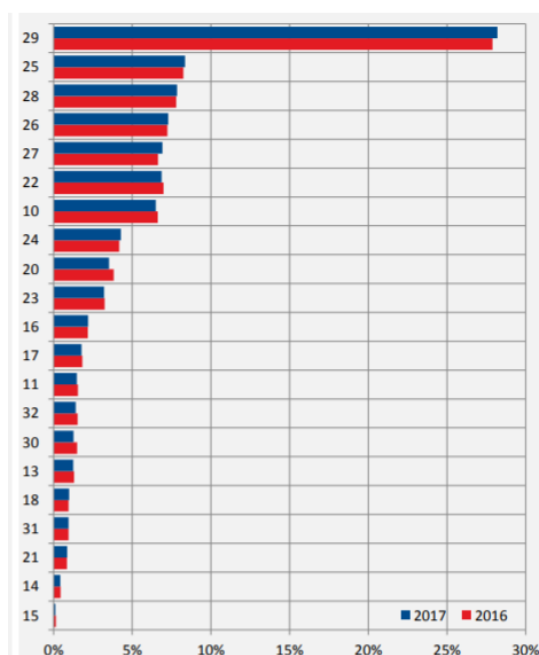
Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/> (Aktuální k 16. 12. 2018)

Z uvedeného grafu 1 je patrný vysoký podíl zpracovatelského průmyslu na průmyslu celkem (křivky naznačují vysokou míru korelace), díky čemuž jeho vývoj výrazně působí na růst či útlum produkce celkového průmyslu. Vývojová tendence sekce C vykazuje z hlediska uplynulých šesti let mírný lehce kolísavý růst ve srovnání se sekci B (těžba a dobývání), jejíž index v průběhu daného období dvakrát razantně klesl (v letech 2012–2013 až o cca 9 %. Vývoj produkce sekce D (výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu) vykazuje v období posledních tří let zásadně rostoucí tendenci.

Současným trendem průmyslu vlivem markantního rozvoje technologií jsou přibývající ekonomické aktivity s charakterem služeb, které se odvětví služeb výrazně přibližují. Příkladem je věda, výzkum, vzdělávání, technicky obslužné činnosti a jiné. Klasický zpracovatelský průmysl charakteru montoven se pak díky uvedeným vlivům, především nárůstu technologií, postupně vytrácí. (MPO, 2017, 43)

Podle českého statistického úřadu a ministerstva průmyslu a obchodu je pro rok 2017 nejvýznamnějším oddílem z hlediska tržeb dle CZ-NACE se zásadně největším podílem v rámci zpracovatelského průmyslu oddíl 29 (výroba motorových vozidel). Oddíl 25 (výroba kovových konstrukcí), jež zahrnuje činnost společnosti Baumruk & Baumruk je s 8,4 % na druhém místě, přičemž od roku 2016 došlo k nepatrnému růstu podílu, viz. graf 2.

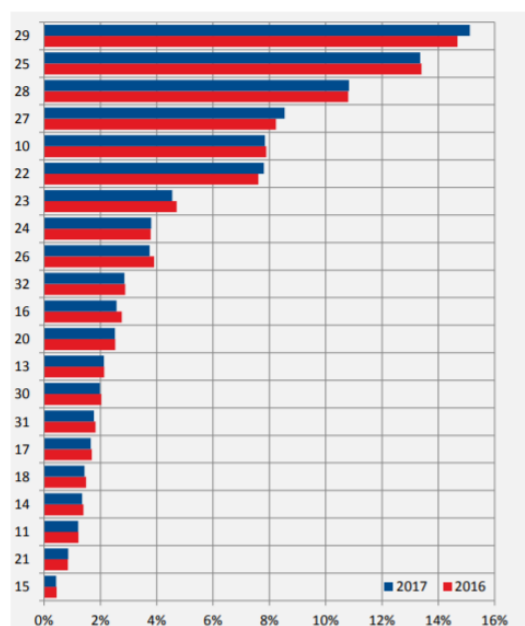
Graf 2 - Podíl tržeb podle CZ-NACE (ZP = 100 %)



Zdroj: data ČSÚ, 2017, výpočty MPO

Z hlediska zaměstnanosti je oddíl CZ-NACE 25 spolu s CZ-NACE 29 největším zaměstnavatelem sekce zpracovatelského průmyslu. Podíl na zaměstnanosti odvětví kovovýroby z celkového zpracovatelského průmyslu je v letech 2016–2017 okolo 13,7 %. Podíly jednotlivých oddílů sekce zpracovatelského průmyslu znázorňuje následující graf 3. (data ČSÚ, výpočty MPO, 2017)

Graf 3 - Podíl na zaměstnanosti podle CZ-NACE (ZP = 100 %)



Zdroj: data ČSÚ, 2017, výpočty MPO

Velikost relevantního trhu oceňovaného podniku je stanovena na základě tržeb z výrobků a služeb příslušících třídě 25.5 (Kování, lisování, ražení, válcování a protlačování kovů; prášková metalurgie) a 25.9 (Výroba ostatních kovodělných výrobků) v období 2012–2017, viz. tabulka 2.

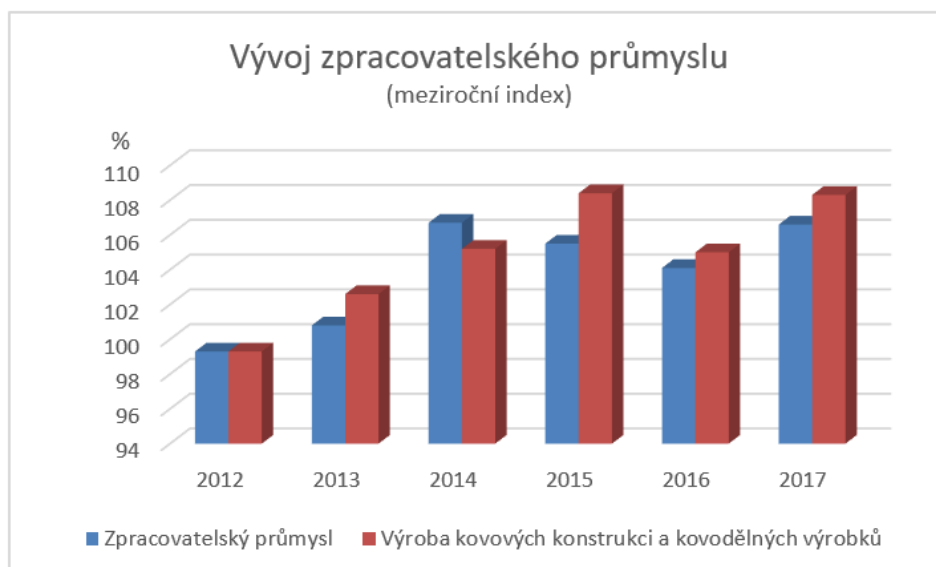
Tabulka 2 - Velikost relevantního trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZ-NACE 25.5	16 163 561	17 262 173	19 122 683	20 142 492	20 142 241	22 568 576
CZ-NACE 25.9	58 653 089	61 451 282	66 284 349	71 595 909	74 099 923	83 022 891
Celkem	74 816 650	78 713 455	85 407 032	91 738 401	94 242 164	105 591 467

Zdroj: vlastní zpracování dle www.czso.cz

Růst trhu s výrobou kovových konstrukcí a kovodělných výrobků hlediskem vývoje produkce tohoto oddílu ve srovnání s celým trhem zpracovatelského průmyslu zobrazuje následující graf 4.

Graf 4 - Vývoj zpracovatelského průmyslu a CZ-NACE 25 (v %)



Zdroj: vlastní zpracování dle www.czso.cz

Míry odchylek produkčního vývoje zpracovatelského průmyslu a oddílu CZ-NACE 25 v jednotlivých letech odpovídají skutečnosti, že se ekonomická činnost kovovýroby na celkovém zpracovatelském průmyslu podílí pouhými 8,4 procenty. V každém případě meziroční růst či pokles, tedy vývojový trend produkce oddílu CZ-NACE 25 do značné míry kopíruje zpracovatelský průmysl s výjimkou období 2014-2015.

4.3.1.3 Velikost trhu podniku Baumruk & Baumruk a vnitřní potenciál

Velikost trhu oceňovaného podniku je vymezena prostřednictvím poptávky po nabízených výrobcích, tedy prostřednictvím velikosti tržeb za jednotlivá uplynulá období. Tabulka 3 uvádí tržby podniku Baumruk & Baumruk od roku 2012 do roku 2017.

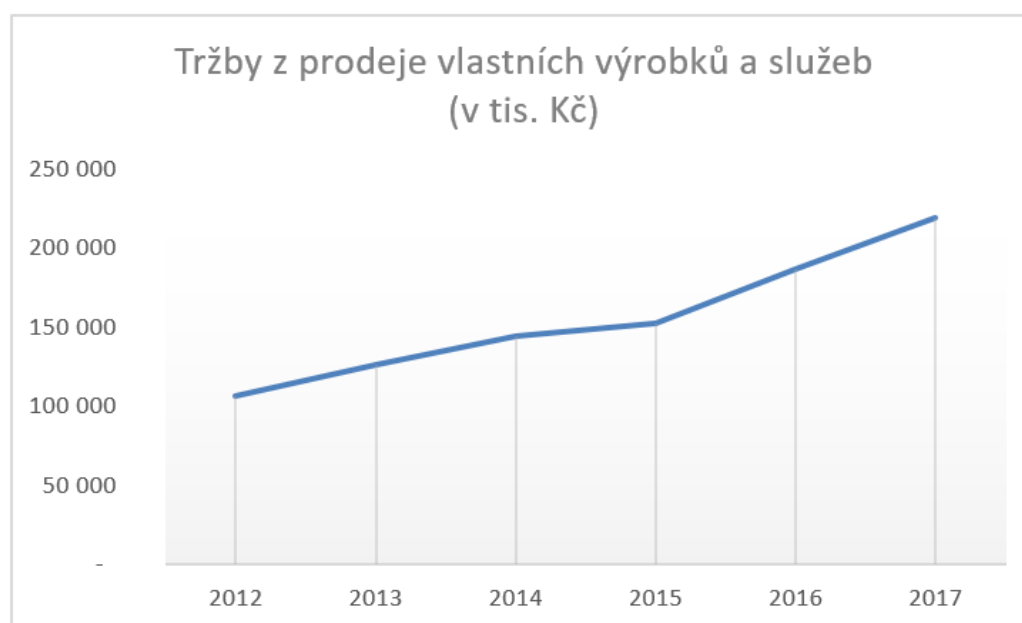
Tabulka 3 - Velikost trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby celkem	107 851	126 151	145 563	152 529	186 574	219 388
Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	106 421	125 916	144 633	152 075	186 496	219 085
Podíl tržeb z vlastních výrobků a služeb na celkových tržbách (v %)	98,67	99,81	99,36	99,7	99,96	99,86

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 5 zobrazuje tempo růstu oceňovaného podniku, tedy růst jeho tržeb, který lze považovat za poměrně stabilní, bez větších výkyvů. V rámci sledovaného období tržby za vlastní výrobky a služby vzrostly o 112 664 tis. Kč.

Graf 5 – Tempo růstu podniku Baumruk & Baumruk



Zdroj: vlastní zpracování

Produktové portfolio oceňovaného podniku sestává především z širokého sortimentu kovových součástí a náhradních dílů pro lokomotivy a z výroby komponent dle výkresů předložených zákazníky pro výrobní a zemědělské stroje. Veškeré produkty jsou z vysoce kvalitního materiálu a díky modernímu a výkonnému softwarovému vybavení konstrukce a technologie, kterým podnik disponuje jsou vyráběny s maximální precizností a přesností.

Management podniku Baumruk & Baumruk může být hodnocen jako vysoce kvalifikovaný, jelikož se jedná o rodinný podnik s dlouholetou tradicí. Členové managementu se v oboru pohybují již od mládí a zastávají velmi osobní přístup. Ostatní zaměstnanci mají dlouholeté zkušenosti z mnoha průmyslových odvětví. Odbornost personálu je díky velmi specifickým výrobním postupům považována za nezbytnou a samozřejmou. Klíčovými dokumenty, jež podnik vlastní, jsou proto mnohé certifikace v oblasti jakosti výroby a systému řízení.

Konkurenční výhodou podniku je komplexnost dodávaných služeb, výrobních postupů a technologií. V rámci poskytovaných služeb je schopen zajistit celý proces od prvotního návrhu produktu zákazníka, přes zpracování surového materiálu, obrábění a sváření až po detailní povrchové úpravy a konečnou montáž.

Na oblast vědy a výzkumu není společnost primárně orientována, je však držitelem technologie u licencovaných součástí a náhradních dílů pro kolejová vozidla.

Z hlediska investic je management podniku velmi aktivní. Pravidelně investuje do nových efektivnějších zařízení a technologií. V roce 2015 byly zakoupeny pozemky pro výstavbu montážní a expediční haly pro budoucí rozvoj společnosti. Celková výše investic v roce 2015 činí 15 mil. Kč, přičemž veškeré financování bylo výhradně z vlastních zdrojů podniku.

4.3.1.4 Atraktivita trhu

Následujícím rozbohem atraktivity trhu oceňovaného podniku jsou prostřednictvím kvalitativního hodnocení daného trhu identifikována možná rizika a příležitosti plynoucí z analyzovaného tržního prostředí. Dalším využitím analýzy atraktivity trhu je tvorba podkladů pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

Velikost, růst a konkurence trhu

Velikost relevantního trhu podniku Baumruk & Baumruk byla v širším pojetí (vymezením trhu zpracovatelského průmyslu a CZ-NACE 25 a patřičných tříd) přiblížena v předchozí kapitole stejně tak, jako jeho růstové tendence. Je však zřejmé, že trh kovovýroby nese obrovskou šíři různých výrobků. Součástí takového sortimentu mohou být kupříkladu špendlíky, ale také jaderné reaktory. Největší významnosti v rámci českého trhu kovovýroby nabývají střední podniky, které dosahují více než třetinového podílu na přidané hodnotě, tržbách a počtu zaměstnaných osob tohoto trhu.

Rozbor trhu bude dále prováděn z hlediska konkurenčního postavení podniku Baumruk & Baumruk a bude vymezen hlavními konkurenty v analyzovaném odvětví. Na základě průzkumu trhu z internetových dostupných informací, lze konstatovat, že kovovýroba je v České republice má široké zastoupení. V rámci průzkumu bylo nalezeno několik, řádově desítek podniků zaměřujících se na kovovýrobu komponent

a náhradních dílů. Z tohoto důvodu byl průzkum dále detailněji zaměřen na specifikaci zákazníků těchto podniků. Relevantní trh je tedy zúžen a zahrnuje pouze ty podniky, jejichž hlavní ekonomická činnost je zaměřena z největší části na zakázkovou kovovýrobou komponent výrobních a zemědělských strojů, tedy na podniky, jež cílí na stejný segment trhu jako oceňovaný podnik. Vzhledem k charakteru podnikatelské činnosti a stálých či potenciálních zákazníků není shledáno účelným analyzovaný trh omezovat regionálním či jiným územním měřítkem. Následující tabulka znázorňuje vybrané podniky, jejichž jednotlivé roční tržby z prodeje výrobků a služeb podléhající výše zmíněným specifikacím ve svém souhrnu tvoří relevantní trh podniku Baumruk & Baumruk.

Tabulka 4 - Velikost a tempo růstu relevantního trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
STT Servis, s. r. o.	61 037	56 055	64 194	66 618	88 182	92 609
METAL TECHNIK, s. r. o.	39 054	36 897	39 524	48 883	50 896	50 954
HON-kovo, s. r. o.	37 775	34 424	49 266	69 417	111 497	136 924
ZVU servis, s. r. o.	81 501	95 121	105 395	112 236	75 520	79 552
ME-METAL, s. r. o.	94 818	108 665	131 329	116 400	118 823	118 698
DI Industrial, s. r. o.	105 773	102 078	79 856	92 390	99 004	96 289
OK Záchlumí, a. s.	119 236	115 168	124 575	142 404	156 292	183 158
Baumruk & Baumruk, s. r. o.	106 421	125 916	144 633	152 075	186 496	219 085
Ostatní podniky (cca 4% trhu)	26 901	28 097	30 782	33 351	36 946	40 720
Tržní odvětví celkem	672 516	702 421	769 554	833 774	923 656	1 017 989
Tempo růstu tržního odvětví (v %)	2,39	4,45	9,56	8,35	10,78	10,21

Zdroj: vlastní zpracování dle www.justice.cz

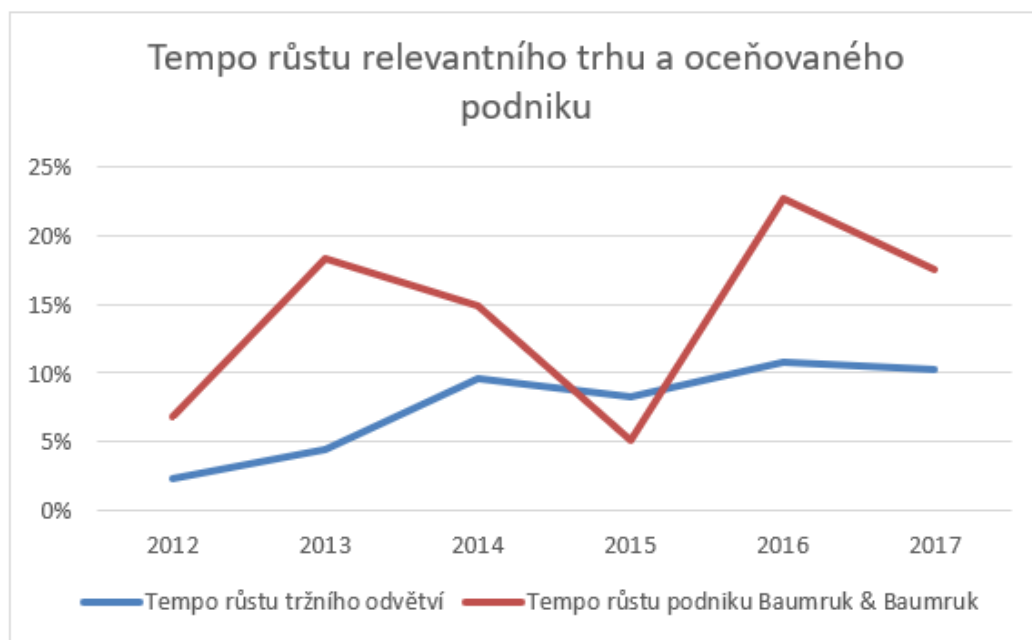
Uvedená tabulka 4 udává taktéž tempo růstu relevantního tržního odvětví. V rámci analyzovaného časového období lze zaznamenat pravidelný meziroční růst odvětví, který v roce 2016 a 2017 dokonce přesáhl 10 %. Následující tabulka 5 znázorňuje tempo růstu podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. ve srovnání s tempem růstu relevantního tržního odvětví, kde v uvedeném časovém rozmezí oceňovaný podnik dosahuje 17–22% podílu celkového relevantního trhu.

Tabulka 5 - Tempo růstu odvětví a oceňovaného podniku

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tempo růstu tržního odvětví (v %)	2	4	10	8	11	10
Tempo růstu podniku Baumruk & Baumruk (v %)	7	18	15	5	23	17

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 6 - Tempo růstu relevantního trhu v porovnání s tempem růstu oceňovaného podniku



Zdroj: vlastní zpracování

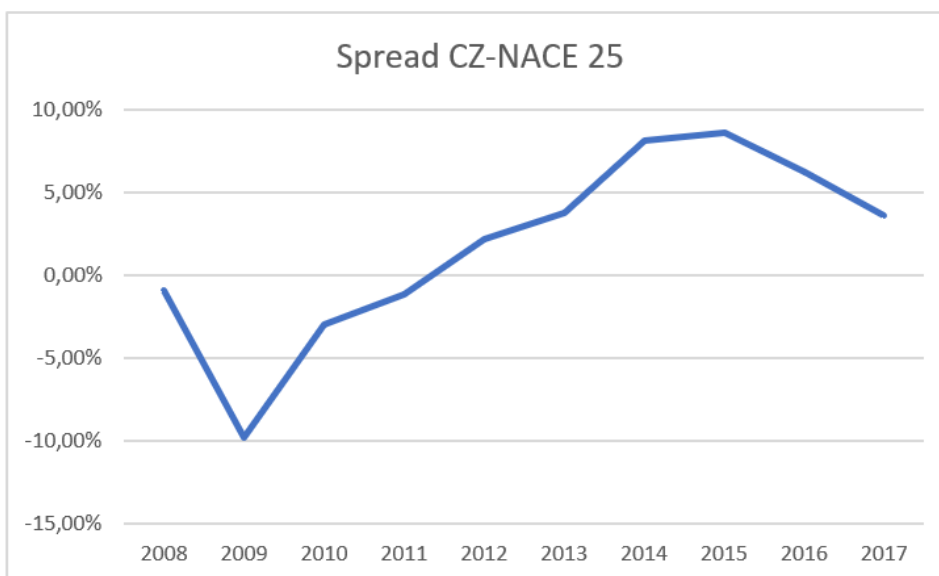
Graf 6 přehledně zobrazuje vztah vývoje tempa růstu podniku Baumruk & Baumruk a daného tržního odvětví. Zatímco tržní odvětví roste poměrně konstantním tempem, trend oceňovaného podniku vykazuje značné výkyvy. Nejvýznamnější zpomalení růstu je zaznamenáno v roce 2015, kdy dosahuje jen 5,15 %, avšak v následujícím roce tempo růstu opět prudce stouplo.

Výnosnost, bariéry, substitute

Efektivnost podniků zpracovatelského průmyslu vyjádřena ekonomickým ziskem má v posledních letech (od roku 2014) rostoucí tendenci. V roce 2017 je zaznamenán ekonomický zisk zpracovatelského průmyslu cca 71,94 mld. Kč. Podnikatelé realizující svoji ekonomickou činnost na trhu zpracovatelského průmyslu tvoří svým podnikáním přidanou hodnotu. Trh zpracovatelského průmyslu tedy může být považován za atraktivní.

Z důvodu závislosti výše ekonomického zisku na velikosti jednotlivých oddílů zpracovatelského průmyslu je efektivnost trhu kovovýroby (CZ-NACE 25) na následujícím grafu 7 vyjádřena pomocí spread (relativní ekonomický zisk – podíl ekonomického zisku a vlastního kapitálu).

Graf 7 - Spread CZ-NACE 25



Zdroj: vlastní zpracování dle www.czso.cz

Odvětví CZ-NACE 25 lze hodnotit jako výnosné s příznivými vývojovými tendencemi. Ačkoliv rok 2016 a 2017 vykazuje mírný pokles relativního ekonomického zisku, zásadním je předchozí každoroční výrazný růst v porovnání, se kterým je tento mírný pokles zanedbatelný a nemusí naznačovat obrat trendu či počátek krize.

Výroba většiny komponent a náhradních dílů je přizpůsobena a modifikována podle konkrétních požadavků jednotlivých zákazníků na základě předložených výkresů.

Mezi vnější vlivy působící na analyzovaný trh daného odvětví patří všechny oblasti analýzy PEST.

Vlivy politického charakteru jsou uvažovány nejen z hlediska České republiky, ale také ostatních zemí Evropské unie. Podnik Baumruk & Baumruk, jak již bylo zmíněno, dodává své výrobky do zemí blízkého západu, s největším podílem vývozu do Německa.

Díky možnosti volného pohybu zboží v rámci podniků členských států EU je export výrobků v zásadě bezproblémový. Volná obchodovatelnost výrobků a služeb

na mezinárodní úrovni s sebou přináší mnoho příležitostí v podobě nových trhů, nových potenciálních dodavatelů a odběratelů, ale také konkurence.

Vlivnými faktory působícími na tržní odvětví oceňovaného podniku jsou v podstatě veškeré normy a regulace, kterým podniky zpracovatelského průmyslu podléhají. Jedná se o regulaci zahraničního obchodu, daňové politiky, o oblast ochrany životního prostředí a o níže specifikované technické normy.

Předpokladem provozování činnosti v oblasti kovovýroby, stejně tak jako v ostatních strojírenských oblastech je dodržování českých technických norem, které jsou převážně formulovány podle evropských norem ISO (International Organization for Standardization). Konkrétně se jedná o české technické normy následujících kategorií:

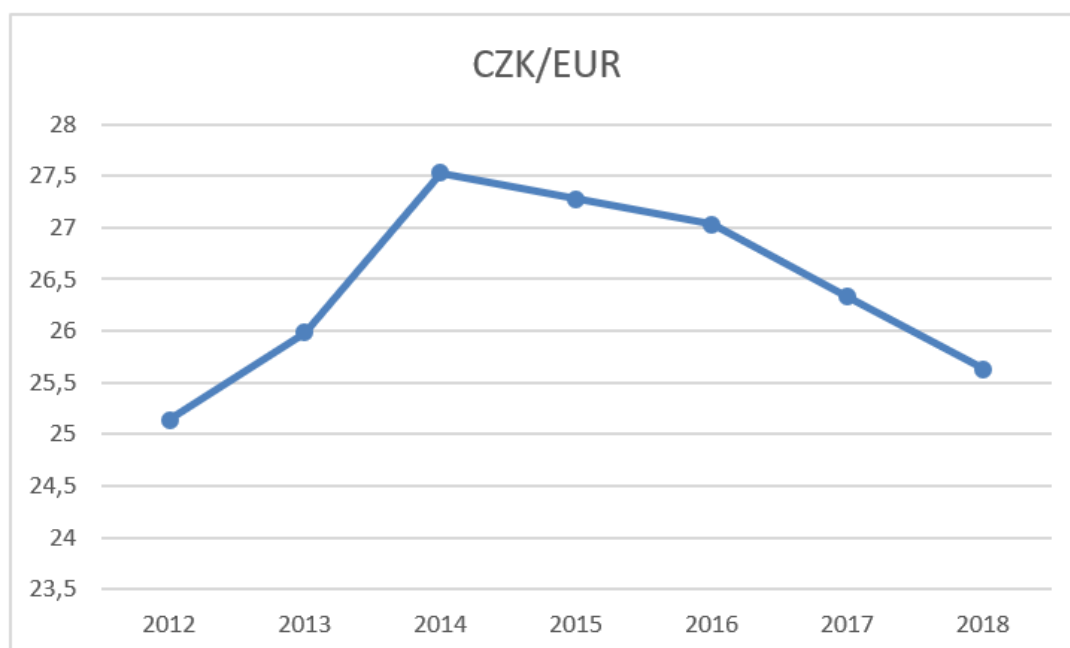
- 02 – strojní součásti,
- 03 – strojní součásti (koroze a ochrana materiálu),
- 05 – svařování, pájení, řezání kovů a plastů.

Dalším klíčovým předpokladem udržitelného podnikání nejen v rámci zpracovatelského průmyslu a oceňovaného podniku, ale s platností obecnou pro každé podnikání na území České republiky je respektování a dodržování českých zákonů a právních norem upravující podnikatelskou činnost. V zásadě se jedná o:

- Zákon č. 90/2013 Sb., o obchodních korporacích,
- Zákon č. 89/2012 Sb., nový občanský zákoník,
- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce.

Ekonomické vlivy – vývoj energetiky, která představuje až 5% podíl nákladů, přímo působí na ceny vstupních materiálů, s nimiž podniky v daném odvětví pracují. Podobně je tomu s vývojem světových cen výrobních surovin, které také působí na nákladovou složku podniků. Dalším faktorem působícím přímo na výši tržeb podniku je makroekonomický vliv vývoje kurzových rozdílů. Jelikož značnou část obrátu daného podniku tvoří vývoz do zahraničí, posílení české koruny proti euru může zapříčinit pokles tržeb. Klíčovým je pro podnik Baumruk & Baumruk především níže zobrazený vývoj devizového kurzu české koruny vůči euru (graf 8).

Graf 8 - Vývoj devizového kurzu CZK/EUR



Zdroj: vlastní zpracování dle www.cnb.cz

Uvedený kurz pro rok 2018 je dán průměrem kurzů jednotlivých měsíců, bez zahrnutí dvanáctého měsíce. Do roku 2015 lze pozorovat růst uvedeného kurzu. V následujícím časovém období do posledního zaznamenaného roku koruna poměrně rychlým tempem sílí, avšak v porovnání s tržbami podniku není zaznamenán výrazný nežádoucí vliv tohoto faktoru.

Z hlediska ekonomického ukazatele míry inflace lze ekonomiku ČR od roku 2013 (tabulka 6) hodnotit příznivě, neboť vykazovaná míra inflace splňuje inflační cíl ČNB 2 % s tolerancí ± 1 %. Odhadovaný budoucí meziroční přírůstek inflace je podle ČNB pro rok 2018 a 2019 2,2 % a pro první čtvrtletí roku 2020 2,1 %.

Tabulka 6 - Míra inflace v České republice

	2013	2014	2015	2016	2017
Míra inflace (%)	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5

Zdroj: vlastní zpracování dle www.cnb.cz

Vývoj ukazatele HDP (hrubý domácí produkt) je pro období 2013–2018 zobrazen následující tabulkou 7.

Tabulka 7 - Vývoj HDP pro Českou republiku (v %)

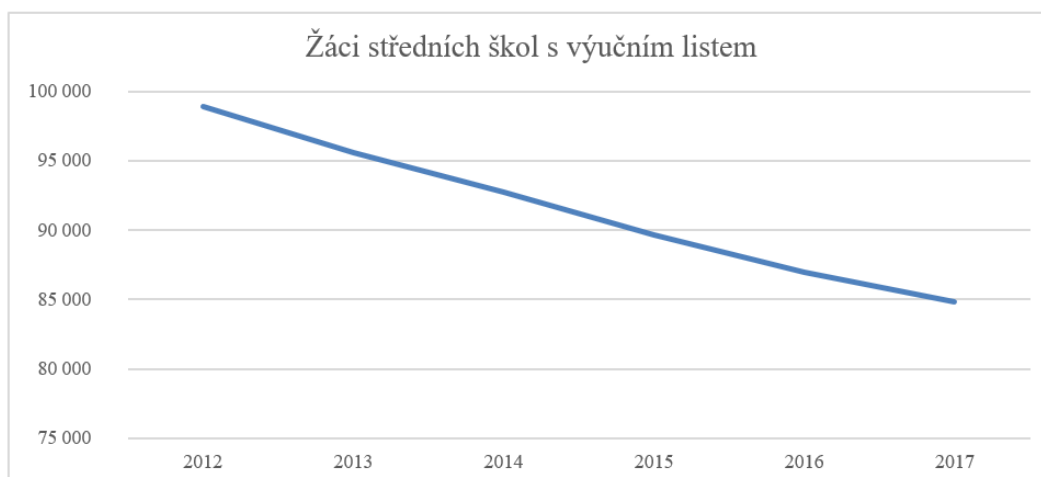
	2013	2014	2015	2016	2017	prognóza
Přírůstek HDP ČR (%)	1	2	4	2	5	3

Zdroj: vlastní zpracování dle www.kurzy.cz (2013–2017), www.cnb.cz (prognóza pro rok 2018)

V rámci České republiky po ekonomické recesi v letech 2012 a 2013 nastal v roce 2015 velmi silný růst HDP, přičemž v dalších letech růstový trend pokračuje a stejně tak, je předpokládán i jeho budoucí vývoj. Prognóza meziročního růstu HDP na základě propočtů ČNB činní pro rok 2018 3 % a pro rok 2019 a 2020 2,9 %. (www.cnb.cz) Relevantní tržní odvětví oceňovaného podniku Baumruk & Baumruk vykazuje nízkou míru korelace s konjunkturou ekonomiky. Jeho růstový trend je po celou dobu sledovaného období poměrně stabilní a silný.

V oblasti *sociálních vlivů* má na oceňovaný podnik významný dopad nepřízeň současné ekonomické situace na trhu práce, kdy je shledáván nedostatek odborných pracovníků a kvalifikovaných řemeslníků, což činí vstup do odvětví kovovýroby pro potenciální podnikatele poněkud komplikovaným a může tak představovat určitou bariéru. S nedostatkem kvalifikované pracovní síly v průmyslových odvětvích souvisí dlouhodobě se snižující meziroční přírůstek lidí s vysokoškolským vzděláním. Absolventi technicky zaměřených oborů vysokých škol jsou na trhu práce v dnešní době velmi žádaní, avšak počet studentů vysokých škol od roku 2011, jak zachycuje graf 7, klesá. Řada podniků v průmyslových odvětvích zaznamenává značný nedostatek nejen vysokoškolsky vzdělaných uchazečů o zaměstnání, ale také středoškoláků s průmyslovým zaměřením. Obzvláště podniky ve zpracovatelském průmyslu nezřídka navazují spolupráci s uční středních průmyslových škol, kterým tak nabízí možnost praxe v rámci studovaného oboru a budoucí pracovní uplatnění. Následující graf zobrazuje značný úbytek počtu žáků středních škol s výučním listem. Graf 9 a 10 zachycuje pouze data zapsaných žáků do daných typů škol, nikoli absolventů. Je tedy třeba brát v úvahu nižší počet žáků, jež studium úspěšně absolvovali. (Statistika a My, 2017, ČSÚ)

Graf 1 - Počet žáků středních škol s výučním listem



Zdroj: vlastní zpracování dle www.czso.cz

Graf 2 - Počet žáků vysokých škol



Zdroj: vlastní zpracování dle www.czso.cz

V tomto směru je žádoucí podpořit zaměstnavatelskou značku podniku a zajistit tak kvalitní a stabilní pracovní zázemí pro udržení současných pracovníků, ale také zvyšovat atraktivitu nabízených pracovních míst pro vyvážení výše zmíněných nepříznivých trendů vzdělávání a situaci na trhu práce a zabezpečit tak bezproblémové získávání nových pracovníků.

Technologické vlivy z pohledu vývoje, kdy lze v současné době zaznamenat určitý tlak na potřebu automatizace výroby působí velmi příznivě. Pro výrobní podniky představují nové výrobní technologie a zařízení obecně žádoucí efekty ať z hlediska efektivnějších výrobních procesů nebo mnoha dalších možností. Na druhé

straně tento svižný technologický pokrok představuje hrozbu, pokud se podnikatelé na dynamiku odvětví neadaptují a nepodpoří strategii poměrně častých reinvestic do modernizace výrobního zařízení. Podnik Baumruk & Baumruk disponuje moderní a spolehlivou technologií.

- Laser Mazak Optiplex 3015 Fiber III 6 kW, r. v. 2018
- Ohraňovací CNC lis Safan E-Brake 100, r. v. 20016
- Lis PYE 250 SS, r. v. 183m po GO 2015
- Automatická pásová pila Kasto KASTO win A 3.3, r. v. 2018
- Ohýbačka BLM E-Turn 52, r. v. 2014
- Robotické svařovací centrum Motoman 1900N/SKS, r. v. 2008
- Tříosé vertikální CNC centrum Haas VF-5, r. v. 2013

Díky pravidelnému investování do špičkových technických zařízení (viz. výše zmíněné a mnoho dalších zařízení) je společnost Baumruk & Baumruk považována za jeden z předních výrobců odvětví kovovýroby v České republice a je dokonce dlouhodobě konkurenceschopná i na mezinárodní úrovni.

Substituce

Jelikož veškeré parametry a modifikace většiny výrobků oceňovaného podniku závisí na požadavcích konkrétního zákazníka, není možné výrobek přímo substituovat. Značná pozornost by měla náležet spíše podnikům, jež nabízí podobné služby v oblasti kovovýroby se stejným cílovým segmentem trhu jako analyzovaný podnik. V každém případě charakter a struktura odběratelů těchto produktů (viz. další text) značí spíš stabilní podmínky a rostoucí tendence poptávky.

Struktura a charakter zákazníků

Jelikož hlavními odběrateli podniku Baumruk & Baumruk jsou podniky s působností v oblasti strojírenských technologií, je důležité, aby i tento trh na úrovni vymezené relevantním trhem oceňovaného podniku byl prosperující čili vykazoval značnou míru potenciálu a atraktivity. Svaz české strojírenské technologie, který v současné době sdružuje 48 předních českých strojírenských podniků zabývajících se výrobou převážně tvářecích a obráběcích strojů shledává v posledních letech výrazný

nárůst spotřeby obráběcích strojů, a to až o 16 %. Česká republika je patnáctým největším producentem tvářecích a obráběcích strojů ve světě. Z hlediska evropského žebříčku je na 15. místě. Za předpokladu pokračující příznivé ekonomické situace v ČR odborníci dané oblasti průmyslu v dalších letech očekávají zlepšení výsledků strojírenského oboru. Rozvoj odvětví, jež je podporován rostoucí domácí poptávkou je na druhé straně tlumen oblastí exportu, u které je díky vlivu posilující koruny očekáván nežádoucí vývoj. Na základě uvedených údajů lze konstatovat, že české strojírenské společnosti vykazují poměrně vysokou míru konkurenceschopnosti na světové úrovni, a že další předpokládaný vývoj v odvětví bude díky rostoucí domácí poptávce nadále příznivý. (Ing. Oldřich Paclík, CSc., 2017, 25)

Druhá oblast ekonomické činnosti společnosti Baumruk & Baumruk je zaměřena na výrobu komponent pro kolejová vozidla čili návaznost na další odvětví lze zaznamenat skrze výrobce – potenciální odběratele působící na trhu kolejových vozidel. Výroba, rekonstrukce a modernizace kolejových vozidel je v České republice jedním z významných oborů strojírenství. Výrobní společnosti kolejových vozidel, tramvají a trolejbusů zaznamenali v roce 2016 a 2017 mírné zvýšení produkce. Velikou výzvou výrobních podniků je rostoucí iniciativa v oblasti výstavby evropské železniční infrastruktury, což zároveň představuje potenciální poptávku po dalších kolejových zařízeních, a tedy prostor pro zvětšení objemu produkce výrobců. Z tohoto úhlu pohledu lze předpokládat i zvýšení poptávky po kovovýrobě náhradních dílů a komponent pro kolejová vozidla. (Kott, Svět průmyslu, 2017)

Z hlediska exportu výrobků podniku Baumruk & Baumruk především německým odběratelům, je situace podobná. Díky příznivým trendům ekonomiky v Německu a rozvoji trhu lze předpokládat stabilní spolupráci se stávajícími partnery podniku.

Následující tabulka 8 sestává z jednotlivých kritérií atraktivity trhu, kterým jsou přiřazeny váhy a na základě výše zmíněného průzkumu jsou jednotlivá kritéria bodována.

Tabulka 8 - Vyhodnocení analýzy atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3						x		15
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3				x				9
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1			x					2
Možnosti substituce	1					x			4
Struktura zákazníků	2						x		10
Vlivy prostředí	1				x				3
Celkem	16								61

Zdroj: vlastní zpracování dle Mařík, 2018, s. 84

Maximální dosažitelný počet bodů uvedené analýzy atraktivity je 90 b. Atraktivita relevantního trhu kovovýroby náhradních dílů a komponent pro výrobní a zemědělská zařízení vykazuje nadprůměrné hodnoty (67 %).

Součástí hodnocení atraktivity trhu je i závěrečné shrnutí zjištěných příležitostí a rizik plynoucích z daného trhu. Jako příležitost, která se podnikům kovovýroby nabízí lze považovat možnou spolupráci v rámci různých projektů Evropské unie a zároveň čerpání poskytovaných dotací z fondů EU, které jsou pro toto odvětví k dispozici a prozatím neúplně využity. Zapojením své ekonomické činnosti na úrovni EU mohou společnosti získat cenné zkušenosti a znalosti, mohou se vzdělávat v oblasti nových technologií, čímž mohou zefektivnit výrobu a zvýšit tak svou konkurenceschopnost.

Atraktivním trh kovovýroby činí také možnost spolupráce s Evropskou unií, konkrétně s výzkumným fondem pro uhlí a ocel, který nabízí spolufinancování výzkumných projektů v oboru hutnictví. V současné době tyto dotace Evropské unie nejsou ze strany českých výrobních společností zcela využity. Nicméně možnost získání finančních prostředků pro modernizaci technologických celků v rámci projektů mezinárodní participace představuje určitý prostor pro rozvoj trhu a pro vstup nové konkurence.

Na druhé straně riziko trhu může spočívat v potřebě zahraničního kapitálu, kde je nákladová složka značně závislá na vývoji zahraničního obchodu a ekonomických vlivech či politických normách a nařízeních. Dalším rizikem a určitou bariérou nejen

na vstupu do odvětví, ale i pro další provozování činnosti stávajících podniků je nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců a odborníků s požadovaným technickým zaměřením. Snižující se zájem o středoškolské průmyslové vzdělání, ale i vysokoškolské technické obory mohou do budoucna představovat stále větší problém.

Nelehce splnitelnou podmínkou pro vstup do analyzovaného odvětví a nezbytným předpokladem konkurenceschopnosti nového podnikatele je rovněž zajištění klíčové technologie v podobě moderních robotických strojů na úpravu kovů a dalšího vybavení, jak již bylo zmíněno výše.

Možnou hrozbu může představovat také vstup nové konkurence ze zahraničí, k čemuž přispívá stále otevřenější a volnější mezinárodní obchod. S konkurencí související je možná hrozba z hlediska nižších cen, nových či lepších postupů, know-how nebo rychlejší či snazší přístup k novým technologiím.

4.3.2 Vyhodnocení strategické analýzy

Relevantní trh oceňovaného podniku je vymezen na základě klasifikace CZ-NACE a dále je specifikován výběrem českých výrobních podniků s totožným zaměřením ekonomické činnosti, výrobní strategie a cílováním segmentu.

Prognóza vývoje zpracovatelského průmyslu, konkrétně kovovýroby, je, ačkoliv v rámci průzkumu nebylo prokázáno procyklické chování odvětví z hlediska závislosti na HDP, inflaci či vývoji devizových kurzů, v souladu s prognózami národohospodářských ukazatelů. Pro další období z hlediska exportu hrozí zapůsobení negativního vlivu posilující koruny, což pro podniky, jejichž obrat z je z velké části tvořen právě vývozem výrobků, může představovat pokles tržeb.

Velká váha je přikládána faktoru poptávky a vývoji trhu, na který je výroba podniků analyzovaného odvětví zacílena, a na kterém je jejich produkce přímo závislá. Jelikož strojní průmysl, konkrétně pak výroba zemědělských a výrobních strojů má v Evropě příznivé vyhlídky, zvyšuje se tak potenciál růstu relevantního trhu a vzniká prostor pro vstup nových podnikatelů, což trh činí do jisté míry atraktivním.

Ekonomická konjunktura v posledním období pohledem zvýšeného tempa růstu hrubého domácího produktu v České republice působí na druhé straně jako tlumící efekt rozvoje trhu z hlediska nedostatečné pracovní síly. Mezi vlivy útlumu produkce může figurovat nízká nezaměstnanost, která díky nedostatku personálu nutí podniky mnohdy až odmítat zakázky, brání jim v rozšiřování výrobního sortimentu nebo expanzi na nové trhy. Možným řešením pro zlepšení situace na trhu práce v budoucnosti a zvýšení počtu kvalifikovaných zaměstnanců je podpora vzdělávání ze strany průmyslových podniků. Inspirací může být výrobní společnost TOS Varnsdorf, která v roce 2015 založila střední školu zaměřenou na strojírenský průmysl.

Vývojové tendence a prognózy trhu se dle odborníků ubírají příznivým směrem.

„Potřeba užití kovů ve výrobě komponentů pro kompletaci konečných výrobků a při výrobě produktů stoupá. Důvodem jsou užitné vlastnosti kovů. S rozvojem strojírenského průmyslu a s podporou především automobilového průmyslu v České republice dále vzrůstá poptávka po kovových komponentech do těchto oddílů, po spojovacím materiálu a po technologicky i materiálově stále náročnějších nástrojích a nářadí.“

Predikce vývoje trhu kovovýroby vychází z prognóz národohospodářských ukazatelů, které jsou zpracovány příslušnými oficiálními institucemi. Hlavními faktory působícími na vývoj relevantního trhu je jeho dosavadní vývoj, který je uvažován také v souvislosti s vývojem HDP. Tato závislost je stanovena regresní rovnicí. Na základě prognózovaného růstu HDP, jak jej uvádí ministerstvo financí ČR, a dalších analyzovaných skutečností, je pak předvídan budoucí vývoj relevantního trhu. S předpokladem stabilně rostoucího trhu odběratelů čili strojírenského průmyslu a při uvážení trhu kovovýroby jako stabilního odvětví s prakticky nemožným budoucím zánikem nebo vstupem nové převratné technologie, jež by tento trh pohltila, je budoucí vývoj zachycen tabulkou 11.

Společnost Baumruk & Baumruk vykazuje jistou míru stability produkce, jež může být předpovídána i pro další fungování podnikatelské činnosti, především z důvodů pevných dlouholetých partnerských vztahů s obchodními partnery, kterými jsou velké prosperující společnosti. Díky špičkovému zařízení, neustálému zlepšování

a zkvalitňování poskytovaných služeb, je společnost Baumruk & Baumruk považována za jednoho z předních výrobců zakázkové kovovýroby v České republice.

Prognóza vývoje tržního podílu oceňovaného podniku vychází z provedených analýz, tedy ze stanoveného vnitřního potenciálu neboli z předpokladu konkurenceschopnosti a rozvojového potenciálu podniku. Závisí především na růstu relevantního trhu a na vstupu nové konkurence. Podle předpokládaného tržního podílu jsou dopočítány výše tržeb pro jednotlivé období a následně dovozeno tempo růstu. Budoucí tržní podíl stanoven prostřednictvím metody extrapolace časové řady je uveden tabulkou 9. Konkrétní postup se všemi uvažovanými veličinami je taktéž uveden v kapitole finančního plánu.

Tabulka 9 - Plánované tržby relevantního trhu a oceňovaného podniku

	rok	Relevantní trh v tis. Kč	Baumruk & Baumruk v tis. Kč	Růst relevantního trhu	Růst Baumruk & Baumruk	Podíl Baumruk & Baumruk na relevantním trhu
Mínulost	2012	672 516	107 851			16%
	2013	702 421	126 151	4%	17%	18%
	2014	769 554	145 563	10%	15%	19%
	2015	833 774	152 529	8%	5%	18%
	2016	923 656	186 574	11%	22%	20%
	2017	1 017 989	219 388	10%	18%	22%
Prognóza	2018	1 110 416	250 260	9%	14%	23%
	2019	1 209 333	283 531	9%	13%	23%
	2020	1 319 132	320 028	9%	13%	24%
	2021	1 436 643	358 741	9%	12%	25%
	2022	1 564 621	399 988	9%	11%	26%

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj relevantního trhu se dle prognózy postupně ustálí na 9% růst, přičemž v roce 2022 je předpovídaná velikost trhu dána součtem tržeb patřičných podniků 1 564 621 tis. Kč. Oceňovaný podnik taktéž vykazuje rostoucí trend, avšak přírůstky se v jednotlivých letech pozvolna snižují stejně tak jako jeho podíl vůči odvětví. Z hlediska predikovaného období tržby podniku Baumruk & Baumruk vzrostou o 149 728 tis. Kč.

4.4 Finanční analýza

Finanční analýza podniku Baumruk & Baumruk je zpracována za účelem získání hlubšího pohledu na finanční a hospodářskou situaci podniku a zjištění jeho celkového finančního zdraví. Výstup finanční analýzy, vedle doplnění výroku o perspektivnosti podniku, jež v této fázi stojí na informacích zjištěných při strategické analýze, slouží jako základní rámec pro tvorbu finančního plánu, který je podstatnou součástí samotného ocenění podniku a základem pro stanovení výnosové hodnoty.

Finanční analýza bude provedena s využitím technik vymezených teoretickou částí práce, tedy prostřednictvím rozboru základních účetních výkazů, aplikací finančních poměrových ukazatelů a analýzou pracovního kapitálu. Z hlediska úplnosti a správnosti vstupních dat je spoléháno na závěry auditora. Veškeré účetní výkazy jsou veřejně dostupné na oficiálním portálu www.justice.cz a jsou součástí přílohy této práce. Závěr analýzy finanční situace podniku bude sestávat z vyhodnocení zjištěných údajů.

4.4.1 Analýza absolutních ukazatelů

V rámci analýzy absolutních ukazatelů je proveden jednak horizontální a vertikální rozbor účetních výkazů rozvahy a výkazu zisků a ztrát, stejně tak, jako analýza kapitálové struktury podniku. Doplnující technikou je rozbor bilančních pravidel a vyhodnocení jejich uplatňování oceňovaným podnikem.

4.4.1.1 Horizontální a vertikální analýza

Následující horizontální analýza neboli analýza časových řad pro období 2012 až 2017 zachycuje vývoj jednotlivých absolutních ukazatelů pomocí relativního a absolutního vyjádření jejich meziročních změn. Tabulka 12 zobrazuje horizontální analýzu aktiv, přičemž první část vyjadřuje relativní změnu složek aktiv čili v procentním vyjádření (řetězový index) a druhá část tabulky je orientována na absolutní změnu ukazatelů vyjádřenou v tis. Kč. Obdobným způsobem jsou v tabulce analyzována taktéž pasiva společnosti.

Tabulka 10 - Horizontální analýza aktiv (relativní a absolutní změna)

Aktiva k 31. 12. roku ...	Relativní změna (v %)					Absolutní změna (v tis. Kč)				
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16
Aktiva celkem	84,5	12,9	18,2	27,0	33,3	64 039	18 077	28 761	50 435	79 061
Dlouhodobý majetek	154,4	8,3	11,9	39,2	33,2	54 896	7 504	11 619	42 905	50 625
Dlouhodobý nehmotný majetek	-46,6	-85,7	-100,0	x	-4,0	-556	-546	-91	621	-25
Dlouhodobý hmotný majetek	161,4	9,0	12,0	38,6	33,4	55 452	8 050	11 710	42 284	50 650
Dlouhodobý finanční majetek	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Oběžná aktiva	22,4	23,1	29,2	9,8	33,7	8 854	11 189	17 393	7 555	28 456
Zásoby	11,9	4,4	16,9	30,0	16,0	2 731	1 143	4 549	9 447	6 564
Dlouhodobé pohledávky	-82,8	-100,0	x	-40,5	8,0	-240	-50	296	-120	2 303
Krátkodobé pohledávky	18,7	-34,7	29,7	113,0	1,8	1 789	-3 948	2 208	10 891	375
Krátkodobý finanční majetek	69,5	125,9	41,0	-35,6	84,0	4 574	14 044	10 340	-12 663	19 214
Časové rozlišení	39,9	-60,7	-63,1	-17,0	-100,0	289	-616	-251	-25	-122

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výsledků provedené horizontální analýzy aktiv lze v tabulce 10 pozorovat vývoj růstu dlouhodobého a oběžného majetku, a tedy vývoj celkové bilanční sumy podniku Baumruk & Baumruk. V absolutním vyjádření bilanční suma ve sledovaném období 2012–2017 vzrostla o 240 373 tis. Kč, a to především zásluhou aktivního investování managementu podniku, jež se projevuje růstem dlouhodobých aktiv ve výši 167 549 tis. Kč. Oběžná aktiva vzrostla o 73 447 tis. Kč a v roce 2017 činí 112 942 tis. Kč.

Uvedený graf 11 vyjadřuje vývoj investování podniku prostřednictvím růstu aktiv v jednotlivých letech. Pozorované kolísání křivek, především dlouhodobého majetku je v souladu s událostmi, které v průběhu analyzovaného období v podniku proběhly. Informace o činnosti podniku v každém sledovaném roce jsou čerpány z dostupných auditorských zpráv.

Graf 3 - Vývoj relativních změn aktiv v %



Zdroj: vlastní zpracování

Jak již bylo výše uvedeno, oceňovaný podnik pravidelně každý rok investuje do modernizace svého vybavení. V roce 2013 však proběhla přestavba výrobního areálu v Chrástu, v rámci které byla dostavena nová výrobní hala a rekonstruovány šatní prostory. Dále byla zakoupena nová výrobní linka pro lakování, tryskací zařízení, obráběcí centrum HAAS VF5, svařovací polohovadlo a mnoho dalšího zařízení a vybavení. Společnost v roce 2013 investovala ve výši 50 % svého obrátu, tedy 60 mil. Kč. Z velké části byla financována investičním úvěrem.

Následující dva roky podnik investoval ve výši 15 mil. Kč, což činí 10 % jeho obrátu. Bylo zakoupeno běžné strojní zařízení, jež bylo financováno výhradně z vlastních zdrojů podniku. V roce 2015 započala výstavba nové montážní a expediční haly, která byla dokončena roku 2016, ve kterém bylo dále investováno do strojního vybavení ve výši 30 % obrátu. Investice byla z velké části kryta vlastními zdroji, zbylá část byla financována prostřednictvím bankovního úvěru. V roce 2017 byl rozvoj podnikání podpořen finanční investicí ve výši 26 % obrátu podniku.

V návaznosti na výše uvedený text lze opět v rámci analýzy pasiv pozorovat soulad proběhlých investičních událostí. Vysoký nárůst cizích zdrojů v roce 2013 je způsoben investicí šedesáti milionů, což se v daném roce projeví i v rozvaze na straně pasiv v položce dlouhodobých bankovních úvěrů (tabulka 13). Bankovní úvěry jsou

v rámci horizontální analýzy pasiv zahrnuty pod příslušnou položkou, tedy dlouhodobé bankovní úvěry v dlouhodobých závazcích a krátkodobé úvěry v závazcích krátkodobého charakteru. Další investice do dlouhodobého majetku byly kryty výhradně vlastními zdroji, což může být pozorováno v rámci vývoje položek výsledků hospodaření z minulých let a z běžného účetního období, jelikož zisky společnosti nebyly ani v jednom roce vypláceny. Výjimkou je investice v roce 2016, kde byla její část kryta bankovním úvěrem, avšak tentokrát krátkodobým.

Tabulka 11 - Horizontální analýza pasiv (relativní a absolutní změna)

Pasiva k 31. 12. roku ...	Relativní změna (v %)					Absolutní změna (v tis. Kč)				
	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16
Pasiva celkem	84,5	12,9	18,2	27,0	33,3	64 039	18 077	28 761	50 435	79 061
Vlastní kapitál	40,9	60,6	43,9	41,1	32,2	15 119	31 558	36 724	49 499	54 620
Základní kapitál	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0,0	-100,0	x	x	x	0	-90	0	0	0
VH minulých let	7,6	42,3	61,6	44,4	41,4	2 553	15 209	31 558	36 724	49 499
VH běžného účetního období	492,2	108,7	16,4	34,8	10,3	12 566	16 439	5 166	12 775	5 121
Cizí zdroje	126,8	-15,4	-10,7	1,3	36,4	49 039	-13 481	-7 963	890	24 426
Rezervy	x	x	-34,5	-16,4	-53,6	0	4 590	-1 585	-493	-1 346
Dlouhodobé závazky	409,3	-13,8	-16,1	-5,3	47,5	59 341	-10 219	-10 258	-2 803	23 997
Krátkodobé závazky	-42,6	-56,6	64,4	42,3	12,6	-10 302	-7 852	3 880	4 186	1 775
Bankovní úvěry dlouhodobé	814,2	-18,1	-23,6	-9,8	82,7	50 750	-10 293	-11 009	-3 508	26 615
Krátkodobé bankovní úvěry	-100,0	x	x	141,1	-92,1	-7 428	0	956	1 349	-2 124
Časové rozlišení	-100,0	x	x	x	x	-119	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce 11 lze dále sledovat proporcionalní vývoj pasiv k aktivům zobrazeným v tabulce 12, čímž je potvrzen nutný princip bilanční sumy. Dlouhodobý i oběžný majetek společnosti v analyzovaném období stále roste, stejně tak jako vlastní kapitál, jehož meziroční růst je v průměru 44 %, tedy jeho celkový nárůst od roku 2012 je ve výši 187 520 tis. Kč. Základní kapitál je za celé sledované období ve výši 900 tis. Kč čili není navyšován. Výsledek hospodaření z minulých let je v podniku kumulován. Významně se tak podílí na růstu vlastního kapitálu. Vzhledem k investicím podniku za sledované období lze vývoj celkové bilanční sumy považovat za stabilní a z tohoto hlediska podnik za prosperující a zdravý.

Tabulka 12 v souhrnné formě uvádí horizontální rozbor výkazu zisku a ztráty pro období šesti let, při kterém je sledován vývoj a způsob změn parametrů tvorby zisku oceňovaného podniku. Příznivým pozorovaným jevem je stálý růst tržeb, ačkoliv tempo růstu je poměrně kolísavé. Oproti slabšímu roku 2015 došlo v roce 2016 k výraznému nárůstu tržeb za vlastní výroby a služby, a to až o 23 %. Toto poměrně

vysoké tempo růstu přetrvávalo do roku 2017. V souladu s růstem tržeb roste také výkonová spotřeba i osobní náklady, přičemž tyto nákladové položky mají v absolutním vyjádření mnohem nižší přírůstky než položka výkonů, což je pro oceňovaný podnik žádoucí. Rostoucí trend hospodářského výsledku je taktéž uspokojivý, přestože vykazuje kolísavou míru růstu v čase.

Tabulka 12 - Horizontální analýza výkazů zisků a ztrát

Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát	Absolutní vyjádření (v tis. Kč)					Podílové vyjádření (index růstu)				
	2013-12	2014-13	2015-14	2016-15	2017-16	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16
Tržby za prodej zboží	-1 195	695	-476	-376	125	0,16	3,96	0,49	0,17	2,60
Náklady vynaložené na prodané zboží	-799	684	-701	-58	105	0,13	6,70	0,13	0,44	3,33
Obchodní marže	-396	11	225	-318	20	0,23	1,10	2,79	0,09	1,61
Výkony	19 495	18 717	7 442	34 421	32 589	1,18	1,15	1,05	1,23	1,17
Výkonová spotřeba	10 516	-9 167	-859	22 573	16 477	1,18	0,87	0,99	1,38	1,20
Spotřeba materiálu a energie	7 829	684	-174	13 585	12 678	1,22	1,02	1,00	1,30	1,22
Služby	2 687	-9 851	-685	8 943	3 694	1,12	0,61	0,96	1,61	1,16
Přidaná hodnota	8 583	27 895	8 526	11 530	16 132	1,18	1,49	1,10	1,12	1,15
Osobní náklady	-6 615	3 389	3 139	8 915	11 685	0,84	1,10	1,08	1,22	1,24
Daně a poplatky	23	46	-138	-7	839	1,05	1,10	0,72	0,98	3,38
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	1 422	1 785	799	1 894	3 358	1,44	1,38	1,12	1,26	1,37
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	209	246	-466	3 384	-3 420	1,25	1,23	0,64	5,02	0,19
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a mat.	272	406	-810	-8	308	1,52	1,51	0,32	0,98	1,81
Změna stavu rezerv	52	5 736	-5 945	142	0	4,47	86,61	-0,02	0,00	0,00
Ostatní provozní výnosy	1 195	-520	883	-433	-2 055	2,28	0,76	1,55	0,83	0,00
Ostatní provozní náklady	-90	237	521	-435	2 507	0,86	1,43	1,66	0,67	3,86
Provozní výsledek hospodaření	14 923	16 022	11 377	15 634	-722	4,43	1,83	1,32	1,33	0,99
Výnosové úroky	2	-1	0	-1	-1	3,00	0,67	1,00	0,50	0,00
Nákladové úroky	-48	619	-167	-144	-117	0,93	1,94	0,87	0,87	0,88
Ostatní finanční výnosy	909	-1 238	1 050	-554	9 134	2,47	0,19	4,65	0,59	12,65
Ostatní finanční náklady	224	-145	-40	-751	2 851	1,21	0,89	0,97	0,33	8,64
Finanční výsledek hospodaření	735	-1 713	806	-93	7 283	0,37	-4,91	0,63	-1,07	4,60
Daň z příjmů za běžnou činnost	3 092	-2 130	7 017	2 766	1 440	5,98	0,43	5,43	1,32	1,13
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	12 566	16 439	5 166	12 775	5 121	5,92	2,09	1,16	1,35	1,10
Výsledek hospodaření před zdaněním	15 658	14 309	12 183	15 541	6 559	5,93	1,76	1,37	1,34	1,11
EBIT	15 610	14 928	12 016	15 397	6 442	5,02	1,77	1,35	1,33	1,10

Zdroj: vlastní zpracování

V návaznosti na horizontální analýzu účetních výkazů rozvahy a zisku a ztráty je provedena analýza vertikální. Na základě výsledků vertikálního rozboru účetního výkazu výsledovky, které jsou obsahem tabulky 13 je sledován procentuální podíl jednotlivých nákladových a výnosových položek na celkových provozních tržbách oceňovaného podniku. Hodnota celkových podnikových tržeb je dána součtem výkonů, tedy tržeb za vlastní výrobky a služby, a tržeb za prodané zboží.

Tabulka 13 - Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozní tržby	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tržby za prodej zboží	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Náklady vynaložené na prodané zboží	1%	0%	1%	0%	0%	0%
Obchodní marže	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výkony	99%	100%	99%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	55%	55%	41%	39%	44%	45%
Spotřeba materiálu a energie	34%	35%	31%	29%	31%	32%
Služby	21%	20%	11%	10%	13%	13%
Přidaná hodnota	44%	45%	58%	61%	56%	55%
Osobní náklady	38%	27%	26%	27%	26%	28%
Daně a poplatky	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	3%	4%	4%	5%	5%	6%
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1%	1%	1%	1%	2%	0%
Zůstatková cena prodaného dl. majetku a mat.	0%	1%	1%	0%	0%	0%
Změna stavu rezerv	0%	0%	4%	0%	0%	0%
Ostatní provozní výnosy	1%	2%	1%	2%	1%	2%
Ostatní provozní náklady	1%	0%	1%	1%	0%	1%
Provozní výsledek hospodaření	4%	15%	24%	31%	33%	28%
Výnosové úroky	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Nákladové úroky	1%	1%	1%	1%	1%	0%
Ostatní finanční výnosy	1%	1%	0%	1%	0%	5%
Ostatní finanční náklady	1%	1%	1%	1%	0%	1%
Finanční výsledek hospodaření	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	3%
Daň z příjmů za běžnou činnost	1%	3%	1%	6%	6%	6%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2%	12%	22%	24%	27%	25%
Výsledek hospodaření před zdaněním	3%	15%	23%	30%	33%	31%
EBIT	4%	15%	24%	30%	33%	31%

Zdroj: vlastní zpracování

Podle výsledků vertikální analýzy je zřejmé, že největší podíl na celkových provozních tržbách zaujímá prodej vlastních výrobků, který v letech 2013, 2015, 2016 a 2017 dosahuje až 100% podílu. Na druhé straně podíl tržeb za prodané zboží je téměř zanedbatelný, neboť ve sledovaném období dosahuje maximálně 1 % a stejně tak je tomu u položky tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. Vývoj podílu hospodářského výsledku za běžnou činnost může být hodnocen velmi příznivě, neboť s výjimkou nepatrného poklesu v roce 2017 stále roste. V roce 2017 dosahuje dokonce 33% poměru k celkovým tržbám. V posledním roce tento podíl poklesl na 25 %.

Nejvýznamnější položkou v oblasti nákladů je výrobní spotřeba, která dosahuje v průměru až 50% podílu na celkové hodnotě provozních tržeb a je tvořena převážně spotřebou materiálu a energií. Podstatný podíl tvoří taktéž osobní náklady, jejichž poměr k provozním tržbám představuje v roce 2012 až 38 %. V dalších letech

se drží kolem 26–28 %. Podíl odpisů vykazuje poměrně stabilní až mírně rostoucí trend, což je v souladu s pravidelným investováním podniku.

Vedle horizontální analýzy aktiv je provedena analýza vertikální, kde jsou zjišťovány jednotlivé podíly majetkových položek na celkové bilanční sumě (viz. tabulka 14). Vertikální analýza je dále doplněna rozbořením bilančních pravidel.

Tabulka 14 - Vertikální analýza aktiv

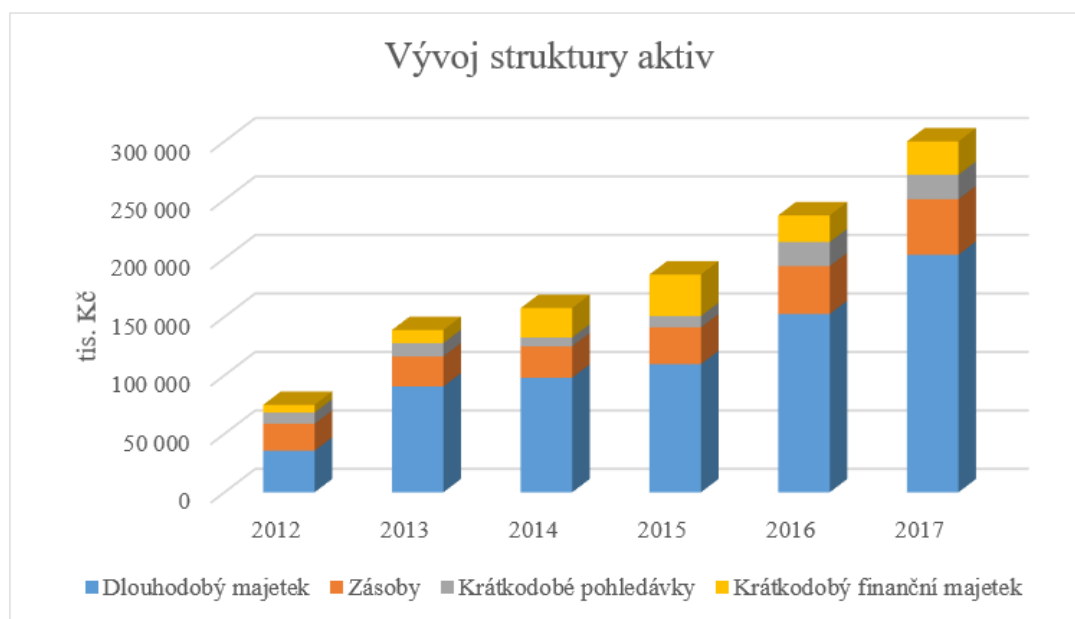
Aktiva k 31. 12. roku ...	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	46,9%	64,7%	62,0%	62,0%	64,3%	64,2%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,6%	0,5%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%
Dlouhodobý hmotný majetek	45,3%	64,2%	62,0%	62,0%	64,1%	64,1%
Dlouhodob finanční majetek	x	x	x	x	x	x
Oběžná aktiva	52,1%	34,6%	37,7%	37,7%	35,6%	35,7%
Zásoby	30,4%	18,4%	17,0%	17,0%	17,3%	15,0%
Dlouhodobé pohledávky	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,8%
Krátkodobé pohledávky	12,6%	8,1%	4,7%	4,7%	8,7%	6,6%
Krátkodobý finanční majetek	8,7%	8,0%	16,0%	16,0%	9,6%	13,3%
Časové rozlišení	1,0%	0,7%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%

Zdroj: vlastní zpracování

Poněkud zarážející může být poměrně vysoký podíl zásob v roce 2012, který činí 30,4 % z celkových aktiv daného roku. V dalším období však tento podíl klesá a je ustálen na 17 %. V posledním roce je zaznamenán další pokles, a to o 2 % na 15% podíl položky zásob na aktivech. Výše zásob tedy není považována za problematickou oblast oběžných aktiv. Tato skutečnost tedy objasňuje i vyšší procento podílů oběžných aktiv než dlouhodobého majetku v daném roce 2012. Změnu struktury majetku v čase také přehledně znázorňuje graf 12.

Od roku 2013 tvoří dlouhodobý majetek (z přibližně 90 % hmotný majetek) nadpoloviční většinu celkových aktiv. Výše majetku vázaného v oběžných aktivech se dále pohybuje lehce nad 30 %, což je pro výrobní podniky běžné. Aktiva tedy vykazují vcelku stabilní vývoj struktury čili nemusí být uvažována výraznější optimalizace jednotlivých složek.

Graf 4 - Vývoj struktury aktiv



Zdroj: vlastní zpracování

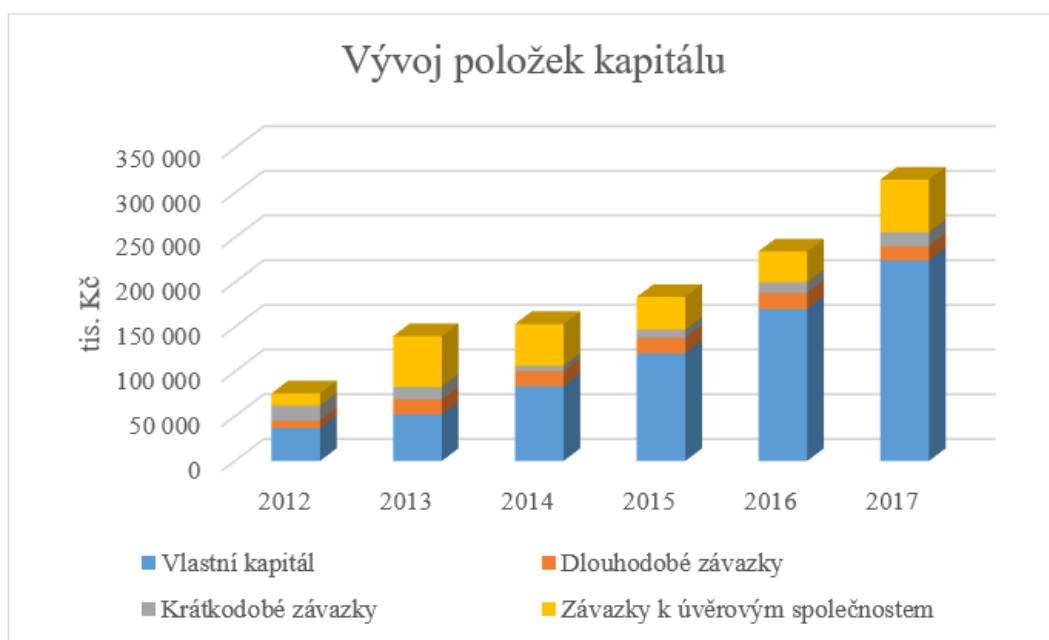
Vertikální rozbor pasiv je shrnut tabulkou 17. Na základě uvedených dat může být pozorován podíl jednotlivých složek neboli zdrojů financování na celkové bilanční sumě pasiv. V oblasti vlastního kapitálu je potvrzeno výše zmíněné tvrzení, že se na jeho výši nejvíce podílí výsledek hospodaření minulých let. Další vyhodnocení vertikální analýzy vychází z grafu 13 který sestává z jednotlivých podílů složek cizího kapitálu na jeho celku a podílu vlastního kapitálu v každém sledovaném roce.

Tabulka 15 - Vertikální analýza pasiv

Pasiva k 31. 12. roku ...	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pasiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	48,8%	37,3%	53,0%	64,5%	71,7%	71,0%
Základní kapitál	1,2%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%
Fondy ze zisku	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VH minulých let	44,1%	25,7%	32,4%	44,3%	50,4%	53,4%
VH běžného účetního období	3,4%	10,8%	20,0%	19,7%	20,9%	17,3%
Cizí zdroje	51,0%	62,7%	47,0%	35,5%	28,3%	29,0%
Rezervy	0,0%	0,0%	2,9%	1,6%	1,1%	0,4%
Dlouhodobé závazky	10,9%	12,1%	10,7%	9,5%	7,8%	5,0%
Krátkodobé závazky	22,1%	9,9%	3,8%	4,8%	5,0%	5,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	8,2%	40,8%	29,6%	19,1%	13,6%	18,6%
Krátkodobé bankovní úvěry	9,8%	0,0%	0,0%	0,5%	1,0%	0,1%
Časové rozlišení	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 5 - Vývoj položek kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj struktury pasiv je přiměřený z hlediska přijetí dlouhodobého bankovního úvěru, který se ve struktuře rozvahové části pasiv promítl v tomtéž roce porízení (2013). Dále se výše cizích zdrojů postupně stabilizuje pod úroveň vlastního kapitálu, který se díky hromadění zisku stále navyšuje. Postupně také dochází ke snižování podílu krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů, což je dáno především snižováním závazků vůči zaměstnancům podniku a splacením krátkodobého úvěru v roce 2013. Krátkodobé bankovní úvěry jsou v rámci grafu 13 zahrnuty v souhrnných závazcích k úvěrovým společnostem, jejich podílový pokles však lze sledovat v tabulce 15 a absolutní a relativní změnu v tabulce 11. Pokles závazků vůči zaměstnancům pak v příložené agregované rozvaze podniku.

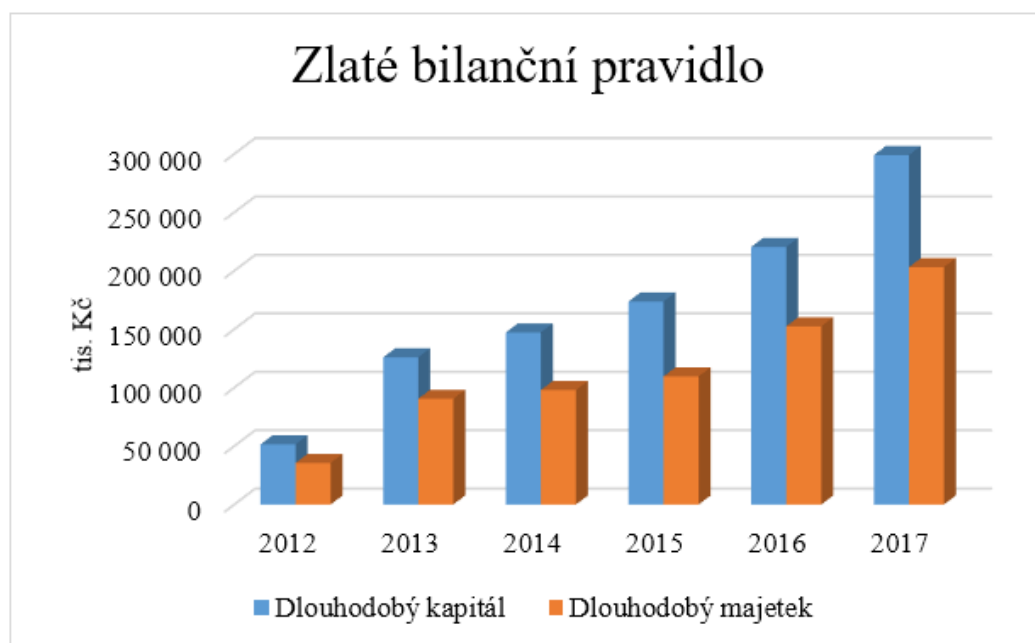
Horizontální a vertikální analýza rozvahy je dále doplněna rozborem dodržování bilančních pravidel.

Tabulka 16 - Zlaté bilanční pravidlo financování (tis. Kč)

k 31. 12. roku ...	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý kapitál	51 480	125 940	147 279	173 745	220 441	299 058
Dlouhodobý majetek	35 558	90 454	97 958	109 577	152 482	203 107

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 6 - Zlaté bilanční pravidlo financování (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý kapitál, tak jak je uveden v tabulce 16 a grafu 14, sestává z položek vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků včetně dlouhodobých bankovních úvěrů. Jedná se tedy o finanční zdroje dlouhodobého charakteru, kterými je v ideálním případě kryt především dlouhodobě vázaný kapitál. Zjišťuje se tak časová sladění mezi zdroji a majetkem. Graf 14 přehledně uvádí vývoj rozdílů těchto veličin. Dlouhodobý kapitál ve sledovaném období převyšuje dlouhodobý majetek v průměru o 32 %, což není alarmující výše. Je tedy zřejmé, že dlouhodobé zdroje kryjí také majetek krátkodobý. Tato skutečnost není pro podnik riziková, avšak do jisté míry neprospěšná jednak z hlediska brzdícího efektu rozvoje podniku a jednak z finanční náročnosti dlouhodobých zdrojů.

Druhým bilančním pravidlem je pravidlo sledující proporce pasiv rozvahy, tzv. pravidlo vyrovnaní rizika. Následující tabulka 17 obsahuje hodnoty vlastních a cizích zdrojů ve sledovaném období.

Tabulka 17 - Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)

k 31. 12. roku ...	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastní zdroje	36 982	52 101	83 659	120 383	169 882	224 502
Cizí zdroje	38 677	87 716	74 235	66 272	67 162	91 588

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 7 - Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Hodnocení dodržování pravidla vyrovnání rizika vychází z porovnání struktury kapitálu zobrazené grafem 15. Již při hodnocení vertikální analýzy bylo zdůvodněno převýšení cizích zdrojů v roce 2012 a 2013. Přijmutí bankovního úvěru pro krytí investice pro rozvoj podnikatelské činnosti a zakoupení strojní technologie zapříčinilo danou nerovnováhu. V dalších letech se však struktura vyrovnává a základní princip vyššího podílu vlastního kapitálu je dodržen. V roce 2016 jsou zdroje financování tvořeny ze 72 % vlastním kapitálem a z pouhých 28 % kapitálem cizím. V roce 2017 převyšuje vlastní kapitál nad cizími zdroji o 59 %. Riziko pro věřitele podniku je sice minimální, což zvyšuje pravděpodobnost bezproblémového získávání dodatečných financí, avšak na druhé straně musí být zvážena ušlý výnos získaný využitím vyššího dluhu. Při uvážení finanční náročnosti vlastního kapitálu, který je zpravidla hodnocen jako nejdražší a za předpokladu dalšího jeho výrazného růstu a zároveň neuplatnění v majetkové složce, je žádoucí zvážit restrukturalizaci zdrojů financování podniku.

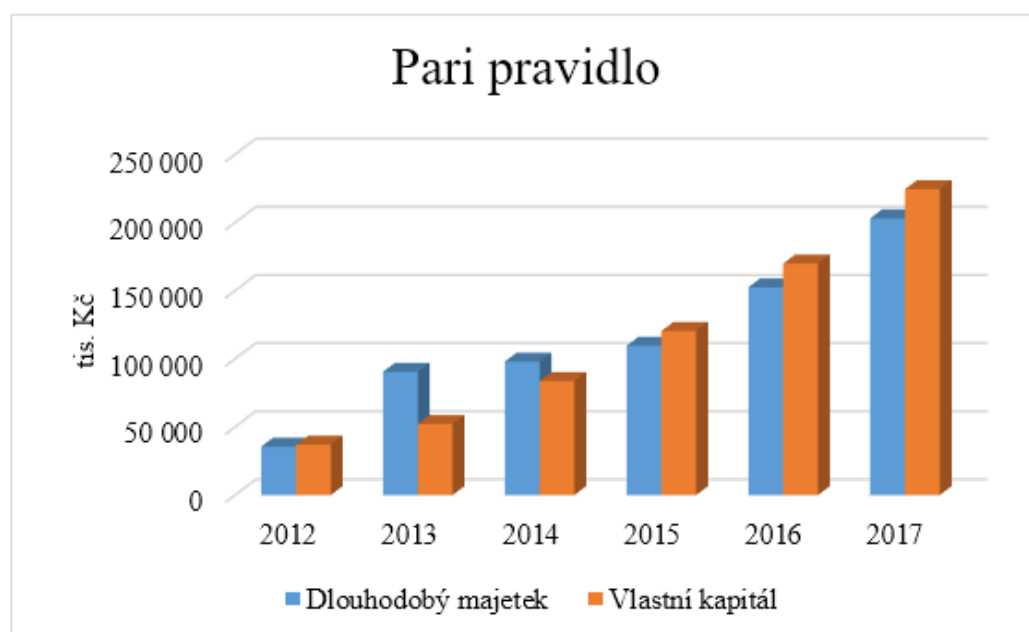
V tabulce 18 jsou zobrazeny položky rozvahy, které jsou stěžejní pro hodnocení využití pari pravidla. Výsledný poměr je názorně zobrazen grafem 16.

Tabulka 18 - Pari pravidlo (v tis. Kč)

k 31. 12. roku ...	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek	35 558	90 454	97 958	109 577	152 482	203 107
Vlastní kapitál	36 982	52 101	83 659	120 383	169 882	224 502

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 8 - Pari pravidlo (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V této fázi je hodnoceno financování majetku podniku, přičemž základním požadavkem je financování dlouhodobého majetku vlastním i dlouhodobým cizím kapitálem. Dlouhodobá aktiva by v tom případě měla převažovat nad vlastním kapitálem.

Jak je z grafu 16 patrné, efektivita hospodaření s kapitálem vykazuje kolísavý charakter. Rok 2013 bez zohlednění dalšího vývoje struktury, by mohl být považován za rizikový z hlediska příliš vysoké míry financování dlouhodobého majetku cizími zdroji, ačkoliv princip pravidla pari splňuje. Roky 2015, 2016 a 2017 vykazují vyšší míru jistoty pro věřitele podniku, avšak nemusí představovat dostatečně efektivní finanční strategii čili pari pravidlo v tomto případě není dodrženo. Ideální struktura financování je uplatňována v roce 2014, jelikož je v první řadě dodržen princip pari

pravidla, tedy management dlouhodobý majetek efektivně financuje jak vlastními, tak cizími zdroji a zároveň je dodrženo taktéž předchozí pravidlo vyrovnaní rizika, kde vlastní zdroje převyšují cizí.

Po provedení rozboru uplatňování bilančních pravidel v rámci finanční strategie podniku Baumruk & Baumruk je zřejmé, že najít ideální bilanci struktury majetku a zdrojů je otázka neustálého hledání kompromisu a optimalizace financí podniku. V rámci sledovaného období však nebyly nalezeny ohrožující skutečnosti, které by naznačovali hlubší problém z hlediska finančního zdraví či předpovídali budoucí záhubu podniku. Pokud by management financí nadále držel úroveň strategie takovou, jaká byla aplikována v roce 2014, s vysokou pravděpodobností by provozovaná ekonomická činnost byla nadále konkurenceschopná a prosperující v rámci svého odvětví na české i mezinárodní úrovni. Po roce 2014 byly shledány tendence k neefektivnímu hromadění nevyužitého zisku. V této oblasti je tak prostor pro zlepšení.

4.4.2 Analýza poměrových ukazatelů

Navazující analýza poměrových ukazatelů je zaměřena na klíčové oblasti financí podniku Baumruk & Baumruk. Prostřednictvím rozboru poměrů vybraných položek účetních výkazů je analyzována finanční situace z hlediska rentability, likvidity, aktivity a zadlužení.

4.4.2.1 Rentabilita

Následujícími ukazateli je hodnocena schopnost oceňovaného podniku generovat prostřednictvím investovaného kapitálu zisk. Klíčovým principem hodnocení je porovnání výsledku změřeného efektu, kterého podnik dosáhl svou podnikatelskou činností, ke zvolené srovnávací položce. V tabulce 19 jsou vyjádřeny vztahy výsledku hospodaření k celkovým aktivům, vlastnímu kapitálu a tržbám oceňovaného podniku.

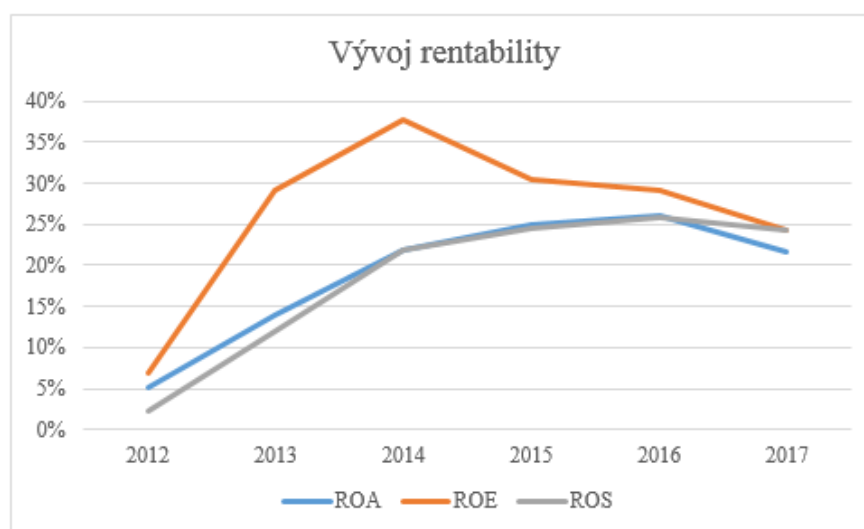
Tabulka 19 - Ukazatele rentability

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROA	5%	14%	22%	25%	26%	22%
ROE	7%	29%	38%	31%	29%	24%
ROS	2%	12%	22%	24%	26%	24%

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výpočtů uvedených ukazatelů je patrné, že výnosnost vložených prostředků je na velmi dobré úrovni. Výnosnost celkových vložených prostředků zachycena v prvním řádku tabulky 21 v průběhu let s výjimkou roku 2017 stále roste. Od roku 2012 do roku 2016 její hodnota vzrostla o 21 %. Z důvodů rychlého nárůstu aktiv v roce 2017 došlo v tomtéž roce k poklesu ROA na 22 %. Velmi podobný vývoj, jak je přehledně zobrazeno v grafu 17 je pozorován u ukazatele ROS. Ukazatel ROE v každém roce dosahuje vyšších hodnot než ukazatel ROA, což znamená, že i při zadlužení generuje podnik dostatečnou výši zisku. Finanční situace oceňovaného podniku z hlediska výnosnosti je velmi dobrá.

Graf 9 - Vývoj ukazatelů rentability (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

4.4.2.2 Likvidita

Schopnost podniku splácet své závazky včas, na požadovaném místě a v požadované podobě je hodnocena prostřednictvím ukazatelů, které uvádí tabulka 20. Likvidita podniku Baumruk & Baumruk je analyzována na úrovni běžné, pohotové a okamžité.

Tabulka 20 - Ukazatele likvidity

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžná likvidita	1,6	3,5	9,9	7,8	6,0	7,1
Pohotová likvidita	0,7	1,6	5,4	4,6	3,1	4,1
Okamžitá likvidita	0,3	0,8	4,2	3,6	1,6	2,7

Zdroj: vlastní zpracování

Všechny spočítané likvidity podniku lze vzhledem k doporučeným hodnotám souhrnně klasifikovat jako příliš vysoké. Z hlediska běžné likvidity je shledána přijatelná hodnota ve výši 1,6 pouze v prvním roce. V dalších letech jsou hodnoty nadprůměrně vysoké, z čehož lze dovodit, že výše oběžných aktiv vůči krátkodobým závazkům je neúměrně veliká. Obdobným způsobem může být vyhodnocena také pohotová likvidita, která vykazuje taktéž nadměrné hodnoty. Přestože v roce 2012 a 2013 ji lze považovat za přijatelnou, v dalších letech již nikoliv. Jelikož ukazatel pohotové likvidity nezahrnuje nejhůře likvidní složku aktiv, kterou jsou zásoby, lze usoudit, že pohledávky a finanční prostředky tvoří v souhrnu nadbytečnou výši. Poslední hodnocenou likviditou podniku je okamžitá neboli peněžní likvidita, jejíž naměřené hodnoty jsou skutečně enormně vysoké. Skutečnost, že podnik v roce 2014 disponuje téměř devětkrát vyšší hodnotou peněz na účtech, než jsou jeho splatné závazky, je vskutku nepříznivá. Zbytečným hromaděním finančních prostředků, které jsou kryty dlouhodobými zdroji, a přitom nepracují, jedná oceňovaný podnik ne hospodárně.

4.4.2.3 Aktivita

Následující analýzou aktivity je hodnocena produktivita jednotlivých složek aktiv, tedy jsou zjišťovány nadbytečné a nevyužité kapacity či nedostačující majetek pro další rozvoj podniku.

Tabulka 21 - Ukazatele aktivity

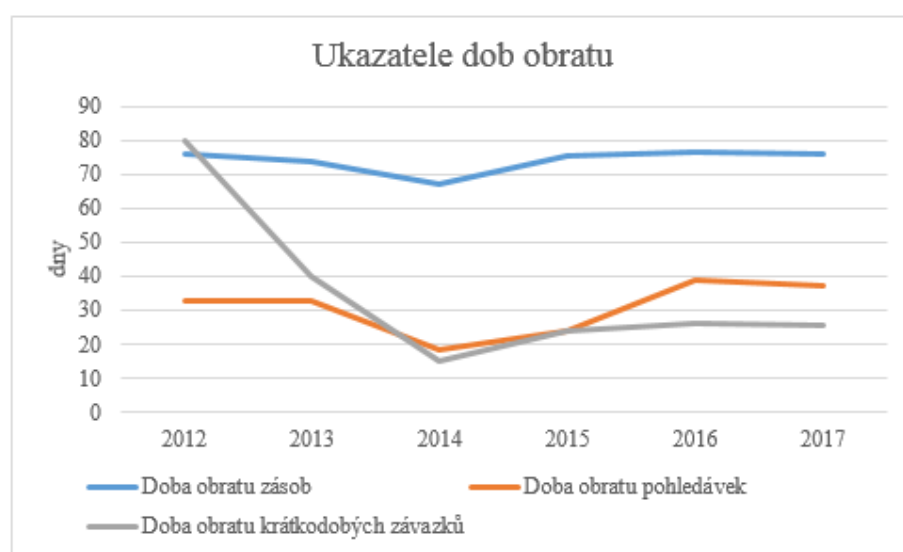
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	1,4	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Obrat zásob	4,7	4,9	5,3	4,8	4,7	4,8
Obrat pohledávek	11,1	11,0	19,4	15,1	9,3	9,7
Obrat krátkodobých závazků	4,5	9,1	23,9	15,1	13,7	14,2
Doba obratu zásob	76	74	67	76	77	76
Doba obratu pohledávek	32	33	19	24	39	37
Doba obratu krátkodobých závazků	80	40	15	24	26	25

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel obrátkovosti aktiv v tabulce 21 vykazuje nepříznivou klesající tendenci. Po roce 2012 obrátky celkových podnikových aktiv nedosahují hodnoty 1. Pokud bude klesající trend pokračovat neboli aktiva budou vázány stále déle, může dojít ke snižování zisku. Hlavním důvodem je zbytečně zadržovaný majetek, což potvrzuje také vysoká likvidita zjištěná v předchozí analýze. Obrat pohledávek a krátkodobých závazků v čase poměrně kolísá. Tuto skutečnost lze sledovat v grafu 18, jelikož kolísající obrátkovost přímo ovlivňuje dobu obratu jednotlivých položek.

V prvním roce je zaznamenána extrémně dlouhá doba obratu krátkodobých závazků, což může znamenat pozdní či pomalé splácení dluhů, což není v souladu s předešlou analýzou likvidity, neboť peněžní likvidita v daném roce vykazuje nadměrné hodnoty. Dále se doba obratu krátkodobých závazků snižuje a následně opět zvyšuje, avšak zdaleka ne na hodnoty prvních dvou let. Doba obratu pohledávek je o něco stabilnější, ačkoliv v posledním roce poměrně prudce stoupá. Obrátkovost zásob má spíše konstantní vývoj, což se opět odráží v ukazateli doby obratu. Zásoby tedy rostou konstantně s tržbami.

Graf 10 - Vývoj ukazatelů dob obratu



Zdroj: vlastní zpracování

4.4.2.4 Zadlužení

Zadluženost oceňovaného podniku je hodnocena na základě ukazatelů uvedených v tabulce 22. Využití cizích zdrojů je v prvních třech letech na poměrně vysoké úrovni. V roce 2012 připadá 32 % celkového dluhu krátkodobým úvěrům, které jsou v dalším roce sníženy a na zadluženosti se podílí v průměru 7 %. V roce 2013 je podle ukazatele dlouhodobé zadluženosti podnik dlouhodobě zadlužen díky dlouhodobému úvěru z 53 %, což je v souladu s již uvedenou skutečností, že podnik v témže roce nadprůměrně investoval, a to za využití bankovního úvěru. Následující tři roky celková zadluženost klesá. V roce 2017 je majetek podniku zadlužen z 29 %, čímž vzniká prostor pro využití dalšího cizího kapitálu. Ukazatel úrokového krytí vykazuje rostoucí tendenci. V roce 2017 je podnik schopen až 80krát hradit úroky z dluhu ze svého EBIT. Tato hodnota je však zbytečně veliká.

Tabulka 22 - Ukazatele zadluženosti

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Celková zadluženost	51%	63%	47%	36%	28%	29%
Dlouhodobá zadluženost	19%	53%	40%	29%	21%	24%
Úrokové krytí	5,5	29,6	27,0	41,8	64,0	80,4

Zdroj: vlastní zpracování

4.4.2.5 Produktivita

Výkonost podniku Baumruk & Baumruk ve vztahu k počtu zaměstnanců je souhrnně uvedena v tabulce 23. Výpočet ukazatele průměrné mzdy a produktivity práce z přidané hodnoty v každém roce zahrnuje navýšení počtu zaměstnanců, tak jak je uvedeno ve zprávách auditorů. V roce 2012 společnost zaměstnávala 62 osob, tento počet se v průběhu sledovaného období zvýšil o 27 pracovních míst.

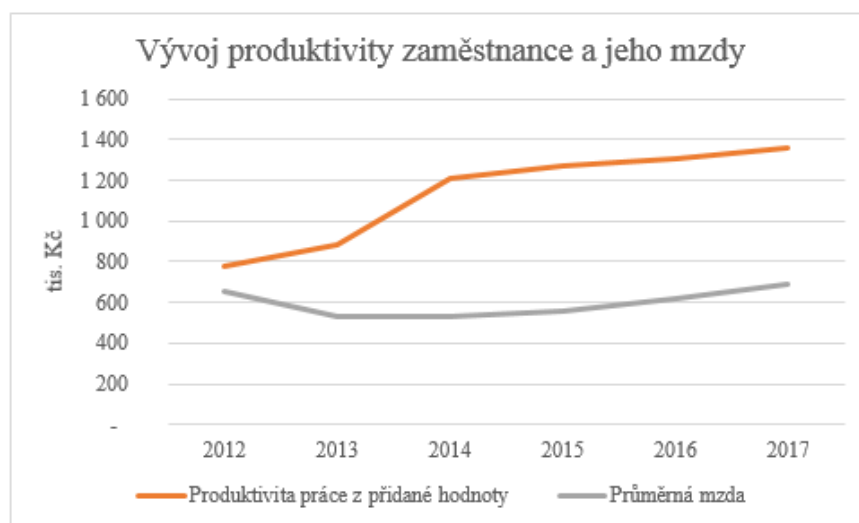
Tabulka 23 - Ukazatele produktivity

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Osobní náklady z přidané hodnoty	85%	60%	44%	44%	47%	51%
Produktivita práce z přidané hodnoty (tis. Kč)	774	883	1 206	1 273	1 306	1 355
Průměrná mzda (tis. Kč)	654	531	533	555	617	686

Zdroj: vlastní zpracování

Z hlediska poměru nákladů vynaložených na mzdy a pojištění zaměstnanců podniku k přidané hodnotě, tj. vytvořenému efektu z provozní činnosti, se trend vývoje z dlouhodobé perspektivy jeví jako příznivý, tedy má spíše klesající tendenci. Od roku 2014 do roku 2016 činí náklady na zaměstnance méně než jednu polovinu přidané hodnoty. V roce 2017 dochází ke zvýšení těchto nákladů na 51 % z přidané hodnoty. Pro další pokračování ekonomické činnosti podniku by však bylo vhodné tuto hodnotu dále snižovat tak, aby zaměstnanci generovali větší zisky s vyšší mírou růstu než náklady vynaložené na jejich udržení. Vývoj produktivity práce z přidané hodnoty a mezd vynaložených na jednoho zaměstnance vyjadřuje graf 19.

Graf 11 - Vývoj produktivity zaměstnance a jeho mzdy



Zdroj: vlastní zpracování

Výše podílu jednoho zaměstnance na tvorbě přidané hodnoty vykazuje rostoucí tendenci. Stejně tak rostou od roku 2013 i průměrné mzdy na zaměstnance, avšak mnohem pomaleji, čímž je pochopitelně tvořen žádoucí efekt ze zaměstnanců.

Produktivitu oceňovaného podniku lze hodnotit jako stabilní s předpokládaným pokračujícím růstem mírného tempa.

4.4.3 Analýza pracovního kapitálu

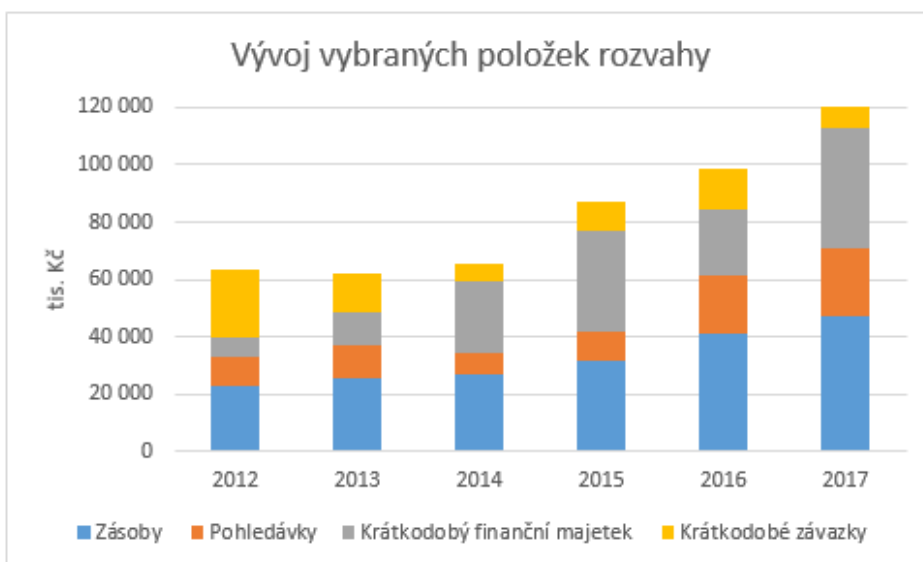
Uvedená analýza pracovního kapitálu čili rozbor oběžných aktiv je zaměřen především na ukazatele čistého pracovního kapitálu. Tabulka 24 udává výši jednotlivých složek pracovního kapitálu, dále výši čistého pracovního kapitálu a jeho meziroční růst a poměrové ukazatele této veličiny. Hodnocení vývoje čistého pracovního kapitálu zohledňuje a komentuje rozdílné požadavky finančního managementu a výroby čili optimalizace NWC vychází z jejich kompromisu.

Tabulka 24 - Rozbor pracovního kapitálu

Pracovní kapitál	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby (tis. Kč)	23 037	25 768	26 911	31 460	40 907	47 471
Pohledávky krátkodobé (tis. Kč)	9 585	11 374	7 426	9 634	20 525	20 900
Pohledávky dlouhodobé (tis. Kč)	290	50	0	296	176	2 479
Krátkodobý finanční majetek (tis. Kč)	6 583	11 157	25 201	35 541	22 878	42 092
Krátkodobé závazky (tis. Kč)	24 179	13 877	6 025	9 905	14 091	15 866
Čistý pracovní kapitál (NWC) (tis. Kč)	15 316	34 472	53 513	67 026	70 395	97 076
Meziroční růst NWC		125%	55%	25%	5%	38%
Obrátkový cyklus peněz (dny)	29	67	71	76	89	88
Průměrné denní výdaje (tis. Kč)	288	305	287	312	403	500
Potřeba NWC (tis. Kč)	8 263	20 361	20 323	23 560	35 832	43 843
Rozdíl reálného NWC a potřeby NWC (tis. Kč)	7 053	14 111	33 190	43 466	34 563	53 233
Podíl NWC na tržbách	14%	27%	37%	45%	37%	43%
Podíl NWC na aktivech	20%	25%	34%	36%	30%	31%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 12 - Vývoj oběžných aktiv a krátkodobých závazků (v tis. Kč)

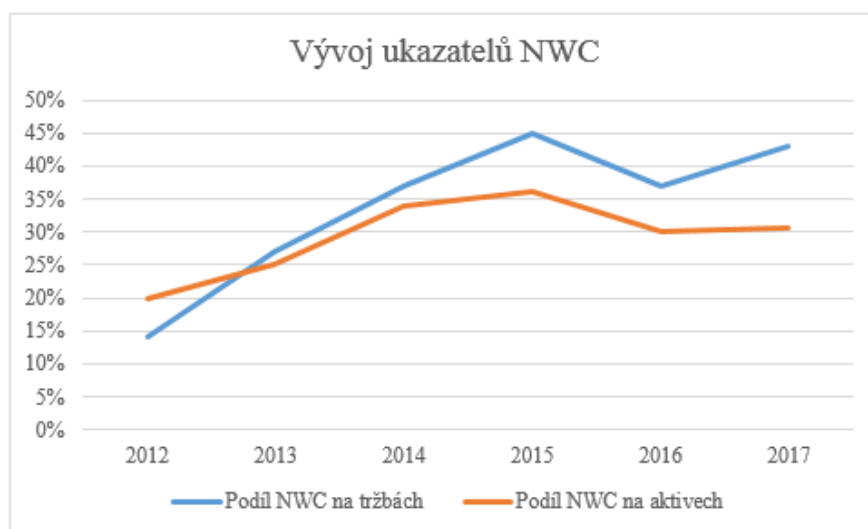


Zdroj: vlastní zpracování

Výše pracovního kapitálu krytého dlouhodobými zdroji pro provozní potřeby podniku je v jednotlivých letech uvedena v tabulce 24 spolu s jeho meziročním růstem, který přestože má kladné hodnoty, jeho míra je do roku 2016 rapidně klesající. V roce 2017 lze zaznamenat prudký růst ze 70 395 tis. Kč na 97 076 tis. Kč. Zvyšující se NWC je ovlivněn rychlejším růstem oběžného majetku než krátkodobých závazků, což jasně znázorňuje graf 20. Tato skutečnost je však příznivá vůči skutečně potřebnému NWC, který je o mnoho menší, což může být sledováno i v řádku rozdílu mezi reálným NWC a jeho potřebou. Přestože má převis reálného NWC kolísavý

trend, jeho hodnota s výjimkou prvního roku je považována za příliš vysokou. Zbytečně zadržovaný čistý pracovní kapitál, který je sice pojistkou plynulé výrobní činnosti podniku, váže dlouhodobé zdroje, což vede ke značné neefektivitě. Potřebná výše NWC je dána obrátkovým cyklem peněz, kdy lze pozorovat mezeru vyjádřenou počtem dní mezi dodáním spotřebního materiálu a inkasem plateb za výroky. Po vynásobení těchto dnů průměrnými denními výdaji je získána výše potřebného NWC. Jelikož obrátkový cyklus peněz i průměrné denní výdaje mají v průběhu let rostoucí tendenci je jasné, že potřeba čistého pracovního kapitálu roste. Nadměrný obrátkový růst však není příliš žádoucí. Míra růstu potřeby NWC by měla být nižší a skutečný růst NWC úměrný, k čemuž v případě oceňovaného podniku nedochází.

Graf 13 - Vývoj ukazatelů NWC (v %)



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel NWC na aktivech čili podíl čistého pracovního kapitálu na celkových aktivech vykazuje nadprůměrné hodnoty, což značí opět neefektivní hospodaření s kapitálem. Možnou příčinou nehospodárné činnosti podniku jsou příliš vysoké zásoby či krátkodobé finance. Tlak na zvyšování NWC do značné míry vyvolává také zvyšující se výkon podniku vyjádřený tržbami. Jinými slovy, zvyšují-li se tržby, roste potřeba čistého pracovního kapitálu. V ideálním případě však v úměrné míře. Tedy podíl NWC na tržbách by se neměl příliš zvětšovat. Z grafu 21 lze opět vysledovat poměrně vysoké hodnoty tohoto ukazatele, navíc s kolísavým trendem.

Rozborem ukazatelů NWC je zjištěno nehospodárné zacházení s pracovním kapitálem oceňovaného podniku, ačkoliv hodnoty v posledním roce naznačují možný

příznivý obrat trendu. V každém případě růst NWC převyšuje růst tržeb. Z výsledků rozboru čistého pracovního kapitálu v tabulce 26 je zřejmé, že potřeba NWC není zdaleka tak vysoká jako jeho reálná výše, čímž pádem lze konstatovat, že podnik zadržuje zbytečné množství oběžných aktiv, zejména zásob a krátkodobých finančních prostředků.

4.4.4 Závěr finanční analýzy

Na základě výstupů horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů lze konstatovat, že podnik od roku 2013 vykazoval plynulý vývoj bilanční sumy pasiv a aktiv s poměrně dynamickým růstem, který byl zároveň adekvátní uskutečněným investičním činnostem. Za celé sledované období (tj. 2012–2017) bilanční suma vzrostla o 240 373 tis. Kč, přičemž veškeré položky rozvahy, s výjimkou dlouhodobého nehmotného majetku a krátkodobých finančních aktiv, rostly úměrně dané sumě. Dále byl pozorován vzájemný vztah aktiv a pasiv, tedy rostoucí suma zdrojů financování odrážela růst majetku podniku. Růstové ukazatele klíčové položky výkazu zisku a ztráty, tedy tržby za prodej vlastních výrobků a služeb neboli výkony, nabývaly ve všech letech kladných hodnot. Přes zvyšující se hodnoty výkonové spotřeby a dalších nákladových položek lze pozorovat kladné přírůstky hospodářských výsledků, až na kolísavý trend finančního výsledku hospodaření. Nejvýznamnější složkou aktiv oceňovaného podniku je dlouhodobý majetek, konkrétně dlouhodobý hmotný majetek, u kterého byl zaznamenán nadpoloviční podíl na celkových aktivech. Oběžná aktiva se pak na celkové bilanční sumě podílela v průměru 38 %. Na straně pasiv měl ve sledovaném období, s výjimkou prvního roku, největší podíl vlastní kapitál. Při rozboru bilančních pravidel bylo poukázáno na neefektivní hospodaření s kapitálem, především ve druhé polovině analyzovaného období, kdy vlastní zdroje výrazně převyšovaly cizí. V tomtéž období bylo také zjištěno nedodržení principu pravidla pari, neboť dlouhodobý majetek podniku byl kryt pouze vlastním kapitálem, avšak nikoliv extrémně vysoké míře.

Příznivě lze hodnotit vysokou míru výnosnosti podniku, která byla zjištěna aplikací poměrových ukazatelů rentability. Vedle pozitivních výsledků ukazatele ROA, byla ověřena schopnost podniku při dané míře zadlužení generovat zisk, neboť v každém analyzovaném roce převyšovaly hodnoty ROE nad výnosností celkovou. Z dlouhodobého hlediska byl prokázán růst jednotlivých výnosností podniku.

V oblasti likvidity oceňovaného podniku byly zjištěny mírné nedostatky. Vysoké hodnoty všech uplatněných ukazatelů signalizují hromadění zbytného krátkodobého majetku. Nejvýraznější problém byl shledán v rámci krátkodobých finančních prostředků, kde ukazatel okamžité likvidity dosahoval hodnoty v průměru až 2,1. Tato skutečnost bude zohledněna při ocenění, kde bude zbytný majetek vyčleněn a oceněn zvlášť.

Analýza aktivity, jak je již podrobně komentováno v dané podkapitole, vykazuje poměrně kolísavé trendy dob obratu krátkodobých závazků a pohledávek. Výkyvy však nejsou natolik prudké, aby byly pro podnik považovány za ohrožující. Ukazatelé obrátkovosti v průměru dosahují dostačujících hodnot. Příznivých výsledků bylo dosaženo při rozboru míry zadluženosti podniku. Přestože v prvních dvou letech sledovaného období byla aktiva společnosti zadlužena až z 63 %, následující roky docházelo k postupnému snižování dluhu. Žádoucí vývoj byl zaznamenán taktéž z hlediska schopnosti podniku splácet nákladové úroky.

Produktivita podniku z pohledu řízení lidského kapitálu může být považována za poměrně efektivní, čemuž nasvědčuje zvyšující se hodnota ukazatele produktivity práce z přidané hodnoty. Poměr nákladů na zaměstnance k přidané hodnotě vykazoval sice kolísavý trend, avšak v posledních letech byl snížen a udržen okolo 50 %. Rozborem pracovního kapitálu bylo potvrzeno výstupní hodnocení analýzy likvidity, tedy zbytečné hromadění krátkodobého majetku. Podnik zadržuje mnohem více oběžného kapitálu, než je jeho skutečná potřeba.

V závěru lze oceňovaný podnik Baumruk & Baumruk z pohledu finančního hospodaření hodnotit jako finančně zdravý a prosperující. Mírné nedostatky v oblasti řízení oběžných aktiv a struktury zdrojů financování nesignalizují vážnější komplikace pro další fungování podniku. Vzhledem ke stanovené finanční situaci a k výstupům provedené strategické analýzy lze tvrdit, že podnik disponuje dostatečným potenciálem pro budoucí růst. Je schopen čelit novým konkurentům na relevantním trhu a má dostatečné predispozice k bezproblémové adaptaci na dynamické změny vlivů vnějšího prostředí.

4.5 Finanční plán

Před provedením stanovení tržní hodnoty podniku Baumruk & Baumruk prostřednictvím metody diskontovaného CF je zpracován finanční plán pro následujících 5 let čili pro období 2017–2022. Výhodiskem tvorby finančního plánu je provedená strategická a finanční analýza, z jejichž výstupů jsou shromážděny informace o vnějším a vnitřním prostředí oceňovaného podniku. Klíčovou metodou pro prognózu finančního plánu je metoda procenta z tržeb, která je vymezena teoretickou částí práce. Následující finanční plán sestává z plánovaných účetních výkazů rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pro jednotlivé dílčí položky je prostřednictvím vertikální analýzy nejprve zjištěn jejich podíl na výkonech podniku, tedy na provozních tržbách za vlastní výrobky a služby, které byly generovány v minulosti. V další fázi jsou odhadovány budoucí podíly těchto položek, které jsou pak převedeny na absolutní hodnoty. Pro vybrané položky jsou prognózované hodnoty stanoveny na základě expertního odhadu či konstantní výše podle hodnoty dané položky v posledním roce.

Nezbytným krokem před tvorbou finančního plánu podniku je vyčlenění provozně nenutných aktiv. Z důvodů nedostupnosti informací o využitelnosti dlouhodobých aktiv je tento krok zjednodušen. Pro další postup budou veškerá dlouhodobá aktiva oceňovaného podniku uvažována jako provozně nutná. Nadbytečná aktiva jsou analyzována prostřednictvím analýzy pracovního kapitálu, viz. tabulka 24 - řádek „Rozdíl reálného NWC a potřebného NWC“. Vyčleněna je však pouze část položky krátkodobého finančního majetku, která je v rámci analýzy pohotové likvidity shledána jako nadbytečná, tedy hodnota ponechaných finančních prostředků je na úrovni maximální výše peněžní likvidity.

4.5.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Predikce vývoje výkazu zisku a ztráty je založena na prognóze provozních tržeb za vlastní výrobky a služby. Zásadní vliv na plánované tempo růstu tržeb oceňovaného podniku mají dosahování hodnoty výkonů v období 2012 až 2017 a jejich meziroční změny. V rámci horizontální analýzy je zjištěn průměrný meziroční růst tržeb o 15,25 %. Dalším zohledněným faktorem je vývoj tržního podílu oceňovaného podniku mezi hlavními konkurenty České republiky. Ve sledovaném

období do roku 2017 se podnik Baumruk & Baumruk svými tržbami na výkonnosti relevantního trhu podílí v průměru 19 %. Prognóza dalšího vývoje tržního podílu je zpracována na základě extrapolace a je znázorněna v návaznosti na minulé tržní podíly tabulkou 25 ve sloupci „Podíl Baumruk & Baumruk na relevantním trhu. Tempo růstu je uvedeno v následujícím sloupci, kde lze sledovat jeho pozvolný pokles. Prognózovaný tržní podíl je pak základem pro výpočet absolutních hodnot budoucích tržeb podniku. Budoucí vývoj relevantního trhu je závislý na svém dosavadním vývoji a na predikovaném vývoji ekonomiky z makroekonomického pohledu čili na vývoji HDP. Závislost trhu na vývoji HDP je stanovena pomocí regresní rovnice. Na základě vztahů těchto veličin z minulosti je pak podle predikce HDP, jež je Českou národní bankou odhadována na přibližně 3% meziroční růst, stanoven budoucí vývoj tržeb generovaných podniky na relevantním trhu oceňovaného podniku. Doplňujícím faktorem je očekávaný vývoj trhu odběratelů, tedy především strojírenského průmyslu, který je podle expertů a odborníků v oboru příznivý, tudíž nebrání plánovanému rozvoji relevantního trhu. Plánované tržby podniku Baumruk & Baumruk pro období 2018–2022 jsou spolu s hlavními faktory ovlivňujícími jejich výši uvedeny v tabulce 25. V rámci prognózovaného období výkony podniku vzrostou o 82 %, tedy v roce 2022 budou činit 399 988 tis. Kč. Předpokládaný tržní podíl podniku dosáhne v posledním roce 26 %.

Tabulka 25 - Prognóza tržeb oceňovaného podniku

	rok	Relevantní trh v tis. Kč	Baumruk & Baumruk v tis. Kč	Růst HDP	Růst relevantního trhu	Růst Baumruk & Baumruk	Podíl Baumruk & Baumruk na relevantním trhu	Růst tržního podílu Baumruk & Baumruk
Minulost	2012	672 516	107 851				16%	
	2013	702 421	126 151	1%	4%	17%	18%	1,120
	2014	769 554	145 563	2%	10%	15%	19%	1,053
	2015	833 774	152 529	4%	8%	5%	18%	0,967
	2016	923 656	186 574	2%	11%	22%	20%	1,104
	2017	1 017 989	219 388	5%	10%	18%	22%	1,067
Prognóza	2018	1 110 416	250 260	3%	9%	14%	23%	1,046
	2019	1 209 333	283 531	3%	9%	13%	23%	1,040
	2020	1 319 132	320 028	3%	9%	13%	24%	1,035
	2021	1 436 643	358 741	3%	9%	12%	25%	1,029
	2022	1 564 621	399 988	3%	9%	11%	26%	1,024

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro roky 2018–2022 je v agregované formě zobrazen tabulkou 26 Jak již bylo výše zmíněno, vybrané položky výkazu jsou stanoveny

metodou procenta z tržeb, pro některé je zvolena konstantní hodnota dle posledního známého roku. Složky výkazu zisku a ztráty plánované procentem z tržeb jsou vztaženy k položce výkony, která je z 99 % tvořena tržbami za vlastní výrobky a služby. Tento podíl je udržován v zásadě v konstantní výši od minulého sledovaného období 2012–2017 až po predikci do roku 2022. Tržby za prodej zboží v minulých letech dosahovaly zanedbatelných hodnot s téměř nulovým podílem k celkovým provozním tržbám, navíc s klesající tendencí. Jelikož náklady na prodané zboží většinou přesahovaly 50% podíl na generované částce z jejich prodeje, marže vykazovala velmi nízké hodnoty, což představuje nežádoucí efekt nevýhodné prodejní činnosti. Z důvodu postupného snižování prodejů zboží a výnosů z nich je tato položka hodnocena jako neprosperující a není připočítána k výkonům. Přestože je z uvedených důvodů předpokládán další pokles prodeje zboží, tato položka je v plánovaném výkazu zahrnuta, avšak ve výši pouhých 0,06 % podílu na výkonech.

Tabulka 26 - Plán výkazu zisku a ztráty v tis. Kč (2018–2019)

Plán výkazu zisku a ztráty v tis. Kč	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Tržby za prodej zboží	150	170	192	215	240
Obchodní marže	62	70	79	88	98
Výkony	250 260	283 531	320 028	358 741	399 988
Výkonová spotřeba	107 612	121 918	137 612	154 259	171 995
Spotřeba materiálu a energie	75 078	85 059	96 008	107 622	119 996
Služby	32 534	36 859	41 604	46 636	51 998
Přidaná hodnota	142 710	161 682	182 495	204 571	228 092
Osobní náklady	70 073	79 389	89 608	100 447	111 997
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	12 513	14 177	16 001	17 937	19 999
Ostatní provozní výnosy	2 098	2 098	2 098	2 098	2 098
Ostatní provozní náklady	888	888	888	888	888
Provozní výsledek hospodaření	61 334	69 327	78 095	87 396	97 306
Výnosové úroky	-	-	-	-	-
Nákladové úroky	1 752	1 985	2 240	2 511	2 800
Ostatní finanční výnosy	911	911	911	911	911
Ostatní finanční náklady	1 380	1 380	1 380	1 380	1 380
Finanční výsledek hospodaření	- 2 221	- 2 454	- 2 709	- 2 980	- 3 269
Daň z příjmů za běžnou činnost	11 231	12 706	14 323	16 039	17 867
Výsledek hospodaření za účetní období	47 882	54 168	61 063	68 377	76 170
Výsledek hospodaření před zdaněním	59 113	66 873	75 386	84 416	94 037

Zdroj: vlastní zpracování

Spotřeba materiálu, energie a služeb na výrobu vlastních výrobků a služeb činila v minulém období v průměru 71 467 tis. Kč a zaujímala 47% podíl na výkonech. Při plánování budoucí výkonové spotřeby je uvažováno mírné snížením jejího podílu z důvodů předpokladu zefektivnění výrobních procesů díky investicím do modernější

technologie a zařízení. Z hlediska minulého vývoje podílu na výkonech vykazovala značně kolísavý trend, v období 2012–2013 dosahovala až 55 %, což zvýšilo její průměr na 47 %. V posledních zaznamenaných letech však tvořila kolem 44 %. Pro budoucí období byla stanovena ve výši 43% podílu na celkových výkonech. Predikovaná výše podílu osobních nákladů byla zachována tak, jak byla zaznamenána v posledním roce, tedy 28 %. S tímto podílem porostou náklady na zaměstnance úměrně růstu tržeb. Předpokládá se konstantní zvyšování pracovních míst ve stejné míře jako do roku 2017 čili ročně podnik zaměstná 6–7 nových pracovníků. Pro budoucí růst odpisů dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku je zohledněna aktivita v oblasti dosavadní investiční činnosti podniku, tudíž pro další roky je využita horní hranice dosavadních podílů odpisů na výkonech 5 %. Položka ostatních provozních výnosů se v minulých letech pohybovala v poměrně konstantní výši. Její predikce je tedy stanovena průměrnou hodnotou minulých let 2 098 tis. Kč. Stejným způsobem jsou stanoveny ostatní provozní náklady ve stabilní výši 888 tis. Kč. Výnosové úroky ani v jednom ze sledovaných let nepřesáhly procento podílu na výkonech, tím pádem jsou považovány za zanedbatelnou položku a v plánu nejsou zohledněny. V souvislosti s kolísavou zadlužeností podniku vykazují nestabilní růst také nákladové úroky. Do finančního plánu tedy vstupují s podílem 0,7 % stanoveným průměrnou hodnotou procenta z minulých let. Ostatní finanční výnosy a náklady jsou odhadnuty na základě průměrné hodnoty minulých let, avšak s výjimkou posledního roku, kde jsou enormně zvýšené. Provozní výsledek hospodaření udržuje již od roku 2012 vyjma roku 2017 stabilní růst, který pokračuje i v plánovaném období až do roku 2022, kde dosahuje 97 306 tis. Kč. Výsledek finančního hospodaření se v plánovaném období vyvíjí nepříznivým směrem, tedy mírným tempem k vyšším záporným hodnotám, a to především díky zvyšujícím se nákladovým úrokům. Pro plánované období se nepředpokládá změna daňové sazby. Výsledek hospodaření je tedy ponížěn 19% daňovou sazbou. Čistý zisk podniku Baumruk & Baumruk v průběhu plánovaného období šesti let vzroste o 40 %.

4.5.2 Plán rozvahy

Při predikci vývoje aktiv a pasiv je zachován vývoj bilanční sumy, avšak s nižší mírou růstu než doposud. Průměrný růst minulého období od roku 2012 do roku 2017 činil 35 %. V plánované rozvaze roste majetek a zdroje podniku podstatně pomaleji, konkrétně s průměrným meziročním přírůstkem 12 %. Vývoj dlouhodobých aktiv je

ovlivněn předpokladem pokračujícího investování do rozvoje podnikání pro zachování going concern principu, což má za důsledek další růst majetku. Nejvýznamnější podíl na dlouhodobých aktivech podniku zaujímá dlouhodobý hmotný majetek. Jeho výše je pro plánované období stanovena na 92 % z celkových výkonů, tedy o 1 % méně než v posledním roce, kde byl nárůst dlouhodobých hmotných aktiv nepřiměřeně vysoký. Výše dlouhodobého nehmotného majetku vykazovala v minulosti velmi nízké hodnoty, téměř nulový podíl na výkonech podniku. Jeho hodnota v roce 2017, tedy 596 tis. Kč je takřka zastupitelná z hlediska souhrnného průměru jednotlivých analyzovaných let, tudíž je použita v sestaveném plánu. Dlouhodobým finančním majetkem od roku 2012 podnik nedisponoval vůbec, není tedy uvažován ani v pro následující roky.

Řízení oběžného majetku je na základě provedených analýzy likvidity a pracovního kapitálu považováno za méně efektivní. V tabulce 27 jsou zaznamenány plánované složky oběžných aktiv. Krátkodobý finanční majetek je uveden ve dvou řádcích. První udává plánovanou výši peněžních prostředků, která navazuje na minulé nepřiměřeně vysoké hodnoty. Druhý představuje finanční majetek, který je z pohledu peněžní likvidity zbytný. Tato část krátkodobých financí podniku je pojmána jako provozně nutná a v rámci stanovení hodnoty podniku je oceněna zvlášť. Položka zásob zaujímala v minulém období v průměru 22 % na celkových výkonech. Pro následující roky je předpokládán mírný pokles podílu na vhodnější úroveň 21 %. Dlouhodobé pohledávky v minulých letech výrazně kolísají, avšak na zanedbatelné úrovni, v roce 2014 byly dokonce nulové. Pro další období se předpokládá úhrada zbylých dlouhodobých pohledávek z roku 2017. Na druhé straně, krátkodobé pohledávky dosahovaly mnohem vyšší úrovně, v období 2012–2017 činí průměrný podíl na tržbách přes 8 %. Jejich odhadovaná výše pro další roky je na úrovni 8,5 % z celkových tržeb. Časové rozlišení krátkodobých aktiv je naplánováno ve stabilní výši stanovené na základě posledního známého roku 102 tis. Kč.

Tabulka 27 - Plán rozvahy pro období 2018–2019 (v tis. Kč)

Plán rozvahy v tis. Kč	2018	2019	2020	2021	2022
Výkony	250 260	283 531	320 028	358 741	399 988
AKTIVA	348 993	393 027	442 152	496 063	555 162
Dlouhodobý majetek	230 835	261 445	295 022	330 638	368 585
Dlouhodobý nehmotný majetek	596	596	596	596	596
Dlouhodobý hmotný majetek	230 239	260 849	294 426	330 042	367 989
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	118 056	131 481	147 028	165 324	186 475
Zásoby	52 555	59 542	67 206	75 336	83 997
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	21 272	24 100	27 202	30 493	33 999
Finanční majetek	44 229	47 839	52 620	59 495	68 479
Zbytný finanční majetek	37 722	40 467	44 299	50 168	58 079
Časové rozlišení	102	102	102	102	102
PASIVA	348 993	393 027	442 152	496 063	555 162
Vlastní kapitál	245 074	275 300	309 279	347 125	389 106
Základní kapitál	900	900	900	900	900
Výsledek hospodaření minulých let	196 292	220 233	247 317	277 848	312 036
Výsledek hospodaření běžného účetního období	47 882	54 168	61 063	68 377	76 170
Cizí zdroje	103 858	117 665	132 812	148 878	165 995
Rezervy	-	-	-	-	-
Dlouhodobé závazky	87 591	99 236	112 010	125 559	139 996
Krátkodobé závazky	16 267	18 430	20 802	23 318	25 999
Časové rozlišení	61	61	61	61	61

Zdroj: vlastní zpracování

Vedle plánovaného růstu majetku podniku jsou soustavně stanoveny také zdroje jeho krytí. Z účetních výkazů minulých let lze vyčíst, že téměř veškerý generovaný zisk byl v podniku kumulován, tedy ani v jednom roce nedošlo k jeho rozdělení. Pro budoucí fungování podniku je pro výrazné snižování efektivity vlivem hromadění prostředků a tím pádem enormních nárůstů vlastního kapitálu předpokládáno jeho každoroční vyplácení ve výši 50 %. V oblasti cizích zdrojů financování nadále zaujímají nejvýznamnější pozici dlouhodobé závazky. Strategii podniku spočívající v dynamickém přizpůsobování se vývoji moderní technologie skrze finančně náročné investice do výrobního zařízení vyžaduje další uplatňování cizích zdrojů. Tato skutečnost je ve finanční plánu zohledněna, tudíž dále se předpokládá čerpání úvěru, a to v průměrné dosavadní výši stanovené 35% podílem na celkových výkonech. Z pohledu řízení kapitálové struktury je do jisté míry financování majetku cizím kapitálem výhodné a oceňovaný podnik, jak je již výše v rámci aplikovaných analýz pojednáno, prostor pro jejich využití má. Krátkodobé závazky se nadále drží pod úrovní krátkodobých finančních prostředků. Jejich budoucí

vývoj je stanoven 6,5 % z tržeb. Časové rozlišení pasiv je předpokládáno na stejné úrovni, jaké bylo dosaženo v posledním známém roce 2017, tedy 61 tis. Kč.

4.5.3 Finanční analýza plánovaných účetních výkazů

Cílem níže uvedené finanční analýzy plánovaných účetních výkazů je ve zkrácené formě prostřednictvím výběru klíčových ukazatelů ověřit budoucí předpokládaný výnosový potenciál oceňovaného podniku. Tabulka 28 zobrazuje poměrové ukazatele s nejlépe vypovídací schopností jednotlivých oblastí vyjadřujících kvalitu a efektivitu finančního hospodaření a finančního zdraví.

Tabulka 28 - Finanční analýza plánovaných účetních výkazů

Ukazatele	2018	2019	2020	2021	2022
Rentabilita					
ROA	17%	18%	18%	18%	17%
ROE	20%	20%	20%	20%	20%
ROS	19%	19%	19%	19%	19%
Likvidita					
Běžná likvidita	7,26	7,13	7,07	7,09	7,17
Pohotová likvidita	4,03	3,90	3,84	3,86	3,94
Peněžní likvidita	2,72	2,60	2,53	2,55	2,63
Aktivita					
Obrat aktiv	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Obrat zásob	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Zadluženost					
Celková zadluženost	30%	30%	30%	30%	30%
Úrokové krytí	35	35	35	35	35

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele očekávané rentability vypovídají o příznivém vývoji výnosnosti podniku. Všechny uvedené ukazatele svědčí o schopnosti podniku tvořit v budoucnu žádoucí efekty prostřednictvím vynaložených prostředků, tedy o stabilní a trvalé ziskovosti. Výnosnost vlastního kapitálu je stejně tak, jako byla v minulém sledovaném období vyšší než výnosnost celého kapitálu, což signalizuje efektivní využívání neboli dostatečnou ziskovost cizího kapitálu. Z hlediska řízení krátkodobého majetku Z důvodu snahy o co nejvíce reálnou predikci budoucí ekonomické činnosti podniku a pohybů položek účetních výkazů byla zachována strategie řízení krátkodobých aktiv, ačkoliv se díky provedenému rozboru projevila jako ne zcela výhodná. Hodnoty ukazatelů likvidity tedy vykazují i v plánovaném období poměrně nepříznivé výsledky. Výrazně kolísavé hodnoty likvidity v minulosti

jsou v průměru velmi blízké prognózovanému vývoji. Jak již bylo zmíněno zadržování oběžného majetku v takové míře je zcela zbytečné a neefektivní, avšak nelze tuto skutečnost považovat za zásadně ohrožující či vedoucí k zániku podniku. V oblasti aktivity vykazují hodnoty ukazatelů taktéž pozitivní hodnoty. V návaznosti na minulé období však vychází mírné zhoršení obrátkovosti aktiv, což je způsobeno postupným snižováním míry růstu plánovaných tržeb, avšak s rozdílem pouhých pouze o hodnotu -0,1 vůči poslednímu roku 2017. Pozitivnější vývoj je zaznamenán z hlediska plánované zadluženosti podniku, kde na rozdíl od průměrné 42% zadluženosti od roku 2012 do 2017 je plánovaná zadluženost 30 %.

Závěrem finančního plánu a jeho analýzy lze konstatovat, že očekávané finanční zdraví podniku je na dobré úrovni, a že je pro další období předpokládána schopnost podniku svou činností tvořit žádoucí efekty.

4.6 Stanovení hodnoty podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o.

Po aplikaci strategické a finanční analýzy lze oceňovaný podnik hodnotit jako prosperující s příznivým vnitřním potenciálem růstu a s prokazatelným uplatňováním going concern principu. Nebyly shledány žádné negativní aspekty, které by ohrozily jeho finanční zdraví. Dosavadní řízení financí je hodnoceno jako průměrně kvalitní. Obdobná úroveň hospodaření je taktéž předpokládána pro budoucí období. V zásadě optimistické vyhlídky budoucího fungování podniku by neměly být ohroženy ani z hlediska vnějšího potenciálu. Dané odvětví je považováno za stabilní bez zásadnějších vnějších hrozeb.

Na základě vyhotoveného finančního plánu a provedených analýz je v této fázi podnik Baumruk & Baumruk oceněn. Tržní hodnota je stanovena k datu 1. 1. 2019. Vývoj položek roku 2018 byl na základě konzultace s managementem společnosti odhadován a následně zahrnut ve finančním plánu. Do provedeného ocenění však přímo nevstupuje. V rámci českých podmínek je, jak již bylo uvedeno, výnosové ocenění považováno jako nejvhodnější způsob stanovení tržní hodnoty podniku. Po úvaze veškerých okolností byly příčinné podmínky ocenění na základě peněžních toků shledány splněnými. Z důvodů nestabilního zadlužení podniku je následující ocenění provedeno pouze prostřednictvím metody FCFF a metody ekonomicky přidané hodnoty. Hodnotu podniku stanovenou na základě principů metody FCFE nelze

v případě podniku Baumruk & Baumruk považovat za reálnou či zcela vyhovující, její výše by byla zkreslená a vypovídací schopnost nulová, proto je tato metoda vynechána.

4.6.1 Stanovení diskontní míry

Pro aplikaci výnosových metod je zcela zásadním předpokladem vhodně zvolená diskontní míra. Obě níže uplatněné metody analyzují peněžní toky do firmy, tj. pro vlastníky i věřitele čili jejich výpočet vyžaduje diskontní míru v podobě vážených průměrných nákladů na kapitál WACC (weighted average capital costs), které udávají cenu použitých zdrojů. Výpočet uvažuje, jak je vidno z níže uvedeného vzorce, jak náklady na vlastní kapitál, tak náklady na cizí zpoplatněný kapitál.

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

Náklady na cizí kapitál (r_d) jsou stanoveny podílem nákladových úroků k dlouhodobým závazkům. Jejich hodnota v průměru činí 2 %.

Koeficient nákladů na vlastní kapitál (r_e) je zjišťován prostřednictvím modelu CAPM (capital asset pricing model), který zahrnuje výnosové očekávání investorů z hlediska ušlých alternativních výnosů kapitálu s ohledem na podstoupené riziko. Pro uplatnění modelu CAPM je nutné stanovit bezrizikovou úrokovou míru, tržní rizikovou prémii a koeficient beta. Bezriziková úroková míra je stanovena na základě výnosnosti do doby splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů České republiky, kde je uvažován předpoklad schopnosti státu dluh splatit. Po rozboru průměrné výnosnosti státních dluhopisů uvedených na webových stránkách ministerstva financí České republiky a na webovém portálu Patria.cz je konkrétní úroková míra stanovena na 2,75 % podle státního dluhopisu ISIN CZ 001005375 s datem emise 23. 11. 2018 a datem splatnosti 23. 7. 2029. Tržní riziková premie ($r_m - r_f$) pro Českou republiku byla převzata z internetových stránek www.Damodaran.com a činí 5,89 %. Koeficient beta pro odvětví kovovýroby v rámci Evropy je na základě metody analogie stanoven na hodnotu 1,13, taktéž dle internetové databáze profesora Damodarana. Uvedený beta koeficient však uvažuje nulové zadlužení podniku, tudíž je přepočítán a přizpůsoben plánovanému zadlužení, čímž se jeho hodnota zvyšuje na v průměru 1,46. Takto upravený koeficient již zahrnuje míru rizika oceňovaného podniku. Uvedené složky

modelu CAMP a výpočet nákladů vlastního kapitálu pro období 2018–2022 uvádí tabulka 29.

Tabulka 29 - Stanovení nákladu na vlastní kapitál metodou CAPM

CAPM	2018	2019	2020	2021	2022
r_f	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
$\beta_{unlevered}$	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
D/E	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
$\beta_{levered}$	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
$(r_m - r_f)$	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
r_e	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,3%

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady vlastního kapitálu jsou pro plánované období 2018–2022 stanoveny v průměru na 11,3 %. Na základě výše uvedených veličin jsou v tabulce 30 vypočítané vážené průměrné náklady kapitálu. Jejich výše činí 8,8 %.

Tabulka 30 - Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál

	2018	2019	2020	2021	2022
D	87 591	99 236	112 010	125 559	139 996
E	245 074	275 300	309 279	347 125	389 106
C	332 665	374 536	421 289	472 684	529 102
1-t	81%	81%	81%	81%	81%
r_e	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,3%
r_d	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
WACC	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.2 Pomocné proměnné pro výnosové metody

Následující tabulky 31–33 zobrazují vypočítané položky vstupující do výpočtů níže aplikovaných metod ocenění.

Tabulka 31 - Výpočet EBIT pro plánované období (2019–2022)

Položka (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
Výsledek hospodaření za účetní období	54 168	61 063	68 377	76 170
Nákladové úroky	1 985	2 240	2 511	2 800
Daň z příjmů za běžnou činnost	12 706	14 323	16 039	17 867
EBIT	68 858	77 626	86 927	96 837

Zdroj: vlastní zpracování

Výstupem první tabulky (tabulka 31) je zisk jednotlivých let před zdaněním a úroky vycházející z plánovaných účetních výkazů pro období 2019–2022. V průběhu plánovaného období (tj. od roku 2018) lze pozorovat vzrůst EBIT o 35 972 tis. Kč.

Tabulka 32 - Výpočet investice do provozně nutného dlouhodobého majetku pro plánované období (2019–2022)

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Dlouhodobý majetek	230 835	261 445	295 022	330 638	368 585
Odpisy dlouhodobého majetku	12 513	14 177	16 001	17 937	19 999
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		44 786	49 579	53 553	57 947

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 32 udává výši investic do provozně nutných dlouhodobých aktiv v rámci plánovaného období. Hodnota investice pro daný rok je vypočítána rozdílem výše dlouhodobého majetku v současném a minulém roce navýšena o příslušné odpisy. V období 2019–2020 lze sledovat mírný stabilní růst investiční činnosti pohybující se v průměru kolem 51 000 tis. Kč.

Tabulka 33 - Výpočet investice do provozně nutného pracovního kapitálu pro plánované období (2019–2022)

Položka (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Krátkodobé pohledávky	21 272	24 100	27 202	30 493	33 999
Zásoby	52 555	59 542	67 206	75 336	83 997
Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	6 507	7 372	8 321	9 327	10 400
Krátkodobé závazky	16 267	18 430	20 802	23 318	25 999
Provozně nutný pracovní kapitál	64 067	72 584	81 927	91 838	102 397
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu		8 517	9 343	9 911	10 559

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední tabulka (33) pomocných výpočtů uvádí investice do provozně nutného pracovního kapitálu. Provozně nezbytný pracovní kapitál sestává z položek krátkodobých pohledávek, zásob a pro provoz nutných krátkodobých financí ponížených o krátkodobé závazky. Výstupem propočtu může být sledována průměrná investice ve výši 9 583 tis. Kč.

4.6.3 FCFF

První aplikovanou metodou stanovení hodnoty podniku je metoda diskontovaných cash flow entity. Vymezené potřebné veličiny v předchozích tabulkách tvoří základ pro výpočet plánovaných volných peněžních toků pro vlastníky a investory (FCFF) v tabulce 34.

Tabulka 34 - Stanovení FCFF (2019–2022)

Položka (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
EBIT	68 858	77 626	86 927	96 837
EBIT (1-t)	55 775	62 877	70 411	78 438
Odpisy dlouhodobého majetku	14 177	16 001	17 937	19 999
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	- 8 517	- 9 343	- 9 911	- 10 559
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	- 44 786	- 49 579	- 53 553	- 57 947
FCFF	16 648	19 957	24 884	29 931

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaný EBIT je nejprve zdaněn předpokládanou konstantní daňovou sazbou 19 %, dále jsou přičteny patřičné odpisy dlouhodobého majetku a následně odečteny investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Ve všech plánovaných letech jsou, jak je vidno, generovány kladné a rostoucí hodnoty FCFF, na čemž se nejvíce podílí rostoucí EBIT a výše plánovaných budoucích investic, jež byly stanoveny nad hodnotou odpisů.

Hodnota podniku na hladině brutto je vypočtena dle následujícího vzorce, jehož postup je dále popsán.

$$\text{Hodnota podniku} = \sum \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{(n+1)}}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n}$$

Tempo růstu g pro dopočtení pokračující fáze hodnoty podniku je stanoveno podle celosvětově doporučené míry 2,5 % jako udržitelné tempo růstu podniku, přičemž je zohledněn odhadovaný růst HDP, který by dané tempo v zásadě neměl převýšit a dosavadní růst trhu, jež dosahuje mnohem vyšších hodnot, tudíž odhadované tempo svým vlivem nesníží.

Získané hodnoty volných peněžních toků do podniku jako celku tvoří základ pro stanovení hodnoty první fáze (tj. období 2019–2022). Diskontní faktor, kterým jsou peněžní toky diskontovány, je uveden v tabulce 35. Jeho výše je odvozena z propočtených průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Součet na současnost převedených čili diskontovaných peněžních toků období první fáze tvoří její hodnotu, tedy 72 895 tis. Kč. Pro stanovení hodnoty druhé fáze jsou prostřednictvím tempa g a FCFF předešlého roku dopočteny volné peněžní toky entity pro rok 2023. Po následném diskontování FCFF pokračující fáze diskontní mírou stanovenou podle WACC posledního roku první fáze je dopočtena hodnota druhé fáze. Pro získání brutto hodnoty je v poslední řadě přičten provozně nepotřebný majetek ke

dni ocenění čili zbytný krátkodobý finanční majetek roku 2018. Hodnota podniku Baumruk & Baumruk, s. r. o. k 1.1. 2019 činí 460 070 tis. Kč.

Tabulka 35 - Stanovení hodnoty oceňovaného podniku brutto dle DCF entity

Ocenění k 1. 1. 2019	2019	2020	2021	2022	2023
FCFF (tis. Kč)	16 648	19 957	24 884	29 931	30 679
WACC	8,77%	8,77%	8,77%	8,77%	8,77%
Diskont	1,09	1,18	1,29	1,40	
DCF (tis. Kč)	15 306	16 868	19 338	21 383	
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	72 895				
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	349 452				
Provozně nenutný majetek ke dni ocenění (tis. Kč)	37 722				
Hodnota podniku brutto (tis. Kč)	460 070				

Zdroj: vlastní zpracování

4.6.4 EVA

Druhou aplikovanou metodou pro stanovení tržní hodnoty podniku Baumruk & Baumruk je metoda ekonomicky přidané hodnoty ve variantě entity, která pracuje s výsledky hospodaření oceňovaného podniku. V první řadě je zjištěn ekonomický zisk, který zahrnuje vedle běžných nákladů také náklady na kapitál, což vyjadřuje tabulka 38. Výchozí položkou je opět zdaněný EBIT pro období 2019–2022. Jeho výše je následně snížena o náklady investovaného kapitálu, které sestávají z provozně nezbytného investovaného kapitálu (C) čili nutného vlastního a cizího úročeného kapitálu násobeného váženými průměrnými náklady na kapitál (WACC). Ekonomický zisk zahrnující veškerý investovaný kapitál podniku je znázorněn v předposledním řádku tabulky 36, avšak pro korektní výsledek hodnoty podniku je nezbytné uvažovat pouze provozně nutný kapitál. Poslední řádek tabulky 36 vyjadřuje čistou ekonomicky přidanou hodnotu jednotlivých let. Investovaný kapitál C je tedy ponížěn o provozně nepotřebné peněžní prostředky, čímž výsledky čisté ekonomicky přidané hodnoty dosahují vyšších hodnot. Oceňovaný podnik v plánovaném období dosahuje kladných hodnot ekonomického zisku, navíc s rostoucí tendencí.

Tabulka 36 - Stanovení ekonomického zisku (2019–2022)

Položka (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022
EBIT (1-t)	55 775	62 877	70 411	78 438
C	374 536	421 289	472 684	529 102
WACC	8,77%	8,77%	8,77%	8,77%
EVA	22 924	25 934	28 958	32 024
Čistá EVA	26 473	29 819	33 358	37 119

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení hodnoty podniku je využito dvoufázové metody EVA entity. Hodnotu první fáze tvoří součet diskontovaných ekonomických zisků daného období. Na současnou hodnotu jsou zisky převáděny opět prostřednictvím vážených průměrných nákladů na kapitál v průměrné výši 8,8 %. Současná hodnota první fáze činí 101 983 tis. Kč.

Tabulka 37 - Stanovení hodnoty brutto oceňovaného podniku dle EVA

Ocenění k 1. 1. 2019	2019	2020	2021	2022	2023
EVA (tis. Kč)	26 473	29 819	33 358	37 119	38 047
diskont WACC	1,09	1,18	1,29	1,40	
Hodnota 1. fáze (tis. Kč)	24 338	25 204	25 922	26 519	
hodnota 1. fáze	101 983				
Hodnota 2. fáze (tis. Kč)	433 372				
C (tis. Kč)	332 665				
Celková hodnota brutto (tis. Kč)	868 020				

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení hodnoty pokračující fáze je počítáno s tempem růstu g 2,5 %, stejně jako při aplikaci metody DCF entity, a diskontní mírou na úrovni 8,77 %. Hodnota druhé fáze je vyčíslena na 433 372 tis. Kč. Tržní hodnota brutto podniku Baumruk & Baumruk k 1. 1. 2019 činí 868 020 tis. Kč (tabulka 37) a je dána součtem hodnot první a druhé fáze a investovaného kapitálu ke dni ocenění.

4.6.5 Tržní multiplikátor

Přestože metoda tržního neboli odvětvového porovnání, jak je již v teoretické části uvedeno, vykazuje jistá úskalí, v této práci však nabývá účelnosti jako doplněk s cílem verifikování již provedeného výnosového ocenění. Podnik Baumruk & Baumruk je porovnán s průměrnou hodnotou podniků v odvětví kovovýroby prostřednictvím tržních multiplikátorů Enterprise value/EBIT a Enterprise value/EBITDA. Průměrné hodnoty poměru tržní hodnoty kapitálu k jednotlivým vztahovým veličinám daného odvětví jsou pro nedostupnost dat Českého kapitálového trhu stanoveny pro region Evropa a převzaty z databáze profesora Damodarana

uvedené na webových stránkách Damodaran.com. Průměrná hodnota tržního násobitele EV/EBIT odvětví kovovýroby, jak je vidno v tabulce 38, činí 7,97. Násobitel EV/EBITDA pak 5,62. Vybraná vztahová veličina EBIT, tedy zisk před odečtením daní a úroků generovaný ke dni ocenění činí 60 865 tis. Kč. Zisk před zdaněním a odečtením úroků a odpisů EBITDA je 73 378 tis. Kč. Vynásobením vztahových veličin oceňovaného podniku zvoleným multiplikátorem je získána odhadovaná brutto hodnota, tedy hodnota pro vlastníky i věřitele podniku.

Tabulka 38 - Stanovení hodnoty brutto oceňovaného podniku dle tržních multiplikátorů

Ocenění tržními multiplikátory (tis. Kč)	EBIT	EBITDA
Hodnota vztahové veličiny	60 865	73 378
Hodnota násobitele odvětví	7,97	5,62
Hodnota podniku brutto	485 094	412 384

Zdroj: vlastní zpracování

Tržní hodnota podniku stanovena na základě ocenění tržními multiplikátory se nachází v intervalu od 412 384 tis. Kč do 485 094 tis. Kč. Nedostatek informací o vybraných podnicích náležitého odvětví a komplikovanost z hlediska charakteristiky kapitálového trhu čili jeho jedinečnosti činí tento způsob ocenění poněkud nepřesným a je nutno jej považovat za pouze orientační.

4.6.6 Závěr ocenění

Podnik Baumruk & Baumruk, s. r. o. byl oceněn prostřednictvím vybraných výnosových metod, které byly doplněny aplikací metody tržních multiplikátorů. První aplikovaná metoda DCF entity je považována za nejvhodnější metodu daného ocenění vzhledem k jeho kapitálové struktuře a stanovenému cíli, jelikož uvažuje peněžní toky pro vlastníky i věřitele. Tržní hodnota brutto oceňovaného podniku stanovena na základě metody diskontovaných peněžních toků entity k 1. 1. 2019 činí 460 070 000 Kč.

Pro ověření výstupu ocenění DCF byla zvolena doplňující metoda tržního porovnání EV/EBIT a EV/EBITDA, která dostala svému účelu, neboť se výsledná hodnota metody DCF entity nachází právě v rozmezí intervalu vymezeném výslednými hodnotami získanými provedením tržních multiplikátorů. Tento interval je tvořen spodní hranicí 412 384 tis. Kč a horní hranicí 485 094 tis. Kč

Další aplikovanou výnosovou metodou byla varianta ekonomicky přidané hodnoty entity, při níž byla prokázána výnosová schopnost podniku se zohledněním zadržovaného kapitálu a zároveň síla kapitálové struktury, avšak nelze opomenout právě zbytečně kumulovaný hospodářský výsledek v minulých letech. Díky vysokým investicím, které jsou financovány prostřednictvím zpoplatněných zdrojů, je výsledná brutto hodnota z hlediska metody EVA vyšší o 407 950 tis. Kč.

5 Závěr

Diplomová práce byla vypracována za účelem stanovení hodnoty vybraného podniku se zohledněním doporučených postupů a uplatněním vhodných metod, jež byly vymezeny teoretickou částí práce. Podnik Baumruk & Baumruk, s. r. o. byl vybrán jednak pro dostupnost potřebných vstupních informací a dále pro příhodnou možnost zhotovitele ocenění prozkoumat doposud neznámou oblast zpracovatelského průmyslu, se záměrem informovat jeho vlastníky o tržní hodnotě podniku a o dalších výstupech z aplikovaných analýz a rozborů, jež by mohly být užitečné z hlediska strategického rozhodování.

Základní literární rámec procesu ocenění byl strukturován do jednotlivých na sebe navazujících fází takovým způsobem, jakým by podle českých i zahraničních autorů dané problematiky mělo být stanovení hodnoty v praxi provedeno. Zahrnuty byly hlavní kroky počínaje definicí hledané hodnoty, přes sběr vstupních dat, až po samotné ocenění. S poněkud rozsáhlejším obsahem byla zpracována kapitola pojednávající o konkrétních metodách, které lze pro ocenění podniků použít. Konečná volba metod pro ocenění v praktické části uvažuje, jak již bylo uvedeno, české podmínky kapitálového trhu, charakteristiky daného podniku a účel ocenění. Z těchto důvodů byly zvažovány především výnosové metody ocenění, přičemž za primární byla považována metoda DCF entity. Jako ověřovací metody byly zvoleny metody EVA a rozbor tržních multiplikátorů.

Stěžejní částí ocenění, neboť právě na ní závisí predikce vývoje růstu podniku čili základ pro samotné ocenění, je strategická a finanční analýza. Předmětem kapitoly “Strategická analýza“ bylo stanovení relevantního trhu podniku a následné zhodnocení jeho vnějšího a vnitřního potenciálu. Vymezení segmentu trhu, na kterém daný podnik působí, bylo provedeno nejprve dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE. Vedle rozboru takto vymezeného trhu, byl dále, pro přesnější specifikaci charakteristik daného trhu, a tak relevantnější výsledky analýzy, proveden průzkum klíčových konkurentů podniku na českém trhu s obdobným podnikatelským zaměřením. Výběr podniků adekvátních analyzovanému trhu, byl zaměřen na ty, jejichž produkce kovovýroby cílí na podobné zákazníky čili odběratele kovových komponent pro strojní zařízení dle předložených výkresů. Z pohledu strategické analýzy byly vyhodnoceny

příznivé podmínky pro růstový potenciál relevantního trhu oceňovaného podniku. Rozborem vnitřního potenciálu byly ověřeny kvality podniku v oblastech produktového portfolia, managementu, vědy a výzkumu a dalších vnitropodnikových aktivit. Uplatněním vybraných metod a rozborů finanční analýzy byly prokázány potřebné předpoklady pro uplatnění výnosových metod. Oceňovaný podnik byl shledán finančně zdravým a bylo prokázáno dodržení going concern principu.

Přes vynaloženou snahu zahrnout veškeré faktory ovlivňující budoucí fungování ekonomické činnosti podniku, však nelze opomenout skutečnost, že jedním z klíčových do ocenění vstupujících parametrů, tempo růstu g , představuje pouze předpokládaný budoucí vývoj ekonomiky čili nikterak jistou hodnotu. Neméně podstatnou a nelehce stanovitelnou veličinou je diskontní faktor v podobě průměrných vážených nákladů kapitálu WACC, jehož byť minimální změna výše, razantně ovlivní výsledné volné peněžní toky, a tím i konečnou hodnotu podniku.

K 1.1. 2019 činí stanovená tržní hodnota brutto podniku Baumruk & Baumrk, s. r. o. 460 070 000 Kč. Ocenění bylo realizováno s využitím primární metody DCF entity založené na volných peněžních tocích do podniku uvažujících zpracovaný finanční plán do roku 2022, zvolené tempo růstu 2,5 % pro pokračující fázi a diskontní faktor WACC ve výši 8,8 %.

Závěrem je konstatováno, že stanovená hodnota vybraného podniku je pouze odhadovaná, tedy orientační, neboť z výše zmíněného vyplývá, že pro neschopnost přesného odhadu ekonomického vývoje a při uvážení možné modifikace či záměny metod a postupů ocenění, se výsledná hodnota v rámci dalšího zpracování může lišit.

Seznam použitých zdrojů

Bibliografické zdroje

- 1) DAMODARAN, A. *Investment Valuation*. New York: John Wiley and Sons, 2002. ISBN 0-471-41488-3.
- 2) DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 9788086929682.
- 3) DVOŘÁČEK, J. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Praha: C. H. Beck. Beckova edice ekonomie, 2012. ISBN 8074002241.
- 4) FAZZINY, M. *Business Valuation: Theory and Practice*. Springer: 2018. ISBN 3319894943.
- 5) FOTR, J. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 8024739852.
- 6) FOTR, J., SOUČEK I. *Investiční rozhodování a řízení projektů: jak připravovat, financovat a hodnotit projekty, řídit jejich riziko a vytvářet portfolio projektů*. Praha: Grada. Expert (Grada), 2011. ISBN 802473293.
- 7) GRASSEOVÁ, M., DUBEC, R., ŘEHÁK, D. *Analýza v rukou manažera: 33 nepoužívanějších metod strategického řízení*. Praha: Management Press, 2010. ISBN: 8025126218.
- 8) GRÜNWARD, R. *Finanční analýza pro oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2001. ISBN 8024500329.

- 9) HOBZA, V., SCHWARTZHOFFOVÁ, E. *Manažerská ekonomika: kapitoly k finanční analýze*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2015. ISBN 8024448904.
- 10) JAKUBÍKOVÁ, D. *Strategický marketing: strategie a trendy*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 8024746700.
- 11) JANÍČEK, P., MAREK, J. a kol. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 2013. ISBN 8024781964.
- 12) JINDŘICHOVSKÁ, I. *Finanční management*. Praha: C H Beck, 2013. ISBN 8074000524.
- 13) KALOUDA, F. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2015. ISBN 9788073805265.
- 14) KISELÁKOVÁ, D., ŠOLTÉS, M. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada, 2018. ISBN 8027109469.
- 15) KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi, 2001. ISBN 8071795291.
- 16) KISLINGEROVÁ, E., a kol. *Finanční analýza krok za krokem*. Praha: CH Beck, 2008. ISBN 8071797138.

- 17) KISLINGEROVÁ, E. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: C.H. Beck, 2005. *Ekonomie* (C.H. Beck). ISBN 8071798479.
- 18) KOVÁŘ, F., HRADILOVÁ BOČKOVÁ, K. *Konkurenceschopný podnik: ekonomika konkurenceschopného podniku*. Vysokoškolská učebnice. E-kiny jednou, 2016. ISBN 8075126084.
- 19) KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., ŠTEKER, K. *Finanční analýza – Komplexní průvodce s příklady.*, 2., rozšířené vydání. Praha: Grada, 2013. ISBN 8024744562.
- 20) KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 8024728656.
- 21) LAURENZ, N. *Unternehmensbewertungsverfahren für KMU: eine kritische Analyse*. Hamburg: Diplomica Verlag, 2007. ISBN 9782826655521.
- 22) LUKÁŠOVÁ, R., NOVOTNÝ, I. *Organizační kultura: od sdílených hodnot a cílů k vyšší výkonnosti podniku*. Praha: Grada, 2004. ISBN 8024706482.
- 23) MÁČE, M. *Finanční analýza obchodních a státních organizací: praktické příklady a použití*. Praha: Grada, 2005. ISBN 802476119X.
- 24) MALLYA, T. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 80-247-1911-8.
- 25) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

- 26) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- 27) MULAČOVÁ, V., MULAČ, P., a kol. *Obchodní podnikání ve 21. stol.* Praha: Grada, 2013. ISBN 8024786389.
- 28) NÝVLTOVÁ, R., MARINIČ, P. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. ISBN 9788024731582.
- 29) PEŠKOVÁ, R. *Finanční analýza*. Učební texty, Vysoká škola ekonomie a managementu Praha: VSEM, 2012. 8086730891.
- 30) REŽŇÁKOVÁ, M. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: Grada, 2010. ISBN 9788024734415.
- 31) RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 9788024739168.
- 32) RŮČKOVÁ, P., ROUBÍČKOVÁ, M. *Finanční management*. Praha: Grada, 2012. ISBN 8024740478.
- 33) SEDLÁČKOVÁ, H. *Strategická analýza*. Praha: C.H. Beck, 2000. ISBN 8071794228.
- 34) SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck., 2006. ISBN 8071793671.

- 35) SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 2., aktualizované a rozšířené vydání.* Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4004-1.
- 36) SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 2., aktualizované a rozšířené vydání.* Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-9870-2.
- 37) SLAVÍK, J. *Finanční průvodce nefinančního manažera: Jak se rychle zorientovat v podnikových a projektových financích.* Praha: Grada, 2013. ISBN 802478436.
- 38) SYNEK, M. *Ekonomická analýza.* Praha: Economica, 2003. ISBN 8024506033.
- 39) SYNEK, M., a kol. *Manažerská ekonomika. 4. aktualizované a rozšířené vydání.* Praha: Grada, 2007. ISBN 8024719924
- 40) ŠIMAN, J. *Financování podnikatelských subjektů.* Praha: C H Beck, 2010. ISBN 8074001172.
- 41) TALEKAR, S.D. *Management Of Working Capital.* Discovery Publishing House, 2005. ISBN 8171419623.
- 42) VÁCHAL, J., VOCHOZKA, M., a kol. *Podnikové řízení.* Praha: Grada, 2013. ISBN 8024786826.
- 43) VOCHOZKA, M., MULAČ, P., a kol. *Podniková Ekonomika.* Praha: Grada, 2012. ISBN 8024743728.

- 44) VOCHOZKA, M. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. ISBN 8024774623.

Internetové zdroje

- 1) *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_cz_nace
- 2) *Damodaran online* [online]. [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm
- 3) *Ministerstvo průmyslu a obchodu. Panorama zpracovatelského průmyslu 2017* [online]. [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/panorama-zpracovatelskeho-prumyslu/2018/10/Panorama-2017.pdf>
- 4) *Svět Průmyslu. Kolejová vozidla: elektrické i hybridní pohony ovlivňují celý obor.* [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: <https://svetprumyslu.cz/2017/11/14/kolejova-vozidla-elektricke-hybridni-pohony-ovlivnuji-cely-obor/>
- 5) *Justice* [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: <https://justice.cz/>
- 6) *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp
- 7) *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2018-12-10]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

- 8) *Kurzy – makroekonomika* [online]. [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/?G=3&A=2&page=2>

Seznam tabulek

Tabulka 1 - Příčiny, resp. důvody oceňování podniku	18
Tabulka 2 - Velikost relevantního trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)	78
Tabulka 3 - Velikost trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)	79
Tabulka 4 - Velikost a tempo růstu relevantního trhu podniku Baumruk & Baumruk (v tis. Kč)	82
Tabulka 5 - Tempo růstu odvětví a oceňovaného podniku	82
Tabulka 6 - Míra inflace v České republice	86
Tabulka 7 - Vývoj HDP pro Českou republiku (v %)	87
Tabulka 8 - Vyhodnocení analýzy atraktivity trhu	91
Tabulka 9 - Plánované tržby relevantního trhu a oceňovaného podniku	94
Tabulka 10 - Horizontální analýza aktiv (relativní a absolutní změna)	96
Tabulka 11 - Horizontální analýza pasiv (relativní a absolutní změna)	98
Tabulka 12 - Horizontální analýza výkazů zisků a ztrát	99
Tabulka 13 - Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	100
Tabulka 14 - Vertikální analýza aktiv	101
Tabulka 15 - Vertikální analýza pasiv	102
Tabulka 16 - Zlaté bilanční pravidlo financování (tis. Kč)	103
Tabulka 17 - Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)	105
Tabulka 18 - Pari pravidlo (v tis. Kč)	106
Tabulka 19 - Ukazatele rentability	107
Tabulka 20 - Ukazatele likvidity	108
Tabulka 21 - Ukazatele aktivity	109
Tabulka 22 - Ukazatele zadluženosti	111
Tabulka 23 - Ukazatele produktivity	111
Tabulka 24 - Rozbor pracovního kapitálu	113
Tabulka 25 - Prognóza tržeb oceňovaného podniku	118

Tabulka 26 - Plán výkazu zisku a ztráty v tis. Kč (2018–2019)	119
Tabulka 27 - Plán rozvahy pro období 2018–2019 (v tis. Kč)	122
Tabulka 28 - Finanční analýza plánovaných účetních výkazů	123
Tabulka 29 - Stanovení nákladu na vlastní kapitál metodou CAPM	126
Tabulka 30 - Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál	126
Tabulka 31 - Výpočet EBIT pro plánované období (2019–2022)	126
Tabulka 32 - Výpočet investice do provozně nutného dlouhodobého majetku pro plánované období (2019–2022)	127
Tabulka 33 - Výpočet investice do provozně nutného pracovního kapitálu pro plánované období (2019–2022)	127
Tabulka 34 - Stanovení FCFE (2019–2022)	128
Tabulka 35 - Stanovení hodnoty oceňovaného podniku brutto dle DCF entity	129
Tabulka 36 - Stanovení ekonomického zisku (2019–2022)	130
Tabulka 37 - Stanovení hodnoty brutto oceňovaného podniku dle EVA	130
Tabulka 38 - Stanovení hodnoty brutto oceňovaného podniku dle tržních multiplikátorů	131

Seznam grafů

Graf 1 - Vývoj průmyslové produkce (index ke stejnému období předchozího roku)	76
Graf 2 - Podíl tržeb podle CZ-NACE (ZP = 100 %)	77
Graf 3 - Podíl na zaměstnanosti podle CZ-NACE (ZP = 100 %)	78
Graf 4 - Vývoj zpracovatelského průmyslu a CZ-NACE 25 (v %)	79
Graf 5 - Tempo růstu podniku Baumruk & Baumruk	80
Graf 6 - Tempo růstu relevantního trhu v porovnání s tempem růstu oceňovaného podniku	83
Graf 7 - Spread CZ-NACE 25	84
Graf 8 - Vývoj devizového kurzu CZK/EUR	86
Graf 9 - Počet žáků středních škol s výučním listem	88
Graf 10 - Počet žáků vysokých škol	88

Graf 11 - Vývoj relativních změn aktiv v %	97
Graf 12 - Vývoj struktury aktiv	102
Graf 13 - Vývoj položek kapitálu	102
Graf 14 - Zlaté bilanční pravidlo financování (v tis. Kč)	102
Graf 15 - Pravidlo vyrovnání rizika (v tis. Kč)	105
Graf 16 - Pari pravidlo (v tis. Kč)	106
Graf 17 - Vývoj ukazatelů rentability (v %)	108
Graf 18 - Vývoj ukazatelů dob obratu	110
Graf 19 - Vývoj produktivity zaměstnance a jeho mzdy	112
Graf 20 - Vývoj oběžných aktiv a krátkodobých závazků (v tis. Kč)	113
Graf 21 - Vývoj ukazatelů NWC (v %)	114

Seznam obrázků

Obrázek 1 - Analýza vývoje potenciálu podniku	24
Obrázek 2 - Složky analýzy PEST	27
Obrázek 3 - Modifikace zisku	43
Obrázek 4 - Typické výrobky kovovýroby	72
Obrázek 5 - Typické komponenty pro kolejová vozidla	73

Seznam příloh

Příloha 1 - Rozvaha podniku Baumruk Baumruk, s. r. o. v letech 2012–2017 – aktiva	144
Příloha 2 - Rozvaha podniku Baumruk Baumruk, s. r. o. v letech 2012–2017 – pasiva	145
Příloha 3 - Výkaz zisku a ztráty podniku Baumruk Baumruk, s. r. o. v letech 2012–2017	146

Přílohy

Příloha 1 - Rozvaha podniku Baumruk Baumruk, s. r. o. v letech 2012–2017 – aktiva

Označení	Položka	Účetní období					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Rozvaha v tis. Kč k 31. 12. roku ...	75 778	139 817	157 894	186 655	237 090	316 151
	AKTIVA	75 778	139 817	157 894	186 655	237 090	316 151
B.	Dlouhodobý majetek	35 558	90 454	97 958	109 577	152 482	203 107
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 193	637	91	-	621	596
3.	Software	1 193	637	91	-	621	596
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	34 365	89 817	97 867	109 577	151 861	202 511
B. II.	Pozemky	910	910	910	4 514	18 283	18 293
2	Stavby	22 696	55 757	54 989	53 432	59 578	79 452
3	Samostatně movité věci a soubory movitých věcí	9 393	32 953	41 806	45 632	71 651	101 083
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	232	197	162	127	91	64
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 134	-	-	4 539	1 555	2 458
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek				1 333	703	1 161
C.	Oběžná aktiva	39 495	48 349	59 538	76 931	84 486	112 942
C. I.	Zásoby	23 037	25 768	26 911	31 460	40 907	47 471
C. I.	Materiál	5 146	7 471	6 910	8 865	12 383	12 810
2	Nedokončená výroba a polotovary	8 389	9 601	8 636	11 705	16 213	18 682
3	Výrobky	9 452	8 666	11 308	10 825	12 108	15 930
5	Zboží	50	30	57	65	203	49
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	290	50	-	296	176	2 479
C. II.	Jiné pohledávky				296	176	2 479
1	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	290	50				-
2	Krátkodobé pohledávky	9 585	11 374	7 426	9 634	20 525	20 900
2	Pohledávky z obchodních vztahů	6 075	7 529	5 199	7 910	9 094	
2	Stát - daňové pohledávky	2 485	3 574	1 593	1 419	11 431	
2	Ostatní poskytnuté zálohy	953	217	609	260	193	
2	Dohadné účty aktivní	-	4	3	-	-	
2	Jiné pohledávky	72	50	22	45	5	
C. IV.	Finanční majetek	9 672	5 551	2 410	3 962	5 636	6 346
C. IV.	Peníze	46	57	102	104	76	
2	Účty v bankách	6 537	11 100	25 099	35 437	22 802	
D. I.	Časové rozlišení	725	1 014	398	147	122	102
D. I.	Náklady příštích období	725	872	398	147	101	
D. III.	Příjmy příštích období	-	142	-		21	

Příloha 2 - Rozvaha podniku Baumruk Baumruk v letech 2012–2017 - pasiva

Označení	Položka	Účetní období					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Rozvaha v tis. Kč k 31. 12. roku ...	75 778	139 817	157 894	186 655	237 090	316 151
	PASIVA	75 778	139 817	157 894	186 655	237 090	316 151
A.	Vlastní kapitál	36 982	52 101	83 659	120 383	169 882	224 502
A. I.	Základní kapitál	900	900	900	900	900	900
A. II.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	90	90	-			-
A. III.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	90	90	-			-
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	33 439	35 992	51 201	82 759	119 483	168 982
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	33 439	35 992	51 201	82 759	119 483	168 982
A. V. 1	Výsledek hospodaření běžného účetního období	2 553	15 119	31 558	36 724	49 499	54 620
B. + C.	Cizí zdroje	38 677	87 716	74 235	66 272	67 162	91 588
B. I.	Rezervy			4 590	3 005	2 512	1 166
C. I.	Dlouhodobé závazky	14 498	73 839	63 620	53 362	50 559	74 556
2	Závazky k úvěrovým institucím	6 233	56 983	46 690	35 681	32 173	58 788
9	Jiné závazky	6 790	13 790	12 281	11 434	9 715	3 429
8	Odložený daňový závazek	1 475	3 066	4 649	6 247	8 671	12 339
C. II.	Krátkodobé závazky	24 179	13 877	6 025	9 905	14 091	15 866
2	Závazky z obchodních vztahů	3 027	9 575	2 852	5 190	7 456	10 244
3	Závazky k úvěrovým institucím	7 428	-	-	956	2 305	181
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	189	2	2	2	2	3
8	Závazky k zaměstnancům	9 577	1 555	1 668	1 907	2 226	2 679
8	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 155	949	1 005	1 155	1 333	1 615
8	Stát - daňové závazky a dotace	1 727	1 313	277	330	407	492
3	Krátkodobé přijaté zálohy				103	40	-
8	Dohadné účty pasivní	1 056	461	195	239	292	576
D.	Časové rozlišení	119		-		46	61
D. I.	Výdaje příštích období	117	-	-		46	61
D. II.	Výnosy příštích období	2	-	-			-

Příloha 3 - Výkaz zisku a ztráty podniku Baumruk Baumruk v letech 2012–2017

Označení	Položka	Účetní období					
		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Výkaz zisku a ztráty v tis. Kč k 31. 12. roku ...						
I.	Tržby za prodej zboží	1 430	235	930	454	78	203
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	919	120	804	103	45	150
+	Obchodní marže	511	115	126	351	33	53
II.	Výkony	106 421	125 916	144 633	152 075	186 496	219 085
II.	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	107 973	125 490	142 956	149 482	192 287	225 411
	2 Změna stavu zásob vlastní činnosti	- 1 552	426	1 677	2 586	- 5 791	- 6 291
	3 Aktivace	-	-	-	7	-	35
B.	Výkonová spotřeba	58 974	69 490	60 323	59 464	82 037	98 514
B.	1 Spotřeba materiálu a energie	36 344	44 173	44 857	44 683	58 268	70 946
B.	2 Služby	22 630	25 317	15 466	14 781	23 724	27 418
+	Přidaná hodnota	47 958	56 541	84 436	92 962	104 492	120 624
C.	Osobní náklady	40 568	33 953	37 342	40 481	49 396	61 081
C.	1 Mzdové náklady	32 268	24 913	27 411	29 803	36 424	44 884
C.	2 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 749	8 366	9 260	9 999	12 197	15 006
C.	3 Sociální náklady	551	674	671	679		
D.	Daně a poplatky	428	451	497	359		1 191
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 217	4 639	6 424	7 223	9 117	12 475
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	853	1 062	1 308	842	4 226	806
III.	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3	83	1 026	203	3 261	204
III.	2 Tržby z prodeje materiálu	850	979	282	639	965	602
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	521	793	1 199	389	381	689
F.	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-	81	1 030	33	28	372
F.	2 Prodaný materiál	521	712	169	356	353	317
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	15	67	5 803	- 142	-	-
IV.	Ostatní provozní výnosy	930	2 125	1 605	2 488	2 055	3 385
H.	Ostatní provozní náklady	645	555	792	1 313	878	1 145
*	Provozní výsledek hospodaření	4 347	19 270	35 292	46 669	62 303	61 581
VI.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů				296	922	-
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů				747	1 806	-
X.	Výnosové úroky	1	3	2	2	1	-
N.	Nákladové úroky	706	658	1 277	1 110	966	849
XI.	Ostatní finanční výnosy	617	1 526	288	1 338	784	9 918
O.	Ostatní finanční náklady	1 085	1 309	1 164	1 124	373	3 224
*	Finanční výsledek hospodaření	- 1 173	- 438	- 2 151	- 1 345	- 1 438	5 845
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	621	3 713	1 583	8 600	11 366	12 806
Q.	1 splatná	400	2 123	-	7 002	8 942	9 138
Q.	2 odložená	221	1 590	1 583	1 598	2 424	3 668
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 553	15 119	31 558	36 724	49 499	54 620
***	Výsledek hospodaření za účetní období	2 553	15 119	31 558	36 724	49 499	54 620
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	3 174	18 832	33 141	45 324	60 865	67 424

