



# DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku Contipro, a.s.

Valuation of the Company Contipro, a.s.

## STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

## STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

## VEDOUCÍ PRÁCE

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

ZOLLEROVÁ

MONIKA

2019

## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Zollerová	Jméno:	Monika	Osobní číslo:	419126
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací v podniku				

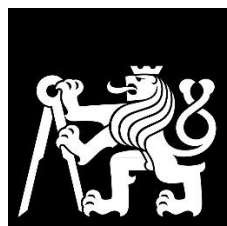
## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Stanovení hodnoty podniku Contipro, a. s.		
Název diplomové práce anglicky:	Valuation of the Company Contipro, a. s.		
Pokyny pro vypracování:	<p>Cíl: Stanovení hodnoty firmy Contipro a.s. pro potenciálního externího investora Přínos: Podklady pro případný finanční vstup externího investora Osnova práce: Úvod; Teoretická část - vymezení základních pojmů a postupů v oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, metody oceňování podniku; Praktická část - představení společnosti, analýza stavu a potenciálu oceňované firmy, výběr vhodné metody pro oceňování, kvantifikace získaných dat a hodnot; Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>[1] Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha, Ekopress 2011. [2] Synek, M. Manažerská ekonomika. Praha: Grada, 2011. [3] Dluhošová, D. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. Praha: Ekopress, 2010. [4] Kislíngrová, E. Oceňování podniku. Praha, C.H. Beck. 2001.</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	Scholleová Hana, doc. RNDr. Ing., Ph.D., oddělení ekonomických studií		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	6.12.2017	Termín odevzdání diplomové práce:	4.5.2018
Platnost zadání diplomové práce:	30.9.2019		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

ZOLLEROVÁ, Monika. *Stanovení hodnoty podniku Contipro, a.s.* Praha: ČVUT 2019. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV  
VYŠŠÍCH STUDIÍ  
ČVUT V PRAZE**

## PROHLÁŠENÍ

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

V Praze dne

Podpis:

## PODĚKOVÁNÍ

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

## Abstrakt

Cílem mé diplomové práce je prostřednictvím vybraných výnosových metod stanovit hodnotu podniku Contipro a.s. jako podklad pro potenciálního externího investora. Teoretická část práce obsahuje základní vymezení pojmů a postupů pro oceňování podniku. Praktická část je zaměřena na strategickou a finanční analýzu, finanční plán a analýzu citlivosti výsledných hodnot podniku. V závěru praktické části je kvantifikace získaných dat a hodnot. Stanovení hodnoty podniku je ke dni 1. 1. 2019.

## Klíčová slova

Podnik, hodnota, oceňování, metody oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán

## Abstract

The goal of my diploma thesis is to define the enterprise value of Contipro a.s. through selected yields methods as a basis for potencial external investor. The theoretical part includes basic definitions of terms and procedures for business valuation. The practical part is focused on the strategic and financial analysis, financial plan and sensitivity analysis of the resulting values of the company. A quantification of the acquired data and values can be found at the end of the latter part. The value of the enterprise has been set as of 1. 1. 2019.

## Key words

Company, value, valuation, methods of valuation of company, strategic analysis, financial analysis, financial plan

# Obsah

<b>Úvod</b> .....	4
<b>1. Vymezení základních pojmů</b> .....	5
<b>1.1. Definice podniku</b> .....	5
<b>1.2. Hladina hodnoty podniku</b> .....	6
<b>1.3. Hodnota podniku</b> .....	7
<b>1.3.1. Kategorie hodnoty</b> .....	8
<b>1.4. Důvody oceňování podniku</b> .....	11
<b>1.5. Postup oceňování podniku</b> .....	13
<b>2. Metody oceňování podniku</b> .....	17
<b>2.1. Majetkové metody oceňování podniku</b> .....	19
<b>2.1.1. Likvidační hodnota</b> .....	19
<b>2.1.2. Účetní hodnota</b> .....	20
<b>2.1.3. Substanční hodnota</b> .....	21
<b>2.2. Výnosové metody oceňování podniku</b> .....	22
<b>2.2.1. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)</b> .....	23
<b>2.2.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů</b> .....	30
<b>2.2.3. Kombinované (korigované výnosové metody)</b> .....	31
<b>2.2.4. Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)</b> .....	31
<b>2.3. Tržní metody oceňování podniku</b> .....	33
<b>2.3.1. Přímé ocenění z dat kapitálového trhu</b> .....	34
<b>2.3.2. Metody tržního porovnání</b> .....	34
<b>2.4. Ocenění na základě kombinací metod</b> .....	35
<b>2.4.1. Schmalenbachova metoda, metoda praktiků</b> .....	35
<b>2.4.2. Metoda nadzisku, superzisku</b> .....	35
<b>3. Strategická analýza</b> .....	36
<b>3.1. Makroprostředí</b> .....	37
<b>3.1.1. PEST analýza</b> .....	37
<b>3.2. Mezoprostředí</b> .....	39
<b>3.2.1. Bostonská matice BCG</b> .....	39
<b>3.3. Mikroprostředí</b> .....	40
<b>3.3.1. Analýza konkurenčních sil</b> .....	40
<b>3.3.2. SWOT analýza</b> .....	41
<b>4. Finanční analýza</b> .....	43



<b>4.1. Účetní závěrka</b> .....	44
<b>4.2. Analýza absolutních ukazatelů</b> .....	46
<b>4.2.1. Horizontální analýza</b> .....	46
<b>4.2.2. Vertikální analýza</b> .....	46
<b>4.2.3. Bilanční pravidla</b> .....	46
<b>4.3. Poměrové ukazatele</b> .....	47
<b>4.3.1. Ukazatele rentability</b> .....	47
<b>4.3.2. Ukazatele likvidity</b> .....	48
<b>4.3.3. Ukazatele aktivity</b> .....	49
<b>4.3.4. Ukazatel zadluženosti</b> .....	50
<b>4.4. Rozbor pracovního kapitálu</b> .....	51
<b>4.5. Tvorba finančního plánu</b> .....	52
<b>5. Analýza citlivosti</b> .....	54
<b>6. Ocenění podniku Contipro, a.s.</b> .....	57
<b>6.1. Účel, předmět a datum ocenění</b> .....	57
<b>6.2. Společnost Contipro, a.s.</b> .....	57
<b>6.2.1. Základní informace o společnosti</b> .....	57
<b>6.2.2. Popis společnosti</b> .....	58
<b>6.2.3. Produkty</b> .....	59
<b>6.3. Strategická analýza</b> .....	59
<b>6.3.1. Analýza makroprostředí</b> .....	60
<b>6.3.2. Analýza mikroprostředí</b> .....	67
<b>6.4. Finanční analýza</b> .....	70
<b>6.4.1. Analýza účetních výkazů</b> .....	70
<b>6.4.2. Analýza poměrových ukazatelů</b> .....	79
<b>6.4.3. Analýza pracovního kapitálu</b> .....	83
<b>6.5. Finanční plán</b> .....	84
<b>6.5.1. Finanční plán výkazu zisku a ztrát</b> .....	84
<b>6.5.2. Finanční plán rozvahy</b> .....	86
<b>6.6. Stanovení hodnoty podniku</b> .....	87
<b>6.6.1. WACC</b> .....	87
<b>6.6.2. Stanovení tempa růstu g</b> .....	89
<b>6.6.3. Ocenění podniku metodou FCFF</b> .....	89
<b>6.6.4. Ocenění podniku metodou FCFE</b> .....	91

6.6.5.	Ocenění podniku metodou EVA.....	92
6.6.6.	Ocenění podniku metodou účetní hodnoty .....	93
6.6.7.	Závěr stanovení hodnoty podniku .....	94
6.7.	Analýza citlivosti .....	95
6.7.1.	Vliv $g$ na výslednou hodnotu podniku .....	95
6.7.2.	Vliv WACC na výslednou hodnotu podniku .....	96
6.7.3.	Vliv pokračující hodnoty FCFF na výslednou hodnotu podniku .....	97
6.7.4.	Vliv $r_e$ na výslednou hodnotu podniku .....	98
6.7.5.	Shrnutí analýzy citlivosti.....	99
	Závěr.....	100
	Seznam použité literatury .....	102
	Seznam obrázků.....	105
	Seznam grafů .....	105
	Seznam tabulek .....	106
	Seznam použitých zkratk.....	108
	Přílohy.....	109

# Úvod

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Contipro a.s. V dnešní době je stanovení hodnoty podniku velmi častější, než tomu bylo dříve. Firmy se prodávají, kupují, sdružují, přetvářejí, dostávají se do finančních potíží či bankrotují. Pokud firma zkrachuje, stanovuje se pro vlastníky, banky, pojišťovny nebo investora, který podnik odkoupí, hodnota podniku. Vymezení, proč má být daný podnik oceněn, je hlavním kritériem pro stanovení hodnoty podniku.

Na samotnou hodnotu podniku můžeme pohlížet různě. Buď podle účelu, za kterým je hodnota stanovena, nebo podle toho, co je předmětem ocenění. Hodnota podniku pro rozdílné účely použití bude z aspektu výše hodnoty odlišná, nebo budou odlišné metody jejího určení.

V mé diplomové práci je předmětem ocenění podnik Contipro a.s., která sídlí v Dolní Dobrouči a zabývá se výrobou farmaceutických produktů z kyseliny hyaluronové. Stanovení hodnoty podniku bude pro účely potenciálního externího investora. Výsledná hodnota podniku bude stanovena výnosovou metodou založenou na diskontovaném peněžním toku do firmy (DCF entity) a to ke dni 1. 1. 2019.

Diplomová práce je uspořádána do dvou částí, a to na teoretickou a praktickou. Teoretická část se bude zabývat základním pojetím z oblasti oceňování podniku a to pojmy podnik, hodnota podniku, jejími kategoriemi, postupy a metodami oceňování, které jsou důležité pro provádění stanovení hodnoty firmy. Dále je tam zmínka o strategické a finanční analýze, finančním plánu a analýze citlivosti. V praktické části bude na začátku představen oceňovaný podnik, pak následuje strategická a finanční analýza. Po finanční analýze následuje finanční plán, který je podkladem pro stanovení hodnoty podniku. Oceňování podniku bude stanoveno různými výnosovými metodami, které budou doplněny o analýzu citlivosti výsledných hodnot podniku.

# TEORETICKÁ ČÁST

## 1. Vymezení základních pojmů

### 1.1. Definice podniku

Pojem podnik je vysvětlován různými způsoby, jelikož se jeho význam po právní stránce během let měnil. Proto je ve starších publikacích odkazováno na obchodní zákoník. Mezi lety 1992 a 2014 byl pojem podnik definován v zákonu č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníku § 5. Podnikem se rozumělo: *„Soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“* (Kislingerová, 2001, str. 8)

Od roku 2014 je zmíněn v zákonu č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku pod pojmem obchodní závod § 502. Obchodním závodem rozumíme: *„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.“* Obchodní závod nerozděluje podnikatele na právnickou nebo fyzickou osobu, která spravuje závod. Tento paragraf říká, že obchodní závod tvoří vše, co slouží k jeho provozu. (Občanský zákoník, 2017, str. 60)

V zákonu č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích jsou ony korporace rozdělené na veřejnou obchodní společnost, komanditní společnost, společnost s ručením omezeným, akciovou společnost a družstvo. Podnik není brán jako celek, nýbrž mluvíme o jednotlivých korporacích zvlášť. Jediný případ, kde se definuje podnik jako celek je v evropském právu, v Nařízení Komise (ES) č. 800/2008: *„Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnost nebo sdružení, která běžně vykonávají hospodářskou činnost.“* Tato definice na podnik stále ale nahlíží v jeho právních ohledech a nevysvětluje již například jeho ekonomickou stránku.

Podnik lze chápat také jinak než jen po právní stránce, a to po stránce ekonomické, technické a sociální. Technicko-ekonomicko-sociální soustava, kde dochází

k využití lidských kapacit, technických prostředků a informačních technologií. V soustavě je realizována ekonomická aktivita, která má podobu podnikatelské činnosti, jejímž účelem je generování zisku. K tomu dochází propojením technických a organizačních procesů a to tak, že výsledkem je chování podniku, které má podobu vzniklých produktů nebo poskytnutých služeb. Tyto produkty a služby podnik nabízí svým zákazníkům. Ani na této stránce technicko-ekonomicko-sociální soustavy ale nezáleží, zda podnik vede právnická nebo fyzická osoba a také jak je podnik financován. Zde je přesné znění definice podniku podle (Janíček, Marek, 2013, str. 518): *„Podnik je technickoekonomicko-sociální soustava, v níž se s využitím lidských kapacit, technických prostředků a informačních technologií realizuje ekonomická aktivita v podobě podnikatelské činnosti, jejímž cílem je generovat zisk tím, že se propojí technické a organizační procesy tak, že výsledkem je chování podniku v podobě vzniklých produktů nebo poskytovaných služeb, to vše bez ohledu na právní status či způsob financování ekonomických aktivit.“*

## **1.2. Hladina hodnoty podniku**

Hladinou hodnoty podniku rozumíme, že můžeme oceňovat na dvou různých hladinách, a to na hodnotě brutto nebo hodnotě netto. Hodnota brutto znamená, že je jedná o hodnotu podniku jako celku, obsahuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Na rozdíl hodnota netto je hodnota na stupni vlastníků podniku. Dá se říci, že oceňujeme vlastní kapitál, ale hodnota tohoto kapitálu se může lišit od účetní hodnoty. (Mařík, 2011a, str. 16,17)

Definici hodnoty brutto bychom dříve našli v obchodním zákoníku pod pojmem obchodní majetek v § 6, v odst. 1 a zněla by takto: *„Obchodní majetek podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodní majetek podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý majetek.“*

Celkový pohled na majetek a závazky podniku byly pod pojmem obchodní jmění. Opět definice ze zrušeného obchodního zákoníku: *„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění. Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“*

V novém pojetí definice majetku a jmění, která v občanském zákoníku v § 495 zní: „*Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů.*“ Opět tu není rozdíl mezi fyzickou a právnickou osobou, které ten majetek či jmění náleží.

### **1.3. Hodnota podniku**

Hodnota podniku je souhrn hodnot, které existují ve společnosti v podobě kvantitativních faktorů ale také i faktorů, které se nedají kvantifikovat, a i přesto mají daleko větší vliv na výslednou hodnotu. Do těchto faktorů lze zařadit například kvalita zaměstnanců nebo samotný management či výzkum a vývoj ve společnosti.

V praxi se nejvíce setkáme s požadavkem na objektivní hodnotu podniku, aby oceňovatel určil přesně tento typ kategorie hodnoty. Ale je zde zapotřebí zmínit, že něco jako objektivní hodnota podniku neexistuje. Samotný podnik má určitě řadu objektivních vlastností, ale hodnota to samozřejmě není. Ani náklady a výnosy nejsou úplně určující pro samotnou hodnotu podniku. (Mařík, 2011a, str. 20,21)

Hodnota po ekonomickém významu je chápána jako vztah mezi jistým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vychází ze dvou hlavních skutečností hospodářského života:

- Lidské potřeby nejsou omezené,
- Zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Ekonomicky chápáná hodnota daného statku má dvě základní stránky: užitnou hodnotu a směnnou hodnotu. Užitná hodnota má schopnost uspokojovat lidské potřeby statku. Je podmíněna možnostmi využití, upřednostněními a úmysly konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro rozdílné vlastníky jsou užitné hodnoty různé. Pokud má podnik užitnou hodnotu a současně je k dispozici v ohraničeném množství, může být předmětem směny, a tak je směnnou hodnotou. Ta je formulována v penězích a přivádí ji k tržní ceně. (Mařík, 2011a str. 20)

Hodnota podniku rovněž závisí na budoucím užítku, u kterého můžeme předpokládat, že podnik zadrží. Užítky mohou mít nejrůznorodější podoby, ale v zásadě je dělíme na finanční užitek a užitek, který není ve finanční povaze vyjádřen. Proto se i po praktické stránce zaměřujeme jen na užitek vyjádřený v penězích. A tak můžeme

chápat hodnotu podniku, která je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. (Mařík, 2011a, str. 20)

Při oceňování je hodnota podniku pouze jistá víra v jeho budoucnost, která je formulována v penězích. Samotný pojem hodnoty je identický s tržní hodnotou a je to ekonomická představa označující cenu. Hodnota není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny. Naopak pojem cena je pojmenování pro požadovanou částku, nabízenou či zaplacenou za zboží nebo službu. Cena je obecným údajem relativní hodnoty určitého zboží nebo služby daným za jistých podmínek kupujícím anebo prodávajícím

### **1.3.1. Kategorie hodnoty**

Rozlišujeme čtyři základní kategorie hodnoty. Jedná se o tržní hodnotu, subjektivní (investiční) hodnotu, objektivizovanou hodnotu a komplexní přístup na základě Kolínské školy. Tyto čtyři přístupy jsou zásadní k oceňování podniku.

#### **1.3.1.1. Tržní hodnota**

Tržní hodnota je hodnota, která dokáže odpovědět na otázku, kolik je za podnik ochotný zaplatit obyčejný zájemce na trhu. Vše je založené na tom, že existuje větší počet kupujících i prodávajících. Přesná definice pro tržní hodnotu zní: *„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*(Mařík, 2011a, str. 22)

Tuto hodnotu rozumíme jako hodnota aktiva bez zřetele na náklady prodeje nebo koupi a také bez odečtu daní. Ovšem zahrnuje i domněnku, že nejlepší možné existující využití je, zmíněné v mezinárodních oceňovacích standardech a zní: *„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přístupné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“*

Z definice vychází, že tržní hodnota není výslovně danou objektivní hodnotou, jedná se pouze o odhad ceny na fungujícím trhu. Z definice o tržní hodnotě vychází, že hodnota je představou ceny vyjednané na volném a konkurenčním trhu. Oceňování podniku se zakládá na údajích, který se týká srovnání majetků podniků. Toto se vyža-

duje od oceňovatele, aby vykonal adekvátní a relevantní průzkum trhu. Zde musí získat všechna důležitá data a vzít úvahu všechna související fakta. Ve výsledku od oceňovatele musí být uvedeno, zda se jedná o vlastní úsudek nebo je založen na podkladech pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu. (Mařík, 2011a, str. 25)

### **1.3.1.2. Subjektivní (investiční) ocenění**

Na subjektivní neboli investiční hodnotu se lze pohlížet z různých pohledů, proto velké množství teoretiků je názoru, že hodnotu podniku musíme chápat jako jedinečný jev. Hodnota daného jevu je dána předpokládanými užitky z majetku pro určitého kupujícího, prodávajícího či současného vlastníka.

Definici investiční hodnoty nalezneme v Mezinárodním oceňovacím standardu číslo dvě a je ve znění: *„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“*

Důležitým rozdílem u stanovení subjektivní hodnoty jsou základní charakteristiky, které říkají, že je založena na představách manažerů oceňovaného podniku. Dále je uvedeno, že diskontní míra je určena s ohledem na alternativní možnosti investování oceňovaného subjektu. Investiční hodnota je na rozdíl od tržní hodnoty stanovena subjektivními názory a představami.

### **1.3.1.3. Objektivizovaná hodnota**

Odborníci se shodli na tom, že objektivní hodnota neexistuje, což jsem uvedla na začátku první kapitoly. Proto se dohodli, že budou používat pojem objektivizovaná hodnota, kde se hodnota určuje podle všeobecně uznávaných dat a při výpočtu musí být dodrženy určité zásady a požadavky. Hodnota by se měla přiblížit co nejvíce skutečné hodnotě.

Podle německých oceňovacích standardů IDW S1 je objektivizovaná hodnota definována: *„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 S1, 2009)*

Zásady, které se musí dodržovat při stanovování objektivizované hodnoty podle (Maříka, 2011a, str. 28):

- Udržovat substanci – Mělo by být vybíráno jen tolik peněžních prostředků tak, aby nebyla ohrožena jeho majetková substance.
- Volný zisk – Ocenění je opřeno o volný zisk, část zisku, kterou mohou vybrat, aniž by ohrozil substanci podniku.
- Nepotřebný majetek – Majetek podniku se dělí na dvě části, a to na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Kdy výnosové ocenění se zajímá o tu část první o část nezbytnou.
- Možnosti změn v podniku – Ocenění podniku vychází z dané situace v témže okamžiku ocenění. Předpoklad pokračování podnikání vychází z dosavadních rozestavěných investic či investic, o kterých bylo rozhodnuto, že se uskuteční.
- Metoda – Metoda použitá při ocenění by měla být jasná a jednoznačná.
- Management – Při výnosové metodě se setkáme s managementem podniku, a doufáme, že setrvá. Objektivizovaná hodnota předpokládá, že management přetrvá.
- Zdanění – Doporučuje se zohlednění daní na úrovni vlastníka.

#### **1.3.1.4. Kolínská škola**

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Je to postoj, který je tvořen subjektivní hodnotou daného prodávajícího. Tato kategorie si stojí za názorem, že ocenění nemá význam změny ve vazbě na jednotlivé podněty, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro vlastníka jeho výsledků.

Rozlišuje několik základních funkcí oceňování a společně s tím i funkci oceňovatele:

- Funkci poradenskou
- Funkci rozhodčí
- Funkci argumentační
- Funkci komunikační
- Funkci daňovou

Cílem daňové funkce je poskytnout podklady pro daňové účely. Komunikační funkce poskytuje podklad pro komunikaci s veřejností obzvláště s investory a bankami. Za nejvýznamnější pokládáme poradenskou funkci. Obsah je jednoduchý: poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální a minimální ceně. Maximální cenou je myšlena nejvyšší částka, kterou je kupující ještě schopen zaplatit, aby neprodělal, a minimální cenou je myšlena, nejnižší částka, kterou je prodávající schopný přijmout, aby na prodeji neprodělal. Poradenská funkce se věnuje hraničním hodnotám (hodnotám pro rozhodování). Hodnoty definují prostor pro vlastní cenové jednání. Následující funkcí je funkce rozhodčí, kde jde o výkon nezávislého oceňovatele. Rozhodčí (oceňovatel) by měl objevit hraniční hodnoty obou stran, kupujícího i prodávajícího a najít správnou (nestrannou) hodnotu v odhadu. A poslední zbývající funkcí je funkce argumentační. Zde se pro určitou stranu vyhledávají argumenty jako základ pro jednání. (Mařík, 2011a, str. 30 – 32)

## **1.4. Důvody oceňování podniku**

Podle Maříka (2011a, str. 35) je ocenění samo o sobě služba, kterou si zákazník objedná, neboť mu přináší užitek. Daný užitek může být různé povahy, záleží na požadavcích objednavatele a cílech, kterým má ocenění sloužit. Impulsy pro oceňování jsou rozdílné, například pro ocenění při prodeji či koupi podniku. Mezi nejběžnější patří podle (Kislingerové, 2001, str. 11):

- Prodej a koupě podniku jeho části či celku
- Snížení nebo zvýšení základního kapitálu při vstupu nebo odstupu společníka
- Splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodní společnosti
- Vklad podniku do obchodní společnosti dosavadní nebo nově vzniklé
- Transformace obchodní společnosti

- Restrukturalizace podniku
- Rozhodování o sanaci nebo likvidaci
- Vstup společnosti na kapitálový trh
- Poskytování nebo přijetí úvěru nebo jiných podob cizího kapitálu
- Hodnocení výsledků práce managementu
- Pojištění podniku
- Privatizace podniku
- Placení různorodých daní

Nahlížení na záměr ocenění jde nahlížet i z pohledu obchodního zákoníku (před přijetím nového předpisu), který požaduje vypracování znaleckého posudku. Jde o tyto následující případy (Poláček, Attl, 2006, str. 21):

- Vymezení výše nepeněžitého vkladu
- Vymezení výše vypořádacího podílu
- Přešetření zpráv o poměrech mezi propojenými osobami
- Ocenění jmění
- Zkontrolování návrhu smlouvy o fúzi, rozdělení či přeměně
- Vyjádřit se k uměření ceny veřejného návrhu smlouvy o koupi cenných papírů
- Přezkoušení ovládací smlouvy a smlouvy o převodu zisku
- Ocenění majetku při převodu mezi spřízněnými jednotlivci
- Vymezení výše peněžitého vypořádání hlavního akcionáře s ostatními akcionáři při zrušení obchodní společnosti s převodem jmění na akcionáře, nebo při vytěsnění drobných akcionářů
- Vymezení výše likvidačního zůstatku

Další důvody pro ocenění podniku lze rozlišit i podle toho, jak souvisí či nesouvisí se změnou vlastnictví podniku (Mařík, 2011a, str. 35):

- a. Ocenění závisící na vlastnické změny
  - Koupě nebo prodej podniku či jeho části
  - Vstoupení na burzu
  - Zvýšení kapitálu
  - Nepeněžitý vklad
  - Smlouva o převedení zisku či o ovládnutí
  - Začlenění

- Privatizace
- Vstup dalšího společníka do podniku
- Převod majetku
- Sloučení či převod
- Dědické spory
- Rozvod
- Vylastnění či rozpuštění společnosti
- Vyloučení nebo odstoupení společníka z podniku
- b. Ocenění, které nezávisí na vlastnické změně
  - Určení ekonomického zisku
  - Určení účetní hodnoty
  - Budoucí publicita
  - Hodnotově zaměřené strategické plánování
  - Ohraničit vztahy společníků týkajících se účasti na zisku a odstupného
  - Hodnotově zaměřené odměny manažerů
  - Sanace
  - Úvěrová hodnota
  - Daňové přiznání

Ještě je třeba dodat, že „u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.“ (Mařík, 2011a, str. 36)

## **1.5. Postup oceňování podniku**

Hlavní účel finančního oceňování je vyjádřit hodnotu prostřednictvím určité peněžní částky, kde je potenciál podniku zhodnocen peněžítým ekvivalentem (Mařík, 2011a, str. 36). Postup oceňování podniku podle Maříka je z hlediska potřeb podnikatelů rozdělený na dvě části. První část se zabývá strategickou a finanční analýzou podniku, kde posoudíme jeho celkový stav, postavení na trhu a konkurenční sílu. Tuhle analýzu budeme provádět vždy bez ohledu na to, kterou metodu oceňování použijeme. Druhá část se zabývá, jakou správnou metodu ocenění zvolit, pro jaký účel je oceňování zvolené (Mařík, 2011a, str. 36). Každé oceňování je pro zpracovatele náročným úkolem, který sebou už před samotným zahájením přináší řadu problémů. O jednom problému jsem se zmínila výše, a to je vymezení účelu, pro který je oceňování zpracováváno (Kislingerová, 2001, str. 25).

Oceňování podniku vyžaduje nejen znalost metod, strategické a finanční analýzy, ale také „*znalost ekonomických a odvětvových trendů, fungování předmětné společnosti a jejich konkurentů. Dále je nutné zvážit i další finanční i nefinanční informace, jakými jsou právní a regulatorní prostředí.*“ Oceňování spojuje analýzu, zkušenost a odborný úsudek (Deloitte, 2018, [online]).

Existuje určitý základní postup oceňování podniku, ale není úplně univerzální, protože neexistuje jeden účel oceňování. Pro každý účel je jiný postup ocenění, jiná použitelná metoda, jiné množství získaných informací o podniku a jiné kategorie hodnoty.

Než začneme s oceněním je potřeba na začátku zdůraznit, že musíme definovat, pro jaký účel bude oceňování prováděno a jaká hodnota bude výsledkem (Mařík, 2011a, str. 36). Dále je třeba zdůraznit, že „*cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se pak následně pracuje*“ (Kislingerová, 2001, str. 25). Po definování prvních kroků následuje sestavení pracovního týmu odborníků, který se skládá především z vedoucího týmu, specialistů a asistentů. Každý tým by měl mít zástupce z top managementu, protože stanovuje zadání práce, ale obzvláště dodává informace z podniku. Práce týmu se odehrává podle časového harmonogramu, který je na počátku určen ve vazbě na závěrečný termín řešení (Kislingerová, 2001, str. 25).

Pro kvalitní ocenění je nepostradatelné mít k ruce nejen informace z podniku, ale také informace o jeho prostředí, ve kterém účinkuje a o odvětví, do kterého podnik zapadá. To jsou důležité informace z makroprostředí a mikroprostředí pro získání správného pohledu o fungování daného podniku. Na fázi získávání vnitřních a vnějších informací pokračuje fáze analytická. Analytická fáze zahrnuje makroekonomickou analýzu, analýzu odvětví a finanční analýzu (Kislingerová, 2001, str. 25). Jak už jsem jednou zmínila, jsou tyto analýzy pro posouzení, zda je podnik schopný dlouhodobě přežít a generovat hodnotu. Tyto kroky je nutné konat vždy, bez ohledu na použitou oceňovací metodu. (Mařík, 2011a, str. 36). Na analýzu dat navazuje výběr modelů, který se řídí cílem práce. Je efektivní, aby bylo použito několik modelů, z důvodu důkladnějšího ověření korektnosti výsledku práce ocenění. Pokud jsme se drželi tohoto postupu, kde bylo použito více metod oceňování, je nevyhnutelné provést na závěr syntézu výsledků a formulovat závěr, k němuž tým odborníků došel. Konkrétně to označuje fakt, že proces ocenění podniku končí k určitému datu, kdy

je stanovena hodnota podniku. V případě nutnosti navrácení se k výsledku ocenění daného podniku, musí u onoho výsledku dojít k přezkoumání, za jakých podmínek bylo ocenění zpracováno a zda se podmínky nezměnily natolik, že by bylo nutné oživit celý propočtení. Může se stát, že se změní úrokové sazby, devizové kurzy nebo hospodářská politika vlády. Výsledek oceňování podniku má časovou omezenost. (Kislingerová, 2001, str. 27)

Postup při oceňování podniku podle Maříka (2011a, str. 53) je rozdělen jinak, než postup od Kislingerové. Rozděluje postup v obecné rovině do čtyř fází:

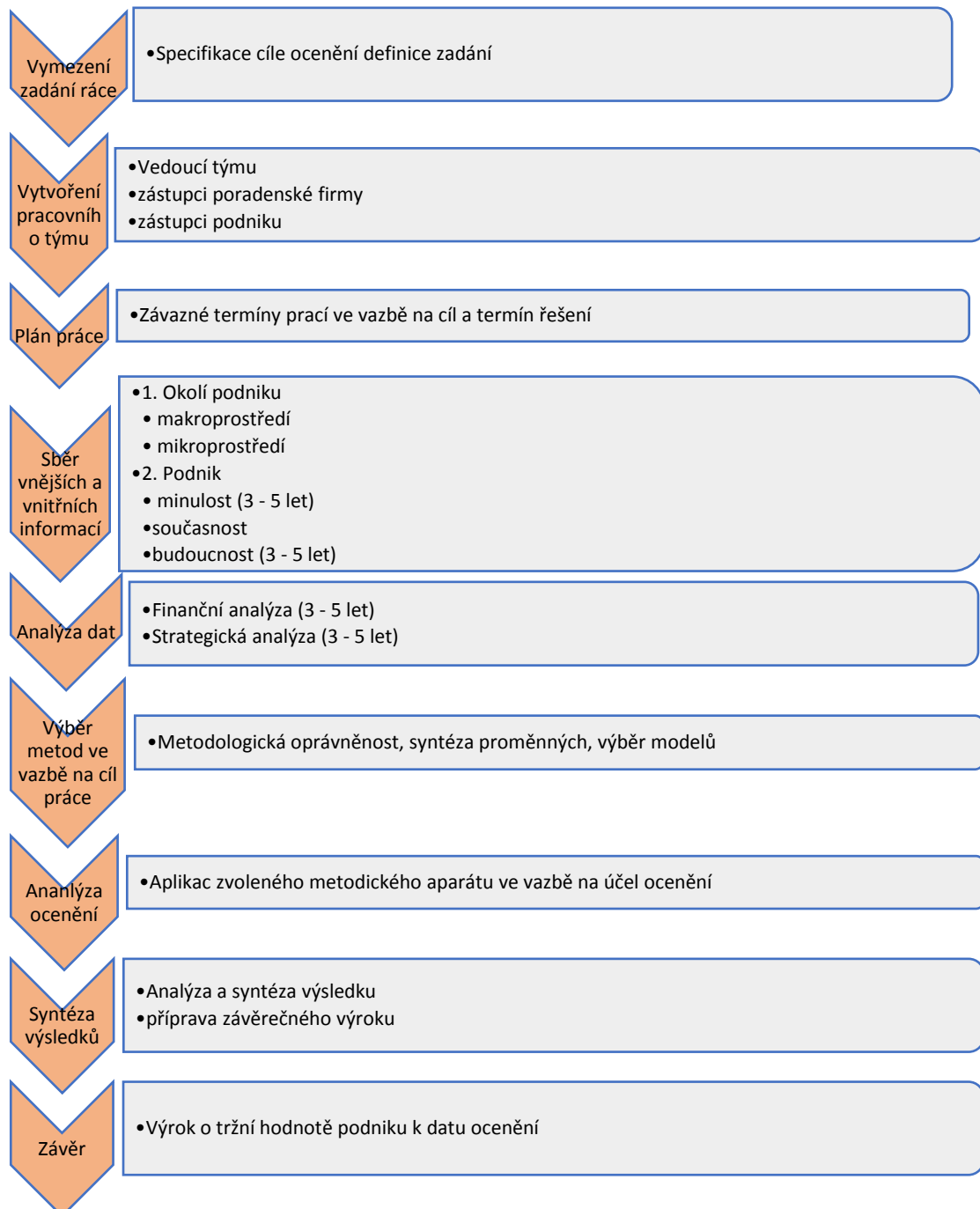
1. Sběr vstupních dat – základní informace o podniku, ekonomická data, relevantní trh, konkurenční struktura relevantního trhu, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé, pracovníci,
2. Analýza dat – strategická analýza, finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty, orientační ocenění na základě generátorů hodnoty,
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění – volba metody, ocenění podle zvolených metod, souhrnné ocenění.

*„Při praktickém použití však budou mít jednotlivé kroky různou podobu, hloubku a váhu zejména podle konkrétních metod, které budou použity k vlastnímu ocenění.“* (Mařík, 2011a, str. 53)

Strategická analýza by měla být vypracována při každém oceňování. To stejné platí pro finanční analýzu, ale může být přizpůsobena podle typu použité metody. Je to z toho důvodu, že při použití tržní metody je přikládán větší důraz na srovnávací analýzu než například u výnosového ocenění. Pokud použijeme metodu majetkovou, není kladen takový důraz jako u předchozích metod. Oddělit aktiva na provozně nutná a nenutná, by se mělo učinit vždy, pokud nám to objem dat dovolí. Toto oddělení můžeme opomenout jen tehdy, když budeme podnik oceňovat likvidační metodou, protože pohlížíme na veškerá aktiva jako na nepotřebná k následujícímu provozu. Další výjimkou může být ocenění zřízené na tržních nebo majetkových metodách. Analýzu a prognózu generátorů hodnoty by měl oceňovatel provést vždy, když se předpokládá pokračování podniku a je v tom případě povinen dokázat jeho dlouhodobou perspektivu. Finanční plán je potřeba vypracovat jen tehdy, když se použije

jedna ze standardních výnosových metod. Při každém oceňování je nutné uvést důvod vybrané metody a případně vypracovat souhrnné ocenění, když by bylo použito více metod. U malého podniku jde některé kroky zjednodušit, ale u větších a složitějších podniků by mělo být ocenění podrobnější v jednotlivých krocích. (Mařík, 2011a, str. 53, 54)

Tabulka 1: Postup oceňování podniku



Zdroj: Zpracováno podle Kislingerová, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2001, str. 26.

## 2. Metody oceňování podniku

Soudobá praxe oceňování podniku dává znalcům a odhadcům rozsáhlé spektrum metod, které mohou použít k určení výsledné a peněžně formulované hodnotě podniku. Prvním základním předpokladem správného ocenění je účel, pro který je oceňování prováděno. Dalšími předpoklady pro získání hodnoty podniku je konkrétní situace a charakter oceňovaného podniku a poslední významnou podmínkou je kvalita získaných vstupních dat, z nichž vyplývají výsledky, které musí být co nejbližší k reálné hodnotě. Musíme mít na paměti, na co od samotného počátku upozorňujeme a že neexistuje správná metoda. Odhadce si ji zvolí, podle již zmíněného účelu a charakteru aktiv podniku. Pro správnost výsledné hodnoty se použijí dvě a více z nich a poté může být formulován jednoznačný závěr. Ještě zmíním, že pracovat budeme především s matematickými modely, a tudíž budeme používat tabulkový kalkulátor Excel. Ten nám spočítá hodnoty s přesností na několik desetinných míst. I přes tuto poznámku je pro kvalitní výsledek stále důležitá kvalita vstupních dat. Hodnota podniku má omezenou platnost, protože záleží na stabilitě nebo na kolísání prostředí, ve kterém se firma pohybuje. Z toho vyplývá, že platnost hodnoty podniku platí do doby, než se změní účel či charakter firmy, pro který bylo oceňování zpracováno. Po každé změně se musí oceňování aktualizovat. Kvůli těmto záležitostem se musí uvádět datum, kdy práce byla zpracována, aby se předešlo nesrovnalostem (Kislingerová, 2001, str. 21 – 23).

Metody oceňování podniku můžeme roztřídit na tři základní skupiny: a to na skupinu metod založenou na majetkovém nebo výnosovém či tržním principu, dále se také uvádí čtvrtá skupina kombinované metody. Jakákoliv skupina metod je založena na různém principu, jsou tudíž využitelné jen tehdy, pokud daný princip a účel ocenění, na kterém je metoda založena v souladu. Jen skupina kombinovaných metod je založena na kombinaci majetkového a výnosového principu (Kislingerová, 2001, str. 21 – 23). Přehled základních metod pro oceňování podniku je uvedeno v tabulce č. 2.



Tabulka 2: Přehled základních metod pro oceňování podniku

1. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)
<ul style="list-style-type: none"><li>- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen</li><li>- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen</li><li>- Substanční hodnota na principu úspory nákladů</li><li>- Likvidační hodnota</li><li>- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot</li></ul>
2. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)
<ul style="list-style-type: none"><li>- Metoda diskontovaných peněžních toků (DFC)</li><li>- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů</li><li>- Kombinované (korigované) výnosové metody</li><li>- Metoda ekonomické přidané hodnoty</li></ul>
3. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)
<ul style="list-style-type: none"><li>- Ocenění na základě tržní kapitalizace</li><li>- Ocenění na základě srovnatelných podniků</li><li>- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu</li><li>- Ocenění na základě srovnatelných transakcí</li><li>- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů</li></ul>
4. Ocenění na základě kombinací metod
<ul style="list-style-type: none"><li>- Schmalenchachova metoda, metoda praktiků</li><li>- Metoda diferenciální renty (nadzisku, superzisku)</li></ul>

Zdroj: Zpracováno podle Mařík, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3. vydání. Praha: Ekopress, 2011a, str. 37.

Přehledem metod se budu zabývat podrobněji v následujících podkapitolách.

## 2.1. Majetkové metody oceňování podniku

Majetkové metody vedou ke zjištění majetkového stavu podniku, které také můžeme nazvat jako substanci nebo substanční hodnotu. Princip ocenění majetku není složitý a je všeobecně srozumitelný. Definice majetkové hodnoty zní: „*Souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění.*“ (Mařík, 2011a, str. 321)

Substanční hodnota by měla obsahovat všechny položky majetku, na které byly vydány výdaje a ze kterých je možno předpokládat příspěvek k výsledku hospodaření podniku.

Při ocenění majetku musíme vycházet z kritéria, zda oceňovaný podnik předpokládá v pokračování své existence či nikoliv. Pokud očekáváme trvalou existenci podniku, tj. going concern princip. To znamená, že ocenění bude na principu reprodukčních cen. Jestliže nepřepokládáme dlouhou existenci podniku, tak se dostáváme k likvidační hodnotě.

V následujících podkapitolách se budeme zabývat majetkovými metodami a jimi jsou likvidační hodnota, účetní hodnota a substanční hodnota. Tyto metody se od sebe liší podle toho, v kterých hodnotách jsou majetkové položky oceňované (Mařík, 2011a, str. 321).

### 2.1.1. Likvidační hodnota

Metoda likvidační hodnoty předpokládá nepokračování existence podniku, nebude splňovat going concern princip. Majetek podniku bude rozdělen či rozprodán, případně zlikvidován. Likvidační hodnota se dá definovat jako: „*Množství prostředků získaných prodejem jednotlivých majetkových částí. Jedná se o sumu prodejních cen jednotlivě prodaných aktiv sníženou o odměnu likvidátora.*“ (Kislingerová, 2001, str. 143)

Tímto postupem získáme netto likvidační hodnotu podniku. Tato hodnota značí výslednou sumu finančních prostředků, které zůstanou vlastníkům po likvidaci. Likvidační hodnota vytváří dolní hranici hodnoty podniku. To znamená, že bude-li součas-

ná hodnota budoucích výnosů nižší než hodnota likvidační, likvidační hodnota bude brána za základ pro závěrečné ocenění podniku. Podstatou této metody je zjištění hodnoty majetku k danému časovému momentu, kdy je předpoklad, že podnik skončí svou existenci či činnost a jednotlivý majetek (aktiva) bude rozprodán a tím se splatí veškeré závazky podniku včetně odměn likvidátorovi. Likvidační hodnota může být pro vlastníky podniku i kladným řešením. Když bude likvidační hodnota vyšší než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou, získají vlastníci více, než kdyby podnik stále existoval (Kislingerová, 2001, str. 143 – 144).

Likvidační hodnotu můžeme použít při těchto případech:

1. Ocenění podniků s omezenou životností.
2. Ocenění podniků ztrátových.
3. Odhad dolní hranice ocenění podniku.
4. Rozhodování mezi likvidací a sanací podniku.
5. Měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku.
6. Ocenění neprovozního majetku.

### **2.1.2. Účetní hodnota**

Metoda účetní hodnoty znázorňuje jednoduchý způsob, jak určit hodnotu podniku, jelikož se na podnik pohlíží jako na majetek, kde se jeho cena stanoví na základě údajů z účetnictví (Synek, 2011, str. 66). Hledáme odpověď na otázku, za kolik byl majetek opravdu pořízen, takže hledáme v historických účetních výkazech, tedy v historických cenách. Ta se především u dlouhodobého majetku může dost lišit od cen v době oceňování. Hodnota podniku netto je zobrazena hodnotou vlastního kapitálu, kterou získáme v rozvaze z rozdílu celkového majetku a cizích zdrojů (Mařík, 2011a, str. 324; Synek, 2011, str. 66).

Podle Maříka (2011a, str. 324) je účetní ocenění bráno pouze jako doplňková informace a slouží především jako:

1. Výchozí informace pro oceňovatele
2. Součást některých násobitelů v rámci metody tržního porovnání
3. Základna pro posuzování výsledného ocenění

### 2.1.3. Substanční hodnota

Metoda substanční hodnoty neboli metoda věcné hodnoty podniku stanoví podle Synka (2011, str. 66) „*cenu podniku stanoví na základě reprodukčních cen všech majetkových složek podniku opravených o odpisy odpovídající stáří těchto složek.*“

Tato metoda byla používána jako jedna z prvních pro stanovení tržní hodnoty podniku a do dnešní doby je používána pro podniky, které mají míru inflaci dlouhodobě nízkou. Pochází z Německa, kde je spojená se jmény E. Schmalenbacha, G. Siebena, C. Helblinga, A. Moxtera a jiných. Pro svou jednoduchou kontrolovatelnost výsledků je oblíbenou metodou investorů, podává totiž aktuální údaje o finančním stavu podniku a také především pro svou věrohodnost. Základem substanční metody je reakce na zásadu účtování v historických cenách. Hodnotu bereme z aktiv, která jsou pojmenována stálá, věčná nebo fixní. Jde o dlouhodobý majetek, který tvoří výkonnost pro základ tvorby užitné hodnoty. Další důležitou složkou pro substanční hodnotu je oběžný majetek. Hodnota je vztažena k zásobám, pohledávkám a krátkodobým závazkům, jestli jsou schopné okamžité transformace na pohotově, likvidní prostředky. Aktiva mají jinou úlohu než oběžný majetek, proto musí dojít k individuálnímu přístupu oceňovatele k přeceňované hodnotě.

Stálá aktiva vytvářejí věcný základ podnikatelské činnosti a zajišťují provozuschopnost podniku (budovy, stavby, stroje, zařízení a pozemky). Naopak oběžná aktiva nám zajistí plynulost reprodukčního procesu. Pasiva jsou zdroje, odkud je majetek pořízen.

Metodu substanční hodnoty můžeme nazvat podle Kislingerové (2001, st. 129) za poměrně náročnou metodou „*jak dospět k faktickému zjištění reprodukčních nákladů spojených se znovupořízením jednotlivých složek dlouhodobého hmotného majetku.*“ Proto musí odhadce definovat majetkový podklad podniku. Pro tento záměr použije podnikovou evidenci, odkud vezme základní data. Smysl věcné (substanční) hodnoty se zakládá ve schopnosti majetku podniku vytvářet pro vlastníka výnos.

Obsahem prvního kroku jsou informace z účetních výkazů podniku. Druhým krokem je zjištění jednotlivých majetkových částí, u kterých dojde k opětovnému ocenění z hlediska going-concern principu (z hlediska zapojení do fungujícího podni-

ku). Jde ale především o náklady znovupořízení se znázorněním míry opotřebení. Zásadní opodstatnění se zakládá na myšlence, že budoucí investor nezíská příjmy, ale jen soubor majetkových částí zatěžkaných o dluhy, které dokážou umožnit výnos. Dalším předpokladem je, že přecenění je realizováno tak, aby aktiva byla oceňována jako složka fungujícího podniku (going-concern princip). Výsledkem použití metody substanční hodnoty je určení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čisté reprodukční náklady. Výsledná hodnota nám dává odezvu na počáteční otázku, kolik by musel investor zaplatit, pokud by chtěl stejný podnik znovu postavit.

## **2.2. Výnosové metody oceňování podniku**

Tato metoda využívá poznatek, že hodnota podniku je dána očekávaným užitekem pro majitele podniku. Užitekem rozumíme očekávané výnosy.

Nejsprávněji se podle teorie jedná o výnosy, za kterými si představíme peněžní příjmy pramenící z oceňovaného podniku přímo majiteli. Výnosy se také dají v obecném vyjádření chápat i jinak a takto poté rozlišujeme výnosové metody pro oceňování podniku. Výnosové metody podle Maříka (2011a, str. 163) rozdělujeme takto:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Novější metoda, ale rychle se rozšiřující metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Sem se také zařazují metody kombinované (korigované)

Ještě je potřeba uvést obecná kritéria pro určitou modifikaci výnosů, která uvádí Mařík ve své knize (2011a, str. 163)

### 1. Kategorie hledané hodnoty:

- Při shánění tržní hodnoty si musíme uvědomit, jaké výnosy jsou u oceňovaného podniku očekávány příslušným trhem. Výnosy následně diskontujeme diskontní mírou v rovině výnosnosti, kterou trh požaduje, to znamená neurčitým průměrným investorem.

- Další hledaná hodnota je při investičním (subjektivním) oceňování, kde očekávaný výnos očekává přímo daný subjekt. Hodnotu diskontujeme požadovanou výnosností stejného investora.
- Poslední hledaná hodnota je při objektivizovaném oceňování, kde výnosy budou získány z pohledu s vysokou pravděpodobností. To znamená jen ty, které jsou růstové.

## 2. Způsob kalkulace cen:

- Budoucí výnosy vypočítáme ve stálých cenách k datu ocenění, diskontní míra je očištěna o inflaci (neboli je reálnou mírou).
- Výnosy vyjádříme v budoucí výši (nominální) neboli v běžných cenách, diskontní míra musí být také nominální (včetně inflace).

Tyto dva principy platí pro výnosové metody. U metody kapitalizovaných zisků se používají stálé ceny a zbylých dvou je mohou použít obě varianty. Co se týče doporučení, je lepší použít u DCF a EVA běžné ceny.

## 3. Způsob kalkulace daní:

- Nekalkulovat s žádnými daněmi z příjmů.
- Kalkulace se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti.
- Kalkulace zdanění na úrovni společnosti tak na úrovni subjektu, pro kterého je ocenění určeno.

### **2.2.1. Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)**

Metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted cash flow – DCF) je nejvíce používaná metoda u nás. Nejdůležitější věcí je stanovení pokračující hodnoty. Investor zjišťuje budoucí užítky z podniku peněžními toky neboli hodnotou, jež opravdu nejspolehlivěji odráží finanční užítky pro investora. Proto jde napsat, že tato metoda nejspolehlivěji kopíruje definici hodnoty aktiva. Podle Maříka (2011b, str. 17) metodu můžeme rozdělit na 3 varianty, podle toho jak investor nahlíží na peněžní toky:

- Metoda DCF entity,
- Metoda DCF equity,
- Metoda DCF APV.

Variant existuje více, ale s těmito se můžeme setkat v literatuře nebo v praxi. Další metodou může být metoda totálního (či kapitálového) cash flow, která je podobná metodě DCF entity, kde cizí kapitál není snížen o daň. Používá se pro oceňování koncernů.

Významem těchto metod je stanovit hodnotu „čistého obchodního majetku“ (obchodní zákoník § 5 a 6), neboli „vlastního kapitálu“ (Mařík, 2011a, str. 165).

Zmíněné 3 varianty se mezi sebou liší podle Maříka (2011b, str. 18)

- Vymezením volných peněžních toků (tj. pohledem, pro které investory jsou tyto toky určeny),
- Vymezením diskontní míry (diskontní míra v principu vyjadřuje požadavek investora na zhodnocení jím vloženého kapitálu a zde jde opět o to, z pohledu, kterých investorů je tento požadavek určován),
- Bezprostředním výsledkem, který vyplyne z diskontování volných peněžních toků (tj. hodnotu kterého kapitálu diskontováním získáme).

Metody se odlišují výše napsanými výčty, ale rozhodně by se neměly lišit konečným výsledkem.

### **2.2.1.1. Metoda DCF entity**

Metoda DCF entity je nejrozšířenější, můžeme se s ní setkat v samotné praxi nebo odborné literatuře. Při této metodě nelze použít žádný z cash flow, který máme ve finančním plánu (provozní, investiční, finanční a celkový). Musíme zjistit, kolik finančních prostředků je možné vzít z podniku a to tak, aby nebyl narušen budoucí vývoj. Na začátku je produkce peněz v podniku (provozní peněžní tok), poté odečteme investice a výsledkem je volné cash flow (FCF – free cash flow). Výpočet můžeme vidět v následující tabulce podle Maříka (2011a, str. 170)

*Tabulka 3: Výpočet výsledku v metodě DCF entity*

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)

4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Zpracováno podle Maříka, M. *Metody oceňování podniku*. 3. vydání. Praha: Ekopress, 2011, str. 170.

FCF je u metody DCF pokaždé výchozím bodem. Zvláště u DCF entity je volným peněžním tokem tvoření peněžních prostředků, ke kterému mohou vlastníci (akcionáři), v podobě dividendy nebo věřitelé v podobě splátek úvěrů a úroků.

Pojem free cash flow FCF je obecnější pojem a pro metodu DCF entity se používá pojem free cash flow to firm (FCFF), už pro konkrétní použití v této metodě. (Mařík, 2011a, str. 170)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF (KPVH) podle Maříka (2011b, str. 18) se jedná o „výsledek hospodaření generovaný hlavním provozem podniku, očištěný o jednorázové položky a to před rozdělením mezi vlastníky a úročené věřitele.“

Pro výpočet volných peněžních toků do firmy by měli být dodržovány tyto zásady, které se nachází v druhé publikaci Maříka (2011a, str. 171): „Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, a to proto, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat, protože hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru. Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným, který jsme již v předchozích krocích vyřadili z provozně nutného investovaného kapitálu.“



Provozně nutný investovaný kapitál (K) skládá se z provozně nutného pracovního kapitálu a provozně nutného dlouhodobého majetku. Při výchozím výpočtu volných peněžních toků do firmy používáme investice brutto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Alternativou je použít investice netto než brutto, které jsou snižené o odpisy. Investice netto získáme jednoduše meziročním rozdílem provozně nutného investovaného kapitálu. Vzorec pro výpočet  $FCFF_t$ :

$$FCFF_t = KPVH_t - I_{n(t)} = KPVH_t - (K_t - K_{t-1})$$

kde:  $FCFF_t$  volný peněžní tok do firmy v roce  $t$

$KPVH_t$  korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce  $t$

$I_{n(t)}$  investice netto do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce  $t$

$K_t$  provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$  (Mařík, 2011b, str. 19).

Diskontní míru oceňovatel potřebuje pro zhodnocení vloženého kapitálu investorů, kde byly složeny volné peněžní toky. Diskontní míra se bere v této metodě jako úroveň průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC – wighted average capital cost). Vzorec pro výpočet WACC:

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

kde: WACC průměrné vážené náklady kapitálu,

$n_{VK(z)}$  náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení,

$n_{CK}$  náklady cizího kapitálu,

$d$  sazba daně z příjmů,

$CK$  cizí úročený kapitál (v tržní hodnotě),

$VK$  vlastní kapitál (v tržní hodnotě),

$K$  investovaný kapitál ( $K=CK + VK$ ) (Mařík, 2011b, str. 20).

Poté co máme diskontované volné peněžní toky, můžeme ocenit provozně nutný investovaný kapitál. Obecné vyjádření vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}$$

kde:  $H_b$  hodnota podniku brutto (přeceněná hodnota investovaného kapitálu),

$FCFF_t$  volný peněžní tok do firmy v roce  $t$  (pro vlastníky a úročené věřitele),

$WACC_i$  průměrné vážené náklady kapitálu v roce  $i$ ,

$T$  počet let první fáze,

$g$  tempo růstu ve druhé fázi.

Pokračující hodnota ve druhé fázi ocenění může být vypočítána jen tehdy, když je  $g < WACC_{T+1}$ . V dalším kroku je spočítána hodnota vlastního kapitálu:

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde:  $H_n$  hodnota podniku netto,

$CK_0$  cizí úročený kapitál k datu ocenění.

Úplně na samotný závěr by byla připočítána tržní hodnota provozně nepotřebného majetku, pokud takový majetek existuje.

### **2.2.1.2. Metoda DCF equity**

Tato metoda vychází z peněžních toků, které mají k dispozici pouze vlastníci podniku. Po diskontování získáme hodnotu vlastního kapitálu ( $H_n$ ). Od předchozí metody DCF entity se equity liší podle Maříka způsobem výpočtu volných peněžních toků, použitou diskontní mírou a dále výsledkem, který získáme diskontováním volných peněžních toků. (2011, str. 165, 205). Schéma výpočtu DCF equity (Mařík, 2011b, str. 22):

Tabulka 4: Výpočet výsledku v metodě DCF equity

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní
2.	- Nákladové úroky
3.	=Korigovaný výsledek hospodaření před daní
4.	- Upravená daň připadající na korigovaný VH
5.	= Korigovaný výsledek hospodaření po dani
6.	+ Odpisy
7.	+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období
8.	- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
9.	- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
10.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
11.	+ přijetí nového úročeného cizího kapitálu
12.	= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

Zdroj: Zpracováno podle Maříka, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011, str. 22.

Peněžní toky diskontujeme pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu a výsledkem bude výnosová hodnota vlastního kapitálu (Mařík, 2011, str. 206.).

Samotné ocenění se provádí v jediném kroku oproti předchozí metodě. Vzorec, jak jej vypočítáme podle Maříka (2011b, str. 22-23):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)}i)} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)}i)}$$

kde:  $H_n$  hodnota podniku netto,  
 $FCFE_t$  volný peněžní tok pro vlastníky v roce  $t$ ,  
 $n_{VK(z)i}$  náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce  $i$ ,  
 $T$  počet let první fáze  
 $g$  tempo růstu ve druhé fázi

A jako u předchozí metody by byla připočtena hodnota provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění, pokud by existovala.

### **2.2.1.3. Diskontní míra pro metoda DCF**

Diskontní míra je důležitá věc pro modely DCF, neboť vymezuje budoucí hodnotu výnosu, která pak zase ovlivňuje výslednou hodnotu. Podle Kislingerové (2001, str. 174) je účelem diskontní míry „převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií podniku.“ V diskontní míře se můžeme setkat s faktorem času ale také rizika. Platí, že čím vyšší je riziko investice, tím vyšší můžeme očekávat výnos, který očekává investor od své investice.

Správnost použitých výnosových modelů spočívá v tom, že musí být správně použita diskontní míra, ale také správné přiřazení míry k výnosu. Dalším důležitým faktorem je výběr řídicího postupu propočtu, kde budoucí výnos může být ve tvaru FCFF, FCFE, EVA nebo dividendy. Jakýkoliv špatný odhad diskontní míry znamená vliv na konečnou hodnotu. Následující tabulka Kislingerová (2001, str. 174) ukazuje párování výnosu a diskontní míry v různých formách budoucího výnosu.

Tabulka 5: Přiřazení diskontní míry k metodám

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
FCFF	WACC
FCFE	$r_e$ např. CAPM, ATP, ...

EVA	$r_e$ např. CAPM, ATP, ...
Dividenda	WACC

Zdroj: Zpracováno podle Kislingerové, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2001, str. 174.

Vzorec pro výpočet diskontní míry:

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

kde:

$r_d$  úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál

$t$  sazba daně z příjmů

$D$  cizí kapitál

$E$  vlastní kapitál

$C$  celkem kapitál ( $E+D=C$ )

$r_e$  náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál se vypočítá podle vzorce:

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

$r_f$  bezrizikový výnosnost

$\beta$  tržní riziko

$(r_m - r_f)$  prémie za riziko akcionáře

### 2.2.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda je také v některých jiných publikacích nazývána metodou kapitalizace zisku. Představuje základní a nejjednodušší model, podle kterého můžeme stanovit hodnotu podniku. Sice je model nejjednodušší, ale naráží i na obtížné překážky.

Předpoklad pro použití toho modelu je podle Kislingerové (2001, str. 153) „*V neko-  
nečně dlouhé době trvání firmy (tento předpoklad je předmětem diskuse a hlavních  
námitek proti tomuto modelu v praxi). Důvěrná znalost výsledků firmy v minulosti  
(zde se má na mysli, aby odhadce měl k dispozici minimálně výsledky za období tří až  
pěti let, eventuálně výhled do budoucnosti). Investice jsou uvažovány do výše odpisů  
– tj. jedná se o prostou reprodukci (v případě, že podnik hodlá investovat více, než  
činí odpisy, pak se uvažuje s navýšením vlastního jmění podniku).*“

Metoda vychází z podrobné analýzy výkazu zisku a ztrát, kde by se výkazy měly brát do minulosti tří až pěti let podle druhu odvětví podnikání. Pokud bychom zabrousili hodně do minulosti, výkazy by se měly brát až od roku 1993, kdy vznikla nová daňová soustava a nové podmínky účetnictví.

Odhadce vytvoří časovou řadu výkazů trvale udržitelného zisku, který se ještě upraví podle okolností. Zisk se prověří z pohledu, zda podnik v minulých letech věnoval péči věcným dispozicím podnikatelské činnosti. Jde především o údržbu, opravy atd. trvalých aktiv, jestli jsou ve shodě s daným plánem oprav. Pokud by tak nebylo, musí v budoucnosti odhadce počítat s většími náklady na opravy. Další pozornost se musí ubírat směrem k odpisům, tj. jakým způsobem je prováděno odepisování. Pokud by se jednalo o jiný typ než lineární, odhadce musí být pozorný, jakou metodu a postup zvolit. Dále si musí dát pozor na inflaci, kde je zapotřebí přepočítat budoucí odpisy. Další věcí je vyloučit mimořádných výnosy a ostatních výnosy, které jsou buď rezervami nebo přechodnými či opravnými položkami. Mohou existovat výnosy a náklady, které nejsou v souvislosti s hlavní podnikatelskou činností a ty se musí vyloučit pryč, aby neuváděly špatné budoucí zisky (Kislingerová, 2001, str. 154).

### **2.2.3. Kombinované (korigované výnosové metody)**

Jde o metody, kde se používá výnosové a majetkové ocenění. Více o nich psáno v kapitole 2.4. Ocenění na základě kombinací metod.

### **2.2.4. Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)**

Veličina ekonomické přidané hodnoty se používá jako nástroj pro finanční analýzu, řízení podniku a pro oceňování podniku. Tento nástroj je v základě ukazatel výnosnosti, který nemá nedostatky jako jiný ukazatelé např. ukazatele rentability.

Podle Maříka „Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál“ (2011a, str. 283). Zjednodušeně řečeno, pokud má podnik kladný účetní zisk, pak i ekonomický zisk může být kladný, není-li však účetní zisk vyšší než samotné náklady na vložený kapitál. V tom případě je pak ekonomický zisk je záporný.

EVA (economic value added) jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu, cizího i vlastního. Vzorec pro výpočet EVA je:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

kde: NOPAT = net operating profit after taxes; provozní hospodářský výsledek po zdanění

C = investovaný kapitál, neboli také čistá operační aktiva (NOA – net operating assets)

WACC = weighted average cost of capital; průměrné vážené náklady kapitálu

NOPAT se v americké literatuře vyskytuje pod pojmem operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní a v české se vyskytuje jako provozní hospodářský výsledek po zdanění.

C je hodnota obsažena v aktivech pro dosažení operačního zisku.

Pokud je hodnota EVA vyšší než nula, pak ji podnik tvoří pro vlastníky. Důležité je upravit účetní hodnoty podniky na hodnoty ekonomické, protože kdyby nedošlo k převodu, model bude sloužit především pro věřitele než pro vlastníky. Ukazatel EVA je ukazatel absolutním, ovlivněný velikostí podniku, nelze jím porovnávat podniky mezi sebou, na to existují ukazatele relativní.

Stejně jako u metody DCF jde u metody EVA použít tři varianty výpočtu, EVA entity, equity a APV. V praxi se nejvíce využívá metoda EVA entity, kde v prvním kroku vypočítáme hodnotu aktiv neboli hodnotu pro vlastníky a věřitele. Po odečtení cizího kapitálu získáme hodnotu pro vlastníky.

Metodou EVA entity vypočítáme hodnotu vlastního kapitálu a stanovíme ji podle následujícího vztahu (Pavelková, Knápková, 2012, str. 223):

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

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

Hodnota podniku je stanovena dvoufázovou metodou, jako u DCF. Dlouhodobá prognóza zisku není u většího počtu podniků reálná. Hodnota podniku je vypočtena součtem jednak čistých operativních aktiv k datu ocenění, dále diskontované hodnoty EVA pro první fázi a následně trvalé renty na základě odhadu stabilní výše EVA pro fázi druhou, která je převedena na aktuální hodnotu výchozího momentu plánování. Budoucí hodnota EVA je také převedena na současnou hodnotu diskontní mírou a ti na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC). (Pavelková, Knápková, 2012, str. 223)

### **2.3. Tržní metody oceňování podniku**

Tržní metody jsou nám lidem nejbližší, protože pokud chceme něco prodat, musíme si zjistit, za kolik se daná věc na trhu prodává. Je-li věc běžná, má omezený rozptyl vlastností a není těžké danou věc ocenit. Předpokladem je veliká četnost výsledků a omezený rozptyl vlastností, které mohou mít vliv na cenu. (Mařík, 2011a, str. 303)



### **2.3.1. Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

Tuto metodu ocenění lze využít pouze pro akciové společnosti, jejichž akcie jsou běžně obchodovatelné. To značí, že tržní cena akcie je veřejně dostupná. Pojem tržní kapitalizace můžeme chápat jako hodnotu, kterou vypočítáme vynásobením aktuální ceny s počtem akcií. Tato hodnota bývá zaměňována s tržní hodnotou, což je nesprávné. Za správně stanovenou hodnotu bereme průměrnou cenu akcií za určité období, a ne aktuální cenu akcie. Takto eliminujeme krátkodobé výkyvy cen akcií. (Mařík, 2011a, str. 303; Vochozka, Mulač, 2012, str. 164)

### **2.3.2. Metody tržního porovnání**

Ocenění metodou tržního porovnání vychází z aktuálních cen akcií oceňovaného podniku. Je vhodná pro dva případy použití, za prvé když je podnik akciovou společností a nemá akcie běžně obchodované, nebo za druhé není akciovou společností. Tržní hodnotu zjistíme z informací z daných cen nebo z tržních hodnot obdobných aktiv. Tuto metodu můžeme použít jen tehdy, když mezi aktivy nejsou velké rozdíly. Pokud by taková situace nastala, podnik má natolik jedinečné zboží, že najít podnik s podobným zbožím a hodnotou je dosti těžké, až nemožné.

Metodu můžeme použít ve čtyřech rovinách podle Maříka (2011a, str. 304-305):

- Metoda srovnatelných podniků – kde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií.
- Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu.
- Metoda srovnatelných transakcí – srovnání s podobnými podniky, které byly celem předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu.
- Metoda odvětvových multiplikátorů.

Jedním z důležitých parametrů pro danou metodu jsou tržní násobitelé neboli tržní multiplikátory. Hodnota akcie je znázorněna jako násobek vybrané vztahové veličiny, jiným způsobem řečeno násobitel je poměr tržní ceny k určitému vztahovému ukazateli. Násobitele můžeme vyjádřit podle způsobu formulace tržní hodnoty akcie jako equity value, tj. hodnota vlastního kapitálu na akcii nebo enterprise value, tj. hodnota podniku jako celku přepočtenou na jednu akcii. Vztahová veličina může být majetková, kde je veličina hodnotou účetní a to buď vlastního či investovaného

kapitálu. Může se jednat i o veličinu výnosovou, kde je hodnota počítaná ze zisku za běžné období (EBIT, EBITDA, CF). Při tvorbě tržních multiplikátorů musíme dbát na zachování symetrie mezi čitatelem a jmenovatelem. (Mařík, 2011a, str. 306-307)

## **2.4. Ocenění na základě kombinací metod**

Kombinované výnosové metody jsou metody, kde jde o kombinaci ocenění výnosové a majetkové. Můžeme se setkat i s pojmenováním korigované výnosové metody.

### **2.4.1. Schmalenbachova metoda, metoda praktiků**

Schmalenbachova metoda je někdy označena pojmem metoda střední hodnoty. Vyšla z praxe, proto je metodou praktiků a nemá teoretickou stránku a tudíž je dobré zacházet s ní opatrně. (Mařík, 2011a, str. 278)

Základem metody je „že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem.“ Obě části, výnosové i majetkové jsou považované za rovnocenné i identicky významné. Hodnotu podniku vypočteme snadným aritmetickým průměrem výnosové hodnoty spočítanou metodou kapitalizace zisku a majetkovou hodnotou, získanou ze substanční hodnoty netto. Výsledná hodnota je hodnota vlastního kapitálu podniku. Aby se mohla tato metoda použít, musí být splněna podmínka, výnos musí být v přímé vazbě na majetkovou bázi. Podniky, na které nemůžeme použít, jsou např. poradenské firmy, leasingové firmy nebo firmy, které jsou v oboru finančnictví. Na podniky, které jde využít, jsou především v průmyslovém odvětví, kde převažují hmotná aktiva a složky výnosové a majetkové jsou ve společné vazbě. (Kislingerová, 2001, str. 237)

Schmalenbachova metoda střední hodnoty je využívány i v upravené verzi vážená střední hodnota, kde se nepoužívá klasický aritmetický průměr, ale vážený aritmetický průměr výnosové a majetkové hodnoty. Váha je přiřazena jednotlivým položkám, podle charakteru objektu ocenění. (Mařík, 2011a, str. 278)

### **2.4.2. Metoda nadzisku, superzisku**

Metoda je obdobou metody střední hodnoty s rozdílem, že „výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizi-

*kového výnosu. Kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk definuje jako rozdíl mezi ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku." (Kislingerová, 2001, str. 240)*

### **3. Strategická analýza**

Analýza patří mezi nejdůležitější nástroje pro určování strategie podniku a celkově také mezi vědecké metody. Slouží pro rozložení celku na jednotlivé části. Od celku pokračuje postupně k částím celku, které analyzuje. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 8)

Strategická analýza patří do postupu oceňování, analýzou zjišťuje makroprostředí i mikroprostředí podniku. Hlavním úkolem podle Maříka (2011a, str. 56) je definovat „*celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.*“ Tento výnosový potenciál podniku je podřízený vnitřnímu a vnějšímu potenciálu. Vnitřní potenciál lze vyjádřit silnými a slabými stránkami, a hlavně jestli má podnik nějakou konkurenční výhodu. Vnější potenciál můžeme formulovat riziky a šancemi.

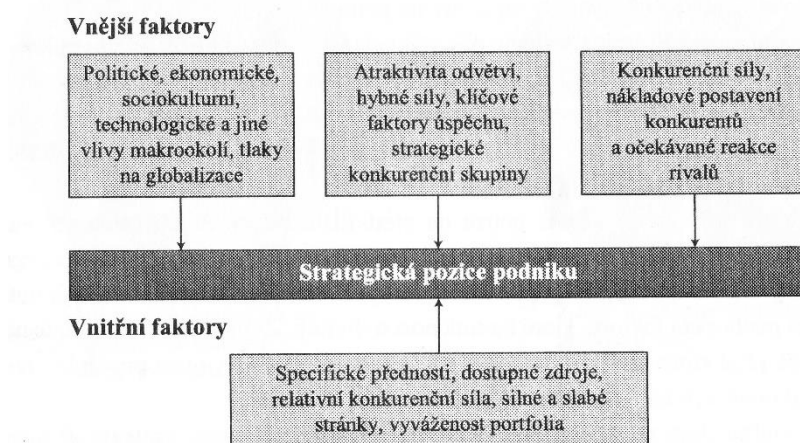
Účelem strategické analýzy je, aby měl daný výsledek oceňování významný předpoklad věrohodnosti a konkrétní výsledky. (Mařík, 2011a, str. 57)

Strategická analýza zahrnuje analytické techniky, které se používají pro rozpoznání různých vztahů mezi podnikem a jeho okolím, do něhož patří makroprostředí a mikroprostředí, konkurenční síly, odvětví, trh a konkurenti. Cíl strategické analýzy je určit, rozebrat a ohodnotit všechny faktory, jež mohou působit na finální volbu strategie. Další částí cíle je zhodnotit oboustranné vztahy mezi faktory. Především je důležité zhotovit kvalitní analýzu, která je východiskem pro budoucí vývoj podniku a poznat jevy krátkodobé a dlouhodobé povahy. Následně pak poznat pozitivní a negativní následky vývoje, v pozitivních pokračovat, negativní eliminovat a vyhnout se jim. Samotná strategie není pouze o tom předpovědět budoucnost, ale především se snažit budoucnost aktivně budovat. Být krok ve změnách před konkurencí, utvářet nové trhy a přijímat nové příležitosti. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 8, 9)

Samotná analýza okolí identifikuje a rozebírá faktory okolí podniku, jež mohou ovlivnit jeho strategii, případné možné příležitosti a hrozby. Zaměřuje se na faktory

v makroprostředí a mikroprostředí v daném odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 10)

Obrázek 1: Strategická analýza



Zdroj: Sedláčková, Buchta: *Strategická analýza*, 2006, str. 10.

### 3.1. Makroprostředí

Strategická analýza v makroprostředí se zabývá faktory, které se nacházejí v této úrovni, např. politické, ekonomické či technologické. Využívají se metody PEST či upravená PESTLE a metoda 4C. Výsledky z první metody se využívají i ve SWOT analýze, jsou to faktory, které nejsou v blízkém okolí podniku, přímo jej neovlivňují, ale podnik na ně může reagovat pro zlepšení přípravy do budoucna. V přípravě jde o sestavení alternativy, kdyby podnik musel změnit svůj směr podnikání. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 10, 16)

Změny v makroprostředí mohou nastávat v případech jako: ochrana životního prostředí, deregulace (v dopravě, telekomunikacích či finančních službách), strukturální změny, fúze, akvizice nebo globální konkurence. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 20-23)

#### 3.1.1. PEST analýza

PEST analýza dělí vlivy makroprostředí do čtyř skupin – politické, ekonomické, sociální a technologické. Každá skupina obsahuje několik faktorů, které ovlivňují pod-

nik. Každá jedna skupina ovlivňuje podniky v různém odvětví jiným způsobem, podle toho, jak na ně působí. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 16)

Politický a legislativní faktor je pro podnik hrozbou ale i příležitostí, zahrnuje daňové zákony, úpravu importu a exportu, protimonopolní zákony, cenovou politiku, životní prostředí, ochranu práv zaměstnanců a zaměstnavatelů či celých podnikatelských činitelů. Samotné zákony upravují prostředí pro podnikání, ale i podnikání jako takové. Zákony dosti ovlivňují samotnou budoucnost podniku, pro existenci podnikání mohou být až devastující. Tento faktor nepůsobí jen pro vnitrostátní podniky, které své zboží exportují nebo importů odjinud, ale hraje zde roli i politika druhého státu. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 16, 17)

Ekonomický faktor plyne z ekonomické stránky, rozvoje stavu ekonomiky. Na podnik působí makroekonomický vývoj trendů – úroková míra, míra ekonomického růstu, daňová politika (i jako politický faktor), míra inflace či směnný kurz. Úspěšnost podniku na trhu ovlivňuje míra ekonomického růstu, která způsobuje vývoj příležitostí i hrozeb pro podnik. Těmito faktory se následně zabývá finanční analýza. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 17, 18)

Sociální a demografický faktor odráží vliv spojený s postojem a životem obyvatel a jeho strukturou. Jak se mění demografická struktura, tak změny vytvářejí volný prostor, například pro rozvoj zdraví a péče o seniory, zdravější životní styl nebo jak trávit volný čas a další. Samotné sociální faktory jsou v neustálém rozvoji, jenž plyne z naplňování tužeb a potřeb člověka. Poznat všechny faktory, které z těchto potřeb člověka plynou, je důležité pro získání předstihu firmy před ostatními podniky. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 18)

Technologický faktor má vliv na aktivní činnost podniku. Podnik musí držet krok s dobou a následně předvídat budoucí vývoj technických a technologických změn. Pokud by zaostával za dobou, může to mít vliv na jeho činnost a pokles prodeje výrobků. Jako příklad lze uvést technologie, které šetří životní prostředí, tedy investovat do zařízení, které jsou šetrnější k životnímu prostředí. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 18, 19)

Podle Sedláčkové a Buchty (2006, str. 20) je PEST analýza potřebná v těchto 4 hlavních směrech: „*Uvedené příklady mohou být využity jako určitý přehled potenciálních vlivů, mohou sloužit k vytipování malého počtu klíčových vlivů, které pak*

*budou podrobeny důkladné analýze, při identifikaci sil vyvolávajících změny s dlouhodobým časovým horizontem a při určení různých externích vlivů na podnik v minulosti nebo pravděpodobných vlivů v budoucnosti."*

## 3.2. Mezoprostředí

### 3.2.1. Bostonská matice BCG

Bostonská matice neboli matice BCG (Boston Consulting Group) je metodou, která dělí matici na dvě části. Jejím úkolem je poskytnout rozdíl mezi jednotkami. Některé jsou pro podnik užitečné a jsou velkým potenciálem, další podnik pouze vysávají, především jeho zdroje. Tato metoda se stále používá, ale není tou určující v řízení podniku. Dá se říci, že je spíše doplňkovou metodou pro podnikovou strategii. Podle Thaddea Mallya BCG: „poskytuje rámcový a systematický pohled na portfolio trhů a výrobků podniku. Lze z ní vyčíst návod pro jednání podniku v oblasti rozvoje trhů a výrobků a k vytvoření nových konkurenčních výhod.“ (Thaddeus Mallya, 2007, str. 92, 93) Pokud je roční procentuální růst prodeje produktů vyšší než 10 %, jedná se o dynamický trh. Jestliže je nižší, než 10 % je trh s nízkou dynamikou. (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, str. 72)

Obrázek 2: Bostonská matice



Zdroj: T. Mallya: *Základy strategického řízení a rozhodování*, 2007, str. 93.

Dojné krávy jsou produkty, které mají vysoké tržby, ale jejich průběžný růst je nízký. Proto podnik nebude do těchto produktů hodně investovat. Finance získané z těchto produktů půjdou na jiné produkty, které mají velký potenciál ale nedostatek finančních prostředků.

Hvězdy jsou produkty, které konkurují obdobným produktům na trhu. Mají dominantní místo na trhu, finanční tok může, ale i nemusí být kladný. Podnik by si toto postavení produktů měl udržet a postupně rozvíjet.

Otazníky jsou produkty s nejasnou budoucností. Mají velký procento rizika, nízký podíl na trhu, ale na druhou stranu mohou být ziskové. Podnik buď zlepší pozici na daném trhu zainvestováním finančních prostředků, nebo odejde z dané části trhu.

Psi jsou produkty, které nespotřebují velkou finanční hotovost, ale také velkou hotovost z nich nezískáme. Nízký podíl na trhu, na jeho budoucí zvýšení se nepomýšlí. Proto by měl podnik zastavit výrobu těchto produktů i následně samotný prodej. (T. Mallya, 2007, str. 95)

### **3.3. Mikroprostředí**

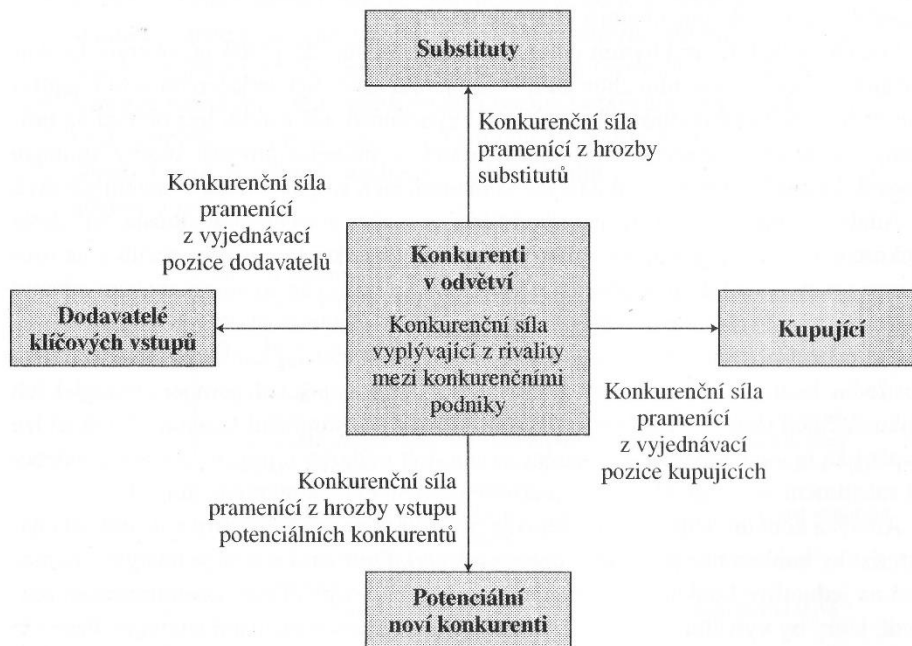
Analýza mikroprostředí se zabývá analýzou konkurenčního prostředí, ve kterém se daný podnik pohybuje. Zajímá se o faktory, které jsou pro firmu zajímavější a jakým směrem by se měla firma vydat. Můžeme sem zařadit SWOT analýzu nebo analýzu konkurenčních sil. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 27-28)

#### **3.3.1. Analýza konkurenčních sil**

Analýza konkurenčních sil zjišťuje základní poznatky o konkurenci v odvětví, ve kterém se daný podnik pohybuje. Konkurenční síly působí na konkurenční pozici a úspěšnost podniku. Můžeme sem zařadit konkurenční pozici, strukturu zákazníků, vzájemný vztah mezi věřiteli s dodavateli, schopnost získat nové kvalifikované zaměstnance.

M. Porter přispěl do této analýzy svým modelem 5 sil, který ověřuje konkurenční prostředí. Model umožňuje vystihnout síly, jež působí v daném odvětví a označit, které mají pro budoucí vývoj podniku větší význam a které mohou negativně jeho budoucí vývoj ovlivnit. Podnik by měl tyto síly identifikovat, postupně na ně reagovat a ve výsledku síly využít ve svůj prospěch. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 47)

Obrázek 3: Model 5 sil



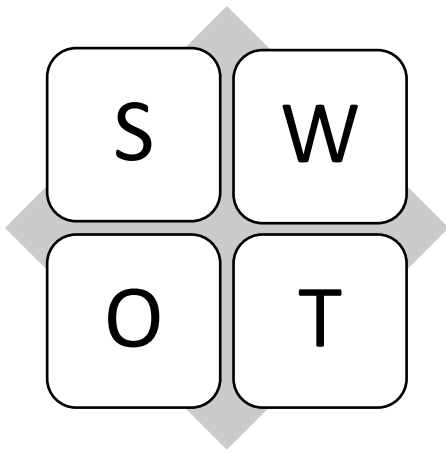
Zdroj: Sedláčková, Buchta: *Strategická analýza*, 2006, str. 48.

### 3.3.2. SWOT analýza

SWOT analýza je jednoduchý nástroj pro analýzu mikroprostředí, dále je hlavním rámcem pro systematickou analýzu a ovlivňuje strategický postoj podniku. Analýza umožňuje určit hlavní slabé a silné stránky podniku, které porovná s vlivy na něj působícími. Tak zjišťuje příležitosti a hrozby pro správné vyjádření strategie. Někdy je těžké rozlišit, jaké stránky jsou pro podnik slabé a které jsou silné, mohou se lehce zaměnit. To stejné platí pro určení příležitostí a hrozeb, protože některé hrozby nemusí být pro podnik opravdovou hrozbou, ale naopak příležitostí. Cílem SWOT analýzy není vytvořit seznam slabých a silných stránek či příležitostí a hrozeb, ale především vytvořit formulaci pro strategii podniku. (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 91-94)



Obrázek 4: SWOT analýza



Zdroj: Zpracováno podle Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl: *Strategické řízení*, 2017, 3., Praha: C. H. Beck, str. 137

Kde:

S – silné stránky (Strengths)

W – slabé stránky (Weaknesses)

O – příležitosti (Opportunities)

T – hrozby (Threats)

Kombinací těchto čtyř variant vzniká diagram analýzy, kde se vyskytnou čtyři vzorové situace:

SO – spojení silných stránek s příležitostmi, nejpříznivější okolnosti

ST – spojení silných stránek s hrozbami, diverzifikační strategie

OW – spojení příležitostí se slabými stránkami, turnaround strategie

WT – spojení slabých stránek s hrozbami, obranná strategie

SWOT analýza se nepoužívá pouze při formulaci strategie podniku, ale také při analýze problému u taktického a operativního řízení. (Hanzelková, Keřkovský, Vykypěl, 2017, str. 138)

## 4. Finanční analýza

Účelem finanční analýzy je celkové posouzení finanční situace podniku, zda-li podnik tvoří zisk, jaká je jeho kapitálová struktura, jak pracuje s aktivy, v jakém časovém období dokáže splácet zakázky a jestli jsou pohledávky spláceny včas. Pro manažery je velmi důležitá znalost finanční situace, aby mohli správně rozhodovat o budoucím postupu podniku. Finanční analýza slouží jednak ke krátkodobému řízení, ale především pro to dlouhodobější. Slouží rovněž například pro rozhodování o financování dlouhodobého majetku nebo o investičních záměrech či při sestavování finančního plánu. Může sloužit dosti lidem na různých pozicích v rámci podniku či mimo něj, například poslouží investorům, obchodním partnerům, státním a zahraničním institucím, auditorům, zaměstnancům, konkurentům, bankovním makléřům a dalším. Každého zajímá jiná informace z finanční analýzy, vlastníci chtějí vědět, zda je firma zisková, věřitele zase zajímá likvidita, a to, jestli jejich obchodní partneři dokáží splácet závazky. Státní instituce se zajímá o informace o ziskovosti, zda podnik může odvádět daně do státního rozpočtu. Zaměstnanci chtějí vědět své mzdy, a zda-li bude podnik stále fungovat nebo není-li dokonce riziko, že přijdou o práci.

Finanční analýza vychází z dat z účetních výkazů, a to z rozvahy, výkazu zisku a ztráty, přehledu o peněžních tocích, přehledu o změnách vlastního kapitálu a z přílohy. Další data a informace můžeme získat z výroční zprávy a dalších podnikových zpráv. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2017, str. 17-19)

Podle Kaloudy (2017, str. 57) se jedná o posouzení finančního zdraví podniku. Zjednodušeně řečeno „*uvažujeme finanční analýzu především jako nástroj, který nám dovolí z běžně dostupných informací (účetní evidence podniku atd.) získat informaci další, jinak nedostupnou.*“

Analýza by se měla provádět v pravidelném období, aby výsledky byly správné a mohlo se hodnotit zdraví podniku. Výsledky z finanční analýzy nám ukazují minulost hospodaření z předchozích let a jeho současný stav. (Procházková, Jelínková, 2018, str. 138)

Základní postup finanční analýzy podle Procházkové a Jelínkové (2018, str. 138) zní:

1. Zjištění základních dat k uplynulému vývoji finanční situace podniku.
2. Následně dochází k řádné analýze získaných dat a stanovují se příčiny, které způsobily buď zlepšení, nebo zhoršení finanční situace podniku. Zároveň je vhodné zjištěná data porovnat například s oborovým průměrem, s konkurencí apod.
3. Zjištěné příčiny zlepšení či zhoršení představují základní informace, které se berou v potaz v dalším plánování a vývoji činností podniku.

K základním ukazatelům finanční analýzy patří (Scholleová, 2017, str. 197-198; Procházková, Jelínková, 2018, str. 138):

- Analýza absolutních ukazatelů – vertikální a horizontální analýza, bilanční pravidla
- Analýza poměrových ukazatelů – ukazatel rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti
- Rozbor rozdílových ukazatelů – rozbor pracovního kapitálu
- Souhrnné ukazatele finančního zdraví – bankrotní a bonitní modely

## **4.1. Účetní závěrka**

Účetní závěrka je upravována Ministerstvem financí, zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví a také soustavou podvojného účetnictví zmíněno v § 18. Musí obsahovat rozvahu, výkaz zisku a ztrát a přílohu, která vysvětluje a doplňuje informace z rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Struktura výkazů se průběžně aktualizuje Ministerstvem financí a změny jsou zaznamenány ve Finančním zpravodaji. Poslední úprava zákona proběhla v roce 2015. Účetní závěrka se sestavuje k poslednímu dni účetního období, tím myslíme účetní závěrku řádnou. Mimořádná účetní závěrka se také může sestavovat jako řádná. V případě, že se sestavuje mezitímní závěrka, nepodává se daňové přiznání. Podle Kislíngerové (2001, str. 41): „účetní závěrka podniku a výrok auditora podléhají tzv. zveřejňovací povinnosti, která je upravena § 20 a 21 zákona o účetnictví. Způsob zveřejňování údajů účetní závěrky: Obchodní věštník – podle § 2 zákona o přeměně obchodních společností a družstev mají účetní jednotky povinnost zveřejnit údaje v Obchodním věštníku.“ (zákon č. 125/2008) Dříve bylo toto znění v Obchodním zákonu č. 513/1991, který je k datu 1. 1. 2014.

Rozvaha je jedním ze základních účetních výkazů. Sděluje nám, ze kterých z nich vychází vlastní majetek podniku a jakým způsobem je financován. Jako všechny výkazy se sestavuje ke stanovenému datu. Důležité je, aby se aktiva rovnala pasivům, nikdy tomu nesmí být jinak. Postup analýzy postupuje od majetkové struktury (aktiv) k finanční struktuře (pasivům). Aktiva můžeme rozdělit na pohledávky za upsaný základní kapitál, dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a časové rozlišení. Pasiva rozdělujeme na tři části a to na vlastní kapitál, cizí zdroje a časově rozlišení. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 23, 31)

Výkaz zisku a ztráty se dělí na provozní, finanční a mimořádný, dále na výnosy a náklady. Výnosy chápeme peněžní částky, které firma získala z vlastních činností za určité účetní období. Náklady jsou opět peněžní částky, jež podnik vydal na vytěžení výnosů. Za účetní období nemusí dojít k reálnému zaplacení nákladů. Výsledek hospodaření podniku znamená rozdíl mezi všemi výnosy a všemi náklady. Dělí se - jak už jsem zmínila na začátku odstavce - na provozní, finanční a mimořádný. Provozní část se dělí na výnosy a náklady, rozdílem mezi těmito složkami vzniká provozní výsledek hospodaření. Pokud se odečítají výnosy a náklady u finanční části, vzniká finanční výsledek hospodaření. Součtem provozního a finančního výsledku hospodaření sníženého o daň z příjmů z běžné činnosti, vznikne výsledek hospodaření za běžnou činnost. Spolu s mimořádným výsledkem hospodaření vytvoří čistý zisk (neboli výsledek hospodaření za účetní období). (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 37-47)

Cash flow vznikne z rozdílu mezi příjmy a výdaji. Je to přehled o peněžních tocích a je významnou částí finančního řízení a analýzy podniku. Tento výkaz objasňuje přírůstky a úbytky finančních prostředků a příčiny, jak k nim došlo. Pro malé a střední podniky je cash flow důležitější než výsledek ziskovosti, protože pro vedení je důležité vědět, jestli mají finanční prostředky na každodenní chod podniku. Hodnota ztráty nemusí hned podnik přímo ohrožovat na existenci. Pod pojmem peněžní prostředky jsou „*peníze v hotovosti včetně cenin, peněžní prostředky na účtu včetně případného pasivního zůstatku běžného účtu a peníze na cestě.*“ Peněžní ekvivalenty jsou „*krátkodobý likvidní majetek, peněžní úložky s maximální výpovědní lhůtou 3 měsíce, likvidní a obchodovatelné cenné papíry, krátkodobé pohledávky s lhůtou splatnosti do 3 měsíců.*“ Jsou tři druhy cash flow – z provozní činnosti, investiční činnosti a z finanční činnosti. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, str. 48)

## **4.2. Analýza absolutních ukazatelů**

Vysvětlení pojmu absolutní ukazatele podle Kislingerové (2001, str. 63) znamená: „*absolutní ukazatele dávají představu o rozměrech jednotlivých jevů; podle toho, zda vyjadřují určitý stav nebo informují o údajích za určitý časový interval, hovoříme o veličinách stavových a tokových.*“ Veličiny stavové najdeme v rozvaze a veličiny tokové ve výkazu zisku a ztráty. Absolutní ukazatele formuluje východisko finančního rozboru podniku.

### **4.2.1. Horizontální analýza**

Taktéž zvaná analýza po řádcích, je finančně-analytická technika. Jedná se o analýzu vývinu finančních ukazatelů ve vazbě na čas. Výsledkem je časový trend daného ukazatele, který se dá použít pro odhad budoucího vývoje. Někdy může nastat situace, kdy minulý vývoj nemá pro současnost žádný důsledek. (Kalouda, 2017, str. 62)

### **4.2.2. Vertikální analýza**

Analýza po sloupcích, která „*pracuje se strukturou zvolených ukazatelů, předpokládá se přitom, že tato struktura se bude v čase měnit.*“ Za základ ve vertikální analýze se uvažuje celková suma analyzovaného ukazatele. (Kalouda, 2017, str. 62)

### **4.2.3. Bilanční pravidla**

Nestanovují nejvhodnější výši kapitálu, ale pouze jeho strukturu.

Zlaté bilanční pravidlo je pravidlo z horizontální analýzy. Pravidlo by mělo vycházet z časové vázanosti aktiv a pasiv, to znamená, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobými zdroji (vlastní cizí kapitál) a krátkodobý majetek krátkodobými zdroji. Hodnoty mohou být v absolutních číslech nebo procentech. (Synek, 2011, str. 352, 353; Scholleová, 2017, str. 71)

Zlaté pravidlo vyrovnání rizika nebo rovněž označované jako pravidlo vertikální kapitálové struktury vyžaduje, aby mezi vlastními a cizími zdroji byl poměr 1:1. Ve striktním případě pak vyšší u vlastních zdrojů než u cizích. Tento požadavek není nijak časově vázaný, jako tomu bylo u předchozího pravidla. Tím klesá riziko zadlužení

nebo samotná zadluženost. Tento poměr se používá pro vyjádření stupně zadluženosti. (Synek, 2011, str. 353; Scholleová, 2017, str. 74)

Pari pravidlo říká, že by měl být dlouhodobý majetek tvořen převážně z vlastních zdrojů, vůbec ne ze zdrojů cizích. Firma má použít tolik vlastních zdrojů, kolik je schopna vložit do dlouhodobého majetku, nikoliv více. (Scholleová, 2017, str. 75)

Růstové pravidlo navrhuje, aby dlouhodobý růst investic nepředběhl růst tržeb, investice by se měla odrážet v růstu tržeb. Není dobré, aby podnik investoval finance a tržby zůstaly stejné, potom investice do dané věci neměla význam. Pokud je investice dlouhodobého charakteru, potom se na toto pravidlo musí pohlížet z dlouhodobého časového úseku. (Synek, 2011, str. 353; Scholleová, 2017, str. 76)

### **4.3. Poměrové ukazatele**

Aby se mohla provést finanční analýza, musíme uspořádat ukazatele do jednotlivých skupin. Poměrové ukazatele zjišťují určitou stránku finančního zdraví podniku. Podle Kaloudy (2017, str. 72) je dělíme do skupin:

- Rentabilita
- Likvidita
- Aktivita
- Zadluženost
- Kapitálový trh

Všechny skupiny jsou si rovnocenné ve finanční analýze, žádná není nadřazená.

#### **4.3.1. Ukazatele rentability**

Ukazatelem rentability se rozumí, jak podnik dokáže investici promítnout do zisku. Čím vyšší je rentabilita podniku, tím lépe dokáže hospodařit se svým kapitálem a majetkem.

Obecně lze rentabilita definovat takto:

$$rentabilita = \frac{zisk \text{ (upravený, čistý)}}{vlastní kapitál}$$

ROA neboli rentabilita aktiv je důležitým kritériem v analýze. Poměruje zisk firmy s celkovými aktivy, není rozdíl, jestli byla investice financována vlastním nebo cizím kapitálem. Můžeme se setkat s více podobami, ale nejpříznivější definice je s použitím EBIT. Další variantou je použít zisk po zdanění EAT.

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

ROE, také známa jako rentabilita vloženého kapitálu vyjadřuje, jak efektivně podnik hospodaří s vloženým kapitálem vlastníků. Poměruje se, kolik čistého zisku připadne na jednu korunu vloženého kapitálu.

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

ROS je rentabilita tržeb představuje, kolik korun zisku firma vytvoří z jedné koruny tržeb. Lze použít pro výpočet jak EAT tak EBIT.

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

ROCE neboli rentabilita celkového vloženého kapitálu

$$ROCE = \frac{EAT + úroky * (1 - daňová\ sazba)}{VK + dlouhodobé\ závazky}$$

ROI, též rentabilita celkového vloženého kapitálu

$$ROI = \frac{EBIT * (1 - daňová\ sazba)}{A} * 100$$

Můžeme se setkat ještě s dalšími ukazateli, např. ziskové napětí. (Kalouda, 2017, str. 72, 73; Scholleová, 2017, str. 177)

### **4.3.2. Ukazatele likvidity**

Ukazatel likvidity ukazuje, jak podnik dokáže přetvořit aktiva na finanční prostředky. Především musí být schopen pokrýt své závazky včas, v dané podobě a na určitém místě. Tento ukazatel pracuje s dlouhodobým časovým úsekem. Hodnoty nesmí být vysoké ani hodně nízké. Vysoké hodnoty znamenají, že podnik na své prostředky poutá malé až žádné prostředky, a tak snižuje celkovou rentabilitu

podniku. Naopak nízká likvidita poukazuje, že podnik nemá správný počet zásob či financí. Podle Kaloudy (2017, str. 75) se rozdělují se do tří skupin:

- Běžná likvidita
- Pohotová likvidita
- Okamžitá či peněžní likvidita

Běžná likvidita primárně znázorňuje, o kolik více existuje oběžných aktiv než krátkodobé závazky. Navržená hodnota se pohybuje mezi 1,8 – 2,5.

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

Pohotová likvidita je definována podobně jako běžná likvidita, jen se od oběžných aktiv odečtou zásoby, které se hůře přeměňují na peněžní prostředky. Hodnota by se měla pohybovat v rozmezí 1 – 1,5.

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

Peněžní (okamžitá) likvidita je poměr mezi finančními prostředky, do kterých jsou zahrnuty peněžní prostředky z pokladny, z účtů a krátkodobé obchodovatelné cenné papíry a krátkodobé závazky. Správná hodnota by měla být 0,2 – 0,5.

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

(Kalouda, 2017, str. 75; Scholleová, 2017, str. 178, 179)

### **4.3.3. Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity představují, jak podnik dokáže využívat své veškeré majetkové části a zda-li má některých přebytek nebo nedostatek. Nedostatek může znamenat, že nebude moci v budoucím čase realizovat investice. Můžeme je rozdělit na dvě skupiny, první bude znázorňovat počet obrátů (počítáno za určité období) a druhá dobu obratu. Čím vyšší počet, tím vyšší zisk. Doba obratu znázorňuje průměrnou dobu trvání jednoho obratu majetku. Nejlepší je situace, kdy je doba obratu krátká a tím se maximalizují obrátky.



Obrat aktiv, kolikrát se obrátí celková aktiva za rok.

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

Obrat zásob, kolikrát se zásoby obrátí v jiné formy oběžného majetku

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

Doba obratu zásob říká, kolik dnů v průměru jsou zásoby v podniku, než dojde k jejich spotřebě. Můžeme se setkat s různým počtem dnů, někde je uvedeno 360 nebo 365.

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

Doba splatnosti pohledávek ukazuje, za kolik dní dostanou zapláceno za své výrobky a služby, za jak dlouho se promění v peněžní prostředky.

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

Doba splatnosti krátkodobých závazků nám udává, po jakou dobu firma používá bezplatný obchodní úvěr od svých dodavatelů.

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

(Kalouda, 2017, str. 74; Scholleová, 2017, str. 180, 181)

#### **4.3.4. Ukazatel zadluženosti**

Ukazatel zadluženosti vyjadřuje poměr mezi vlastními a cizími zdroji. Ukazuje, jak firma dokáže hradit svůj dluh. Důležité je myslet na majetek, který je na leasing, je zaznamenám ve výkazu zisku a ztrát, a ne v rozvaze. Ukazatelé zadluženosti mají různou podobu (Kalouda, 2017, str. 76; Scholleová, 2017, str. 183):

Celková zadluženost

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

Úrokové krytí

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

Věřitelské riziko

$$\text{věřitelské riziko} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}} * 100$$

Koeficient samofinancování

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} * 100$$

Finanční páka

$$\text{finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} * 100$$

#### **4.4. Rozbor pracovního kapitálu**

Pracovní kapitál existuje buď jako hrubý pracovní kapitál (gross working capital) a to jsou všechna oběžná aktiva či oběžné prostředky. Dalším je poté čistý pracovní kapitál (net working capital), který se vypočte rozdílem jako veškerá oběžná aktiva s veškerými krátkodobými závazky. Čistý pracovní kapitál je tvořen z pracovního kapitálu, který tvoří oběžná aktiva (zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek). „Čistý pracovní kapitál tedy představuje přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými dluhy, tedy tu část, která je financována dlouhodobými finančními zdroji. Protože dlouhodobý kapitál není okamžitě splatný, je tato část oběžného majetku k dispozici vedení podniku pro jeho podnikatelskou aktivitu.“ (Synek, Kislingerová, 2015, str. 279, 280) Vzorec pro výpočet čistého pracovního kapitálu je:

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

podrobnější vzorec pro výpočet NWC je:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{zásoby} + \text{pohledávky} + \text{peníze} - \text{krátkodobé závazky}$$

Pro použití NWC ve finanční analýze můžeme také použít poměrové ukazatele, které dáme do podílu s NWC. Ukazatel podílu NWC na aktivech nám říká, jak je velká

procentuální část NWC v aktivech. Příliš nízká hodnota je riziková a velká znamená špatná práce s využíváním kapitálu. Nejlepší procentuální hodnota by se měla pohybovat v rozmezí 10 – 15% pro výrobní podniky (Scholleová, 2017, str. 188). Vzorec zní:

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

Ukazatel podílu NWC na tržbách je pracovní kapitál související s výkonem firmy, kdy zvyšující se výkon firmy zvyšuje zároveň pracovní kapitál. Podíl NWC a tržeb by se neměl moc zvyšovat i přes nárůst pracovního kapitálu. Kdyby se zvyšoval, znamenalo by to, že firma špatně řídí čistý pracovní kapitál. Vzorec pro výpočet vypadá (Scholleová, 2017, str. 188):

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

Tyto vzorce můžeme také využít pro výpočet NCWC, tedy nepeněžního pracovního kapitálu, kde se počítá se zásobami a pohledávkami.

Do analýzy čistého pracovního kapitálu ještě patří obratový cyklus peněz. Tím můžeme odhadnout potřebnou výši čistého pracovního kapitálu. Obratový cyklus peněz znamená doba, která uplyne mezi platbou nakoupeného materiálu a přijetím inkasa za prodané vyrobené výrobky. Čím bude tento cyklus kratší, tím bude menší spotřeba čistého pracovního kapitálu. Obratový cyklus peněz a následující potřebu čistého pracovního kapitálu vypočteme takto (Synek, Kislingerová, 2015, str. 278; Scholleová, 2017, str. 188):

$$\text{Obratový cyklus peněz} = \text{doba obratu zásob} + \text{doba obratu pohledávek} - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

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

## 4.5. Tvorba finančního plánu

Než sestavíme finanční plán, rozdělíme podniková aktiva na dvě skupiny podle jejich vlivu na fungování podniku, na aktiva provozní a neprovozní.

Provozní aktiva slouží k vytváření hodnoty firmy a působí na hlavní činnost firmy. Při ocenění vidíme tuto hodnotu ve vygenerovaných peněžních příjmech,

hodnota aktiv je v hodnotě firmy obsažena výnosově a při jejich odstranění je vidět pokles v příjmech. Neprovozní aktiva negenerují žádný nebo jen malý finanční příjem. Jejich hodnota není obsažena v ocenění podniku. Do neprovozních aktiv můžeme zahrnout volné pozemky a budovy, finanční majetek či aktiva nadpočetná výrobní kapacitě podniku. Volný finanční tok získáváme z provozní činnosti firmy, neprovozní či mimořádné hodnoty oceníme zvlášť a následně přičteme k výnosové hodnotě. Rozdělení na tyto dvě skupiny je důležité z toho pohledu, že neprovozní výnosy mohou mít jiné riziko než výnosy z hlavní činnosti podniku. Proto se každé skupině připisuje jiná diskontní sazba. Dalším důvodem může být rozpoznání nevyužité či nepotřebné výrobní kapacity, prodejem by podnik získal příjem a nedošlo by ke snížení volného finančního toku. Nebo v budoucnu může být využita k navýšení obratu bez použití investice a tím podnik ušetří finanční výdaje. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 137, 138)

Finanční plán pro oceňování podniku je jiný než klasický finanční plán. Pro oceňování jsou použity jen potřebné dokumenty a nemusí být tak konkrétně zaměřené na detaily. Potřebné dokumenty se skládají z plánovaného výkazu zisku a ztrát, rozvahy a peněžních toků. Každý dokument má podobu ročního účetního výkazu po dobu až pěti let. Tyto dokumenty jsou využity při výnosových metodách oceňování podniku. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 138)

Při tvorbě plánu používáme více metod, kombinujeme metodu procenta tržeb, extrapolaci časových řad a propočty z doplňujících údajů. Metoda procenta tržeb *„spočívá v lineární závislosti vývoje určitých položek na pohybu tržeb z provozní činnosti, tedy na obratu podniku. Tyto položky tudíž tvoří konstantní procentuálně podíl na hodnotě provozních tržeb a na této úrovni jsou také zahrnuty do finančního plánu.“* (Vochozka, Mulač, 2012, str. 139) Tato metoda je vhodná pro většinu nákladových a výnosových položek i pro aktiva kromě nepotřebného majetku. Pokud nelze použít metodu procenta tržeb využijeme další metodu extrapolaci časových řad, kde analyzuje časové řady v minulosti a následně snažení o získání trendu, který by byl obsáhnut i v budoucí projekci. U kolísavých položek bez patrného trendu je nejpříznivější pro celý plánovací časový úsek vzít hodnoty z posledního roku nebo průměrnou hodnotu. Specifickou situaci mají položky mimořádné, které se do plánu nedávají. A jsou to položky mimořádných nákladů a výnosů, časového rozlišení, opravných položek, tvorby rezerv a u položek bezvýznamných, u kterých je nejlepší nechat jejich hodnotu po všechny roky konstantní, nebo je do plánu nezahrnout vůbec. Velikost určitých

položek nelze naplánovat přímo, je nezbytné udělat určité propočty. Jde zvláště o stanovení odpisů podle velikosti dlouhodobého majetku a odpisové politiky, pak o určení nákladových úroků na základě výše a ceny úročených cizích zdrojů, stanovení nerozdělených zisků a fondů z vlastního kapitálu na principu minulých výsledků a dané dividendové politiky, a na výši peněz vyrovnávací přebytek pasiv nad zbytkem aktiv. (Vochozka, Mulač, 2012, str. 138 – 140)

Pro tvorbu finančního plánu pro oceňování podniku jsou důležité tyto položky generátory hodnoty. Generátory hodnoty se podle Maříka rozumí (2011a, str. 125): „soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji je tímto východiskem metoda diskontovaných peněžních toků.“ V tomto případě pracujeme s generátory hodnoty ve formě tržeb, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu a do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míry, způsobu financování a doby, která předpokládá generování kladného peněžního toku. (Mařík, 2011a, str. 125, 126)

Po tvorbě finančního plánu je nejlepší provést krátkou finanční analýzu provedeného plánu. Analýza by měla pokračovat na finanční analýzu zdraví podniku z minulých let. Hlavním důvodem je, aby předpokládaný finanční vývoj korespondoval s dosavadním vývojem. Pokud by tak nebylo, museli by se změnit závěry z finanční a strategické analýzy k budoucímu vývoji podniku. (Mařík, 2011a, str. 156)

## 5. Analýza citlivosti

Analýza citlivosti zkoumá změny vstupních parametrů na výslednou hodnotu společnosti. Vývoj změn může ovlivnit budoucí investice např. (NPV, IRR a další). Označí faktory, které mohou na investice působit pozitivně či negativně. Faktory s negativním vlivem na investici by měly být sledovány nejvíce. „Obecně citlivost veličiny  $X$  na veličinu  $Y$  udává, jak se změní  $X$  při změně  $Y$  a při současném zachování stability ostatních veličin. Nejčastěji se sledují relativní změny – tj. o kolik % se změní veličina  $X$  při změně vstupní veličiny  $Y$  o 1 %.“ (Scholleová, 2009, str. 165)

Základní forma pro analýzu citlivosti je jednofaktorová analýza. Zjišťují se změny vstupných faktorů na výslednou výstupní hodnotu. Vždy se mění pouze zkoumaný faktor, ostatní faktory zůstávají na svých původních hodnotách. Rizikové vstupní

faktory mohou nabývat povahy pesimistické nebo optimistické, nebo je vychýlit o procentuální rozdíl např. o  $\pm 10\%$ . Pokud dojde při této změně výstupní hodnoty k minimálnímu rozdílu, není pro ni tak důležitý. Jenže pokud se změní o větší část, musíme tomuto vstupnímu rizikovému faktoru věnovat patřičnou pozornost. Předností této analýzy je její jednoduchost a názornost. Co se týče omezení analýzy citlivosti, tak sem zařadíme například zkoumání izolovaných změn, nerespektování možné závislosti zkoumaného vstupního faktoru na jiný vstupní faktor nebo nerespektování odlišné míry nejistoty různých faktorů rizika. (Fotr, Švecová, 2016, str. 255-260)

Analýza citlivosti je podle Scholleové (2009, str. 165-167) rozdělena do následujících kroků: identifikace sledovaných změn, zhodnocení predikovaných sledovaných veličin, odhad rozmezí, ve kterých se vstupní veličiny budou pohybovat, vlastní analýza citlivosti a tvorba výstupů a interpretace.

Analýza jde provést třemi způsoby, a to analytickou technikou, numerickou technikou nebo simulační technikou.

Analytická technika využívá přesně definovaný matematický vzorec, kde je sledovaný faktor zadán funkcí vstupních faktorů a jeho citlivost zapsaná parciální derivací funkce. Tato technika má výhodu v přesnosti a v obecné platnosti výsledku. Nevýhodou je těžká interpretace a matematická náročnost. (Scholleová, 2009, str. 167-168)

V numerické technice si nejprve musíme stanovit střední hodnotu sledovaného vstupního faktoru, tedy jeho nejpravděpodobnější hodnotu. Výsledky změn jsou sledovány různě, relativně, zda změna vstupního parametru změni výstupnou hodnotu o více než jedno procento. Absolutní změna znamená změnu vstupního faktoru o jednotku a poslední dopad změny je celkový, kdy se odhadne nejnižší a nevyšší hodnota vstupního faktoru. Výstupy mohou být tabulky nebo grafy (uzlový graf, Tornádo diagram a další). Výhodou je jejich lehčí interpretace a výsledky jsou pomocí grafu názornější. Nevýhodou je, že citlivost není univerzální, je závislá na dalších vstupních parametrech. (Scholleová, 2009, str. 168-177)

Simulační techniky jsou náročnější, protože je zapotřebí využití simulačních softwarů, i když jednoduchých. Výhodou této techniky je, že jednotlivé parametry nejsou hodnoceny izolovaně. Výstup je zpracován numericky, kde výsledkem jsou i další míry rizika. Simulační software vytvoří tisíce scénářů a z nich je následně vytvo-

řen kvalifikovaný statisticky zpracovaný souhrnný výstup. Tato technika je, jak jsem už zmínila, náročnější, a to z důvodu nutnosti znalosti matematického modelování a práce se samotným softwarem. (Scholleová, 2009, str. 177)

# PRAKTICKÁ ČÁST

## 6. Ocenění podniku Contipro, a.s.

V této kapitole se budu zabývat praktickou stránkou teoretické části, kde jsem popsala postupy a metody oceňování podniku. Představím základní informace o oceňovaném podniku, vypracuji strategickou a finanční analýzu, vytvořím finanční plán a stanovím hodnotu firmy.

### 6.1. Účel, předmět a datum ocenění

Úkolem praktické části je stanovení hodnoty podniku Contipro, a. s. pro vlastníky firmy ke dni 1. 1. 2019. Účelem diplomové práce je odhad hodnoty podniku, pro případného externího kupce.

Veškeré informace o této firmě byly získané z veřejně dostupných informací. S podnikem nebyla zahájena žádná komunikace ani spolupráce s majiteli nebo jinými osobami spojenými s oceňovaným podnikem. Předpoklad získaných informací je správnost a pravdivost, autor diplomové práce nijak neověřoval jejich věrohodnost. Autor nemíní mít zájem o majetek této firmy.

### 6.2. Společnost Contipro, a.s.

#### 6.2.1. Základní informace o společnosti

Veškeré údaje jsou získané z internetového zdroje Justice.cz (2018)

Název společnosti:	Contipro a.s.
Sídlo:	Dolní Dobrouč 401, 561 02
Právní forma:	Akciová společnost
Identifikační číslo:	609 17 431
Datum vzniku:	30. prosince 1994
Základní kapitál:	45 000 000,- Kč



Předmět podnikání:	Výroba léčiv  Výroba elektřiny  Opravy ostatních dopravních prostředků a pracovních strojů  Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence  Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Předseda představenstva:	doc. RNDr. Vladimír Velebný, CSc.
Členka představenstva:	Bc. Zuzana Bubnová, MBA
Dozorčí rada:	Ing. Petr Velebný



Logo:

Webové stránky: [www.contipro.cz](http://www.contipro.cz)

## **6.2.2. Popis společnosti**

Současný majitel dříve vlastnil jinou firmu, se kterou začínal vyrábět výživové produkty takřka na kolena, bez jakýchkoliv technologií v roce 1990. Firma se jmenovala CONnetive Tissue PROducts, vyráběla produkty pojivových tkání. Na konci roku 1994 zápisem do obchodního rejstříku u krajského soudu v Hradci Králové začala vyrábět pod stejným majitelem doc. Vladimírem Velebným výživové produkty. Podnik vystřídal různé názvy jako např. Contipro C a.s. nebo Contipro Pharma a.s. Dnešní název je až od roku 2016. Od založení se ve firmě vystřídal několik členů v představenstvu, jen generální ředitel je od počátku. Jak už jsem zmínila, firma začínala výrobou výživových produktů na pojivové tkáně. Následovaly výrobky z kyseliny hyaluronové pro různé kosmetické firmy. V roce 1998 firma zamýšlí na nové produkty, mění své vize a cíle. O dva roky později přichází na trh s veterinárními léčivými na klouby, nejzásadnějším produktem je Bonharen, na který

následně navazují další podobné produkty. Dále v roce 2004 firma nabídne výrobky z humánní medicíny. Produkty jsou určené na lepší a rychlejší hojení chronických a komplikovaných ran. Hyiodine je na bázi kyseliny hyaluronové a jódu. O pět let později Contipro získá prestižní ocenění za projekt Výzkumné a vývojové centrum pro lékařské nanobiotechnologie. Ocenění získal od agentury Czechinvest a Sdružení pro zahraniční investice AFI. V témže roce otevírá nové výzkumné středisko na evropské úrovni. V roce 2012 pořídí přístroj na výrobu nanovláknem a tak firma zavítá do nového oboru na výrobu nanotechnologických materiálů, které mají využití v biomedicíně a tkáňovém inženýrství. Následně v roce 2015 otevírají novou linku na výrobu Hyaluronanu, která jim udrží stálou pozici v konkurenceschopnosti. Nejen, že firma vybuodovala svou vlastní veřejnou školku, ale v září 2016 otevírá ve stejném městě Žamberku i základní školu. Aktivně podporuje vzdělávání budoucích zájemců v tomto oboru. Vytváří programy pro všechny stupně školského vzdělávacího systému. V létě pořádá stáže pro studenty.

### **6.2.3. Produkty**

Produkty jsou všechny vyráběné z kyseliny hyaluronové a jejích sloučenin. Využití mají v různých oborech od produktů pro humánní tak i veterinární medicínu.

- Léčivé látky – kyselina hyaluronová, hyaluronát sodný
- HA formy a speciality – produkty z hyluronanu
- Na hojení ran – Hyiodine, Sorelex
- Látky proti stárnutí pleti – produkty na bázi kyseliny hyaluronové
- Veterinární produkty – Geloren HA, Geloren Dog, Dentaren, Kelparen, Bobharen, Anigran
- Nanotechnologie – nanovlákná z kyseliny hyaluronové a jiných polymerů

## **6.3. Strategická analýza**

Strategickou analýzu jsem rozdělila na dvě části na analýzu makroprostředí a analýzu mikroprostředí.

### **6.3.1. Analýza makroprostředí**

V analýze makroprostředí použiji PEST analýzu, o které jsem se zmínila v teoretické části. PEST analýza je rozdělena na čtyři faktory – politické, ekonomické, sociální a technické.

#### **6.3.1.1. Politické faktory**

Do politických faktorů řadíme politické, legislativní, právní záležitosti pro daný obor podnikání. Česká republika se řadí do vládní formy demokracie, tudíž může podnikat kdokoliv. Firma se musí řídit především zákony, do kterých patří zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., zákon o daních z příjmu č. 586/1992 Sb., zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb., zákon o léčivech č. 378/2007 Sb., vyhláška o výrobě a distribuci léčiv č. 229/2008 Sb. a mnoho dalších (sukl.cz, 2018, [online]). Firma vyrábí léčiva, která kontroluje Státní ústav pro kontrolu léčiv a legislativa ČR. Podnik se zavázal ekologickou výrobou svých produktů, které jsou šetrné k životnímu prostředí. Tyto záležitosti jsou zapsané v zákoně o ekologickém zemědělství č. 242/2000 Sb. V České republice se můžeme setkat se třemi sazbami DPH, 10%, 15% a 21%. Prodej farmaceutických produktů, léčiv, spadá do sazby 10%.

#### **6.3.1.2. Ekonomické faktory**

Hrubý domácí produkt (HDP)

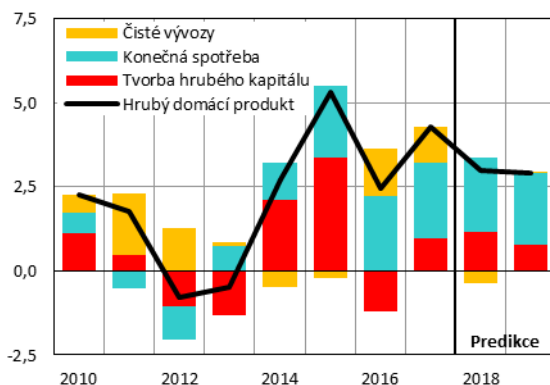
Hodnota hrubého domácího produktu ukazuje hodnotu nově vyrobených statků a služeb za určitý čas a na určitém místě. Využívá se pro stanovení vývoje ekonomiky. Světový ekonomický růst je slabší, než se předpokládalo v první polovině minulého roku. Je to napětím v globálních obchodních vztazích či zpřísněním měnové politiky, a hlavně zvyšující se politická nestabilita v různých světových zemích. Podle Ministerstva financí České republiky ekonomický růst v eurozóně a v Evropské unii během předminulého roku 2017 byl nejrychlejší. Tempo růstu za posledních 10 let bylo nejrychlejší. Následující tabulka nám ukazuje, aktuální a minulou predikci růst HDP. Aktuální hodnota klesla z 3,2 % na 3,0 % během minulého roku. Hodnota letošního roku 2019 klesla z 3,1 % na 2,9 %. (mfcr.cz, 2018, [online])

Tabulka 6: Vývoj HDP v ČR a jeho predikce

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
							Aktuální predikce	Minulá predikce		
HDP	mld. Kč	4098	4314	4596	4768	5045	5296	5568	5300	5589
	růst v %	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,3	3	2,9	3,2	3,1

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

Obrázek 5: Vývoj HDP v %



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

## Míra inflace

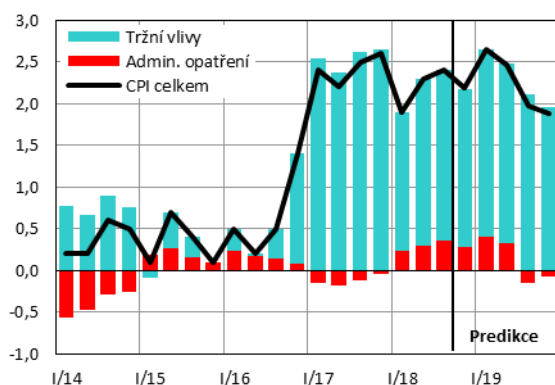
Míra inflace „vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců.“ (czso.cz, 2018, [online]) Toto platí i pro každý kalendářní měsíc. Roční průměrná hodnota v roce 2017 byla 2,5%. Podle Ministerstva financí ČR „Ize očekávat, že se v této oblasti bude, vzhledem k proinflačním efektům vývoje mezd a platů, kladné produkční mezery a nárůst korunových cen ropy, pohybovat přibližně do poloviny roku 2019. predikce průměrné míry inflace se nemění, pro rok 2018 očekáváme 2,2 %, v příštím roce 2,3 %.“ (mfcr.cz, 2018, [online])

Tabulka 7: Míra inflace v ČR a její predikce

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
							Aktuální predikce	Minulá predikce		
Průměrná míra inflace	%	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,2	2,3	2,2	2,3

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

Obrázek 6: Meziroční vývoj růstu spotřebitelských cen



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

## Nezaměstnanost

Pojmem nezaměstnanost myslíme procentuální podíl nezaměstnaných lidí, kteří si aktivně hledají práci (starší 15 let a schopni nástupu do zaměstnání do 14 dnů) k počtu ekonomicky aktivních lidí. Podle Ministerstva financí „i přes limity trhu práce nadále pokračuje vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrvale přesahuje hranici 1 %. Nedostatek zaměstnanců je primární bariérou pro další extenzivní růst produkce, což firmy motivuje k investicím zvyšujícím produktivitu práce. Prostor pro další pokles nezaměstnanosti je značně omezený. Proto odhad míry nezaměstnanosti zůstává shodný s předchozí predikcí – pro oba roky činí 2,3 %.“ (mfcr.cz, 2018, [online])

Tabulka 8: Míra nezaměstnanosti v ČR a její predikce

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
							Aktuální predikce		Minulá predikce	
<b>Míra nezaměstnanosti</b>	průměr %	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,3	2,3	2,3	2,3

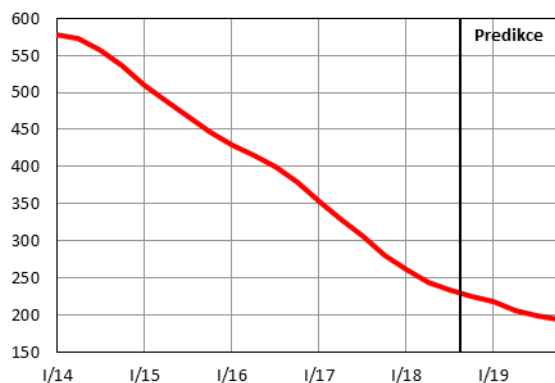
Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

Nízká míra nezaměstnanosti má vliv na poptávku po kvalifikovaně zaměřených lidí do určitých oborů. Nezaměstnaní nemají potřebnou kvalifikaci pro nabízenou práci nebo tomu může být naopak, že jsou překvalifikovaní.

V našem případě se může jednat o první případ, tedy málo kvalifikovaných lidí do nabízených pracovních pozic. V této firmě je potřeba mít kvalifikaci do biotechnologie a nanotechnologie, tedy podmínka pro příjem nových zaměstnanců. Proto

může nastat problém u výběrového řízení, nezaměstnaných s touto speciální kvalifikací může být málo. Nebo naopak je dostatek, ale nemají potřebnou praxi v oboru.

Obrázek 7: Registrovaná nezaměstnanost v tis. osob, sezónně očištěno



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

#### Měnový kurz

Firma Contipro spolupracuje i se zahraničními firmami. Proto je pohyb kurzu velmi důležitým parametrem. Vyjma měsíce července se kurz koruny vzhledem k euru ve 3. čtvrtletí pohyboval mezi hodnotami 25,4 – 26,0 CZK/EUR a v průměru 25,8 CZK/EUR. Tyhle hodnoty byly shodné s predikcí minulého čtvrtletí. V únoru byla hodnota maximální a od té doby kurz oslabil o více než 2,5 % i přes zvýšený úrokový diferencíál vůči eurozóně o 1,0 p. b. Nejen koruna vůči euru oslabila ale i další evropské měny, příčinou můžou být politické situace mezi USA a Čínou a ekonomická situace v Turecku. Ve 4. čtvrtletí by koruna mohla posílít o 1 % na 25,4 CZK/EUR a tak by roční průměr za rok 2018 byl 25,5 CZK/EUR. Na rok 2019 se očekává její posílení na 24,9 CZK/EUR. Kurz koruny k americkému dolaru je závislý na kurzu USD/EUR. Hodnota v posledním čtvrtletí roku 2018 byla 1,17 USD/EUR. (mfcz.cz, 2018, [online])

Tabulka 9: Měnové kurzy – roční

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
								Predik- ce	Predik- ce	Vý- hled	Vý- hled
<b>Nominální měnové kurzy</b>											
<b>CZK/EUR</b>	roční průměr	25,1 4	25,9 7	27,5 3	27,2 8	27,0 3	26,3 3	25,5	24,9	24,4	24,0
	zhodnocení v %	-2,2	-3,2	-5,7	0,9	0,9	2,7	3,1	2,5	2,0	1,9
<b>CZK/USD</b>	roční průměr	19,5 8	19,5 6	20,7 5	24,6 24,6	24,4 3	23,3 9	21,5	21,2	20,8	20,4
	zhodnocení v %	-9,7	0,1	-5,7	-	15,7	0,7	4,5	8,8	1,2	2,0
<b>Nominální efektivní měnový kurz<sup>1)</sup></b>	průměr 2015=100	108,9	106,4	100,8	100,0	102,4	105,4	109,0	112,0	114,0	117,0
	zhodnocení v %	-3,5	-2,3	-5,2	-0,8	2,4	2,9	3,8	2,5	2,0	1,9
<b>Reálný měnový kurz vůči EA19<sup>2)</sup></b>	průměr 2010=100	99,8	96,8	92,7	93,3	94,7	97,6	101,0	104,0	107,0	109,0
	zhodnocení v %	-2,1	-3,0	-4,2	0,7	1,5	3,0	3,7	3,1	2,1	2,1
<b>Reálný efektivní měnový kurz<sup>3)</sup></b>	průměr 2010=100	99,2	96,9	91,8	91,2	93,5	96,8	-	-	-	-
	zhodnocení v %	-2,8	-2,3	-5,2	-0,7	2,5	3,6	-	-	-	-

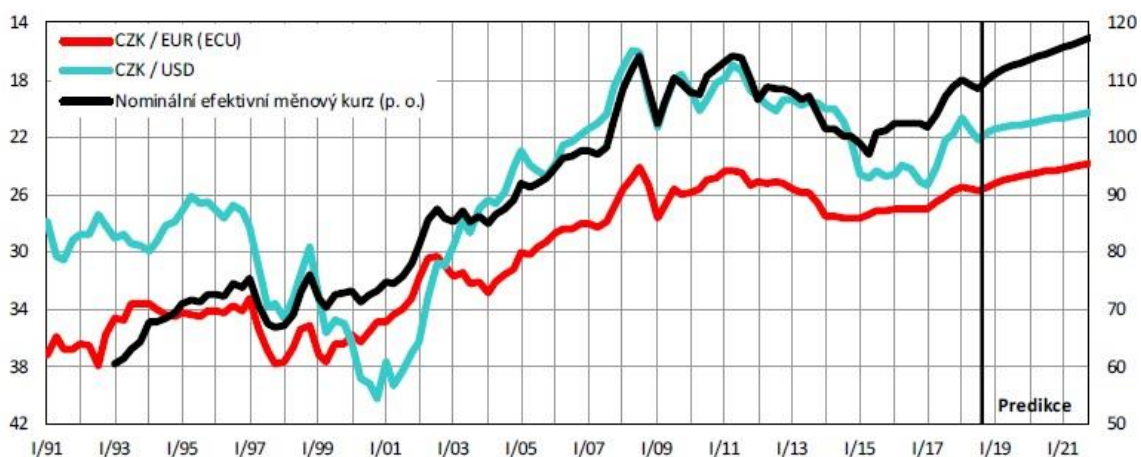
1) Index agregující měnové kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

2) Index popisuje meziroční reálné zhodnocení CZK/EUR, definováno deflátořou HDP.

3) Propočty Eurostatu, deflováno CPI, vůči 42 zemím. Součást analýzy a hodnocení makroekonomických nerovnováh Evropskou komisí.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

Obrázek 8: Graf nominální měnové kurzy



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

### Úrokové sazby

Sazba PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate) se během 3. čtvrtletí zvýšila na hodnotu 1,3 %. Sazba by se mohla v průběhu posledního čtvrtletí zvýšit a dosáhnout v průměru 1,2 %. Ohledně předpokladu, že dojde k urychlení zvýšení měnopolitických úrokových sazeb, se v letošním roce 2019 tříměsíční PRIBOR mohl dostat v průměru na 2,1 %. Dlouhodobé úrokové sazby se postupně zvyšují. „*Výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů pro konvergenční účely ve 3. čtvrtletí 2018 dosáhl v průměru 2,1 %.*“ Na konci roku 2018 a v letošním roce se předpokládá, že dlouhodobé úrokové sazby dále porostou. Důsledkem vývoje inflace a měnové politiky ČNB a ECB. Hodnota by se mohla buď udržet na stejném procentu, nebo zvýšit na hodnotu 2,6 %.

Úvěry domácností jsou stále stejné, od roku 2017 se drží nad hodnotou 7,5 %. Je to dané tím, že  $\frac{3}{4}$  celkové objemu tvoří úvěry na bydlení. Stálá hodnota těchto úvěrů nepředstavuje pro ekonomiku žádnou hrozbu.

Meziroční růst celkových úvěrů se udržuje od 2. čtvrtletí stejný sestupný trend u nefinančních podniků. Může to být následkem, že firmy financují především vlastními zdroji nebo alternativními zdroji (vydáním dluhopisů). Korunové úvěry zrychlily růst na 3,2 % a cizoměnové poklesly poprvé roku 2012 o 0,7 %.

Meziroční růst vkladů domácností dorazil k hodnotě 6,4 %, u nefinančních podniků na 2,2 %. Tempo růstu pomalu klesá. (mfcz.cz, 2018, [online])



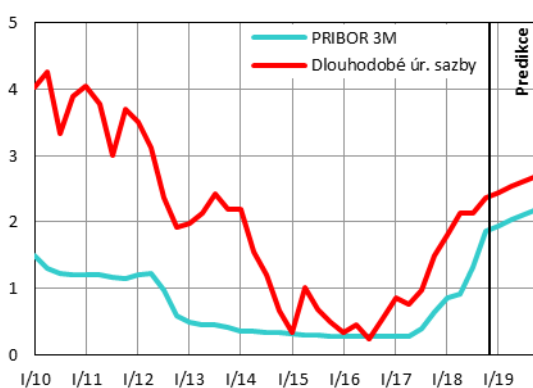
Tabulka 10: Úrokové sazby – roční

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
										Predikce	Predikce
<b>Repo 2T ČNB (konec období)</b>	v % p. a.	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	-	-
<b>Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)</b>	v % p. a.	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,00	0,00	-	-
<b>Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)</b>	v % p. a.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	-	-
<b>PRIBOR 3M</b>	v % p. a.	1,31	1,19	1,00	0,46	0,36	0,31	0,29	0,41	1,2	2,1
<b>Dlouhodobé úrokové sazby<sup>1)</sup></b>	v % p. a.	3,88	3,63	2,73	2,19	1,41	0,63	0,40	1,03	2,1	2,6
<b>Klienstké úrokové sazby</b>											
<b>Úvěry domácnostem</b>	v % p. a.	7,01	6,84	6,47	6,05	5,59	5,15	4,65	4,10	-	-
<b>Úvěry nefinančním podnikům</b>	v % p. a.	4,11	3,94	3,72	3,20	3,01	2,78	2,59	2,57	-	-
<b>Vklady domácnosti</b>	v % p. a.	1,25	1,20	1,18	1,02	0,85	0,65	0,47	0,36	-	-
<b>Vklady nefinančních podniků</b>	v % p. a.	0,56	0,51	0,56	0,41	0,29	0,19	0,10	0,05	-	-

<sup>1)</sup> Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

Obrázek 9: Úrokové sazby



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce – listopad 2018 [online]

### **6.3.1.3. Sociální faktory**

Contipro se snaží svým postojem ke vzdělávání mladých nástupců v nich probudit lásku v oboru medicínském, biomedicínském a nanotechnologickém. Založil veřejnou mateřskou školku a základní školu, dále vytváří vzdělávací programy pro střední školy i vysoké školy. Nabízí stáže pro studenty i doktorandy. Podporují začínající jedince, malé skupiny nebo malé podniky, které mají inovativní nápady ve zdravotnictví nebo farmacii. Hlavní výhodou firmy oproti konkurenci je vlastní výzkum a vývoj nových látek a technologií pro následné produkty. Pomocí vlastního výzkumu získává firma patenty na výrobu určitých a nových produktů. Aby byla firma ekologičtější, má vlastní čističku odpadních vod a solární panely. Protože posledních pár let se hodně povídá o šetrnosti k našemu životnímu prostředí, firmy se snaží být ekologičtější. Contipro vyrábí i produkty, které jsou ekologicky rozložitelné, a tak ohleduplné k přírodě. Podnik se účastní i několika projektů, kde se například vyvíjí chirurgická technologie pro dopravení kmenových buněk do srdce postižené infarktem. Tato technologie bude v budoucnu určitě velmi užitečná, protože dnešní životní styl je velmi uspěchaný a lidi dostávají srdeční kolapsy daleko v mladším věku, než tomu bylo dříve.

### **6.3.1.4. Technologické faktory**

Contipro si zakládá na vývoji nových technologií, kde přišla na svět nová nanotechnologie 4SPIN, která vyrábí nanovlákná z kyseliny hyaluronové a jiných polymerů. Pomocí nových technologií může vyrábět nové produkty, za které získává patenty a ocenění. Zúčastňuje se několika mezinárodních projektů pro vynalezení technologií ve zdravotnictví farmacii. V sociálních faktorech jsem zmínila jeden projekt a dalším je například vývoj funkčního hydrogelového biomateriálu schopného nést Langerhansovy buňky do pankreatu s cílem léčby diabetu mellitus.

## **6.3.2. Analýza mikroprostředí**

### **6.3.2.1. Porterův model pěti sil**

Porterova analýza pěti sil se zabývá především konkurencí, zda podnik dokáže konkurovat a být mezi nejlepšími na trhu. Do analýzy patří stávající konkurence, potenciální konkurence, vliv zákazníků, dodavatelé a substituční produkty.

## Stávající konkurence

Firma nemá na konkurenčním trhu žádného konkurenta, který by ohrozil postavení na trhu. Výrobu nanovláken nejnovější technologií 4SPIN z kyseliny hyaluronové nevyrábí žádná jiná firma na světovém trhu. Stávající konkurence je především v kosmetických přípravcích, které obsahují kyselinu hyaluronovou, výrobci jsou např. Ryor nebo SynCare. U veterinárních produktů je stávajícím konkurentem kanadská společnost LightHouse International Inc., která je divizí farmaceutické společnosti Pharma United Inc. Produkuje přípravky na lepší hojení ran a na zlepšení potíží pohybového aparátu – produkty Alavis.

## Potenciální konkurence

Potenciálním konkurentem může být podnik, který vymyslí podobnou nebo lepší technologii na výrobu nanovláken z kyseliny hyaluronové. Dále to mohou být podniky, které budou mít lepší výsledky z testování na produkty proti stárnutí pleti či veterinární produkty na pohybový aparát. Nesmím zapomenout na produkty do humánní medicíny na lepší hojení ran při komplikovaných úrazech.

## Vliv zákazníků

Zákazníci mají určitě velký vliv na tržby podniku, pokud by přestal, nebo klesl prodej produktů, mohl by podnik přijít o velký příjem. Mezi zákazníky neřadíme pouze samotné jedince, kteří si kupují produkty na internetu či v obchodech, ale také větší odběratele v podobě zdravotních středisek a veterinárních klinik.

## Dodavatelé

Dodavatelé, kteří dodávají primární produkty, se nacházejí na obsazeném trhu, tedy riziko je nízké a primární dodavatel může být lehce nahraditelný.

## Substituční produkty

Substituční produkty dosud neexistují. Všechny dosavadní produkty jsou vyrobené složitým technologickým postupem, kterým doposud nikdo jiný nevyrábí. Proto jako substituty se mohou jevit např. veterinární produkty, pro svou nižší cenu.

### 6.3.2.2. SWOT analýza

Do SWOT analýzy řadíme slabé a silné stránky, příležitosti a hrozby. Jednotlivé body do této analýzy jsem použila z předchozí analýzy Porterova modelu. Podnik má dlouholetou tradici, která je stále dostatečně silná, aby dokázala konkurovat v tržním prostředí. Od začátku své existence se věnuje produktům, které obsahují kyselinu hyaluronovou a stále je vylepšují, aby dosáhli nejlepších výsledků. Jediné, co může mít negativní vliv je vývoj ekonomiky, pokud koruna bude posilovat vůči euru, může podnik přicházet o zisky. Věkové složení obyvatelstva je stále starší, vyšší počty obyvatel se pohybují ve vyšším věku, proto může dojít k vyššímu odběru kosmetických přípravků, přípravků na lepší hojení ran v humánní medicíně nebo produkty na lepší pohyb pohybového aparátu. V následující tabulce jsou nejvýznamnější body analýzy.

Tabulka 11: SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"><li>• Dlouhodobá tradice</li><li>• Kvalita produktů</li><li>• Inovace produktů a technologií</li><li>• Prodej produktů do mezinárodních společností</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Málo kvalifikovaných lidí</li><li>• Náročný a dlouhý vývoj nových produktů</li></ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"><li>• Účast na mezinárodních projektech</li><li>• Rostoucí poptávka po kvalitních produktech</li><li>• Vstoupit do humánní medicíny</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nároky na lepší technologie</li><li>• Legislativa</li><li>• Stávající konkurence</li><li>• Vznik potenciální konkurence</li></ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6.4. Finanční analýza

Finanční analýza je jednou ze základních věcí pro oceňování podniku. Analyzuje finanční výkonnou stránku firmy za časové období 2011 – 2017 a odhaduje budoucí výnosy podniku Contipro a.s. Hlavním zdrojem pro finanční analýzu jsou účetní výkazy dostupné ze stránky Justice.cz (2018, [online]). Ve finanční analýze budou použity různé metody – horizontální a vertikální analýza, bilanční pravidla, analýza poměrových ukazatelů a analýza pracovního kapitálu.

### 6.4.1. Analýza účetních výkazů

#### 6.4.1.1. Horizontální analýza

Horizontální analýza analyzuje meziroční změny jednotlivých bodů v rozvaze a ve výkazu zisku a ztrát. Dělí se na dva druhy, na absolutní a relativní vyjádření. Pro naše výpočty použijeme pouze absolutní vyjádření změn. Absolutní vyjádření se vypočítá jako:

$$\text{absolutní změna} = \text{hodnota běžného období} - \text{hodnota minulého období}$$

A relativní vyjádření se vypočítá v procentech jako:

$$\text{relativní změna} = \frac{\text{absolutní změna}}{\text{hodnota minulého období}} * 100$$

Horizontální analýza aktiv

Tabulka 12: Horizontální analýza aktiv - absolutní změna v tis. Kč.

	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
AKTIVA CELKEM	6 936	74 100	- 41 641	77 025	785 692	181 708
Dlouhodobý majetek	8 754	50 572	- 41 844	68 057	330 499	86 009
Dlouhodobý nehmotný majetek	191	- 325	- 635	- 146	10 864	1 312
Dlouhodobý hmotný majetek	2 022	- 5 486	46 277	68 054	429 410	- 15 300
Dlouhodobý finanční majetek	6 541	56 383	- 87 486	149	- 9 775	-
Oběžná aktiva	- 2 286	23 321	79	7 957	354 339	195 742
Zásoby	2 617	- 3 697	- 5 011	8 787	44 214	18 705
Dlouhodobé pohledávky	-	-	-	-	-	-

Krátkodobé pohledávky	- 31 788	6 507	7 498	24 507	25 741	44 129
Krátkodobý finanční majetek	26 885	20 511	- 2 408	- 25 337	284 384	132 908

Zdroj: Vlastní zpracování

Celková aktiva měla meziročně velké výkyvy. Největší byl mezi roky 2015 a 2016. Příčinou byl velký nárůst dlouhodobého majetku, a to především majetku hmotného. Další věcí byla zvýšená hodnota u oběžných aktiv, kde narostl krátkodobý finanční majetek. Hned v prvním období je nejnižší nárůst celkových aktiv. Mezi roky 2013 a 2014 nebyl nárůst ale pokles celkových aktiv, z důvodu velkého poklesu v dlouhodobém finančním majetku. A také za vybrané časové rozmezí je nejnižší hodnota oběžných aktiv. V období 2015 – 2016 byla velká investice do dlouhodobého hmotného majetku a zásob. V posledním období nedošlo k žádné podstatné změně.

Horizontální analýza pasiv

Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv - absolutní změna v tis. Kč.

	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
PASIVA CELKEM	6 936	74 100	- 41 641	77 025	785 692	181 708
Vlastní kapitál	6 558	57 777	- 43 364	63 859	750 566	156 483
Základní kapitál	-	-	-	-	-	-
Kapitálové fondy	-	-	-	-	- 80 311	57 582
Rezervní fondy, nerodělená fond a ostatní fondy ze zisku	5 177	- 22	- 66	493	7 572	- 13 500
Výsledek hospodaření minulých let	10 747	29 082	- 41 202	55 202	707 641	128 449
Výsledek hospodaření běžného účetního období	- 9 366	28 717	- 2 096	8 164	115 205	- 15 589
Cizí zdroje	- 571	16 088	437	12 425	29 976	22 662
Rezervy	-	-	-	-	79	27
Dlouhodobé závazky	782	- 79	- 27	4 533	16 816	- 141
Krátkodobé závazky	- 1 353	16 167	464	7 892	13 081	22 776

Zdroj: Vlastní zpracování

Období 2011-2012, ve kterém byl vlastní kapitál skoro 7 mil. Kč. Jediné období, kdy došlo ke snížení krátkodobých závazků. Následující meziroční nárůst byl u také u vlastního kapitálu, hodnota se navýšila přes 57 777 tis. Kč a u cizích zdrojů bylo o 16 mil. Kč. V období 2013-2014 dosáhl vlastní kapitál snížení, bezmála přes 43 mil. Kč. Meziroční období 2014-2015 bylo podobné jako předminulé, ale to následující mělo nárůst ve vlastním kapitálu přes 750 mil. Kč. Došlo k největšímu zlomu v hodnotách jak u pasiv, tak u aktiv, o kterých jsem psala výše. Období poslední 2016-2017 bylo přínosné ve vlastním kapitálu.

#### Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Tabulka 14: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změna v tis. Kč.

	2011- 2012	2012- 2013	2013- 2014	2014- 2015	2015- 2016	2016- 2017
Tržby za prodej zboží	30	- 34	15	- 36	20	- 43
Náklady vynaložené na prodané zboží	17	- 15	- 2	- 16	43	- 52
Výkony	1 637	36 939	23 553	59 633	332 237	38 072
Výkonová spotřeba	8 386	9 448	8 129	31 967	60 666	25 156
Osobní náklady	4 419	4 530	10 722	12 891	72 073	11 025
Daně a poplatky	8	111	- 106	6	1 237	629
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 162	1 521	242	13 384	52 753	6 412
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	450	- 497	1 179	- 90	709	- 334
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	- 1 570	- 595	1 098	- 38	- 190	105
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů v příštích období	-	-	-	-	26	-
Ostatní provozní výnosy	- 445	3 943	50	10 011	- 5 886	749
Ostatní provozní náklady	57	154	1 264	- 575	3 250	3 547
Provozní výsledek hospodaření	- 13 807	25 197	3 450	11 899	135 692	9 436
Výnosové úroky	758	- 69	201	- 1 958	38	- 171
Nákladové úroky	- 1	-	-	4	90	- 94
Ostatní finanční výnosy	- 1 215	8 907	- 5 747	1 065	- 3 231	2 666
Ostatní finanční náklady	- 2 205	- 2 733	1 974	2 716	- 4 028	30 580
Finanční výsledek hospodaření	1 749	11 571	- 7 520	- 3 613	745	- 27 991
Daň z příjmů za běžnou činnost	- 2 858	7 122	- 1 210	302	21 230	- 2 966
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	- 9 200	29 643	- 2 857	7 984	115 207	- 15 589

Mimořádné výnosy	- 152	-	- 1	2	3	- 5
Mimořádní náklady	14	926	- 762	- 178	-	-
Mimořádný výsledek hospodaření	- 166	- 926	761	180	3	- 5
Výsledek hospodaření za účetní období	- 9 366	28 717	- 2 096	8 164	115 205	- 15 589
Výsledek hospodaření před zdaněním	- 12 224	35 839	- 3 306	8 466	136 435	- 18 555

Zdroj: Vlastní zpracování

V prvním období 2011-2012 byly tržby něco málo přes 1,6 mil. Kč, jenže výkonová spotřeba převyšovala tržby, a proto se objevila snížená hodnota výsledku hospodaření. Toto období 2012-2013 už byly výkonová spotřeba nižší než samotné tržby a výsledek hospodaření ukazoval zvýšení hodnoty. Tržby se zvedly o 30 mil. Kč a výsledek hospodaření skoro dosáhl na 30 mil. V období následujícím 2013-2014 došlo ke snížení výsledku hospodaření v důsledku snížení tržeb a ostatních finančních výnosů. V období 2014-2015 se především zvýšila hodnota výkonu a ostatních výnosů, i přes zvýšenou hodnotu výkonové spotřeby, zůstala hodnota výsledku hospodářství zvýšená. V předposledním období 2015-2016 nastala největší změna v položkách výkonu, výkonové spotřeby, osobních nákladech a odpisech. Tyhle změny byly také promítnuté v předchozích tabulkách aktiv a pasiv. Proto hodnota výsledku hospodaření dosáhla hodnot až 115 mil. Kč. V posledním analyzovaném období 2016-2017 byly vyšší náklady než výnosy, a tak došlo ke snížení hodnoty hospodaření o 15 mil. Kč.

#### **6.4.1.2. Vertikální analýza**

Vertikální analýza analyzuje rozvahu i výkaz zisku a ztrát. V případě rozvahy jde o celkovou sumu aktiv a pasiv k jednotlivým položkám v aktivech a pasivech, ve výkazu zisku a ztrát jde o celkovou sumu tržeb k jednotlivým položkám.

Vertikální analýza aktiv

Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	51%	54%	58%	50%	60%	47%	47%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%
Dlouhodobý hmotný majetek	29%	29%	19%	44%	55%	55%	46%



Dlouhodobý finanční majetek	20%	23%	38%	5%	4%	0%	0%
Oběžná aktiva	49%	46%	42%	50%	40%	44%	53%
Zásoby	9%	10%	6%	5%	7%	6%	7%
Dlouhodobé pohledávky	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	30%	12%	11%	16%	20%	8%	10%
Krátkodobý finanční majetek	10%	24%	25%	29%	13%	30%	36%

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce č. 15 vidíme, že podíl dlouhodobého majetku a oběžných aktiv se stále pohybuje kolem 50 %. Dlouhodobý nehmotný majetek je v poměru s celkovými aktivy velmi malý než dlouhodobý hmotný majetek, který se pohybuje v rozmezí 30-55 %. Podíl dlouhodobého finančního majetku k celkovým aktivům každým obdobím klesá. Zásoby nikdy nepřesáhly 10 %, spíše se pohybují kolem 6 %. Podíly krátkodobých pohledávek mají výkyvy, poslední období se pohybují spíše kolem 10 %. Podíl krátkodobého finančního majetku se zvyšuje, kromě roku 2015.

#### Vertikální analýza pasiv

Ve vertikální analýze pasiv vidíme, že převládá hodnota vlastního kapitálu nad cizím. Podnik dobře využívá vlastní kapitál k financování.

Podíl základního kapitálu každým rokem postupně klesá až na 4 %, protože podnik zadržuje zisky a stejné je to u kapitálových fondů, který jdou až na nulovou hodnotu. Podíly rezervních fondů se pohybují každým rokem směrem k procentu menším, než je jedna. Podíl výsledku hospodaření minulých let kolísá k podílu celkových aktiv každého roku. Jen poslední dva roky je procentuální podíl stejný. Podíl cizích zdrojů se pohyboval do 20 % a poslední dva roky je podíl 8 %. Hodnota rezerv se objevuje až poslední dva roky, jenže je menší než 1 %. Každým rokem se snižují podíly dlouhodobých i krátkodobých závazků.

Tabulka 16: Vertikální analýza pasiv

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	87%	87%	84%	81%	81%	92%	91%
Základní kapitál	25%	24%	17%	21%	15%	4%	4%
Kapitálové fondy	13%	12%	9%	10%	8%	-5%	0%

Rezervní fondy, nerodělená fond a ostatní fondy ze zisku	3%	6%	4%	5%	4%	2%	0%
Výsledek hospodaření minulých let	24%	29%	32%	19%	33%	74%	74%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	21%	16%	22%	25%	22%	17%	13%
Cizí zdroje	13%	12%	15%	18%	18%	8%	8%
Rezervy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobé závazky	1%	2%	1%	2%	3%	2%	2%
Krátkodobé závazky	12%	10%	14%	17%	15%	5%	6%

Zdroj: Vlastní zpracování

#### Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Podíl výkonové spotřeby k tržbám se pohybuje v rozmezí 30 – 50 %, kdy nižší hodnota je v posledních dvou letech. Osobní náklady jsou během celé doby kolem 20 %. Odpisy nejprve byly kolem 5 %, ale poslední tři roky rostou přes 10 %. Provozní výnosy a náklady jsou v podílu k tržbám zanedbatelné. Provozní výsledek hospodaření kolísá během analyzované doby kolem 30 %. Finanční výsledek hospodaření je skoro zanedbatelný, hodnoty jsou do 5 %. Podíl výsledku hospodaření za běžnou činnost se pohybuje stejně jako provozní výsledek hospodaření a také výsledek hospodaření za účetní období.

Tabulka 17: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výkony	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	46%	50%	46%	45%	47%	31%	33%
Osobní náklady	19%	21%	20%	22%	22%	22%	22%
Daně a poplatky	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4%	6%	6%	5%	9%	13%	13%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%

Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů v příštím období	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ostatní provozní výnosy	1%	0%	2%	2%	5%	1%	1%
Ostatní provozní náklady	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Provozní výsledek hospodaření	30%	22%	30%	29%	27%	34%	34%
Výnosové úroky	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Nákladové úroky	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ostatní finanční výnosy	1%	0%	5%	2%	2%	0%	1%
Ostatní finanční náklady	4%	2%	0%	1%	2%	0%	5%
Finanční výsledek hospodaření	-2%	-1%	5%	1%	0%	0%	-4%
Daň z příjmů za běžnou činnost	5%	3%	6%	5%	4%	5%	5%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	24%	18%	29%	25%	23%	29%	25%
Mimořádné výnosy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Mimořádní náklady	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Mimořádný výsledek hospodaření	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výsledek hospodaření za účetní období	24%	18%	29%	25%	23%	29%	25%
Výsledek hospodaření před zdaněním	29%	21%	35%	30%	27%	34%	30%

Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.4.1.3. Bilanční pravidla

Bilanční pravidla jsou užitečná pro budoucí stanovení hodnoty podniku. Použila jsem zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnání rizika, pari pravidlo a růstové pravidlo.

Zlaté bilanční pravidlo

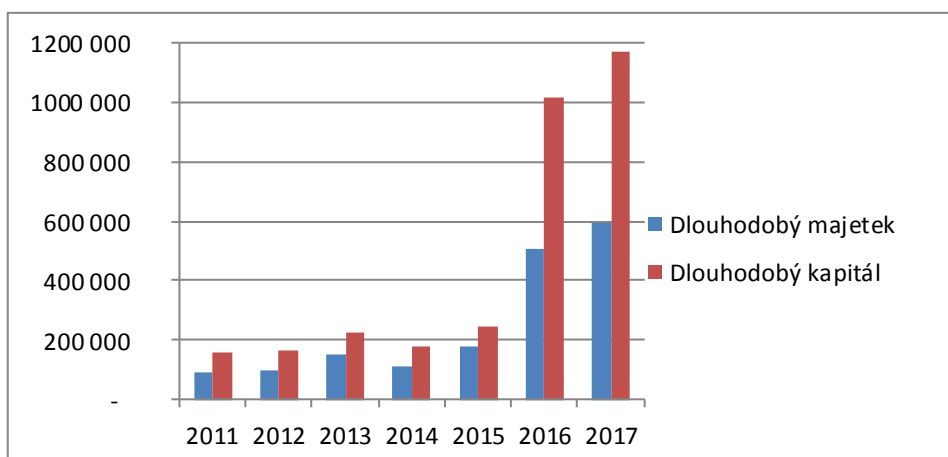
Z následné tabulky a grafu vidíme, že podmínky zlatého bilančního pravidla byly splněny. Podmínka je taková, že dlouhodobý majetek by měl být financován z dlouhodobých zdrojů.

Tabulka 18: Zlaté bilanční pravidlo v tis. Kč.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek	91239	99 993	150 565	108 721	176 778	507 277	593 286
Dlouhodobý kapitál	157998	165 338	223 036	179 645	248 037	1 015 419	1 171 761
	73%	65%	48%	65%	40%	100%	98%

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 1: Zlaté bilanční pravidlo v tis. Kč.



Zdroj: Vlastní zpracování

#### Pravidlo vyrovnání rizika

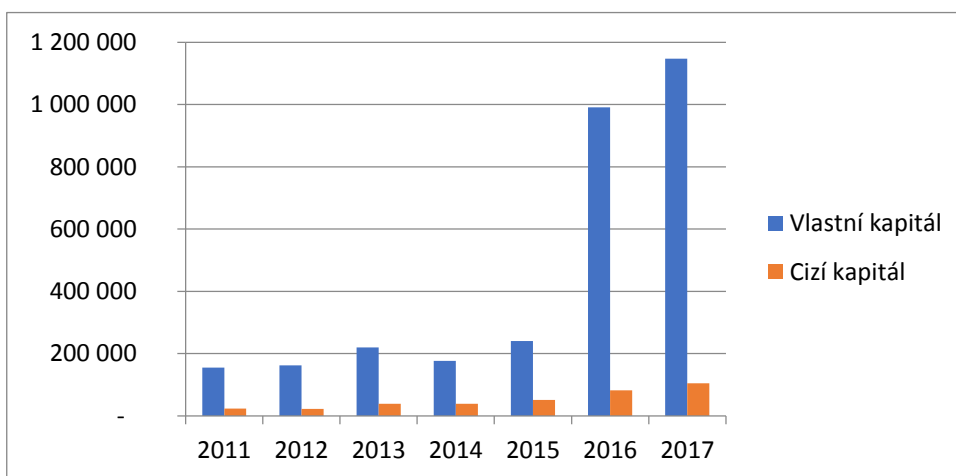
Pravidlo vyrovnání rizika je takové, že vlastní kapitál by měl převažovat nad cizím kapitálem. V následující tabulce vidíme splnění pravidla. Vlastní kapitál je vyšší než cizí.

Tabulka 19: Pravidlo vyrovnání rizika v tis. Kč.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastní kapitál	155 318	161 876	219 653	176 289	240 148	990 714	1 147 197
Cizí kapitál	23 503	22 932	39 020	39 457	51 882	81 858	104 520
VK>CK	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO	ANO

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 2: Pravidlo vyrovnání rizika v tis. Kč.



Zdroj: Vlastní zpracování

### Pari pravidlo

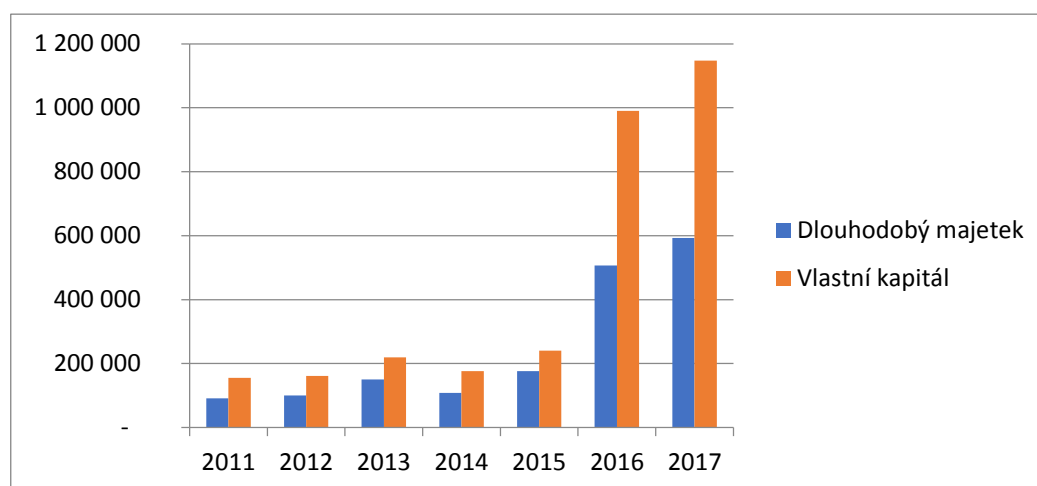
Pari pravidlo říká, že dlouhodobý majetek by měl vyšší než vlastní kapitál. V tabulce č. 18 nenajdeme ani jediný, kde by byla podmínka splněna.

Tabulka 20: Pari pravidlo v tis. Kč.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dlouhodobý majetek	91 239	99 993	150 565	108 721	176 778	507 277	593 286
Vlastní kapitál	155 318	161 876	219 653	176 289	240 148	990 714	1 147 197
Splnění pravidla	NE	NE	NE	NE	NE	NE	NE

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3: Pari pravidlo v tis. Kč.



Zdroj: Vlastní zpracování

### Růstové pravidlo

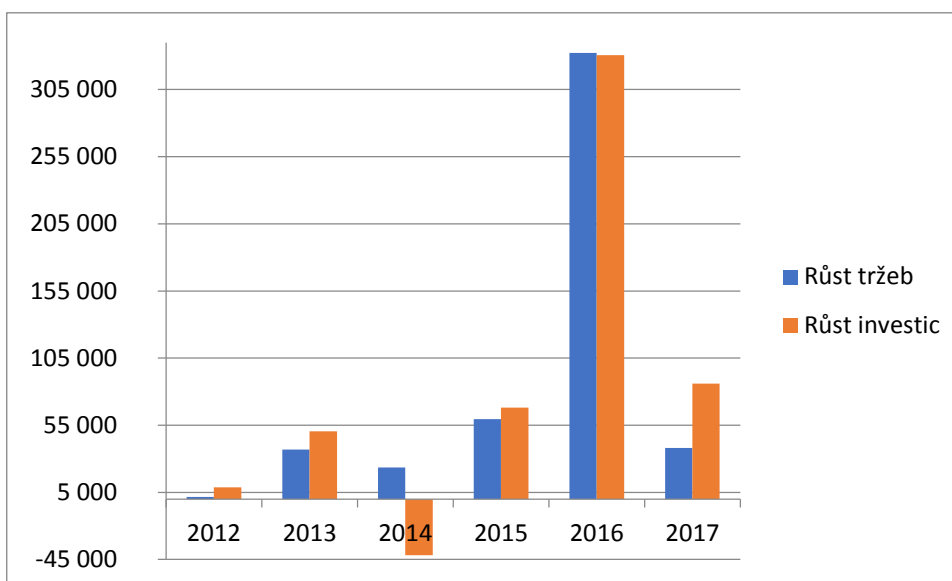
Růstové pravidlo říká, že tempo růst investice by mělo být nižší než tempo růst tržeb. V tabulce č. 13 jsou roky, kde není úplně splněna podmínka, ale toto pravidlo sleduje dlouhodobý vývoj.

Tabulka 21: Růstové pravidlo v tis. Kč.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	161 060	162 727	199 632	223 200	282 797	615 054	653 083
Růst tržeb		1 667	36 905	23 568	59 597	332 257	38 029
Růst investic		8 754	50 572	- 41 844	68 057	330 499	86 009
Splnění pravidla		NE	NE	ANO	NE	ANO	NE

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 4: Růstové pravidlo v tis. Kč.



Zdroj: Vlastní zpracování

Financování z pohledu bilančních pravidel je velice konzervativní, drahé, ale málo rizikové. Malá rizikovost ve finanční oblasti je pro podnik důležitá, protože podnik má velkou rizikovost v provozní oblasti a na trhu produktů.

## 6.4.2. Analýza poměrových ukazatelů

Další podkapitolou finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů. Budeme se zabývat ukazateli rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

### 6.4.2.1. Ukazatel rentability

Pokles rentability vlastního kapitálu je důsledkem zadržování zisku, a proto roste hodnota vlastního kapitálu. Pokud dojde k budoucí investici, budou hodnoty

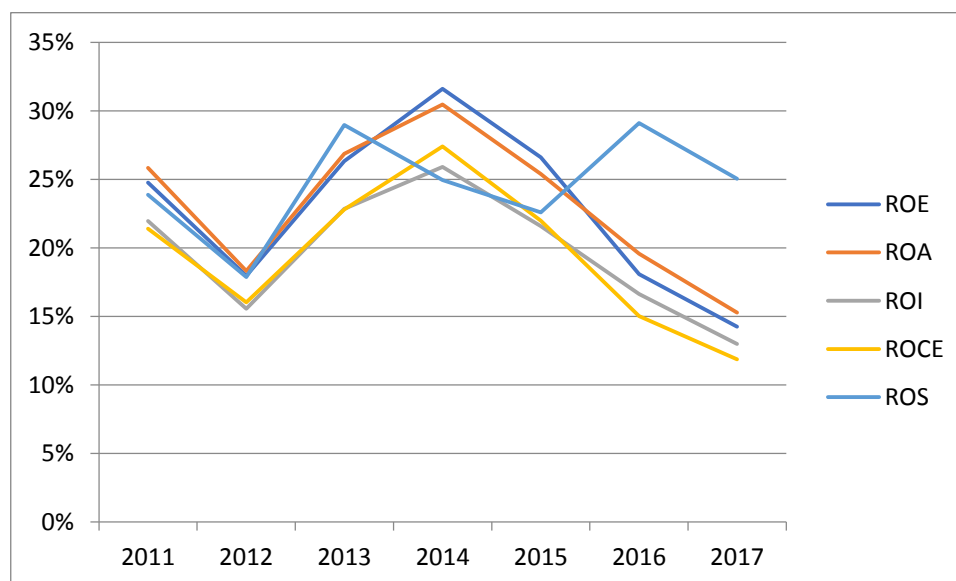
v pořádku, sice jen pro dočasný vývoj. ROCE sice také vyjadřuje celkový vložený kapitál jako ROI, ale můžeme vidět drobné odchylky ve výsledcích. Každý ukazatel počítá s jinými výsledky hospodaření. Proto může dojít k odchylkám. Rentabilita tržeb mezi roky 2011 a 2017 kolísá, pouze mezi roky 2014 a 2015 po sobě klesá. Hodnota se převážně drží nad 20 %.

Tabulka 22: Ukazatel rentability

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	25%	18%	26%	32%	27%	18%	14%
ROA	26%	18%	27%	30%	25%	20%	15%
ROI	22%	16%	23%	26%	22%	17%	13%
ROCE	21%	16%	23%	27%	22%	15%	12%
ROS	24%	18%	29%	25%	23%	29%	25%

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 5: Ukazatel rentability



Zdroj: Vlastní zpracování

Pokud by firma nezadržovala takový finanční prostředky ve vlastním kapitálu, výsledné hodnoty by mohly být větší. Zadržovaný zisk můžeme vidět i v následujícím ukazateli likvidity.

### 6.4.2.2. Ukazatel likvidity

Ukazatel likvidity se dělí na tři druhy, na běžnou, pohotovou a peněžní.

Hodnota běžné likvidity by se měla pohybovat v hodnotách 1,6 – 2,5. Čím více se blíží hodnota k vyšší hodnotě, tím je menší riziko neschopnosti splácet závazky. V tabulce č. 23 můžeme vidět, že hodnoty se pohybují daleko výše, než je podmínka. Proto je podnik schopen splácet závazky bez menšího rizika.

Pohotová likvidita by měla být v hodnotách 1 – 1,5. Hodnoty jsou opět vysoké nad stanovené v podmínce. Jsou předzvěstí malé výnosnosti v podniku. Tyhle hodnoty jsou spíše výhodou pro věřitele.

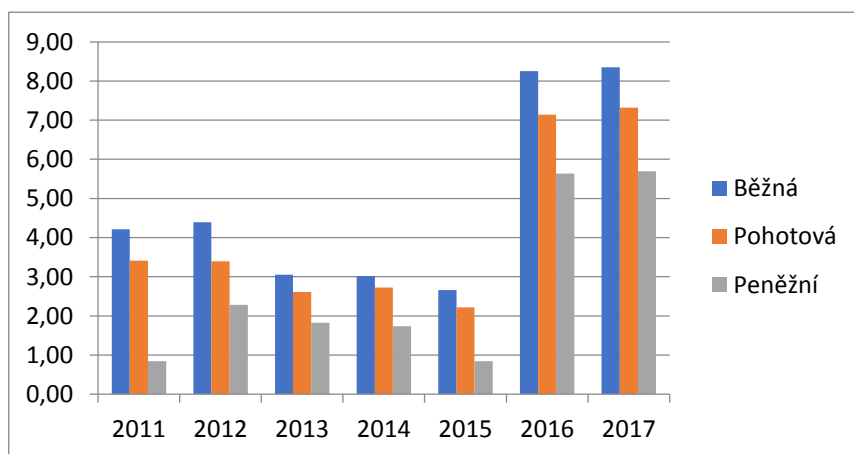
Pro peněžní likviditu jsou nevhodnější hodnoty 0,2 – 0,5. Hodnoty v tabulce č. 23 jsou daleko vyšší až na dvě hodnoty, které se lehce přiblížily k hodnotám v podmínce, v roce 2011 je 0,84 a v roce 2015 je 0,85. v posledních dvou letech je hodnota nejvyšší, z důvodu zadržného zisku, nejspíše firma bude investovat v dalších letech.

Tabulka 23: Ukazatel likvidity

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Běžná	4,22	4,39	3,05	3,02	2,66	8,26	8,35
Pohotová	3,41	3,40	2,61	2,72	2,21	7,14	7,32
Peněžní	0,84	2,28	1,82	1,73	0,85	5,63	5,69

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 6: Ukazatel likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování



### 6.4.2.3. Ukazatel aktivity

V tomto ukazateli budeme počítat obrat a dobu obratu položek v aktivech a pasivech k poměru tržeb.

Předepsaná hodnota obratu aktiv by se měla pohybovat v rozmezí 1 – 1,5. Vidíme, že naše hodnoty jsou nižší než 1. Pouze v roce 2014 se hodnota dostala do rozmezí, v roce 2011 a 2015 byla těsně pod úrovní hranice. Proto je efektivnost obratu aktiv nižší v podniku. Důvodem jsou zbytečná aktiva.

Hodnota obratu zásob by měla být mezi 4,5 až 6. Hodnoty podniku jsou daleko vyšší, proto je efektivnost obratu zásob nižší. Mění se podle pohledávek nebo může naznačovat špatnou práci s oběžnými aktivy.

Obrat pohledávek kolísá stejně jako u obratu krátkodobých závazků.

Doba obratu pohledávek je daleko vyšší, než je standardní doba splacení pohledávek, tedy 30 dní. I doba obratu závazků je vyšší než standardní doba, ale doba se pohybuje v nižších hodnotách než pohledávky. Proto podnik může být v nevýhodné pozici, protože dříve splácí své závazky, než jsou splaceny pohledávky.

Tabulka 24: Ukazatel aktivity - obrat

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	0,90	0,87	0,77	1,02	0,96	0,57	0,52
Obrat zásob	9,62	8,41	12,75	20,97	14,55	9,66	7,93
Obrat pohledávek	3,01	7,50	7,07	6,25	4,70	7,15	5,02
Obrat krátkodobých závazků	7,73	8,36	5,60	6,18	6,43	10,78	8,18

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 25: Ukazatel aktivity - doba obratu

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doba obratu zásob	37,41	42,81	28,23	17,17	24,74	37,25	45,39
Doba obratu pohledávek	119,58	48,03	50,88	57,60	76,66	50,32	71,71
Doba obratu krátkodobých závazků	46,54	43,07	64,26	58,23	56,00	33,41	44,02

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 6.4.2.4. Ukazatel zadluženosti

Celková zadluženost podniku se pohybuje do 20 %. Během let 2011 až 2015 se pohybovala mezi 12 % a 18 %. Poslední dva roky 2016 a 2017 je celková zadluženost nejnižší, tvoří pouze 8 %. Je evidentní, že podnik financuje aktiva z vlastních zdrojů.

Dlouhodobá zadluženost je velmi nízká, neboť cizí zdroje tvoří méně než jednu čtvrtinu celkových pasiv.

Tabulka 26: Ukazatel zadluženosti

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Celková zadluženost	13%	12%	15%	18%	18%	8%	8%
Dlouhodobá zadluženost	1%	2%	1%	2%	3%	2%	2%

Zdroje: Vlastní zpracování

#### 6.4.3. Analýza pracovního kapitálu

V následující tabulce můžeme pozorovat vývoj čistého pracovního kapitálu a jeho součástí tedy zásob, pohledávek, krátkodobého finančního majetku a krátkodobých závazků.

Od roku 2011 až do 2017 nabývá kladných rostoucích hodnot. Důvodem tohoto růstu a kladných hodnot je financování části oběžných aktiv dlouhodobým kapitálem. Poslední dva roky je hodnota NWC velmi vysoká, příčinou je velmi vysoká hodnota u krátkodobého finančního majetku. Podíl NWC a tržeb od roku 2011 do roku 2015 klesá na 26 %. V roce 2016 vyrostl na 67 % a o další rok později až na 90 %. Podnik by se měl snažit o snížení hodnot u NWC, neboť to vypovídá o špatném řízení pracovního kapitálu. To stejné můžeme vidět u podílu NWC s aktivy, od roku 2011 do roku 2015 se procenta snižují a další dva roky opět vylítnou nahoru, skoro až na 50 %.

Dále v tabulce vidíme hodnoty pracovního kapitálu, podíl pracovního kapitálu na tržbách a na aktivech. Vývoj jak u WC, tak u NWC je stejný, nejdříve klesá a pak vyroste skoro o 50 %.

Nepeněžní pracovní kapitál tak během let různě kolísá, až poslední dva roky vyrostl skoro o 1/3 hodnoty. Je vidět, že na začátku a na konci analyzovaného období jsou podíly NCWC s tržbami a aktivy nejvyšší.

Tabulka 27: Analýza pracovního kapitálu v tis. Kč a procentech

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	16 735	19 352	15 655	10 644	19 431	63 645	82 350
Pohledávky	53 498	21 710	28 217	35 715	60 222	85 963	130 092
Krátkodobý finanční majetek	17 554	44 439	64 950	62 542	37 205	321 589	454 497
Krátkodobé závazky	20 823	19 470	35 637	36 101	43 993	57 074	79 850
WC	87 787	85 501	108 822	108 901	116 858	471 197	666 939
WC/T	55%	53%	55%	49%	41%	77%	102%
WC/A	49%	46%	42%	50%	40%	44%	53%
NWC	66 964	66 031	73 185	72 800	72 865	414 123	587 089
NWC/T	42%	41%	37%	33%	26%	67%	90%
NWC/A	37%	35%	28%	33%	25%	38%	46%
NCWC	49 410	21 592	8 235	10 258	35 660	92 534	132 592
NCWC/T	31%	13%	4%	5%	13%	15%	20%
NCWC/A	28%	12%	3%	5%	12%	9%	10%

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6.5. Finanční plán

V této kapitole je sestaven zkrácený finanční plán pro Contipro a.s., pro výkaz zisku a ztrát a rozvahu za období 2018-2021. Plán je sestaven podle metody % tržeb. Každá položka je dána do podílu s celkovými tržbami. Podle výchozího podílu každé položky je sestavena budoucí pokračující hodnota. Některé položky jsou vytvořené z procentuálního poměru za sledované období nebo vzaté hodnoty z posledního účetního období. Plán je vytvořen za předpokladu, že podnik razantně nezmění svou podnikovou strategii.

### 6.5.1. Finanční plán výkazu zisku a ztrát

Pro sestavení plánu výkazu zisku a ztrát byly použity hodnoty z prodeje vlastního produktů a služeb a výkonů. Ostatní položky výkazu byly dány do procentuálního podílu s výkony. Tržby jsou naplánované na 8 % nárůst každý rok. Průměrná hodnota růstu se v účetním sledovaném období pohybovala kolem 12 %. 43 % z toho bude tvořit výkonová spotřeba, 22 % budou tvořit osobní náklady, 13% odpisy a další náklady dají skoro 2 %. Ostatní provozní výnosy mají podíl necelých 1,5 %.

Provozní výsledek hospodaření se zvýší během čtyř z necelých 160 000 tis. Kč na 201 000 tis. Kč, tedy nárůst přes 40 000 tis. Kč. Výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a náklady jsou naplánované pro všechny 4 následující roky na stejnou hodnotu. Pouze nákladové úroky nejsou naplánované, v posledním účetním období podnik nemá žádné, proto ponecháno na nulové hodnotě. Finanční výsledek hospodaření tedy vychází na – 20 380 tis. Daň z příjmu vychází na 20 %. Výsledek hospodaření za účetní období vzroste z necelých 140 000 tis. Kč na 181 000 tis. Kč.

Tabulka 28: Finanční plán výkazu zisku a ztráty v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
Výkony	705 330	761 756	822 696	888 512
Výkonová spotřeba	300 095	324 103	350 031	378 034
Osobní náklady	155 173	167 586	180 993	195 473
Daně a poplatky	652	704	760	821
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	91 693	99 028	106 951	115 507
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 411	1 524	1 645	1 777
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 270	1 371	1 481	1 599
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů v příštích obdobích	26	26	26	26
Ostatní provozní výnosy	9 875	10 665	11 518	12 439
Ostatní provozní náklady	7 759	8 379	9 050	9 774
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>159 948</b>	<b>172 746</b>	<b>186 568</b>	<b>201 495</b>
Výnosové úroky	120	120	120	120
Nákladové úroky	-	-	-	-
Ostatní finanční výnosy	4 500	4 500	4 500	4 500
Ostatní finanční náklady	25 000	25 000	25 000	25 000
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>- 20 380</b>	<b>- 20 380</b>	<b>- 20 380</b>	<b>- 20 380</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	27 914	30 473	33 238	36 223
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>139 568</b>	<b>152 366</b>	<b>166 188</b>	<b>181 115</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>139 568</b>	<b>152 366</b>	<b>166 188</b>	<b>181 115</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>167 482</b>	<b>182 839</b>	<b>199 425</b>	<b>217 338</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6.5.2. Finanční plán rozvahy

V následující tabulce je udělaný plán aktiv a pasiv podle stejné metody jako výkaz zisku a ztrát. Plán aktiv předpokládá růst každý následující rok. Aktiva vzrostou z první plánovaného roku 2018 z 1 290 tis. Kč na 1 626 tis. Kč v roce 2021, rozdíl růstu přibližně činí 336 000 tis. Kč. Podíl dlouhodobého majetku k výkonu podniku je nastaven na 80 %. Hodnota vychází z průměru podílu za sledované účetní období. V plánovacím období vzroste o 146 000 tis. Kč. Oběžná aktiva se během čtyř let vyšplhají skoro o 190 000 tis. Kč. Zvýšení zásob je naplánován na každý rok o 13 %, krátkodobé pohledávky o 20 % a krátkodobý finanční majetek o 70 %. Procentuální budoucí podíl je naplánován u všech položek oběžných aktiv podle posledního účetního roku.

Pasiva v rozvaze tvoří vlastní kapitál, kde základní kapitál a rezervní fondy jsou pro plánované roky stejně. Kapitálové fondy do plánu nejsou zahrnuty. Vlastní kapitál vzrostl o 156 000 tis. Kč. Podíl cizích zdrojů stoupnou pouze o 20 150 tis. Kč. Rezervy a dlouhodobé závazky jsou stejné po celé budoucí období jako v posledním účetním období. Krátkodobé závazky mají podílovou hodnotu 11 %.

Tabulka 29: Finanční plán aktiv v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
<b>AKTIVA CELKEM</b>	1 290 753	1 394 014	1 505 535	1 625 977
Dlouhodobý majetek	564 264	609 405	658 157	710 810
Oběžná aktiva	726 490	784 609	847 377	915 168
Zásoby	91 693	99 028	106 951	115 507
Krátkodobé pohledávky	141 066	152 351	164 539	177 702
Krátkodobý finanční majetek	493 731	533 229	575 888	621 959

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 30: Finanční plán pasiv v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
<b>PASIVA CELKEM</b>	1 290 753	1 394 014	1 505 535	1 625 977
Vlastní kapitál	1 164 154	1 211 844	1 263 757	1 320 231
Základní kapitál	45 000	45 000	45 000	45 000
Kapitálové fondy	-	-	-	-

Rezervní fondy, nerozdělený fond a ostatní fondy ze zisku	5 058	5 058	5 058	5 058
Výsledek hospodaření minulých let	974 528	1 009 420	1 047 511	1 089 058
Výsledek hospodaření běžného účetního období	139 568	152 366	166 188	181 115
Cizí zdroje	102 256	108 463	115 167	122 406
Rezervy	106	106	106	106
Dlouhodobé závazky	24 564	24 564	24 564	24 564
Krátkodobé závazky	77 586	83 793	90 497	97 736
Časové rozlišení	24 343	73 707	126 612	183 339

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6.6. Stanovení hodnoty podniku

V této kapitole budeme stanovovat hodnotu podniku Contipro a.s. Nejdříve vybereme metody, které použijeme pro oceňování. Z výsledků strategické a finanční analýzy a přidaným finančním plánem, můžeme usoudit, že podnik splňuje podmínku zdravého fungování, a tak i going concernu. Když podnik Contipro splňuje tyto podmínky, můžeme vybrat výnosovou metodu pro oceňování firmy. Ocenění bude stanoveno metodami diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantách entity a equity, metodou ekonomické přidané hodnoty a metodou účetní hodnoty podniku. Jako základ pro oceňování poslouží vypracovaný finanční plán a vypracované metody v teoretické části práce. Pro účely oceňování podniku je krátkodobý finanční majetek rozdělen na dvě položky, na nutný a zbytný.

### 6.6.1. WACC

WACC je důležité pro další výpočty na zjištění hodnoty volných peněžních toků do firmy. Diskontní míra bude určena váženým průměrem nákladů na kapitál.

Hodnotu WACC zjistíme z tohoto vzorce:

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

Abychom mohli přistoupit k samotnému výpočtu diskontní míry, musíme si nejprve zjistit betu levered a náklady na vlastní kapitál  $r_e$ :

$$\beta_{lev} = \beta_{unlev} * [1 + (1 - t) * \frac{D}{E}]$$

Beta levered vychází pro každý rok přibližně 1,29.

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

Náklady na vlastní kapitál vychází přibližně 10,1 %.

Tabulka 31: Výpočet nákladů na vlastní kapitál

		2018	2019	2020	2021
betaunlevered	1,27				
rf	2,5%				
rm-rf	5,89%				
1-t		81%	81%	81%	81%
D/E		0,02	0,02	0,02	0,02
betalevered		1,29	1,29	1,29	1,29
re		10,11%	10,10%	10,10%	10,09%

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka ukazuje všechny potřebné ukazatele a jejich hodnoty pro samotný výpočet WACC. Náklady na cizí kapitál, tedy úroková míra má nulovou hodnotu. Hodnota rizikové premie byla zjištěna z internetových stránek profesora Damodara. Taktéž beta koeficient. Bezriziková výnosnost byla určena ze stránek Ministerstva financí ČR ve výnosnosti českých státních dluhopisů.

Tabulka 32: Výpočet WACC v tis. Kč a procentech

	2018	2019	2020	2021
D	24 564	24 564	24 564	24 564
E	1 164 154	1 211 844	1 263 757	1 320 231
C	1 188 718	1 236 408	1 288 321	1 344 795
1-t	81%	81%	81%	81%
re	10,11%	10,10%	10,10%	10,09%
rd	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Zdroj: Vlastní zpracování

Dlouhodobé závazky jsou po všechny plánované roky stejné, C představuje celkový součet kapitálu, vlastního a cizího. Daňovou sazbu jsem si nastavila na 19 %, tedy hodnota vychází 81 %. Diskontní míra vychází pro všechny roky přibližně 9,9 %.

### 6.6.2. Stanovení tempa růstu g

Stanovení tempa růstu g je důležité pro druhou fázi v oceňování podniku. Hodnota by neměla převýšit dlouhodobý vývoj HDP v ČR, což je 2,5 %. Z tohoto důvodu je tempo růstu určeno na hodnotu 2,4 %.

### 6.6.3. Ocenění podniku metodou FCFF

Hodnota ocenění se vypočte podle vzorce:

$$FCFF_t = KPVH_t - I_{n(t)} = KPVH_t - (K_t - K_{t-1})$$

kde:  $FCFF_t$  volný peněžní tok do firmy v roce  $t$

$KPVH_t$  korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce  $t$

$I_{n(t)}$  investice netto do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce  $t$

$K_t$  provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$  (Mařík, 2011b, str. 19).



Tabulka 33: Výpočet FCFF v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
EBIT(1-t)	167 482	182 839	199 425	217 338
+ odpisy	91 693	99 028	106 951	115 507
- růst WC	21 675	14 897	16 088	17 375
- růst nových investic	62 671	144 169	155 703	168 159
<b>FCFF</b>	<b>174 829</b>	<b>122 802</b>	<b>134 585</b>	<b>147 310</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

EBIT neboli zisk před zdanění je určen podle finančního plánu VZZ, daňová sazba je stanovena odhadem na 19 % a odpisy na 13 % v plánovaném období. Hodnota pracovního kapitálu je vypočtena rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků, kdy v oběžných aktivech se sečtou položky zásob, krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku, v mém případě pouze nutného KFM. Růst pracovního kapitálu je vypočten rozdílem mezi danými roky. Růst nových investic je meziroční růst dlouhodobého majetku.

Oceňování je vypracováno k 1. 1. 2019, hodnota za rok 2018 je brána jako odhad, do oceňování je vzat až následující rok 2019. Hodnoty volného peněžního toku do firmy jsou převedeny na současné hodnoty prostřednictvím diskontu, jenž je vypočítán jako  $1 + WACC$ . Další roky jsou násobeny předchozím. Diskontované hodnoty se vypočtou podílem FCFF a diskontu. Hodnotu první fáze ocenění získáme sečtením diskontovaných hodnot za období 2019-2021, která činí 334 108 tis. Kč. Pro druhou fázi si vypočteme pokračující hodnotu FCFF, kde vezmeme FCFF z roku 2021 a vynásobíme součtem  $1 + g$ . Pokračující hodnota je 150 846 tis. Kč. Druhá fáze ocenění se vypočte jako podíl pokračující hodnoty, rozdíl WACC v posledním roce 2021 a tempa růstu  $g$ , a diskontu v posledním plánovaném roce. Celkovou hodnotu zjistíme sečtením první fáze, druhé fáze a zbytné části KFM. Výsledná hodnota ocenění metodou DFC entity je 2 300 102 tis. Kč.

Tabulka 34: Výpočet hodnoty firmy metodou DCF entity v tis. Kč.

	2019	2020	2021	pokračující	g
FCFF	122 802	134 585	147 310	150 846	2,4%
diskont	1,10	1,21	1,33		
disk. FCFF	111 737	111 418	110 953		
hodnota 1. fáze	334 108				
hodnota 2. fáze	1 513 123				
zbytné KFM	452 871				
hodnota firmy	2 300 102				

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 6.6.4. Ocenění podniku metodou FCFE

Další metodou pro zjištění hodnoty podniku je DFC equity. Rozdíl od předchozí metody je, že výsledná hodnota je určena převážně pro vlastníky. Neboť se pracuje s vlastním kapitálem firmy. FCFE znamená volné peněžní toky pro vlastníky.

Jediný rozdíl je, že je navíc odečtena splátka dluhu, která je v našem případě nulová.

Tabulka 35: Výpočet FCFE v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
EAT	167 482	182 839	199 425	217 338
+ odpisy	91 693	99 028	106 951	115 507
- růst WC	21 675	14 897	16 088	17 375
- růst nových investic	62 671	144 169	155 703	168 159
- splátka dluhu	-	-	-	-
FCFE	174 829	122 802	134 585	147 310

Zdroj: Vlastní zpracování

Současnou hodnotu peněžních toků pro vlastníky vypočteme podílem FCFE s diskontem. První fáze vychází 334 108 tis. Kč. Hodnota druhé fáze se vypočítá stejným postupem jako v předchozí metodě. Výsledek druhé fáze je 1 513 123 tis. Kč. Součtem první fáze, druhé fáze a zbytných KFM vyjde výsledná hodnota ocenění podniku na 2 300 102 tis. Kč.

Tabulka 36: Výpočet hodnoty firmy metodou DCF equity v tis. Kč.

	2019	2020	2021	pokračující
FCFE	122 802	134 585	147 310	150 846
diskont	1,10	1,21	1,33	
disk. FCFE	111 737	111 418	110 953	
hodnota 1. fáze	334 108			
hodnota 2. fáze	1 513 123			
zbytné KFM	452 871			
hodnota firmy	2 300 102			

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota metody DFC entity a DCF equity je stejná.

### 6.6.5. Ocenění podniku metodou EVA

Další kontrolní metodou ocenění podniku k metodě DCF entity je metoda ekonomické přidané hodnoty.

Prvním krokem je určit si hodnotu EVA pro všechny plánované roky. Stejně jako v předchozích metodách je rok 2018 pouze odhadem, který do samotného výpočtu hodnoty nezapočítáme, až následující rok 2019. Hodnotu EVA získáme rozdílem hodnoty EBIT(1-t) a násobku celkového kapitálu C s váženým průměrem nákladů na kapitál WACC. Celkový kapitál je součtem vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků. Hodnota WACC je vypočtena v metodě FCFE. Výsledná hodnota EVA pro každý rok je v následující tabulce.

Tabulka 37: Výpočet EVA v tis. Kč.

	2018	2019	2020	2021
EBIT(1-t)	167 482	182 839	199 425	217 338
C	1 188 718	1 236 408	1 288 321	1 344 795
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
EVA	49 807	60 405	71 810	84 087

Zdroj: Vlastní zpracování

Postup pro výpočet celkové hodnoty podniku je stejný, přes výpočet diskontu s WACC, určení diskontované EVA podílem hodnoty EVA a diskontu, zjištěním první fáze, pokračující hodnoty a druhé fáze. Výsledná hodnota je součtem první fáze, druhé fáze a celkového kapitálu v daném roce. Celková hodnota firmy ke dni 1. 1. 2019 činí 2 302 430 tis. Kč.

Výsledné hodnoty metody DCF entity a metody EVA jsou rozdílné, což se stává v běžné praxi oceňování velmi často. Pro shodné výsledky těchto dvou metod, by se museli upravit účetní data, která jsou použita pro dané oceňovací metody. Rozdílné hodnoty mohou být příčinou vysokého finančního majetku. Celková hodnota v metodě EVA vyšla o něco vyšší než v metodě DCF entity.

Tabulka 38: Výpočet hodnoty firmy metodou EVA

	2019	2020	2021	pokračující
EVA	60 405	71 810	84 087	86 105
diskont	1,10	1,21	1,33	
disk. EVA	54 963	59 449	63 333	
hodnota 1. fáze	177 745			
hodnota 2. fáze	863 713			
hodnota firmy	1 041 459			
C	1 236 408			
celková hodnota firmy	2 302 430			

Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.6.6. Ocenění podniku metodou účetní hodnoty

Poslední metodou pro kontrolu správnosti ocenění byla vybrána metoda účetní hodnoty, jenž analyzuje majetek podniku. Položky jsou vzaty z rozvahy z účetního roku 2017. Výsledná hodnota je 1 263 114 tis. Kč.

Tabulka 39: Výpočet hodnoty firmy metodou účetní hodnoty v tis. Kč.

Název položky	1. 1. 2019
Aktiva celkem	1 263 114
Dlouhodobý majetek	593 286
Oběžná aktiva	666 939
Pasiva celkem	1 263 114
Vlastní kapitál	1 147 197
Cizí zdroje	104 520
Hodnota podniku	1 263 114

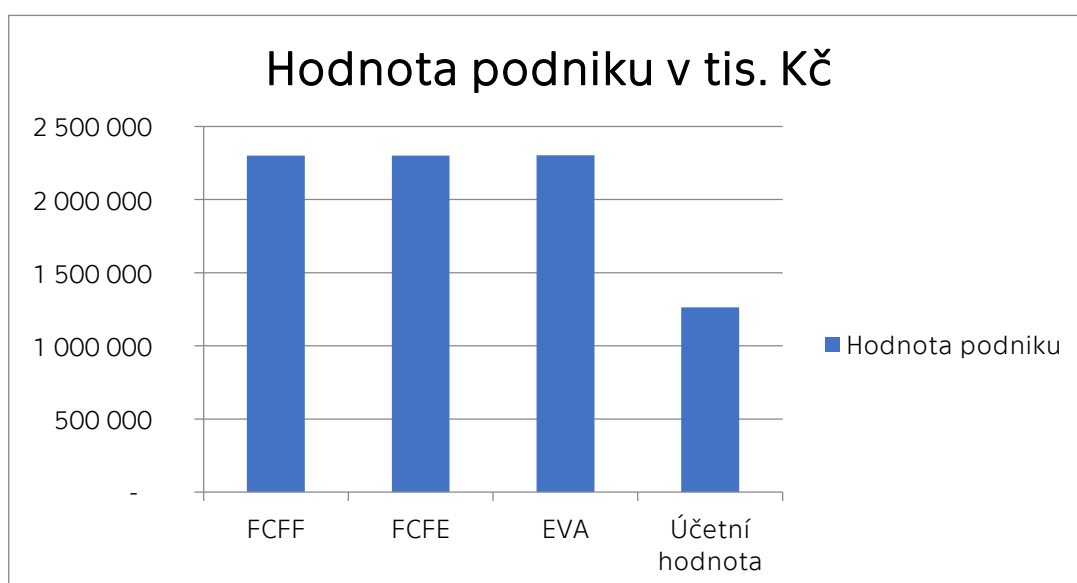
Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.6.7. Závěr stanovení hodnoty podniku

Ke stanovení hodnoty podniku Contipro a. s. byly použity čtyři výnosové metody ocenění:

- Metoda DCF entity
- Metoda DCF equity
- Metoda EVA
- Metoda účetní hodnoty

Graf 7: Výsledné stanovené hodnoty firmy různými metodami



Zdroj: Vlastní zpracování

V grafu jsou znázorněny výsledné hodnoty každé metody ke dni 1. 1. 2019.

Výsledky FCFF a FCFE jsou stejné. Výsledná hodnota metodou EVA je o málo vyšší. Nejvíce přesnou metodou je metoda DCF entity, kterou jsem si zvolila jako hlavní. Tuto metodu jsem si zvolila, poněvadž potenciálního investora bude zajímat výnos podniku než jeho účetní hodnota.

Současná výsledná hodnota podniku Contipro a. s. vypočtena metodou DCF entity ke dni 1. 1. 2019 dělá 2 300 102 000 Kč.

## 6.7. Analýza citlivosti

Analýza citlivosti zkoumá vstupní položky, které byly použity v metodách ocenění, a bude posuzován jejich vliv na výslednou hodnotu podniku Contipro a. s.

Byla použita jednofaktorová analýza citlivosti, během které bude posuzován vliv na výslednou hodnotu podniku. Ostatní položky zůstávají na původních hodnotách a mění se pouze sledovaná veličina. Mezi posuzované veličiny byly vybrány tempo růstu  $g$ , WACC, pokračující hodnota FCFF a náklady na vlastní kapitál  $r_e$ .

### 6.7.1. Vliv $g$ na výslednou hodnotu podniku

V následující tabulce je vidět vliv tempa růstu  $g$  na výslednou hodnotu. Hodnota  $g$ , která byla použita v metodách, byla 2,4 %. Při snížení hodnoty o 5 %, výsledná hodnota také klesá o 24 319 tis. Kč, tedy procentuální rozdíl od původní hodnoty činí necelé procento. Naopak pokud zvýšíme tempo růstu o 5 %, zvýší se i hodnota podniku o 27 689 tis. Kč, procentuální změna hodnoty podniku je 0,01 %.

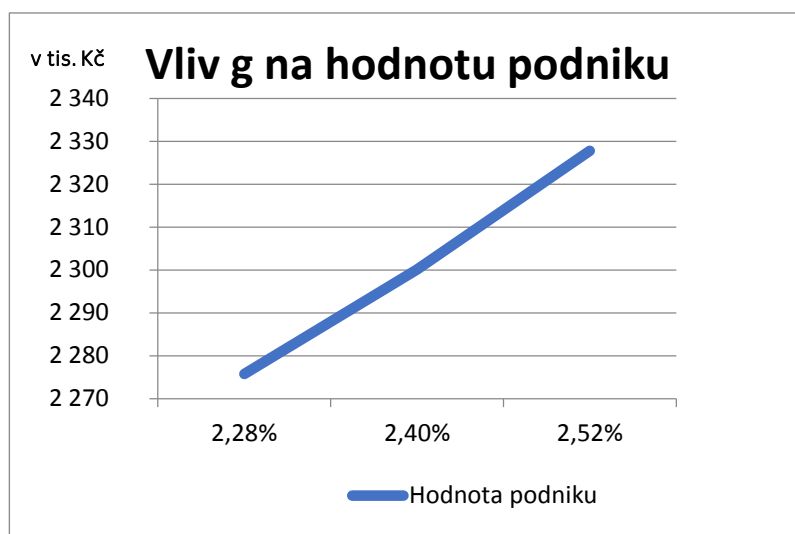
Tabulka 40: Výpočet změn tempa růstu  $g$

Faktor	g		
Změna	Hodnota faktoru	Hodnota podniku	Index změny
-5%	2,28%	2 275 783	0,9894
0%	2,40%	2 300 102	1,0000
5%	2,52%	2 327 791	1,0120

Zdroj: Vlastní zpracování

Pokud klesá tempo růstu  $g$ , klesá i hodnota podniku, tedy hodnota podniku je přímo závislá na tempu růstu  $g$ . Tempo růstu nesmí překročit tempo růstu HDP. Proto tento faktor nelze moc ovlivnit.

Graf 8: Výsledný vliv g na hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.7.2. Vliv WACC na výslednou hodnotu podniku

Pro použití WACC v citlivostní analýze jsme jej zprůměrovali na hodnotu 9,9 % a hodnota podniku činí 2 300 102 tis. Kč. Pokud snížíme hodnotu WACC o 5 %, zvýší se hodnota podniku bezmála o 83 400 tis. Kč, tedy hodnota stoupne oproti původní skoro o jedno procento. Jestliže naopak zvýšíme hodnotu WACC o 5 %, klesne nám hodnota podniku o 74 277 tis. Kč, a procentuálně o 0,01 %.

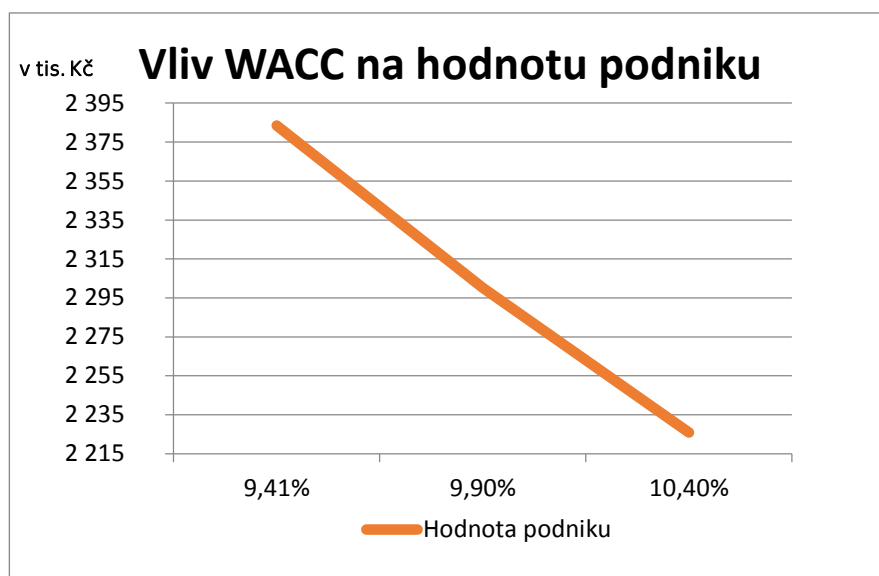
Tabulka 41: Výpočet změn WACC

Faktor	WACC		
	Hodnota faktoru	Hodnota podniku	Index změny
-5%	9,41%	2 383 502	0,9915
0%	9,90%	2 300 102	1,0000
5%	10,40%	2 225 825	1,0100

Zdroj: Vlastní zpracování

Vidíme, že jakákoliv změna vážených nákladů na kapitál má vliv na výslednou hodnotu podniku. Změna může nastat při změně nákladů na vlastní kapitál, nebo způsobem financování podniku.

Graf 9: Výsledný vliv WACC na hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.7.3. Vliv pokračující hodnoty FCFF na výslednou hodnotu podniku

V této citlivostní analýze je zvoleno více variant procentuálních změn, hodnota bude změněna o plus a minus 5 a 10 %. Když snížíme pokračující hodnotu FCFF o 5 % i 10 %, klesá hodnota pokračující FCFF nejdříve přes 74 000 tis. Kč a následně přes 150 000 tis. Kč. Kdyby pokračující hodnota stoupla o 5 %, bude rozdíl od původní hodnoty podobný jako při snížení. Když změníme o plus 10 %, bude hodnota přibližně o 152 000 tis. Kč vyšší.

Tabulka 42: Výpočet změn pokračující FCFF

Faktor	Pokračující FCFF		
	Hodnota faktoru	Hodnota podniku	Index změny
-10%	135 761	2 149 926	0,9347
-5%	143 304	2 225 653	0,9676
0%	150 846	2 300 102	1,0000
5%	158 388	2 377 086	1,0335
10%	165 931	2 452 812	1,0664

Zdroj: Vlastní zpracování

Na změnu této veličiny má vliv sestavení finančního plánu. Hodnota pokračující FCFF je vypočtena podle předchozích hodnot z předešlých let.



Graf 10: Výsledný vliv pokračující FCFF na hodnotu podniku



#### 6.7.4. Vliv $r_e$ na výslednou hodnotu podniku

Když náklady na vlastní kapitál budou nižší než původní procentuální hodnota, zvýší se výsledná hodnota podniku přes 132 000 tis. Kč. Kdyby se naopak zvýšila, klesne hodnota podniku o stejnou hodnotu jako při procentuálním snížení  $r_e$ .

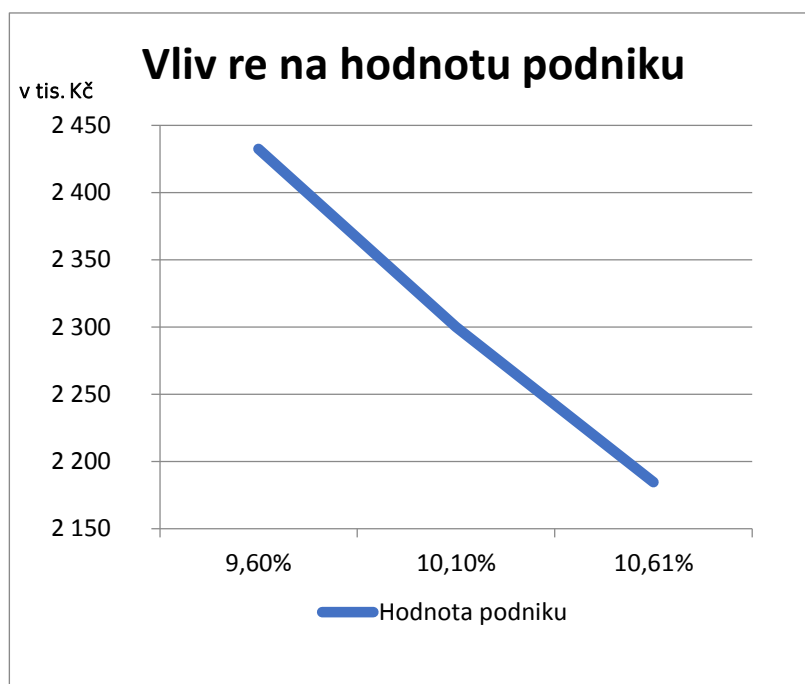
Tabulka 43: Výpočet změn nákladů na vlastní kapitál

Faktor	$r_e$		
	Hodnota faktoru	Hodnota podniku	Index změny
-5%	9,60%	2 432 494	1,0576
0%	10,10%	2 300 102	1,0000
5%	10,61%	2 184 780	0,9499

Zdroj: Vlastní zpracování

Na změnu nákladů na kapitál má vliv hned několik veličin, tempo růstu HDP, beta koeficient, riziková prémie nebo daňová sazba. Podnik může ovlivnit změnu nákladů na vlastní kapitál při výpočtu koeficientu beta. Při snížení nákladů na VK se zvyšuje výsledná hodnota podniku.

Graf 11: Výsledný vliv nákladů na vlastní kapitál na hodnotu podniku

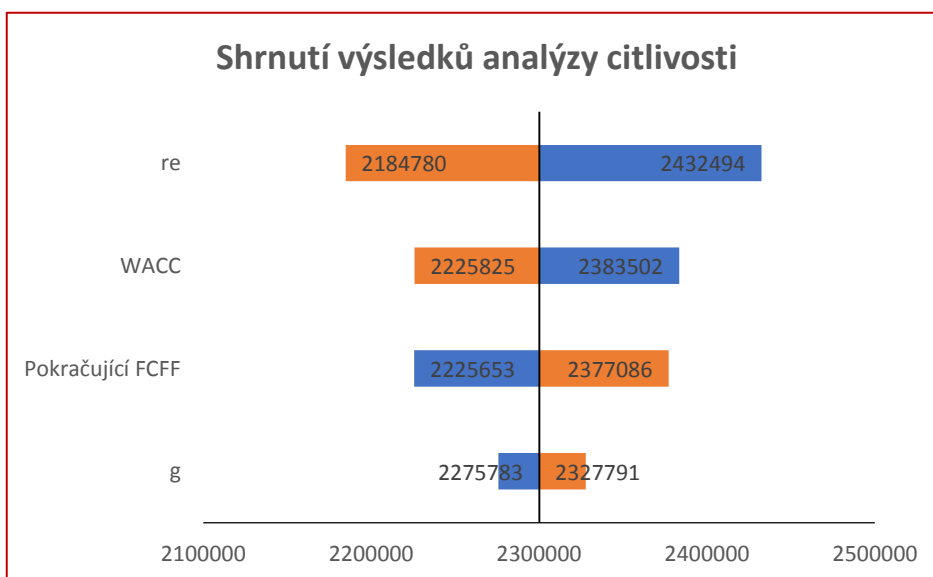


Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.7.5. Shrnutí analýzy citlivosti

Pozitivní vliv na výslednou hodnotu mají veličiny tempo růstu  $g$  a pokračující FCFF. Naopak negativní vliv mají WACC, odpisy a náklady na vlastní kapitál.

Graf 12: Shrnutí analýzy citlivosti v tis. Kč



Zdroj: Zpracováno podle [www.eforexcel.com](http://www.eforexcel.com)

# Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku Contipro a.s. pro účely případného externího investora ke dni 1. 1. 2019. Podnik Contipro a.s. sídlí v Dolní Dobrouči a je předním českým výrobcem farmaceutických výrobků z kyseliny hyaluronové, kterým se věnuje od samotných počátků firmy.

Před samotným stanovením hodnoty podniku byla provedena strategická a finanční analýza a zpracován finanční plán. Hlavním cílem analýz bylo zjistit perspektivu firmy Contipro do budoucna, jestli bylo možné předpokládat pokračování podniku, splnění going concernu, a stanovit hodnotu podniku výnosovými metodami.

Ve strategické analýze bylo analyzováno mikroprostředí a makroprostředí podniku pomocí PEST analýzy, konkurenční síly podniku a SWOT analýzy. PEST analýza, zanalyzovala politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které ovlivňují chod společnosti, kde jsou například právní předpisy upravující daňovou sazbu výrobků nebo v technologických faktorech je vývoj technologií pro postup výroby produktů z kyseliny hyaluronové. Z konkurenční síly vyšel podnik, který si drží prvenství v postupu technologické výroby svých produktů, na který obdržel patent.

Finanční analýza se zabývala analýzou účetních výkazů, poměrových ukazatelů a analýzou pracovního kapitálu. Z výsledných hodnot bylo zjištěno, že podnik vlastní velké množství krátkodobého finančního majetku, který nejspíše bude investovat v příštím období do dlouhodobého majetku. Nebo také, že používá zavedené konzervativní financování dlouhodobého majetku.

Finanční plán byl vytvořen pro časové období 2018-2021 metodou % tržeb, který je složen z plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Pro sestavení plánu jednotlivých položek v účetních výkazech, sloužily výsledky z let minulých. Můžeme předpokládat, že podnik naváže na léta minulá a bude po finanční stránce stabilní.

Po vytvoření finančního plánu následovalo stanovení hodnoty podniku neboli ocenit daný podnik Contipro a.s. Základní metoda byla zvolena DCF entity, protože pro naše účely je nejvhodnější, pokud potřebujeme ocenit podnik jako celek pro potenciálního externího investora. Touto metodou byla zjištěna výsledná hodnota ke dni 1. 1. 2019 ve výši 2 300 102 000 Kč. Pro zkontrolování vhodnosti základní metody

byly zvoleny metody DCF equity, EVA entity a účetní hodnota. Tyto tři kontrolní metody potvrdily správnost zvolené metody DCF entity.

Na konci diplomové práce byla sestavena analýza citlivosti, pro zjištění, které parametry, mohou nejvíce ovlivnit výslednou hodnotu. Parametry, které může sám podnik ovlivnit, a tak zvýšit celkovou hodnotu podniku, jsou náklady na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál ovlivňují další položku pro podnik důležitou, a to jsou vážené náklady na kapitál WACC.

Vzhledem k provedeným analýzám a určení tržní hodnoty podniku Contipro a.s. u daného finančního plánu ke dni 1. 1. 2019, lze považovat stanovený cíl této diplomové práce za splněný.

# Seznam použité literatury

Literární zdroje:

1. FOTR, J., ŠVECOVÁ, L. *Manažerské rozhodování*, 3. vyd. Praha: Ekopress, 2016. ISBN 978-80-87865-33-0
2. HANZELKOVÁ A., KEŘKOVSKÝ, M., VYKYPĚL, O. *Strategické řízení*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2017. ISBN 978-80-7400-637-1
3. INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER IN DEUTSCHLAND. IDW Standard: *Principles for the Performance of Business Valuations*. IDW-Verlag, 2009. ISBN 9783802113949.
4. JANÍČEK, P., MAREK, J. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4127-7
5. KALOUDA, F. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2017. ISBN 978-80-7380-646-0
6. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1
7. KNÁPKOVÁ, A., PAVELKOVÁ, D., REMEŠ, D., ŠTEKER, K. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. vyd. Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-0563-2
8. MALLYA, T. *Základy strategického řízení a rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1911-5
9. MAŘÍK, M., *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011a. ISBN 978-80-86929-67-5
10. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011b. ISBN 978-80-86929-80-4
11. OBČANSKÝ ZÁKONÍK. Ostrava: Sagit, 2017. ISBN 978-80-7488-201-2
12. OBCHODNÍ KORPORACE. Ostrava: Sagit, 2017. ISBN 978-80-7488-203-6
13. PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: LINDE, 2012. ISBN 978-80-7201-872-7
14. POLÁČEK, B., ATTL, J. *Posudek znalce a podnik*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-503-8
15. PROCHÁZKOVÁ, P., JELÍNKOVÁ, E., *Podniková ekonomika: klíčové oblasti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2018. ISBN 978-80-271-0689-9
16. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-367-1

17. SCHOLLEOVÁ, H. *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2952-7
18. SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 3. vyd. Praha: Grada, 2017. ISBN 978-80-271-0413-0
19. SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. 5. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3494-1
20. VOCHOZKA, M., MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1

Internetové zdroje:

21. <https://www2.deloitte.com/cz/cs/pages/finance/solutions/cze-ocenovani-spolecnosti-financni-modelovani.html#>
22. Ministerstvo financí ČR  
<https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-listopad-2018-33386>
23. Nařízení komise (ES)  
<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:CS:PDF>
24. Obchodní zákoník  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513>
25. Státní ústav pro kontrolu léčiv a legislativa ČR  
<http://www.sukl.cz/sukl/legislativa-ceske-republiky>
26. Vyhláška o výrobě a distribuci léčiv č. 229/2008 Sb.  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-229>
27. Český statistický úřad, míra inflace  
[https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace)
28. Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2008-125?text=Povinnost+zve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD+%C3%BA+daj%C5%AF+stanoven%C3%A1+t%C3%AD+mt+z%C3%A1+konem+je+spln%C4%9Bna+jejic+h+zve%C5%99ejn%C4%9Bn%C3%AD+m+v+Obchodn%C3%AD+m+v%C4%9B+stn%C3%AD+ku>
29. Zákon o daních z příjmu č. 586/1992 Sb.  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1992-586>

30. Zákon o ekologickém zemědělství č. 242/2000 Sb.  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2000-242>
31. Zákon o léčivech č. 378/2007 Sb.  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2007-378>
32. Zákon o účetnictví č. 563/1991 Sb.  
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Strategická analýza.....	37
Obrázek 2: Bostonská matice.....	39
Obrázek 3: Model 5 sil .....	41
Obrázek 4: SWOT analýza.....	42
Obrázek 5: Vývoj HDP v %.....	61
Obrázek 6: Meziroční vývoj růstu spotřebitelských cen .....	62
Obrázek 7: Registrovaná nezaměstnanost v tis. osob, sezónně očištěno .....	63
Obrázek 8: Graf nominální měnové kurzy .....	65
Obrázek 9: Úrokové sazby.....	66

## Seznam grafů

Graf 1: Zlaté bilanční pravidlo v tis. Kč.....	77
Graf 2: Pravidlo vyrovnaní rizika v tis. Kč. ....	77
Graf 3: Pari pravidlo v tis. Kč.....	78
Graf 4: Růstové pravidlo v tis. Kč.....	79
Graf 5: Ukazatel rentability.....	80
Graf 6: Ukazatel likvidity .....	81
Graf 7: Výsledné stanovené hodnoty firmy různými metodami.....	94
Graf 8: Výsledný vliv g na hodnotu podniku .....	96
Graf 9: Výsledný vliv WACC na hodnotu podniku .....	97
Graf 10: Výsledný vliv pokračující FCFF na hodnotu podniku.....	98
Graf 11: Výsledný vliv nákladů na vlastní kapitál na hodnotu podniku .....	99
Graf 12: Shrnutí analýzy citlivosti v tis. Kč.....	99



# Seznam tabulek

Tabulka 1: Postup oceňování podniku .....	16
Tabulka 2: Přehled základních metod pro oceňování podniku .....	18
Tabulka 3: Výpočet výsledku v metodě DCF entity .....	24
Tabulka 4: Výpočet výsledku v metodě DCF equity .....	28
Tabulka 5: Přiřazení diskontní míry k metodám.....	29
Tabulka 6: Vývoj HDP v ČR a jeho predikce.....	61
Tabulka 7: Míra inflace v ČR a její predikce.....	61
Tabulka 8: Míra nezaměstnanosti v ČR a její predikce .....	62
Tabulka 9: Měnové kurzy – roční.....	64
Tabulka 10: Úrokové sazby – roční.....	66
Tabulka 11: SWOT analýza.....	69
Tabulka 12: Horizontální analýza aktiv - absolutní změna v tis. Kč.....	70
Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv - absolutní změna v tis. Kč.....	71
Tabulka 14: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změna v tis. Kč. ....	72
Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv .....	73
Tabulka 16: Vertikální analýza pasiv .....	74
Tabulka 17: Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát.....	75
Tabulka 18: Zlaté bilanční pravidlo v tis. Kč.....	76
Tabulka 19: Pravidlo vyrovnání rizika v tis. Kč. ....	77
Tabulka 20: Pari pravidlo v tis. Kč.....	78
Tabulka 21: Růstové pravidlo v tis. Kč.....	79
Tabulka 22: Ukazatel rentability.....	80
Tabulka 23: Ukazatel likvidity .....	81
Tabulka 24: Ukazatel aktivity - obrat.....	82
Tabulka 25: Ukazatel aktivity - doba obratu .....	82
Tabulka 26: Ukazatel zadluženosti.....	83
Tabulka 27: Analýza pracovního kapitálu v tis. Kč a procentech.....	84
Tabulka 28: Finanční plán výkazu zisku a ztráty v tis. Kč.....	85
Tabulka 29: Finanční plán aktiv v tis. Kč. ....	86
Tabulka 30: Finanční plán pasiv v tis. Kč. ....	86
Tabulka 31: Výpočet nákladů na vlastní kapitál .....	88
Tabulka 32: Výpočet WACC v tis. Kč a procentech .....	89
Tabulka 33: Výpočet FCFF v tis. Kč.....	90
Tabulka 34: Výpočet hodnoty firmy metodou DCF entity v tis. Kč. ....	91
Tabulka 35: Výpočet FCFE v tis. Kč.....	91
Tabulka 36: Výpočet hodnoty firmy metodou DCF equity v tis. Kč. ....	92
Tabulka 37: Výpočet EVA v tis. Kč.....	92
Tabulka 38: Výpočet hodnoty firmy metodou EVA.....	93
Tabulka 39: Výpočet hodnoty firmy metodou účetní hodnoty v tis. Kč. ....	93
Tabulka 40: Výpočet změn tempa růstu g.....	95
Tabulka 41: Výpočet změn WACC.....	96
Tabulka 42: Výpočet změn pokračující FCFF.....	97

Tabulka 43: Výpočet změn nákladů na vlastní kapitál.....	98
--	----

## Seznam použitých zkratek

A	Aktiva
$\beta$	Beta koeficient
C	Celkový investovaný kapitál
CF	Peněžní tok (Cash Flow)
CK	Cizí kapitál
d	Sazba daně z příjmů
D	Cizí zpoplatněný kapitál
DCF	Diskontované peněžní toky (Discounted Cash Flow)
E	Vlastní kapitál
EAT	Zisk po zdanění (Earnings After Taxes)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization)
EVA	Ekonomicky přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky (Free cash flow)
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity)
FCFF	Volné peněžní toky do firmy (Free cash Flow to Firm)
g	Tempo růstu
$H_b$	Hodnota podniku brutto
$H_n$	Hodnota podniku netto
K	Investový kapitál
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
$KPVH_0$	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
$n_{CK}$	Náklady na cizí kapitál
NCWC	Nepeněžní pracovní kapitál (Noncash Working Capital)
NOPAT	Provozní zisk po zdanění (Net Operating Profit After Taxes)
$n_{VK}$	Náklady na vlastní kapitál
NWC	Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital)
$r_d$	Náklady na cizí kapitál
$r_e$	Náklady na vlastní kapitál
$r_f$	Bezriziková výnosová míra
$(r_m - r_f)$	Tržní riziková prémie
ROA	Rentabilita aktiv (Return On Assets)
ROCE	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (Return On Capital Employed)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return On Equity)
ROI	Rentabilita celkového vloženého kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb (Return On Sales)
T	Tržby
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)

# Přílohy

Příloha 1: Výkaz zisku a ztráty za roky 2011-2017 v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	48	78	44	59	23	43	-
Náklady vynaložené na prodané zboží	25	42	27	25	9	52	-
Výkony	161 012	162 649	199 588	223 141	282 774	615 011	653 083
Výkonová spotřeba	73 705	82 091	91 539	99 668	131 635	192 301	217 457
Osobní náklady	30 310	34 729	39 259	49 981	62 872	134 945	145 970
Daně a poplatky	27	35	146	40	46	1 283	1 912
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	5 957	10 119	11 640	11 882	25 266	78 019	84 431
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	190	640	143	1 322	1 232	1 941	1 607
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	2 304	734	139	1 237	1 199	1 009	1 114
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů v příštích obdobích	-	-	-	-	-	26	26
Ostatní provozní výnosy	885	440	4 383	4 433	14 444	8 558	9 307
Ostatní provozní náklady	1 027	1 084	1 238	2 502	1 927	5 177	8 724
Provozní výsledek hospodaření	48 780	34 973	60 170	63 620	75 519	211 211	220 647
Výnosové úroky	1 315	2 073	2 004	2 205	247	285	114
Nákladové úroky	1	-	-	-	4	94	-
Ostatní finanční výnosy	1 726	511	9 418	3 671	4 736	1 505	4 171
Ostatní finanční náklady	5 650	3 445	712	2 686	5 402	1 374	31 954
Finanční výsledek hospodaření	- 2 610	- 861	10 710	3 190	- 423	322	- 27 669
Daň z příjmů za běžnou činnost	7 876	5 018	12 140	10 930	11 232	32 462	29 496
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	38 294	29 094	58 737	55 880	63 864	79 071	163 482
Mimořádné výnosy	153	1	1	-	2	5	-
Mimořádní náklady	-	14	940	178	-	-	-
Mimořádný výsledek hospodaření	153	- 13	- 939	- 178	2	5	-
Výsledek hospodaření za účetní období	38 447	29 081	57 798	55 702	63 866	179 071	163 482
Výsledek hospodaření před zdaněním	46 323	34 099	69 938	66 632	75 098	211 533	192 978

Zdroj: Vlastní zpracování podle účetní závěrky Contipro a.s.

*Příloha 2: Rozvaha - aktiva za roky 2011-2017 v tis. Kč*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>	17924	186 230	260 330	218 689	295 714	1 081 406	1 263 114
Dlouhodobý majetek	91239	99 993	150 565	108 721	176 778	507 277	593 286
Oběžná aktiva	87 787	85 501	108 822	108 901	116 858	471 197	666 939
Zásoby	16 735	19 352	15 655	10 644	19 431	63 645	82 350
Krátkodobé pohledávky	53 498	21 710	28 217	35 715	60 222	85 963	130 092
Krátkodobý finanční majetek	17 554	44 439	64 950	62 542	37 205	321 589	454 497

Zdroj: Vlastní zpracování podle účetní závěrky Contipro a.s.

*Příloha 3: Rozvaha - pasiva za roky 2011-2017 v tis. Kč*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PASIVA CELKEM</b>	179294	186 230	260 330	218 689	295 714	1 081 406	1 263 114
Vlastní kapitál	155 318	161 876	219 653	176 289	240 148	990 714	1 147 197
Základní kapitál	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000	45 000
Kapitálové fondy	22 729	22 729	22 729	22 729	22 729	- 57 582	-
Rezervní fondy, nerozdělená fond a ostatní fondy ze zisku	5 404	10 581	10 559	10 493	10 986	18 558	5 058
Výsledek hospodaření minulých let	43 738	54 485	83 567	42 365	97 567	805 208	933 657
Výsledek hospodaření běžného účetního období	38 447	29 081	57 798	55 702	63 866	179 071	163 482
Cizí zdroje	23 503	22 932	39 020	39 457	51 882	81 858	104 520
Rezervy	-	-	-	-	-	79	106
Dlouhodobé závazky	2 680	3 462	3 383	3 356	7 889	24 705	24 564
Krátkodobé závazky	20 823	19 470	35 637	36 101	43 993	57 074	79 850

Zdroj: Vlastní zpracování podle účetní závěrky Contipro a.s.

## Evidence výpůjček

Prohlášení:

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

Jméno a příjmení: Monika Zollerová

V Praze dne: 17. 01. 2019

Podpis:

Jméno	Oddělení/Pracoviště	Datum	Podpis