

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty podniku DENEVY s.r.o.

Valuation of the Company DENEVY s.r.o.

STUDIJNÍ PROGRAM

Řízení rozvojových projektů

STUDIJNÍ OBOR

Projektové řízení inovací v podniku

VEDOUcí PRÁCE

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

HEMKOVÁ

VERONIKA

2019

HEMKOVÁ, Veronika. *Stanovení hodnoty podniku DENEVY s.r.o.* 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 zpřístupnění této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 02. 05. 2019

Podpis:

Poděkování

Zde bych ráda poděkovala doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za odborné vedení, věnovaný čas a cenné rady. Dále bych ráda poděkovala své rodině a svému příteli Ing. Ondřeji Havazíkovi za podporu při zpracování této diplomové práce. Mé poděkování patří také Ing. Andreji Hybenovi za spolupráci při získávání údajů pro praktickou část práce.

Abstrakt

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. pro potenciálního zájemce o koupi tohoto podniku. Stanovení hodnoty je provedeno k datu 19.04.2019. Teoretická část se zabývá problematikou oceňování, vysvětluje základní pojmy, postup a základní metody pro stanovení hodnoty podniku. Na základě těchto poznatků je vypracována praktická část, kterou tvoří samotné stanovení hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. Tomu předchází strategická a finanční analýza, která slouží jako podklad pro vypracování finančního plánu, na základě jehož je stanovena hodnota společnosti prostřednictvím výnosové metody DCF entity.

Klíčová slova

Oceňování, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, diskontní míra, metody oceňování

Abstract

The aim of this thesis is to determine the value of the company DENEVY s.r.o. for a potential buyer. The value is determined on April 19, 2019. The theoretical part deals with the issue of valuation, explains the basic concepts, procedure and basic methods for determining the value of a company. A practical part is based on the knowledge gained from the theoretical part, which consists of the determination of the value of the company DENEVY s.r.o. This is preceded by a strategic and financial analysis, which serves as a basis for the compilation of a financial plan. The value of the company is determined by using income-based method DCF entity.

Key words

Valuation, Company value, strategic analysis, financial analysis, financial plan, discount rate, valuation methods

Obsah

Úvod	5
1 ZÁKLADNÍ POJMY	7
1.1 Definice podniku	7
1.2 Definice hodnoty podniku	8
1.3 Kategorie hodnoty	9
1.3.1 Tržní hodnota	9
1.3.2 Spravedlivá hodnota	10
1.3.3 Subjektivní (investiční) hodnota	11
1.3.4 Objektivizovaná hodnota	12
1.3.5 Kolínská škola	12
1.4 Důvody oceňování podniků	13
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	14
2.1 Faktor času	14
2.2 Faktor rizika	15
2.3 Diskontní míra	15
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	16
3.1 Sběr vstupních dat	16
3.2 Strategická analýza	18
3.2.1 Postup strategické analýzy při oceňování podniku	22
3.3 Finanční analýza	24
3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů	24
3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů	25
3.3.3 Analýza čistého pracovního kapitálu	29
3.4 Sestavení finančního plánu	30
4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU	32
4.1 Výnosové metody	32
4.1.1 Metody diskontovaného cash flow	32
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	38
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	38
4.2 Majetkové metody	40

4.3	Metody založené na analýze trhu.....	41
4.4	Kombinované metody.....	43
5	SPOLEČNOST DENEVY S.R.O.	45
5.1	Základní informace o společnosti.....	45
5.2	Představení společnosti.....	46
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	46
6.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	47
6.1.1	Vymezení trhu.....	47
6.1.2	Velikost relevantního trhu.....	50
6.1.3	Analýza atraktivity trhu.....	52
6.1.4	Prognóza vývoje trhu.....	57
6.2	Analýza vnitřního potenciálu.....	59
6.2.1	Stanovení tržního podílu.....	59
6.2.2	Identifikace hlavních konkurentů.....	59
6.2.3	Analýza konkurenční síly.....	61
6.2.4	Prognóza tržního podílu.....	63
6.3	Prognóza tržeb.....	64
6.4	Závěr strategické analýzy.....	67
7	FINANČNÍ ANALÝZA	68
7.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	68
7.1.1	Horizontální analýza rozvahy.....	68
7.1.2	Vertikální analýza rozvahy.....	70
7.1.3	Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát.....	73
7.1.4	Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát.....	74
7.1.5	Bilanční pravidla.....	76
7.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	78
7.3	Analýza čistého pracovního kapitálu.....	82
7.4	Závěr finanční analýzy.....	84
8	FINANČNÍ PLÁN	85
8.1	Plánovaný výkaz zisku ztrát.....	85
8.2	Plánovaná rozvaha.....	87
8.3	Závěr finančního plánu.....	88

9	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU	89
9.1	Metoda DCF entity	89
9.2	Metoda DCF equity	92
9.3	Metoda EVA.....	94
9.4	Metoda tržního porovnání.....	96
9.5	Souhrnné ocenění podniku	97
	Závěr	99
	Seznam použité literatury.....	102
	Seznam internetových zdrojů.....	103
	Seznam obrázků	106
	Seznam grafů	106
	Seznam tabulek	107
	Přílohy	109

Úvod

Ocenění podniku se provádí za účelem získání představy o jeho hodnotě vyjádřené prostřednictvím peněžních jednotek. Potřeba ocenění podniku může plynout z několika podnětů, například při zvažování změny vlastnických vztahů jako je prodej či koupě dané společnosti, splynutí nebo rozdělení podniků, přijetí nebo odstoupení jednoho z vlastníků podniku nebo důvodem může být konečná fáze firmy, kdy se uvažuje o ukončení podnikání a následné likvidaci. Dále může sloužit k čerpání informací pro vlastníky a manažery při rozhodování o strategii podniku.

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. pro potenciálního zájemce o koupi tohoto podniku. Stanovení hodnoty je provedeno k datu 19.04.2019 na základě nejen veřejně dostupných informací, ale i informací poskytnutých od majitele firmy. Diplomová práce je strukturována na dvě části, teoretickou a praktickou. V teoretické části je popsána problematika oceňování, jsou zde vymezené základní pojmy, postup oceňování a základní metody pro ocenění podniku. Tyto poznatky poté slouží jako podklad pro praktickou část. V praktické části je nejprve představena oceňovaná společnost DENEVY s.r.o., na představení navazuje strategická a finanční analýza daného podniku. Strategická analýza je klíčovým krokem v procesu oceňování, jelikož jejím úkolem je vymezení výnosového potenciálu oceňované společnosti. Na ní pak dále navazuje finanční analýza, která poskytuje informace o finančním zdraví podniku, v jakém stavu se podnik nachází v okamžiku ocenění a co můžeme očekávat do budoucna. Tyto analýzy jsou poté doplněny finančním plánem, který je stěžejním podkladem pro výsledné stanovení hodnoty podniku.

Samotné stanovení hodnoty je provedeno pomocí výnosových metod, pro jejichž použití musí podnik splňovat princip „going concern“, což je předpoklad pokračování podnikatelské aktivity. Zda ho podnik splňuje, vyplyne právě z výsledků strategické a finanční analýzy. Mezi další metody ocenění je zařazena metoda tržního porovnání používaná pro společnosti, které nejsou akciové a účetní hodnota podniku.

TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADNÍ POJMY

Cílem této práce je stanovení hodnoty podniku, pokud má být tato práce provedena odborně, je nezbytné si nejdříve přiblížit několik základních pojmů. Jak Krabec (2009, str. 15 – 16) uvádí ve své knize, je zapotřebí si uvědomit, že terminologicky korektní musí být v souladu se světovou praxí. Termín „oceňování“ můžeme použít, jen když stanovujeme cenu ve vztahu k daňovým účelům nebo k účelům vztahujícím se ke státu. Naopak termín „ohodnocování“ vystihuje lépe proces, kdy odhadujeme hodnotu pro tržní transakce soukromé povahy a stanovuje tak výši očekávané ceny obchodu nebo zjišťuje kategorii hodnoty.

Než ale můžeme provést ocenění nebo ohodnocení podniku, je důležité si říci, co se skrývá pod pojem podnik, hodnota a jaké jsou hladiny, na kterých se podnik může oceňovat. Vymezení základních pojmů je pak předpoklad pro použití oceňovacích metod (Mařík, 2018, str. 17).

1.1 Definice podniku

Pro stanovení pojmu podniku je důležitá definice z nového občanského zákoníku, který nahradil původní pojem podnik novým pojmem obchodní závod, který podle §502 zní takto: „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.“

Znamená to, že podnik tvoří soubor hmotného a nehmotného majetku, jehož nedílnou součástí jsou lidské zdroje tj. zaměstnanci a jejich zkušenosti, vlastnosti a dovednosti. Dohromady tyto složky umožňují, aby podnik mohl zabezpečovat činnost, pro kterou byl založen. Podnik je tedy celistvým komplexem a při oceňování musíme brát všechny složky v jednotě. (Kislingerová, 1999, str. 5).

Vochozka a Mulač (2012, str. 115) dále definují podnik jako zboží. Říká, že podnik je v klasickém pojetí zboží a tudíž je na podnik nahlíženo jako na jakýkoliv jiný ekonomický statek, který je předmětem potencionální směny. Z toho důvodu mu můžeme přiřadit i příslušející atribut ekonomického statku – užitnou a směnnou hodnotu.

1.2 Definice hodnoty podniku

Základním cílem oceňování nebo ohodnocování podniku je právě stanovení hodnoty. Nejprve je důležité zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, na okolnostech a podmínkách nezávislou a zdůvodnitelnou hodnotu. Z toho pak také plyne, že nemůže existovat jediné platné, správné a univerzální ocenění (Kislingerová, 1999, str. 3). Mnoho lidí se mylně domnívá, že existuje pouze jediná správná hodnota, ve skutečnosti ale existuje plno definic hodnoty. Záleží pak na účelu ocenění podniku, který určuje výběr vhodné definice hodnoty (Pratt, 2008, str. 29). Hodnota podniku záleží pak na očekávaných budoucích příjmech (a to buď na úrovni vlastníků podniku, nebo na úrovni vlastníků i věřitelů tj. všech investorů) převedených (diskontovaných) na jejich současnou hodnotu – present value (Mařík, 2018, str. 24).

Jak je řečeno v předchozí kapitole, podnik má dvě základní vlastnosti:

- Užitnou hodnotu
- Směnnou hodnotu

Užitná hodnota představuje míru schopnosti statku uspokojovat potřeby lidí a liší se pro jednotlivé vlastníky. Směnná hodnota (hodnota) představuje finanční vyjádření hodnoty zboží – v našem případě podniku. Finanční vyjádření neboli cena vzniká v tržním prostředí střetáváním nabídky a poptávky (Vochozka, Mulač, 2012, str. 115).

Směnná hodnoty by podle toho měla být hodnotou objektivní. Protože se ale hodnota podniku odhaduje velmi obtížně, můžeme využít nejrůznějších modelů, které pomáhají a nabízejí určitý základ pro jednání mezi kupujícím a prodávajícím. Pokaždé, když se jedná o koupi, je hlavní otázkou placení neboli úhrada kupní ceny. V kupní ceně není vyjádřena jen aktuální hodnota podniku, ale i všechny budoucí užítky, které jsou spojené s vlastnictvím podniku. Z toho také vyplývá, že hodnota je relativní. Hodnota se mění v čase a je závislá na vývoji podniku. Z tohoto důvodu můžeme hodnotu podniku stanovit pouze k určitému časovému okamžiku a za předpokladu znalosti účelu, pro které bylo prováděno (Kislingerová, 1999, str. 7).

Podnik také můžeme oceňovat na dvou různých hladinách:

- Hodnota brutto
- Hodnota netto

U hodnoty brutto se jedná o hodnotu podniku jakožto celku – podnikatelské jednotky (entity). Značí hodnotu pro vlastní, tak i pro věřitele. Hodnota netto je hodnota, kterou můžeme oceňovat na úrovni vlastníků podniku, tj. ocenění pouze kapitálu, který do podniku vložili pouze jeho vlastníci. Dnes již v novém občanském zákoníku není vhodný pojem pro netto hodnotu, a tak můžeme zjednodušeně říci, že se jedná o „rozdíl mezi majetkem a dluhy“ (Mařík, 2018, str. 19).

1.3 Kategorie hodnoty

Jedním ze základních předpokladů ocenění podniku je stanovení kategorie hodnoty. Přiřazení správné kategorie hodnoty se primárně odvíjí od zadání a účelu ocenění. S kategorií hodnoty jsou pak dále spojené analytické a výpočtové postupy. Při volbě kategorie nesmíme ani zapomenout na význam identifikace relevantního trhu daného podniku či s ním srovnatelná aktiva, která jsou předmětem kontinuální směny (Krabec, 2009, str. 26, 44).

Jednotlivé kategorie hodnoty podniku představují základní předpoklady, podle kterých dále oceňování provádíme. Dle jednotlivých kategorií vždy přizpůsobujeme v určitém rozsahu základní přístup k oceňování. Z tohoto důvodu je vymezení správné kategorie hodnoty zcela zásadní. Jednotlivé kategorie mohou také plynout z následujících otázek:

- Kolik by byl ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce? Jaké je tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího či vlastníka?
- Jaká hodnota je spravedlivá pro obchod mezi konkrétním kupujícím a prodávajícím?
- Jaká hodnotu můžeme považovat za nejméně spornou?

Z těchto hledisek se postupně vyvinuly základní kategorie hodnoty pro oceňování podniku (Mařík, 2018, str. 25).

1.3.1 Tržní hodnota

První výše uvedená otázka zní: „*Kolik by byl ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce? Jaké je tržní ocenění?*“

Tržní ocenění podniku vychází z předpokladu, že existuje trh s podniky, nebo alespoň trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. To znamená, že existuje trh, kde je více kupujících i prodávajících a tím jsou vytvořeny podmínky, který umožňují vznik tzv. tržní ceny, která je

také označována jako tržní hodnota. Tržní hodnota se na mezinárodní úrovni definuje několika způsoby (Vochozka, Mulač, 2012, str. 118).

Definice podle mezinárodních oceňovacích standardů zní následovně: „*odhadnutá částka, za kterou by měly být aktiva či závazky směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci nezávislých partnerů po řádném marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ (International Valuation Standards, 2017).

Dále mezinárodní standardy obsahují předpoklad nejlepšího možného využití majetku, které je definováno takto: „*Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.*“ (International Valuation Standards, 2017).

Stanovení tržní hodnoty je vhodné použít při plánovaném prodeji, kdy zatím není znám konkrétní kupující a vlastník chce vědět pravděpodobnou cenu, za kterou by podnik mohl prodat (Vochozka, Mulač, 2012, str. 119).

1.3.2 Spravedlivá hodnota

Tato kategorie hodnoty hledá odpověď na otázku: „*Jaká hodnota je spravedlivá pro obchod mezi konkrétním kupujícím a prodávajícím?*“

Spravedlivá hodnota je definována v Mezinárodních standardech jako: „*Spravedlivá hodnota (Equitable Value) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.*“ (International Valuation Standards, 2017).

U této kategorie hodnoty je zapotřebí upozornit na problém spojený s jejím názvem. Do roku 2017 byla označována anglickým pojmem „Fair Value“, ten ale již existuje v účetním výkaznictví, kde je v českém překladu používán jako „Reálná hodnota“. Dnes je tudíž pojem „Spravedlivá hodnota“ překládán jako „Equitable Value“.

Rozdíl mezi kategoriemi „Tržní hodnota“ a „Spravedlivá hodnota“ je takový, že kategorie spravedlivé hodnoty má představovat odhadovanou cenu, ve které jsou zohledněné výhody

a nevýhody, které mohou mít konkrétní kupující a konkrétní prodávající, zatímco do tržní hodnoty se promítnou jen takové výhody, které může mít jakýkoliv subjekt na trhu. Z tohoto důvodu je tato kategorie poněkud problematická, jelikož konkrétní provedení musí být pro každou situaci jiné a tak pro ni neexistují obecně aplikovatelná podrobná pravidla (Mařík, 2018, str. 32 – 33).

1.3.3 Subjektivní (investiční) hodnota

Tato hodnota je odpovědí na otázku: „*Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího či vlastníka?*“

A pod touto odpovědí se podle mezinárodních oceňovacích standardů skrývá následující definice: „*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, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*“ (International Valuation Standards, 2017).

Tento přístup vnímá podnik jako jedinečné aktivum, které je méně likvidní. Při stanovování hodnoty je tudíž velmi důležité dbát na názory jednotlivých zúčastněných, kteří posuzují užitek z prodávaného podniku. Je tedy především založeno na budoucnosti, ve které se odrážejí očekávání jednotlivých účastníků transakce (Vochozka, Mulač, 2012, str. 121).

Základní charakteristiky této kategorie jsou:

- **Budoucí peněžní toky** se odhadují výhradně podle představ manažerů podniku, který se oceňuje. Popřípadě jsou mírně upraveny, a to většinou směrem dolů proti představám manažerů. Tudíž reprezentují představu řídicích pracovníků či investora oceňovaného podniku.
- **Diskontní míra** je určena podle subjektu, z jehož hlediska se ocenění provádí na základě jeho alternativních možností investovat.

Investiční hodnota je v určité míře dána subjektivními názory, představami a popřípadě konkrétními podmínkami podniku, z jehož hlediska je určena (Mařík, 2018, str. 34).

1.3.4 Objektivizovaná hodnota

Tato hodnota nám dává odpověď na otázku: „*Jaká hodnotu můžeme považovat za nejméně spornou?*“

Tato hodnota by měla být postavena na všeobecných uznávaných datech a k jejímu výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Existují zásady, které mají za úkol vymezit prostor, ve kterém se odhadce může pohybovat. Dodržení těchto zásad má za úkol, aby ocenění obsahovalo subjektivní prvky pouze v minimální míře, nejlépe vůbec žádné. Tudíž posudky od nezávislých odhadců by neměly obsahovat významné rozdíly (Vochozka, Mulač, 2012, str. 120 – 121).

Dle německých standardů je tato hodnota definována následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty prozkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, nebo skupiny vlastníků, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ (IDW Standard S1, 2008, str. 9).

Koncepce objektivizované hodnoty má tři stupně ocenění. V prvním stupni bereme v úvahu pouze všeobecně platné skutečnosti, které jsou zároveň relevantní k datu ocenění, a tímto získáme objektivizovanou hodnotu. V druhém stupni pak bereme v potaz skutečnosti, které jsou obecně známé, ale týkají se budoucnosti a jejich působení nemusí být vždy jednoznačné. Druhým stupněm získáme tržní hodnotu a až ve třetím stupni přihlížíme k subjektivním hlediskům stejně jako je tomu u investiční hodnoty (Mařík, 2018, str. 36).

1.3.5 Kolínská škola

U tohoto přístupu můžeme říct, že se jedná o kombinaci předchozích přístupů a snaží se z každého přístupu zahrnout jen to nejlepší. Je založena na předpokladu toho, že je velmi obtížné používat tržní hodnotu, jelikož v evropských zemích má trh s podniky výrazná omezení a není transparentní. Reálná hodnota podniku by tudíž měla být hodnota subjektivní (Vochozka, Mulač, 2012, str. 121).

Kolínská škola rozeznává základní funkce pro oceňování podniků a s tím také i funkce oceňovatele.

- **Funkce poradenská**, která je považována za nejdůležitější a dává stranám informace a podklady o maximální ceně, kterou může kupující zaplatit a minimální ceně, za kterou může prodávající firmu prodat, aniž by na transakci prodělal.
- **Funkce rozhodčí**, u které se jedná o odhad nezávislého oceňovatele. Tento oceňovatel by měl odhadnout hraniční hodnoty a zároveň by v tomto rozpětí měl najít spravedlivou hodnotu.
- **Funkce argumentační** slouží jako podklad pro jednání a má za úkol zlepšit pozici dané strany při vyjednávání.
- **Funkce komunikační**, kde ocenění slouží jako informace a podklad pro investory a banky.
- **Funkce daňová**, jejímž cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

Rozlišení těchto jednotlivých funkcí má především praktický význam pro oceňovatele (Mařík, 2018, str. 38 – 40).

1.4 Důvody oceňování podniků

Podle Kislingerové (1999, str. 7 – 8) existují různé důvody a podněty pro ocenění podniku, ocenění je například zapotřebí při koupi a prodeji podniku nebo při vstupu nových společníků. Dále se využívá při fúzích a přeměnách společnosti, uvedení akcií na kapitálový trh, hodnocení úspěšnosti práce managementu, likvidace podniku, jeho pojištění apod.

Mařík (2018, str. 42 – 43) dále uvádí rozlišení důvodů ocenění podle toho, zda souvisí se změnou vlastnictví či nikoliv:

- 1) Ocenění, které souvisí se změnou vlastnictví, například:
 - a) dle Zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
 - koupě obchodního závodu dle § 2175 a následujících,
 - b) dle Zákona č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních korporacích
 - nepeněžitý vklad
 - ocenění kvůli veřejnému návrhu na směnu či koupi účastnických cenných papírů
 - ocenění kvůli nucenému přechodu účastnických cenných papírů
 - c) dle Zákona č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí

- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti
- d) dle Zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodní společností a družstvech
 - ocenění při fúzi
 - ocenění při rozdělení společnosti
- 2) Ocenění, kdy nedochází ke změně vlastnictví, například:
 - změna právní formy
 - zastavení podílu v korporaci
 - ocenění pro poskytnutí úvěru
 - ocenění v souvislosti se sanací společnosti

Ať je podnět pro ocenění jakýkoliv, u každého ocenění by mělo být řečeno, jaký podnět k němu vedl, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká hladina hodnoty má být určena a k jakému datu má být hodnota určena.

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Nejdříve než se posuneme dále k postupům a metodám oceňování podniku, věnujeme pozornost dvěma faktorům, a to času a rizika. Faktor času i rizika se promítají do oceňování prostřednictvím diskontní míry. Kterou si blíže představíme v následujících podkapitolách.

2.1 Faktor času

Hodnotu aktiva vymezujeme jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které získá vlastník daného aktiva. A všechny budoucí příjmy budou tvořit hodnotu podniku, ne ale všechny příjmy mají stejný význam. Pro vlastníka je velice důležité, v jaký okamžik tyto příjmy získá. Příjem získaný dříve má pro vlastníka větší význam, než příjem, který získá později. Hovoří se o tzv. časové hodnotě peněz (Mařík, 2018, str. 57).

Pokud podnik potřebuje na něco peníze, potřebuje je nejpozději v okamžiku výdaje. Pro vlastníka podniku má příslib peněz v pozdější době menší hodnotu, jelikož zde existuje riziko, že nic nedostane. Zároveň dříve získané peníze může dříve investovat a dříve z nich mít další výnos. Stejně tak fungují i výdaje. Výdaj, který očekáváme později, má menší hodnotu. Jelikož peníze, které máme k dispozici, můžeme buď investovat do podniku, nebo uložit do banky do doby předpokládaného výdaje a mezitím se nám objem peněz může navýšit ziskem či úrokem. (Slavík, 2013, str. 74).

2.2 Faktor rizika

Riziko je vždy všudypřítomný faktor. V jakékoli podnikatelské činnosti musí manažeři umět pracovat s riziky, což je v dlouhodobém horizontu nezbytné pro dosahování efektivity podniku a plnění cílů podniku. Rizika musíme nejprve identifikovat a dlouhodobě a systematicky s nimi pracovat. Riziko tak můžeme definovat jako: „*pojmem využívaný k vyjádření nejistoty výskytu určitých událostí nebo jejich následků.*“ (Vochozka, Mulač, 2012, str. 437).

Riziko je také chápáno jako důsledek nejasnosti budoucího vývoje hospodářské činnosti a z ní plynoucích výnosů. Míra rizika se pak dá definovat jako: „*velikost rozptylu očekávaných výnosů.*“ Tento pohled na riziko nám dále pomůže jako východisko pro stanovení diskontní míry (Mařík, 2018, str. 59).

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého je možné do podniku promítnou výše uvedený faktor času a rizika. Představuje úrokovou míru či procentní výnosnost alternativních investic), o kterou snižuje budoucí příjmy a výdaje. Stanovuje se různě a záleží, ke kterému účelu slouží (Slavík, 2013, str. 75).

Skoro pokaždé je východisko diskontní míry úroveň výnosu, které by přinášelo aktivum nezatížené rizikem. To v praxi bohužel neexistuje, a proto musíme použít jako příklad aktivum, které je rizikem zatížené minimálně a můžeme ho brát jako aktivum bezrizikové. Koupě podniku je ovšem pokaždé riziková. Otázkou tedy zůstává, jak se můžeme vypořádat s oceněním rizika. Podle Maříka (2018, str. 67) jsou tyto hlavní možnosti:

- pracovat s rizikovou přírůžkou k „bezrizikové úrokové míře“,
- použít jistotní ekvivalent výnosů

V prvním případě vycházíme z bezrizikové úrokové míry, kterou upravíme o určitou úroveň, která odpovídá míře rizika. Druhou možností je omezení očekávané výnosové míry na její bezrizikovou část a vyloučení rizika i z očekávaných příjmů. Očekávané výnosy nahradíme jejich jistotním ekvivalentem. Důležité je, aby úroková míra byla zatížena stejným rizikem jako příjmy použité pro výpočet ocenění.

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Základem pro úspěšné ocenění podniku je vymezení účelu, pro který podnik oceňujeme. „Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů.“ Důležitá je účast managementu firmy, který je zadavatel práce, ale zároveň poskytovatel informací z podniku. Je nezbytné na začátku shromáždit co nejvíce informací a dat z podniku, které se následovně musí zpracovat. Oceňovatel musí mít představu o celém dění v podniku. Stejně tak jsou důležité informace o okolí podniku, tzn. o makroekonomickém prostředí a mikroekonomickém prostředí. Na fázi shromažďování dat dále navazuje fáze analytická. Tato fáze se skládá z analýzy strategické a finanční, dále i z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Pokud k oceňování bude použita některá výnosová metoda, je nezbytné sestavit kompletní finanční plán. Tento krok by mohl být zcela vynechán, pokud by byly použity jen metody tržního porovnání (a to jen v nejjednodušší variantě). Neměla by ani chybět volba metody ocenění s patřičným zdůvodněním pro její použití (Kislingerová, 1999, str. 15 – 17).

Výše uvedený postup ocenění podniku je sice po teoretické stránce velmi precizní, ale v praxi bývá často zjednodušen. Důvodem pro vynechání některých kroků je pracnost a časová náročnost a nepochybně i nedostatek informací a disponibilních dat o daném podniku. Často se to týká rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná a analýzy generátorů hodnoty s orientačním oceněním (Vochozka, Mulač, 2012, str. 126).

3.1 Sběr vstupních dat

Základem pro ocenění podniku je sběr relevantních dat o celém podniku a všeho, co se daného podniku týče. Východiskem je účel ocenění a hledaná kategorie hodnoty. Potřebné informace můžou být podle Maříka (2018, str. 72 – 73) rozdělena do následujících skupin:

- 1) Základní data o podniku
 - a. data identifikující podnik
 - b. název a právní forma
 - c. předmět podnikání
 - d. struktura hl. vlastníků podniku
 - e. informace o historii podniku
- 2) Ekonomická data
 - a. účetní výkazy za posledních 3 – 5 let

- b. výroční zprávy
 - c. zprávy auditorů
 - d. podnikové plány
- 3) Relevantní trh
- a. vymezení trhu
 - b. segmentace trhu
 - c. faktory atraktivity trhu
 - d. faktory vývoje trhu
- 4) Konkurenční struktura trhu
- a. přímí konkurenti a data o nich
 - b. substituty výrobků/produktů oceňovaného podniku
 - c. bariéry pro vstup do odvětví
- 5) Odbyt a marketing
- a. data o struktuře odbytu
 - b. hlavní produkty a jejich hodnocení oproti konkurenci
 - c. ceny a cenová politika
 - d. odbytové cesty
 - e. reklama a srovnání s konkurencí
 - f. výzkum a vývoj v porovnání s konkurencí
- 6) Výroba a dodavatelé
- a. řízení kvality a certifikáty kvality
 - b. charakter výroby, úroveň technologie
 - c. stav dlouhodobého majetku
 - d. dodavatelé
- 7) Pracovníci
- a. struktura pracovníků, nárok na jejich kvalifikaci
 - b. situace na trhu práce
 - c. fluktuace pracovníků
 - d. produktivita práce a srovnání s konkurencí

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza slouží jako podklad pro to, aby si podnik stanovil strategii podniku, dle které se bude podnik řídit. Strategická analýza identifikuje a následně vyhodnocuje faktory, které mohou ovlivnit konečnou volbu cílů a strategie podniku. Slouží k pochopení souvislostí mezi jednotlivými faktory a umožňuje společnosti nalézt a objasnit trendy v chování okolí vůči samotnému podniku a vysvětlit vztahy, které se mezi těmito trendy nachází (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 9). Podnik se je snaží identifikovat a podrobit analýze s cílem předpovědět budoucí vývoj prostředí na základě zjištěných současných dat, což je klíčový krok pro stanovení hodnoty firmy (Zamazalová, 2010, str. 15-16).

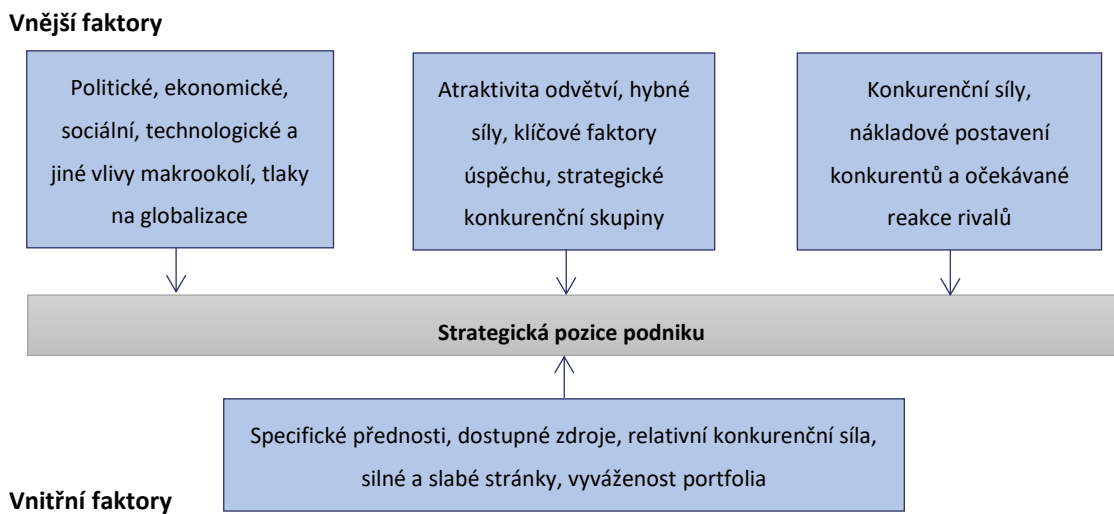
Strategická analýza je tedy klíčovým krokem v procesu oceňování podniku, jelikož jejím hlavním úkolem je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňované firmy. Výnosový potenciál je jednak, dán vnějším potenciálem tzn. šancemi a riziky a vnitřním potenciálem tzn. silnými a slabými stránkami, kterými podnik disponuje (Mařík, 2011, str. 56).

Strategická analýza, která se zpracovává za účelem ocenění podniku, vychází z klasické manažerské strategické analýzy, na druhou stranu volba metod musí odpovídat stanovenému cíli. Není tedy optimální přejímat celý aparát strategické analýzy (Vochozka, Mulač, 2012, str. 128). Podle Maříka (2011, str. 57) strategická analýza v procesu oceňování plní tři základní cíle:

1. posuzuje strategickou pozici podniku
2. je podkladem pro prognózu tržeb firmy do budoucnosti
3. posuzuje rizika, která jsou spojená s firmou

S ohledem na cíle strategické analýzy můžeme vytyčit dvě oblasti jejich zaměření, kterými jsou analýza vnějšího okolí podniku a analýza vnitřních zdrojů a schopností firmy (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 10). Tyto dvě oblasti jsou navzájem propojené a slouží k vymezení strategické pozice podniku, jak je zobrazené na obrázku 1.

Obrázek 1 Strategická analýza

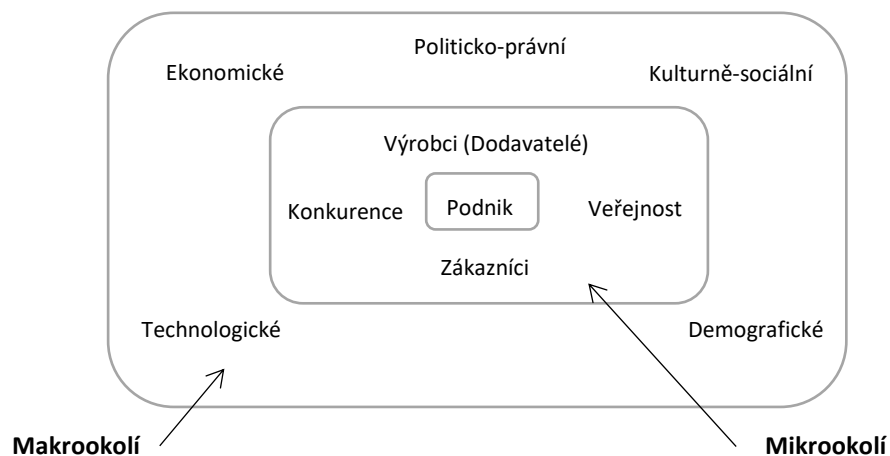


Zdroj: Zpracováno podle SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, s. 10.

Analýza okolí

Analýza okolí neboli vnějšího prostředí se zaměřuje na faktory, které na podnik působí z jeho okolí a ovlivňují jeho strategickou pozici. Při monitorování tohoto okolí podniku zjišťujeme pro konkrétní podnik, jaké jsou jeho příležitosti a hrozby (Mallaya, 2007, str. 40). Toto okolí podniku můžeme podle Zamazalové (2009, str. 48) rozdělit na makrookolí a mikrookolí, jak můžeme vidět na obrázku 2.

Obrázek 2 Vnější prostředí společnosti



Zdroj: Zpracováno podle ZAMAZALOVÁ, Marcela. Marketing obchodní firmy. Praha: Grada, 2009. s. 48.

Analýza makrookolí se soustředí na faktory, které podnik v podstatě nemůže nijak ovlivnit. Podnik tak naopak musí svojí činnosti přizpůsobit podle působení těchto faktorů a reagovat na jejich změny (Vochozka, Mulač, 2012, str. 129). Tyto faktory se neustále mění a v posledních letech se mění velmi dynamicky a turbulentně (Zamazalová, 2009, str. 48).

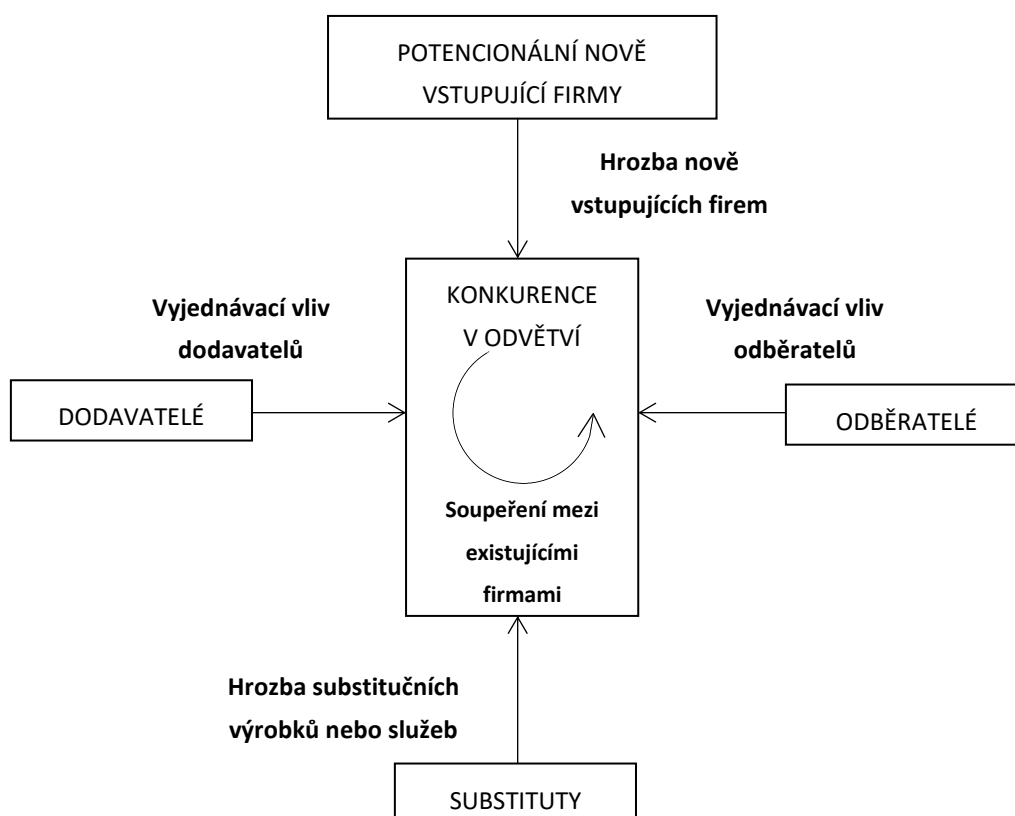
Podniky se tedy logicky snaží na zmíněné změny makrookolí reagovat. Jejich reakce na tyto změny udávají celkovou úspěšnost podniku. Faktory, které tvoří rámec makrookolí, můžeme rozdělit do následovně:

- politické
- ekonomické
- sociální
- technologické

na základně tohoto rozdělení se nejčastěji pro analýzu používá akronym PEST. Můžeme se také potkat s označením STEP či PESTLE nebo PESTLED, tyto analýzy jsou obdobné, liší se pouze podrobnost rozdělení faktorů, např. se zde objevuje rozdělení na faktory environmentální, právní a demografické (Grasseová, Dubec a kol., 2010, str. 179).

Další faktory, které výrazně ovlivňují činnost podniku, jsou faktory mikroprostředí. Tyto faktory už podnik může v určité míře ovlivnit a pro jednotlivé podniky se liší. V této analýze podnik zkoumá především své konkurenční prostředí. Tato analýza se nejčastěji provádí prostřednictvím Porterova modelu pěti sil. Zde lze identifikovat vlivy mající podstatný vliv na přitažlivost daného odvětví. Mezi tyto vlivy se řadí konkurence, a to jak stávající, tak potenciaální, vyjednávací síla dodavatelů a kupujících a hrozba substitučních produktů (Synek, Kislíngrová, 2015, str. 187)

Obrázek 3 Porterův model 5 sil



Zdroj: Zpracováno podle PORTER, M. E. Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů. Praha: Victoria Publishing, 1994. s 4.

V každém odvětví podniky soupeří o výhodnější pozici na trhu. Podniky mění svou strategii v závislosti na chování konkurence a využívají k tomu různé typy nástrojů např. cenovou či nákladovou konkurenci, reklamu, vylepšování kvality nabízených produktů. Intenzita rivality se v jednotlivých odvětvích pohybuje společně s množstvím konkurence a její velikosti, také závisí na rychlosti růstu odvětví, roste i při nedostatečné diferenciaci produktů (Porter, 2008, str. 32).

Prognóza vývoje odvětví

Prognózu vývoje odvětví můžeme zjistit z historického vývoje tržeb a zisků ve zvoleném odvětví. Tato prognóza je nezbytná pro určení vývoje tržeb oceňovaného podniku. Je také důležité zjistit, zda se podnik nachází v cyklickém odvětví, neutrálním nebo acyklickém odvětví, aby se zjistila závislost na vývoji HDP. Od prognózy a vývoje HDP pak můžeme odhadnout i budoucí vývoj daného odvětví. Pro vývoj odvětví v české republice lze využít prognózy MPO (Kislingerová, 2001/1999, str. 27).

Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku

Tato analýza se zaměřuje na identifikaci zdrojů a schopností podniku neboli na strategickou způsobilost, kterou by podnik měl disponovat, pokud chce pružně reagovat na příležitosti a hrozby vznikajících nepřetržitě v jeho okolí. Tato analýza se zabývá jednotlivými druhy zdrojů a schopnostmi podniku, jak tyto zdroje využívat. Analýza tak vede k vyhledání jedinečných předností podniku jakožto k nalezení její konkurenční výhody. Syntéza výsledků se provádí s využitím SWOT analýzy, pomocí které identifikuje podnik své silné a slabé stránky, které dále vztahuje k vlivům z okolí podniku, a to přesněji k příležitostem a hrozbám. Syntéza výsledků je závěrečným krokem strategické analýzy (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 11-12).

Průběh analýzy vnitřního prostředí se realizuje v následujících krocích. Nejprve je důležité identifikovat zdroje, kterými firma disponuje. Hodnocení těchto zdrojů není však jednoduché, jeho podstatou je zhodnocení jejich kvality a unikátnosti nebo nenapodobitelnosti zdrojů konkurencí. Zde se podnik nesmí omezit jen na pouhé konstatování zdrojů, důležité je využití těchto zdrojů. V druhém kroku jsou analyzovány schopnosti podniku, kde se jedná právě o schopnosti využít identifikované zdroje, jelikož zdroje, které firma neumí využít, naprosto ztrácejí svůj význam. Z hlediska analýzy to s jakou rentabilitou tyto zdroje umí podnik využívat, představuje schopnosti podniku (Sedláčková, Buchta, 2006, str. 79-81).

3.2.1 Postup strategické analýzy při oceňování podniku

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti ocenění podniku. V rámci tohoto procesu se strategická analýza může skládat z následujících kroků:

- relativní trh, jeho analýza a prognóza, analýza vnějšího potenciálu
- analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
- prognóza tržeb podniku - tento krok je výsledkem dvou předchozích kroků

Výsledek uvedených kroků je predikce vývoje tržního podílu oceňovaného podniku (Mařík, 2011, str. 58).

Za základní data lze považovat odhad velikosti trhu a vývoj trhu v čase popř. segmentace trhu. Velikost trhu by se měla odhadovat na základě velikosti poptávky, tzn. na základě celkového prodeje a spotřeby. Dalším krokem hodnocení trhu je posouzení jeho atraktivity.

Pro výpočet se často používá vícekritériální hodnocení, kde se mezi nejčastější kritéria zahrnují:

- růst trhu
- velikost trhu
- intenzita přímé konkurence
- průměrná rentabilita
- možnosti substituce
- bariéry vstupu
- citlivosti na hospodářský cyklus
- struktura zákazníků
- vlivy prostředí.

Jednotlivým kritériím jsou přiděleny váhy a poté vypočten vážený aritmetický průměr, který vyjadřuje atraktivitu trhu. Atraktivita trhu se považuje za jednu z nejdůležitějších výstupů analýzy mikrookolí, jelikož podává obraz o perspektivě podniku a je brána v úvahu i při tvorbě finančního plánu (Vochozka, Mulač, 2012, str. 131 - 132).

Dalším krokem analýzy je prognóza vývoje celkového trhu. Oceňovatel volí faktory v závislosti na konkrétní situaci. Jedná se především o faktory národohospodářské (celková průmyslová spotřeba, produkce, HDP atd.), obecné faktory poptávky (ceny, počet obyvatel, příjmy obyvatelstva atd.) a faktory, které jsou specifické pro danou skupinu produktů (módní trendy a spotřební zvyklosti) (Mařík, 2011, str. 68). Pro odhad relevantního trhu lze využít regresní analýzy a extrapolace časové řady, která vychází z historického vývoje trhu (Vochozka, Mulač, 2012, str. 131).

Na prognózu vývoje relevantního trhu navazuje analýza konkurenční síly podniku, kde hlavní úlohou je odhad budoucího vývoje tržních podílů. První krok je stanovit dosavadní tržní podíl a identifikace hlavních konkurentů. Při této analýze se posuzuje, jak je podnik schopen využít šance, které plynou z rozvoje trhu a jak je schopen čelit konkurenci a případným hrozbám. Výsledkem uvedených kroků je predikce vývoje tržního podílu podniku (Mařík, 2011, str. 74-80).

Poslední krok je prognóza tržeb, která vychází z předchozích výsledků. Velikost tržeb podniku je vyjádřena jako podíl na obratu trhu. Kontrolním výpočtem je extrapolace časové

řady vývoje tržeb podniku v minulosti. Výsledek strategické analýzy je výrok o perspektivnosti daného podniku, která je dána atraktivitou daného trhu a konkurenční silou a odhad budoucích tržeb podniku (Vochozka, Mulač, 2012, str. 135-136).

3.3 Finanční analýza

Důležitou součástí ocenění podniku je finanční analýza, která má za úkol nám poskytnout informace o finančním zdraví podniku, to znamená, v jakém stavu se podnik nachází v okamžiku ocenění a co můžeme očekávat v budoucnosti. Investor tedy od investice do podniku očekává, jako u jakýchkoliv jiných investic, zhodnocení vloženého kapitálu. Je tedy důležité znát finanční situaci podniku. Finanční analýza při oceňování se stává i východiskem pro posouzení stavu hospodaření a pro identifikaci rizik, které plynou z fungování podniku v budoucnosti. V kontextu s ostatními informacemi slouží finanční analýza pro posouzení identifikovaných rizik a hraje podstatnou roli při stanovení diskontní míry v jednotlivých modelech pro stanovení tržní hodnoty podniku (Kislingerová, 1999, str. 29).

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat z účetních výkazů – rozvahy, výkazu zisku a ztrát, výkazy cash flow. Zahrnuje v sobě hodnocení firemní minulosti a současnosti a zároveň predikuje její budoucí finanční podmínky. Jejím hlavním smyslem je připravit podklady pro rozhodování o fungování podniku. Základním nástrojem jsou finanční ukazatele, které nám dávají odpovědi na otázky související s finančním zdravím podniku (Růčková, 2012, str. 9 - 11).

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Základní vstupní data jsou pro analýza pouze elementárním předpokladem. Převážnou část vstupních dat tvoří účetní výkazy, které obsahují absolutní ukazatele. Ty nám dávají představu o rozměrech jednotlivých jevů. Podle toho zda vyjadřující stav nebo podávají informace za časový interval, označujeme je za stavové nebo tokové. Rozvahu tvoří veličiny stavové, kde je k určitému datu uvedena hodnota majetku a kapitálu, naproti tomu výkaz zisků a ztrát i výkaz cash flow uvádí veličiny tokové, tj. například, jakých tržeb bylo dosaženo za určité období (Kislingerová, 1999, str. 49).

Horizontální a vertikální analýza

Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje horizontální a vertikální analýzu a bilanční pravidla. Horizontální analýzu můžeme také nazývat analýzou trendů, jelikož se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Zjišťujeme, o kolik se změnila konkrétní položka – tzn. rozdíl základního a běžného období. Horizontální analýza informuje o pohybech jednotlivých položek v účetních výkazech a intenzitě tohoto pohybu. Vertikální analýza neboli procentní rozbor se zabývá vnitřní strukturou absolutních ukazatelů. Zabývá se vždy jen jedním obdobím a zkoumá, jak se na určité veličině podílely veličiny dílčí. Může se například jednat o složení aktiv, které představují 100 %, a zkoumá se, jakou částí se na této položce podílely jednotlivé položky (Růčková, 2012, str. 43, Kislingerová, 1999, str. 50).

Bilanční pravidla

Vedle horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů je možné také zkoumat, zda podnik uplatňuje ve své činnosti „*bilanční pravidla*“. Můžou se brát jako doporučení, kterým by se mělo vedení řídit při financování podniku s cílem dosažení dlouhodobé finanční stability a rovnováhy (Kislingerová, 1999, str. 53).

Existují čtyři základní pravidla:

- Zlaté bilanční pravidlo, které doporučuje sladit časový horizont aktiv a pasiv. Říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobými zdroji a krátkodobý majetek krátkodobými zdroji.
- Pravidlo vyrovnaní rizika, doporučuje, aby v podniku byly využívány jak zdroje vlastní, tak i cizí. Podmínkou však je, že by cizí zdroje neměly převyšovat zdroje vlastní.
- Pari pravidlo říká, že by podnik měl využívat tolik vlastního kapitálu, které dokáže uložit do dlouhodobého majetku nebo dokonce méně.
- Růstové pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic v podniku nepředbíhalo tempo růstu jeho tržeb. Sleduje, zda se růst dlouhodobého majetku odráží na výkonech podniku (Scholleová, 2017, str. 74 – 76).

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Finanční poměrové ukazatele charakterizují vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli z účetních dat. Poměrové ukazatele jsou nejrozšířenější metodou pro finanční analýzu, jelikož umožňují získat rychlý obraz o finanční situaci podniku. Musíme ale dbát na to, že jsou spíše pomocníkem analýzy a jejich výpočtem analýza nekončí, spíš právě

začíná. Můžeme je brát jako určité síto, které nám prozradí, jaké oblasti vyžadují hlubší analýzu (Sedláček, 2011, str. 55).

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele poměřují zisk z podnikání s výší zdrojů v podniku, díky kterým byl tento zisk dosažen. K nejdůležitějším ukazatelům se řadí ukazatel míry zisku.

(ROI – Return on Investment) – rentabilita vloženého kapitálu, kterým se hodnotí podnikatelská činnost firem.

$$ROI = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

„Ukazatel vyjadřuje, s jakou účinností působí celkový kapitál vložený do podniku, nezávisle na zdroji financování.“ Čítec zlomku není vždy stejný. Můžeme se setkat se ziskem před zdaněním a před úhradou úroků – EBIT (Earning Before Interest and Taxes), ziskem před zdaněním – EBT (Earnings Before Taxes), ziskem po zdanění EAT (Earnings After Taxes).

ROA (Return on Assets) – rentabilita aktiv, který poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podniku bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována.

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

ROE (Return on Equity) – rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje efektivnost reprodukce kapitálu, který vložili do podniku jeho vlastníci.

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

ROS (Return on Sales) – rentabilita tržeb, která charakterizuje vztah zisku k tržbám.

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}$$

ROCE (Return on Capital Employed) – rentabilita dlouhodobých zdrojů, které slouží k prostorovému srovnání podniků.

$$ROCE = \frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}}$$

Výběr nejvhodnějšího ukazatele závisí na analytikovi, který by měl i vytvořit vhodné úpravy poměrových ukazatelů (Sedláček, 2011, str. 56 – 57).

Ukazatele likvidity

Likvidita je důležitou částí hodnocení výkonnosti podniku, jelikož v podmínkách tržní ekonomiky nelze, aby fungoval podnik, který není schopný dostát svým závazkům. Podniku nestačí být rentabilní, současně musí disponovat takovou hotovostí a likvidními aktivy, aby byl schopen v daném rozsahu a v daný čas dostát svým závazkům (Kislingerová, 1999, str. 62). Při sestavování ukazatelů likvidity se ve jmenovateli uvádí krátkodobý cizí kapitál, kterým se rozumí všechny povinnosti splatné do jednoho roku. V čitateli jsou uvedena oběžná aktiva, která jsou z pohledu likvidity uspořádána od nejméně likvidních oběžných aktiv, které zahrnují hotovost, pohledávky a především zásoby. Dále se počítá pohotová likvidita, kde jsou oběžná aktiva očištěna o zásoby, a v poslední řadě zbývá nejlíkvidnější položka, kterou jsou „peníze“.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Obežná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$$

Uvedené výpočty slouží hlavně pro první orientaci. Hlubší rozbor vyžaduje pohled dynamický, a to analýzu ročního vývoje cash flow a jeho dílčích složek (Mařík, 2018, str. 123).

Ukazatele aktivity

Jejich rozbor slouží k tomu, abychom zjistili, jak hospodaříme s aktivy a jaké má hospodaření s nimi vliv na výkonost a likviditu. Pro tyto účely slouží následující dílčí ukazatele.

Obrat stálých aktiv (Fixed Assets Turnover), který vypovídá o rychlosti obratu aktiv a také o jejich přiměřenosti vzhledem k celkovým vstupům podniku.

$$\text{Počet obrátů aktiv celkem za rok} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{aktiva}}$$

Obrat zásob (Inventory Turnover, Stock Turnover Ratio), kolikrát za rok se přemění zásoby v další formy oběžného majetku až po prodej hotového produktu.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Průměrná doba splatnosti pohledávek (Average Collection Period), udává, kolik dní podnik musí čekat, než dostane peníze za již prodané produkty.

$$\text{Průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{pohledávky z obchodního styku}}{\text{průměrné denní tržby}}$$

Průměrná doba splatnosti závazků (Creditors Payment Period) je počet dnů, po který firma v podstatě využívá bezplatného obchodního úvěru od svých dodavatelů.

$$\text{Průměrná doba splatnosti závazků} = \frac{\text{závazky z obchodního styku}}{\text{průměrná denní hodnota nákupu}}$$

Pro vyhodnocení těchto uvedených ukazatelů platí, že pro podnik je nejvýhodnější, aby měl položky doby obratu aktiv co nejnižší a své závazky mohl naopak platit co nejpozději. Celkově je pro podnik výhodné, když je průměrná doba splatnosti závazků delší než doba splatnosti pohledávek (Mařík, 2018, str. 127).

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti udávají vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování podniku. Měří míru zadluženosti podniku, tj. v jaké míře podnik využívá k financování dluhy. Zadluženost není jen negativní charakteristikou podniku, cizí kapitál může přispívat k celkové rentabilitě a společně s tím i k vyšší tržní hodnotě podniku. K analýze zadluženosti například slouží ukazatele:

Celková zadluženost (Debt Ratio) – zapojením cizích zdrojů do financování podniku můžeme snížit náklady na celkový kapitál.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizi kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Úrokové krytí (Interest Coverage) informuje o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky.

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

Použití ukazatelů obsahující peněžní toky neboli tokové veličiny, poskytuje řadu důležitých a cenných informací, proto je nutné využívat je více, než je v současnosti obvyklé (Sedláček, 2011, str. 63 – 64).

3.3.3 Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital - NWC) se počítá jako rozdíl mezi oběžnými aktivy (bez dlouhodobých pohledávek) a krátkodobými závazky.

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

Ukazatel NWC nám říká, kolik podniku zůstane provozních prostředků po uhrazení všech krátkodobých závazků (Pešková, 2012, str. 57).

Zajímá nás nejen také vývoj NWC, ale také vývoj jeho složek. Jeho potřeba se může sledovat prostřednictvím obrátového cyklu peněz, jako počet dní, který je třeba k pokrytí mezery mezi dodáním materiálu a přijetím platby za výrobky.

$$\text{obratový cyklus peněz} = DO \text{ zásob} + DO \text{ pohledávek} - \text{doba splat. kr. závazků}$$

Poté se může spočítat potřeba NWC:

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

Podíl NWC na tržbách souvisí se zvýšením výkonem podniku.

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

Podíl NWC by se neměl příliš zvyšovat, jelikož může značit jeho špatné řízení (Scholleová, 2017, str. 188).

3.4 Sestavení finančního plánu

Pokud se rozhodneme provést ocenění výnosovou metodou, základem pro toto ocenění je finanční plán. Tento plán se skládá z finančních výkazů, kterými jsou:

- výsledovka
- rozvaha
- výkaz peněžních toků.

V běžném podniku je základní součástí podnikového plánu plán finanční. Podnikový plán vychází z dlouhodobé koncepce firmy, z jeho vize a strategie. Tvoří ho soustava vzájemně vyvážených plánů a patří do něj:

- plány prodeje
- plány produkce
- plány kapacit
- plány pracovních sil
- plán provozního hospodářského výsledku
- plán provozního cash flow
- plán investic, který umožňuje sestavit celkový peněžní tok
- rozvaha.

Při sestavování finančního plánu pro oceňování podniku nemůže oceňovatel sestavit kompletní podnikový plán, avšak měl by obsahovat základní logické vazby podnikového plánu. Oceňovatel by měl využít konzultace s vedením oceňované firmy, neměl by však

automaticky přebírat plány od managementu, když by se jednalo o ocenění tržní nebo objektivizované hodnoty (Mařík, 2018, str. 175).

Finanční plán, který je sestavován pro účely ocenění podniku, má většinou podobu ročních účetních výkazů na období, které představuje první fázi. Výkazy se plánují v následujícím pořadí:

- 1) plánovaná výsledovka
- 2) plánované CF
- 3) plánovaná rozvaha

Finanční plán pro tyto účely má určité odlišnosti od podnikového finančního plánu. Rozdíl je především ve funkci tohoto plánu. Dokumenty se sestavují za účelem čerpání dat potřebná k „naplnění vzorců“. Z tohoto důvodu nejsou na plán kladeny takové nároky na detail, ale klade se důraz hlavně na významné položky, které mají podstatný dopad na hodnotu podniku (Vochozka, Mulač, 2012, str. 138).

Postup tvorby finančního plánu

Postup tvorby finančního plánu pro účely ocenění podniku závisí z velké části na vztahu oceňovatele k managementu firmy a na účelu ocenění. Pokud se jedná o oceňování v součinnosti s předmětným podnikem, je disponibilní základna dat nesrovnatelně větší. Přístup k tvorbě plánu může být detailnější a analytičtější. To znamená, že zpracovatel přebírá podnikovou strategii nebo dokonce kompletní podnikový finanční plán. Pokud jde o ocenění pro účely určení objektivizované nebo tržní hodnoty, je podstatné oddělit subjektivní záměry a názory stávajícího vlastníka, případně je korigovat tak, aby nebyly zahrnuty jeho specifické zájmy. Vytvořený finanční plán by tak měl být využitelný pro jakéhokoliv potencionálního vlastníka. Měl by vycházet z objektivních a zdůvodnitelných předpokladů a měl by být postavený na exaktních základech (Vochozka, Mulač, 2012, str. 139).

4 METODY OCENĚNÍ PODNIKU

4.1 Výnosové metody

Jeden z přístupů stanovení tržní hodnoty podniku, je chápat podnik jako investici a investor pohlíží na podnik jako na „černou schránku“, která vlastníkovvi přináší určitý výnos. U podniku rozhoduje současná hodnota budoucích výnosů pro potenciálního investora. Vycházíme z toho, že investor je racionální, a tak zvažuje tzv. „Opportunity Costs“ – náklady ušlé příležitosti. Při výpočtech bude důležité, ze kterých výnosů bude investor vycházet a jaké bude uvažovat náklady příležitostí, jejichž výše bude záviset na likviditě, době splatnosti a rizikovosti. A i v tomto případě, když se jedná o hodnotu podniku, platí zde, že „investice je obětování dnešní jisté hodnoty ve prospěch budoucí nejisté hodnoty“ (Kislingerová, 1999, str. 119).

Jak jsme již řekli, že podnik je tvořen budoucími neboli očekávaným výnosy, je nejsprávnější za tyto výnosy považovat peněžní příjmy, které plynou z oceňovaného statku jeho vlastníkovvi. Jednotlivé výnosové metody pak rozlišujeme podle toho, jakou veličinu budeme pod těmito výnosy myslet. Existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného cash flow (DFC)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- metody kombinované, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým

Jakkoliv chápané výnosy mohou být ještě modifikovány z několika hledisek, a to – dle kategorie hodnoty, způsobu kalkulace cen, způsobu kalkulace daní a způsobu kalkulace investorů (Mařík, 2018, str. 191 – 192).

4.1.1 Metody diskontovaného cash flow

Tato metoda má původ v anglosaských zemích a vychází z toho, že se budoucí užitek z drženého statku podniku měří peněžními toky, které nejreálněji ukazují užitek pro investora. Existuje několik variant této metody, závisejících na pohledu jakého investora do kapitálu jsou peněžní toky chápány. Metoda diskontovaného cash flow se dále dělí:

- metoda DCF entity (jednotka označuje podnik jako celek)
- metoda DCF equity (vlastní kapitál)

Smyslem těchto třech metod je zjistit výnosové ocenění vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se pak liší podle toho, jak dospějeme k hodnotě vlastního kapitálu (Mařík, 2012, str. 17).

Metoda DCF entity

Při používání metody DCF entity výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Diskontováním těchto peněžních toků pak dostaneme hodnotu podniku jako celku – označujeme H_b „hodnota brutto“. Od této hodnoty v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu, a tak získáme hodnotu kapitálu vlastního – označujeme H_n „hodnota netto“ (Mařík, 2018, str. 193).

Tato varianta je pojata z pohledu vlastníků podniku a úročených věřitelů, tzn. z pohledu všech investorů, kteří poskytují explicitně zpoplatněný kapitál. Z tohoto důvodu volné peněžní toky v podniku plynou jak vlastníkům, tak úročeným věřitelům. Základem tohoto toku jsou veškeré provozní peněžní toky generované provozním majetkem. Po zajištění rozvoje podniku vyjádřený investicemi a změnou pracovního kapitálu, z něj mohou být uspokojeny nároky věřitelů. V angličtině se těmto peněžním tokům říká **FCFF – Free Cash Flow to Firm** a výpočet je následující:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + ODP - \Delta WC - INV$$

kde	FCFF	volný peněžní tok do firmy
	EBIT	provozní zisk před zdaněním
	t	sazba daně z příjmu
	ODP	odpisy
	ΔWC	změna čistého pracovního kapitálu (snížení +, zvýšení -)
	INV	investice do majetku

FCFF je tedy součet zdaněného zisku a odpisů zmenšených o změnu čistého pracovního kapitálu a o investice do majetku (Slavík, 2013, str. 120).

Diskontní míra je v této variantě vyčíslená jako průměrné vážené náklady kapitálu – **WACC „Weighted Average Capital Cost“**. Jde o vážený průměr vyplývající z požadavků na zhodnocení kapitálu investory.

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

kde	WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
	t	sazba daně z příjmu
	C	celkový kapitál
	D	cizí úročený kapitál (debet)
	r _d	náklady na cizí kapitál (úrok)
	E	vlastní kapitál (equity)
	r _e	náklady na vlastní kapitál

U této metody nejdříve musíme **určit celkovou hodnotu podniku** neboli výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. V tomto principu se můžeme dívat na celkovou hodnotu podniku z pohledu aktiv, a to jako na součet dlouhodobých aktiv a upraveného pracovního kapitálu, nebo se na ní můžeme podívat ze strany pasiv, kde se pak bude jednat o součet vlastního a úročeného cizího kapitálu. Tuto celkovou hodnotu podniku získáme diskontováním peněžních toků, které plynou z hlavního provozu firmy. Poté vypočítáme **výnosovou hodnotu vlastního kapitálu**, kde se celková hodnota provozu podniku sníží o hodnotu úročených dluhů. V posledním kroku přičteme k provozní hodnotě vlastního kapitálu hodnotu neprovozních aktiv. Hodnotu podniku jako celku „H_b“ určíme podle obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

kde	FCFF _t	volné cash flow v roce t
	i _k	kalkulovaná úroková míra (diskontní míra – WACC)
	n	předpokládaná existence podniku (v letech)

V praxi bývá nejvíce obvyklá dvoufázová metoda. Vychází z představy, že budoucí období můžeme rozdělit na dvě fáze. První fáze představuje období, pro které oceňovatel je schopný vytvořit prognózu volných peněžních toků pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna. Hodnotu podniku za druhou fázi budeme označovat jako PH – pokračující hodnotu. Hodnota podniku se dle dvoufázové metody vypočítá následovně:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

kde	T	délka první fáze
	PH	pokračující hodnota
	i_k	kalkulovaná úroková míra (diskontní míra – WACC)

Pokračující hodnotu můžeme tedy vyjádřit jako současnou hodnotu očekávaných peněžních toků, a to od konce první fáze do nekonečna. Zároveň je tato současná hodnota propočtena k datu, kdy je ukončena první fáze a je stejný jako začátek druhé fáze (Mařík, 2018, str. 206 – 207).

Pokračující hodnotu můžeme vyjádřit současnou hodnotou nekonečně rostoucích peněžních toků ve fázi druhé. Jedná se o **Gordonův vzorec**, užívaný pro oceňování akcií na základě dividend. Když tento vzorec aplikujeme na FCFF, získáme pokračující hodnotu.

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

kde	T	poslední rok predikovaného období
	FCFF	volné peněžní toky
	i_k	kalkulovaná úroková míra (diskontní míra – WACC)
	g	předpokládané tempo růstu

Odhad tempa růstu (g) by se mělo odhadnout a zdůvodnit už v závěru strategické analýzy. Tempo růstu tržeb by mělo odpovídat očekávanému tempu růstu tržeb relevantního trhu. Během nekonečně dlouhé druhé fáze nemůžeme kalkulovat s žádnými dalšími změnami, a to nejen s tržním podílem, ale i s ostatními finančními parametry podniku (Mařík, 2018, str. 212, 220).

Metoda DCF equity

U této metody počítáme celou dobu s vlastním kapitálem podniku. Volné peněžní toky jsou v této metodě vymezeny pouze pro vlastníky, pro tyto peněžní toky se používá název **FCFE – Free Cash Flow to Equity**.

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

kde	FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
	EBIT	provozní zisk před zdaněním
	t	sazba daně z příjmu
	ODP	odpisy
	ΔWC	změna čistého pracovního kapitálu (snížení +, zvýšení -)
	INV	investice do majetku
	SPL	splátka úročeného cizího kapitálu

Tyto volné peněžní toky v podstatě reprezentují teoretické dividendy neboli výplaty podílů na zisku svým vlastníkům (Mařík, 2011, str. 21 – 22).

Jelikož u této metody počítáme jen s vlastním kapitálem, diskontní míra se rovná nákladům na vlastní kapitál (r_e) a bude zároveň odrážet všechna rizika vlastníka, která jsou spojená s danými peněžními toky, tzn. jak riziko provozní, tak i finanční. Bude tedy odpovídat aktuálnímu zadlužení podniku.

$$\text{Diskontní míra} = r_e$$

Pro odhad nákladů na vlastní kapitál můžeme využít model oceňování kapitálových aktiv. Model CAPM byl původně sestaven pro cenné papíry, které jsou obchodované na kapitálovém trhu. Mezi důležité prvky tohoto modelu patří přímka cenných papírů, která nám odvozuje pro cenný papír střední očekávanou výnosnost od průměrné prémie za riziko a očekávané bezrizikové výnosnosti na kapitálovém trhu. Podle Maříka (2018, str. 253) platí:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_A$$

kde	$E(R_A)$	střední očekávaná výnosnost pro cenný papír A
	r_f	bezriziková výnosnost
	$E(R_m)$	střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
	β_A	koeficient beta pro cenný papír A

Náklady na vlastní kapitál také můžeme definovat jako nerealizované výnosy, které by vlastníci mohli dosáhnout, kdyby namísto dané podnikatelské činnosti investovali svůj kapitál do nejlepší možné alternativy se stejným rizikem (Vochozka, Mulač, 2012, str. 149). Další možností jak stanovit náklady na vlastní kapitál je pomocí stavebnicové metody, kterou využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu. Výpočet nákladů na vlastní kapitál vyjadřuje následující vzorec:

$$r_e = r_f + r_{la} + r_{pod} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

kde	r_e	náklady vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková míra výnosu
	r_{la}	přirážka za velikost podniku
	r_{pod}	přirážka za produkční sílu
	$r_{finstab}$	přirážka za finanční stabilitu
	r_{finstr}	přirážka za finanční strukturu

Dílní přirážky jsou stanovovány dle hodnot vybraných poměrových ukazatelů (Vochozka, Mulač, 2012, str. 152).

Tato metoda je dále jednofázová. Pokud diskontujeme peněžní toky vlastníků podniku, dostaneme rovnou hodnotu vlastního kapitálu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e+g)} (1+r_e)^{-n}$$

kde	H_n	hodnota podniku netto
	FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
	r_e	náklady vlastního kapitálu
	T	počet let první fáze
	g	tempo růstu ve druhé fázi

Poté by se k hodnotě přičetla hodnoty provozně nepotřebných aktiv, pokud by ovšem v podniku taková aktiva byla (Mařík, 2011, str. 22 – 23).

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

K této metodě si nejdříve musíme říct, že se standardně používá jako metoda „netto“ nebo „equity“, to znamená, že výnosovou hodnotu spočítáme jen z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledek je tedy přímo hodnota vlastního kapitálu. Je zapotřebí také poznamenat, že se rozlišují podle Maříka (2018, str. 294 – 295) dvě základní varianty této metody, a to v závislosti na chápání těchto čistých výnosů:

1. varianta

Tato varianta je rozšířená v akademických kruzích a vychází především z toho, že je čistý výnos podniku určován na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji, tzn. na základě peněžních toků. Tuto metodu můžeme prakticky ztotožnit s metodou DCF equity. Zde by se ale navíc měl propočítat výsledek hospodaření za běžné období a dále by se mělo zjistit, jestli je předpokládaný rozsah FCFE v souladu s tímto hospodářským výsledkem a pravidly pro jeho rozdělování, které je stanoveno v obchodním zákoníku.

2. varianta

Toto je takzvaná varianta praktiků, jelikož ji zpracoval institut auditorů (Institut der Wirtschaftsprüfer – IDW). Její hlavní odlišnost od první metody je v tom, že se čistý výnos odvozuje z upravených výsledků hospodaření, tzn. z rozdílů výnosů a nákladů. Opět je důležité dbát na zachování finanční rovnováhy, a z tohoto důvodu je třeba sestavit propočet potřebných finančních zdrojů neboli plán financování.

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota představuje čistý výnos z provozní činnosti v podniku snížený o náklady na kapitál. Základní obecný vzorec pro výpočet ukazatele EVA – „Economic Value Added“ je následující:

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

kde	NOPAT	zisk z hlavního provozu podniku po zdanění („NOPAT“ - Net Operating Profit After Taxes)
	C	kapitál vázaný v aktivech sloužících k operační čin. podniku („NOA“ – Net Operating Assests)

Do „NOA“ se zahrnují všechna aktiva, která firma využívá, ale nejsou v účetnictví. Pro to, aby bylo toto aktivum zachyceno, není důležité, jestli je k aktivu vlastnické právo, ale jestli máme pod kontrolou užítky z tohoto aktiva (Mařík, 2018, str. 324 – 325).

Hodnotu podniku můžeme stanovit jako součet investovaného kapitálu a budoucí hodnoty, která je přidána trhem po celou dobu životnosti firmy. Vzorec pak vypadá následovně:

$$EV = C_o + MVA$$

kde	EV	hodnota podniku („Enterprise Value“)
	C_o	investovaný kapitál v přítomném čase
	MVA	hodnota přidaná trhem („Market Value Added“)

Budoucí hodnota přidaná trhem je součet veškerých budoucích EVA za všechny roky životnosti podniku, které se převádí na současnou hodnotu. Vzorec určení hodnoty podniku je následující:

$$EV = C_o + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

kde	EV	hodnota podniku
	C_o	investovaný kapitál v přítomném čase
	EVA	ekonomická přidaná hodnota
	WACC	vážené náklady na kapitál

Při aplikaci bývá MVA rozdělena na dvě fáze, obdobně jako u metody DCF. V první fázi se pročitávají hodnoty EVA v jednotlivých letech a druhá fáze je dána odhadem trvale udržitelné úrovně tohoto ukazatele (Vochozka, Mulač, 2012, str. 157).

Obecný postup pro tento výpočet hodnoty podniku je takovýto:

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

kde	H_n	hodnota vlastního kapitálu podniku – hodnota „netto“
	EVA_t	EVA v roce t
	NOA_0	čistá operační aktiva k datu ocenění
	NOA_{t-1}	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tzn. počátku roku t
	$NOPAT_t$	operační výsledek hospodaření po zdanění v roce t
	T	počet let plánovaných EVA
	$WACC$	průměrné vážené náklady na kapitál
	D_0	hodnota účetních dluhů k datu ocenění
	A_0	ostatní, tzn. neoperační aktiva k datu ocenění

Uvedené rovnice předpokládají stabilní WACC. Je ovšem přesnější použít pro každý rok jinou hodnotu WACC v závislosti na tom, jak se mění struktura kapitálu (Mařík, 2018, str. 335).

4.2 Majetkové metody

Tato metoda je jednoduchá a obecně srozumitelná. Princip majetkového ocenění spočívá v součtu jednotlivě oceněných položek majetku podniku. Od tohoto souhrnu se pak odčítá suma jednotlivě oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je určena strukturou a množstvím položek majetku a je také dána pravidly pro jejich ocenění. Tuto metodu ocenění můžeme členit podle kritéria, jestli podnik bude dále existovat, tj „going concern“ nebo nepředpokládáme jeho další existenci a tím se dostáváme k druhému pojetí této metody, čímž je likvidační hodnota (Mařík, 2018, str. 365).

Likvidační hodnota

Tuto hodnotu můžeme definovat jako částku, kterou bychom mohli utržit prodejem všech aktiv podniku. Toto vymezení pak odpovídá hodnotě „brutto“. Po splacení a odečtení všech závazků se získá hodnota vlastního kapitálu neboli hodnotu „netto“ a právě ta je cílem ocenění, jelikož vyjadřuje sumu, která zbyde vlastníkům po procesu likvidace podniku (Vochozka, Mulač, 2012, str.161).

Substanční hodnota

Tato metoda je opět postavena na majetkové bázi. Oceňuje podnik jako soubor majetkových částí, které přinášejí výnosy a dluhy, kterými je podnik zatěžován. Tato metoda opět vychází z účetnictví, ale liší se v tom, že aktiva i pasiva přeceňuje z pohledu na princip „going concern“. Tato metoda je určena k stanovení „brutto“ hodnoty podniku. Tu můžeme vyjádřit touto rovnicí:

$$\textit{Brutto substanční hodnota} = \textit{aktiva celkem}$$

Samozřejmě můžeme stanovit i hodnotu čistého majetku a to jednoduše očištěním o přecenění cizí zdroje. Rovnice je takováto:

$$\textit{Netto substanční hodnota} = \textit{aktiva} - \textit{cizí zdroje}$$

Velká nevýhodou substanční metody je její pracnost a náročnost na její kvalitu a množství vstupních dat a informací (Vochozka, Mulač, 2012, str. 158).

Účetní hodnota

Jde o nejjednodušší majetkovou metodu. Její výše se shoduje s bilanční částkou ve finančním účetnictví. Účetní evidence poskytuje tyto informace:

- hodnotu podniku celkem = aktiva
- hodnotu vlastního jmění = aktiva – cizí zdroje

Proti této metodě existuje celá řada výhrad, která se odvíjí od účetních technik. Lze ale v této metodě spatřovat smysluplný nástroj podávající informace pro analytiky, kteří věří vnitřní hodnotě. Tato hodnota nám v nominálním vyjádření ukazuje původní rozsah investovaného kapitálu. Pro investory je důležitá, aby aktuální tržní cena byla větší než účetní hodnota vlastního jmění. Jedině za tohoto předpokladu může vzniknout hodnota přidaná trhem – MVA „Market Value Added“ (Kislingerová, 1999, str. 102).

4.3 Metody založené na analýze trhu

Tato metoda je vytvořena na základě předpokladu, že pokud chce někdo prodat nebo koupit určitou věc, potřebuje zjistit, za kolik se v daná věc v daném období obvykle prodává. Když se jedná o podniky, můžeme podle Maříka (2018, str. 343) dělit tuto metodu následovně:

- přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu

- ocenění metodou tržního porovnání.

Přímé ocenění podle kapitálového trhu

Zde se jedná o jednoduchou metodu. Její využití spočívá v tom, že se vynásobí počet akcií cenou na kapitálovém trhu. Nevýhodou je samozřejmě to, že tuto metodu můžeme použít pouze u akciových společností. Cenu akcie neurčuje její aktuální tržní cena, ale cenu určuje její průměrná hodnota za dané předchozí období. Tímto způsobem se eliminují krátkodobé výkyvy ceny akcií. V českém prostředí má tato metoda značná omezení, která jsou dána stupněm rozvinutosti kapitálového trhu. Velká část akcií nejsou veřejně obchodovatelná a tudíž ani u takovýchto akciových společnostech není z čeho vycházet. Nebo jsou zde akciové společnosti s veřejně obchodovatelnými akciemi, které ale nic nevyovídají o skutečné tržní hodnotě podniku. Tato situace je důsledkem toho, že většina akcií je držena majoritními vlastníky s úmyslem se podílet na řízení podniku (Vochozka, Mulač, 2012, str. 164).

Metoda tržního porovnání

Tento druh ocenění se používá u společnosti, které nejsou akciové nebo jejich akci nejsou obchodovatelné. Tato metoda je založená na tom, že tržní hodnota aktiv se odvozuje z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách podobných aktiv obdobných aktiv. Podnik, který se oceňuje, by tedy měl být srovnatelný s podobnými podnik především ve výnosnosti, riziku a budoucím růstu. V praxi se také často používají pomocná hlediska, jako například je shodné odvětví a obor podnikání, stejné nebo obdobné vyráběné produkty, shodná struktura financování či podobná struktura odběratelů a dodavatelů (Mařík, 2018, str. 344 - 346).

Tato metoda je uplatňována v následujících rovinách. První rovina je metoda srovnatelných podniků, kde jde o srovnání s obdobnými podniky, u kterých známe cenu obchodovatelných akcií. V další rovině se jedná o metodu srovnatelných transakcí, kde se srovnává podnik se společnostmi, která byly předmětem transakcí jako celek a známe jejich realizační cenu. V poslední rovině jde o metodu odvětvových multiplikátorů. V této metodě jde o stanovení násobitele poměrem mezi tržní cenou a vztahovou veličinou (např. EAT, EBIT, EBITDA nebo tržby) (Mařík, 2018, str. 345 – 347).

Mezi nejpoužívanější multiplikátory se řadí dle Kislíngerové (1999, str. 202):

$$P/E \text{ ratio} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet vydaných akcií}}{\text{čistý zisk}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{čistý zisk}}$$

$$\text{value/EBIT} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBIT}}$$

$$\text{value/EBITDA} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBITDA}}$$

4.4 Kombinované metody

Tato metoda je založená na ocenění podniku kombinací metody majtkové a výnosové. Někdy se o této metodě hovoří jako o korigované výnosové metodě (Mařík, 2018, str. 316). **Metoda střední hodnoty** neboli **Schmalenbachova metoda**, která podle Klislingerové (1999, str. 197) vychází z myšlenky, že každá společnost je nadána jen určitým výkonovým potenciálem, jelikož jsou v něm určité hospodářské statky v potřebné struktuře trvale uspořádány ekonomickým smysluplným způsobem. Jedná se o aritmetický průměr substanční a majtkové hodnoty a hodnoty výnosu a vzore je následující:

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

Výhradou této metody je fakt, že postrádá logické zdůvodnění a jakoukoliv teoretickou interpretaci. Tuto metodu vytvořila praxe a dá se využít především pro průmyslové podniky, které splňují podmínku závislosti výnosů na majetku (Vochozka, Mulač, 2012, str. 162).

Metoda vážené střední hodnoty se v praxi často využívá, jelikož kombinuje výpočet tržní hodnoty na základě váhy tokových a stavových veličin. Pro výpočet tržní hodnoty má následující tvar:

$$\text{hodnota podniku} = v_1 \times S + (1 - v_1) \times V$$

kde S je hodnota podniku stanovená substanční metodou

V je hodnota podniku stanovená výnosovou metodou

v_1 je koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty (Kislingerová, 1999, str. 198).

PRAKTICKÁ ČÁST

5 SPOLEČNOST DENEVY S.R.O.

Praktická část diplomové práce se zabývá stanovením hodnoty podniku DENEVY s.r.o., při které jsou aplikovány postupy a metody popsané v teoretické části této práce. Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. pro potenciálního zájemce o koupi tohoto podniku. Hodnota společnosti je stanovena k 19.04.2019.

Za účelem stanovení hodnoty podniku je vybrána kategorie hodnoty tržní hodnota, která představuje základní předpoklady, podle kterých se oceňování dále provádí. Tržní hodnota odpovídá na otázku „*Kolik by byl ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce? Jaké je tržní ocenění?*“

Stanovení hodnoty podniku je prováděno na základě veřejně dostupných dat a informací poskytnutých vlastníkem podniku. Praktická část je tedy vypracována jak na základě externích informací dostupných z veřejných zdrojů, tak interních informací poskytnutých majitelem společnosti.

5.1 Základní informace o společnosti

Údaje platné ke dni 10.03.2019 (or.justice.cz, 2018, [online]):

Logo:



Název společnosti:	DENEVY s.r.o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Ocelářská 1354/35, Libeň, 190 00 Praha 9
Datum vzniku a zápisu:	13. května 2014
Identifikační číslo:	029 95 107
Předmět podnikání:	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Statutární orgán:	Andrej Hyben (Jednatel)
Počet členů:	1
Základní kapitál:	500 000 Kč
Webové stránky:	www.denevy.eu

5.2 Představení společnosti

DENEVY s.r.o. je konzultační společnost, která poskytuje komplexní technologické služby a řešení především na českém trhu v telekomunikační oblasti, pojišťovnictví a bankovníctví. Jejich řešení a služby zahrnují celou řadu firemních informačních technologií a to od analýzy, návrhu, vývoje aplikací, implementace, testování, až po samotnou údržbu a klientskou podporu. Mise firmy je založena na filozofii přinášet inteligentní řešení, pomáhat lidem při používání technických zařízení a moderních technologií k zajištění růstu jejich podniku, a to vše jednoduše a efektivně.

Společnost nabízí komplexní služby, a to například vývoj, který se zabývá programováním, testováním, dokumentací a opravováním chyb. Vytváří a spravuje aplikace a rámce vedoucí k softwarovému produktu. Další službou, kterou společnost poskytuje je testing, kde testuje software na mnoha zajímavých projektech. Jejich testovací služby zahrnují konzultace, bodyshop, implementaci a zajištění úplného kvalifikačního testování. Další službou je integrace, která propojuje různé softwarové komponenty a subsystémy do jednoho funkčního celku a jejichž cílem je zajistit udržitelný rozvoj celého systému. Poskytují i podporu po nasazení softwaru do produkce a udržují systém v provozu a zajišťují jeho funkčnost a stabilitu. Nakonec nastavují a provozují cloudová řešení založená na nejmodernějších technologiích s ohledem na jednoduchost, srozumitelnost, přesnost a profitabilitu pro jejich zákazníky.

Společnost se také zabývá vývojem vlastních produktů. Jedním z nich je například Test Case Management systém JunoOne pro správu testovacího procesu a řízení incidentů, který vyhrál IT produkt roku 2018. Mezi další produkty spadá i mobilní aplikace JunoOne pro smartphony od společnosti Apple, běžící na operačním systému iOS, dále kancelářská sada OnlyOffice, která má obdobnou funkcionalitu jako dnes nejznámější konkurent Microsoft Office či inovativní produkt HyperZERO pro vzdálenou správu virtuálního prostředí.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Cílem strategické analýzy je pro účely ocenění podniku především určení výnosového potenciálu podniku pomocí dílčích analýz, a to analýzy makrookolí a mikrookolí. V první řadě je nutné vymezení relevantního trhu a zhodnocení jeho atraktivity. Výsledky těchto

uvedených analýz pomohou k objektivnímu zhodnocení perspektivnosti podniku a budou sloužit jako podklad pro prognózu vývoje tržeb podniku.

6.1 Analýza vnějšího potenciálu

6.1.1 Vymezení trhu

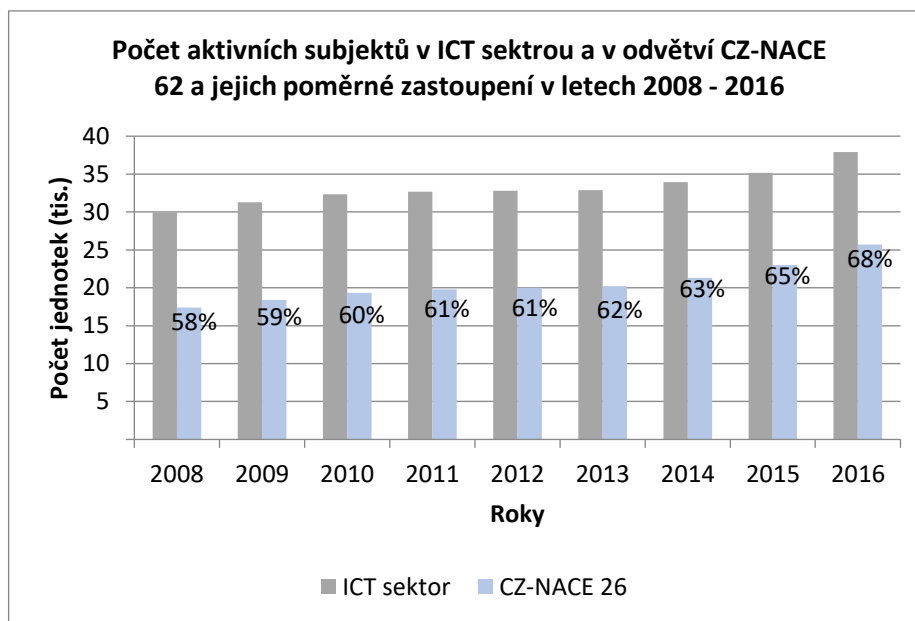
Jak již výše uvedeno společnost DENEVY s.r.o. se zaměřuje na poskytování komplexních IT služeb především na českém trhu. Mezi stěžejní činnosti podniku DENEVY patří poskytování komplexních testovacích služeb, a to od konzultací přes realizace a zastřešení kompletního kvalifikačního testování softwaru pro zákazníka na zakázku a s tím spojený vývoj, úpravy a zavádění softwaru. Tuto činnost můžeme zařadit podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) do kategorie 62 – Činnosti v oblasti informačních technologií. V podrobnějším dělení kategorie 62 se společnost věnuje především činnosti ve skupině 62.01 Programování, 62.02 Poradenství v oblasti informačních technologií a 62.09 Ostatní činnosti v oblasti informačních technologií. Určitě je důležité zmínit i to, že společnost pracuje na vývoji vlastního softwaru JunoOne, i když zatím tato část podnikání negeneruje společnosti zisk, má do budoucna velký potenciál. Za to již mluví získání výše zmíněného ocenění IT produktu roku 2018. Tato činnost se v rámci CZ-NACE řadí do kategorie 58.2 Vydávání softwaru, konkrétně do skupiny 58.29 Ostatní vydávání softwaru. Společnost se také věnuje oblasti 63.1 Činnosti související se zpracováním dat a hostingem; činnosti související s webovými portály, ale této činnosti se věnuje spíše okrajově.

Zákaznický segment pro společnost DENEVY tvoří především telekomunikační společnosti, banky a pojišťovny, které využívají služeb DENEVY při vývoji, testování a zavádění nových softwarů a systémů pro zajištění lepších služeb pro své koncové zákazníky. Z hlediska zákazníků je relevantní trh B2B (Business-to-business), a to pro celou Českou republiku.

Relevantní trh pro společnost DENEVY je v širším pojetí ICT sektor, ve kterém se vyskytuje odvětví podle CZ-NACE 62 Činnosti v oblasti informačních technologií. V ICT sektoru se v roce 2008 nacházelo 29 931 aktivních subjektů, v posledním zaznamenaném roce 2016 se tento počet zvýšil na 37 885 subjektů. Z toho vyplývá, že ICT sektor zaznamenal během posledních 9 let nárůst aktivních podniků o 26,67 %. Následující graf nám zároveň ukazuje zastoupení aktivních subjektů ve skupině 62 Činnosti v oblasti informačních technologií, ve

kterém spočívá hlavní předmět podnikání společnosti DENEVY. Během let 2008 až 2016 vzrostlo zastoupení odvětví CZ-NACE 62 v ICT sektoru o 10 %. Tento růst je pochopitelný, jelikož firmy v České republice podle srovnání v rámci EU28 nadprůměrně využívají ICT (MPO, 2018, [online]).

Graf 1 Počet aktivních subjektů v ICT sektoru a CZ-NACE 62 a jejich poměrné zastoupení (2008 – 2016)

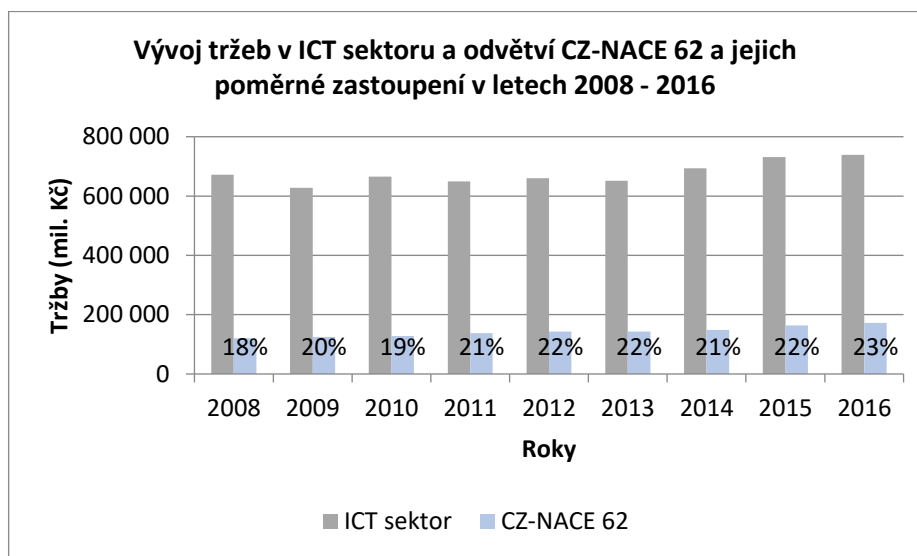


Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

ICT sektor také během let 2008 až 2016 zaznamenal mírný nárůst podílu na podnikatelském sektoru a to přesně o 0,3 %. Nejvíce se na tomto růstu podílely právě ICT služby, kde se nachází odvětví CZ-NACE 62, a to konkrétně nárůstem o 0,4 %.

V následujícím grafu jsou zobrazené tržby v ICT sektoru, které průměrně činily 676.638 mil. Kč a v posledních letech vzrostly o zhruba 60.000 mil. Kč. Jak můžeme z grafu vidět, tržby v tomto sektoru byly během let velmi stabilní a i přes krizi v roce 2009 nezaznamenaly nijak prudký pokles. Naopak tržby v odvětví CZ-NACE 62 zaznamenaly během let 2008 až 2016 nárůst. V roce 2008 činily 119.958 mil. Kč a v roce 2016 vzrostly na 172.086 mil. Kč, tzn., že celkově vzrostly o 43,33 %. Během uvedených let vzrostlo i zastoupení CZ-NACE na celkových tržbách ICT sektoru o 5 %.

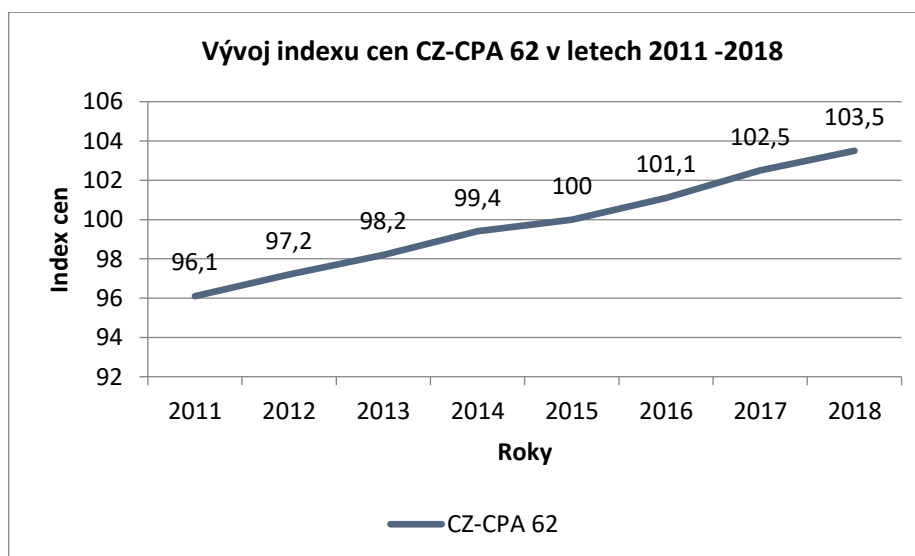
Graf 2 Vývoj tržeb v ICT sektoru a CZ-NACE 62 a jejich poměrné zastoupení (2008 – 2016)



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

Podíl tržeb ICT sektoru na podnikatelském sektoru se během let pohybuje okolo 6 %, z toho mají opět největší zastoupení ICT služby, které dosáhly v roce 2016 podílu 4 %. Vývoj cen v oblasti tržních služeb podle klasifikace CZ-CPA v odvětví 62 ukazuje graf 3. Ceny CZ-CPA 62 Služby v oblasti programování a poradenství a souvisejících služeb v období let 2011 až 2018 neustále rostly. V žádném v uvedených let není zaznamenán jakýkoliv propad cen.

Graf 3 Vývoj indexu cen CZ-CPA 62 v letech 2011 – 2018



Bazický index (průměr rok 2015 = 100)

Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

Pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY byl zkoumaný trh pouze pro Českou republiku, jelikož jen zanedbatelnou část tržeb tvoří zakázky ze zahraničí. Předchozí porovnání vývoje velikosti trhu z pohledu počtu aktivních subjektů a tržeb vychází z toho, že společnost DENEVY v ICT sektoru, do kterého se řadí její činnosti CZ-NACE 58.2 Vydávání softwaru, CZ-NACE 63.1 Činnosti související se zpracování dat a hostingem; činnosti související s webovými portály CZ-NACE 62 Činnosti v oblasti informačních technologií. Celý ICT sektor je porovnáván právě s činnosti CZ-NACE 62, jelikož tato činnost tvoří zhruba 90 % podnikání společnosti. Jak můžeme z předchozích grafů vidět, celý ICT sektor má během let 2008 až 2016 mírně rostoucí tendenci. Stejně tak roste trh CZ-NACE 62, u kterého se navíc zvyšuje jeho poměrné zastoupení v ICT sektoru. Navíc během let nikdy neklesala cena produkce CZ-CPA 62 Služby v oblasti programování a poradenství a související služby v rámci CZ-NACE 62, a to ani v období krize v roce 2009. Na základě těchto informací můžeme předpokládat, že odvětví CZ-NACE 62 má do budoucna potenciál růstu.

6.1.2 Velikost relevantního trhu

Za relevantní trh z těchto důvodů můžeme označit podle klasifikace ekonomických činností odvětví CZ-NACE 62 Činnosti v oblasti informačních technologií. Jelikož na tomto trhu služeb nelze z dostupných dat určit počet prodaných jednotek, a tím i cenu za jednotku, velikost relevantního trhu odhadneme na základě tržeb za vlastní výrobky a služby v odvětví. Jelikož CZ-NACE 62 podle ČSÚ vykazuje v roce 2016 tržby v hodnotě 150.750 mil. Kč a pro účely stanovení hodnoty podniku je zapotřebí, co nejlépe vymezit relevantní trh, považují tento údaj z ČSÚ za nedostatečný. Jedním z důvodů je fakt, že každá společnost, která nabízí činnosti v oblasti informačních technologií, se zaměřuje na jiný segment zákazníků a není pro společnost DENEVY přímou konkurencí, ani jejich tržby nejsou součástí relevantního trhu. Z těchto důvodů je stanoven relevantní trh jako součet tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb přímé konkurence společnosti DENEVY viz následující tabulka.

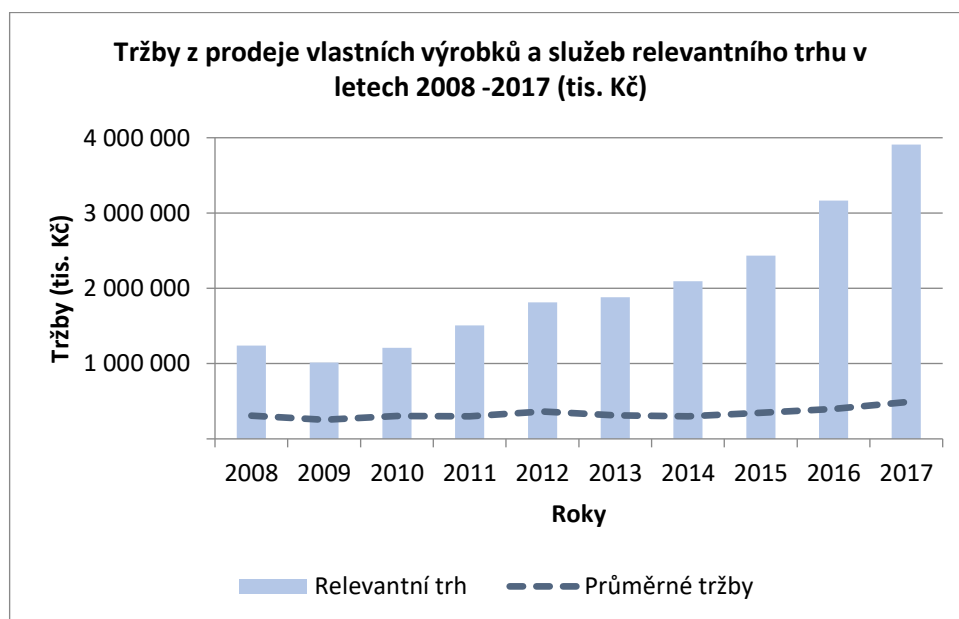
Tabulka 1 Vymezení relevantního trhu

Tržby společností za prodej vlastních výrobků a služeb (tis. Kč)	Období			
	2014	2015	2016	2017
DENEVY s.r.o.	2 291	6 066	16 910	28 528
UNICORN Systems a.s.	1 351 774	1 509 859	1 678 947	2 012 105
TRIVALENT s.r.o.	44 394	37 947	44 210	55 510
Profinit EU s.r.o.	x	0	445 722	594 855
Principal engineering s.r.o.	139 834	182 159	225 265	346 494
TESENA s.r.o.	4 720	17 953	36 864	71 859
INVENTI Development s.r.o.	38 692	72 155	88 476	110 829
Cleverlance Enterprise Solutions a.s.	511 511	609 331	627 339	688 333
Relevantní trh	2 093 216	2 435 470	3 163 733	3 908 513
CZ-NACE 62	127 219 000	141 565 000	150 750 000	x

Zdroj: Vlastní zpracování, OR

V uvedené tabulce jsou uvedeny největší konkurenti společnosti DENEVY a na první pohled můžeme vidět, jak nerelevantní by byl způsob vymezení trhu pouze z pohledu klasifikace ekonomických činností CZ-NACE. U společnosti Profinit EU s.r.o. je křížek v roce 2014 z toho důvodu, že společnost byla založena až v září 2015, z toho samého důvodu nejsou žádné tržby za rok 2015, jelikož firma za tento rok zatím žádné tržby neměla. Dále v CZ-NACE 62 není údaj za rok 2017 a to z toho důvodu, že na stránkách ČSÚ nejsou tyto informace dostupné.

Graf 4 Vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb relevantního trhu v letech 2008 – 2017 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, OR

Po převedení tabulky 1 do grafu, byla použita data od roku 2008, aby byl lépe vidět růst relevantního trhu. Velikost relevantního trhu v letech 2008 – 2017 se skoro zdvojnásobil. Velikost tržeb jsou především dány firmou UNICORN, která tvoří víc jak polovinu tržeb. Z těchto důvodů je na grafu vyznačen růst průměrných tržeb relevantního trhu, které v roce 2008 činily 309.490 tis. Kč, a v roce 2017 vzrostly na 488.564 tis. Kč. Tento pozvolný nárůst je způsoben tím, že během let na trh vstupovaly nové firmy, které na začátku dosahovaly nízkých tržeb, a tudíž snižovali i celkový průměr.

6.1.3 Analýza atraktivity trhu

Dalším krokem pro podrobnější kvalitativní hodnocení určeného trhu je analýza atraktivity, která přispívá k lepšímu poznání rizik a šancí spojených s daným trhem, což by se mělo promítnout i do prognózy vývoje trhu. Dále by měla poskytnout podklady pro diskontní míru v podobě rizikové přírážky. Tato analýza zahrnuje 9 kritérií atraktivity, které se hodnotí na bodové stupnici od 0 do 6 (0 – negativní, 3 – průměr, 6 – pozitivní). Těmto kritériím se dále přiřazuje významnost daného kritéria na stupnici od 1 do 3 (1 – nízká důležitost, 2 – vysoká důležitost). Atraktivita trhu se určí na základě výsledného hodnocení. Výsledné hodnocení je dáno podílem váženého součtu bodů a maximálních možných bodů. Čím více obdrží trh bodů, tím je trh atraktivnější.

Tabulka 2 Analýza atraktivity trhu

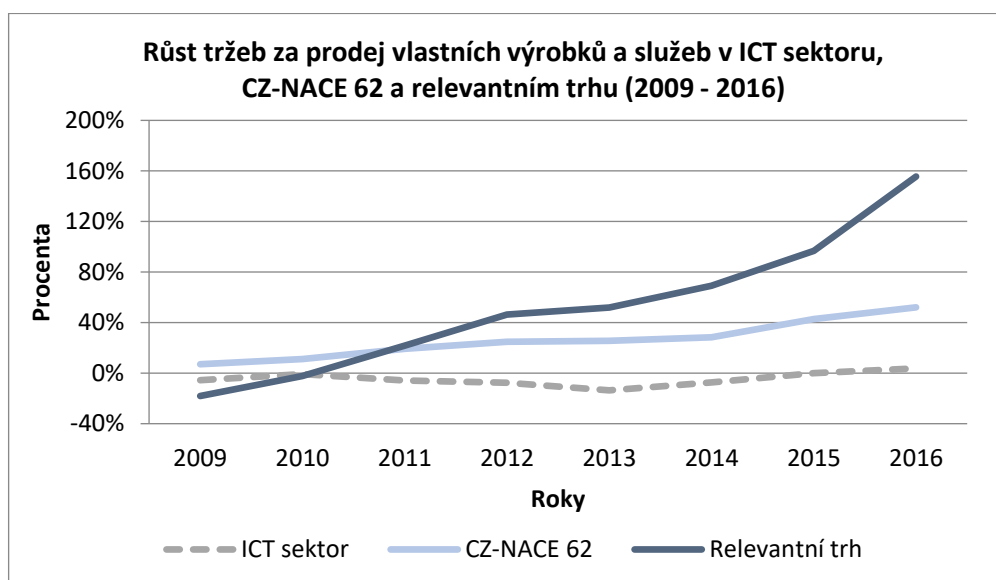
Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3							x	18
Velikost trhu	3							x	18
Intenzita konkurence	3		x						3
Průměrná rentabilita	2				x				6
Bariéry vstupu	2				x				6
Možnosti substituce	1						x		5
Citlivost na konjunkturu	1						x		5
Struktura zákazníků	2							x	12
Vlivy prostředí	2					x			8
Celkem	19								81
Maximální počet bodů	114								
Dosažené hodnocení	71%								

Zdroj: Vlastní zpracování podle Maříka (2018, str. 84)

Růst trhu

Jak je již dříve zmíněno v kapitole charakteristika relevantního trhu, ICT sektor i CZ-NACE 62 vykazují rostoucí trend. V kapitole velikost trhu je dále blíže vyspecifikovaný relevantního trhu z důvodu nedostačující vypovídací hodnoty dat uvedených ČSÚ. V následujícím grafu můžeme vidět rychlost růstu tržeb za vlastní výrobky a služby ICT sektoru, CZ-NACE 62 a relevantního trhu od roku 2009 vyjádřený v procentech. Je zde vidět, že v roce 2009, kdy se tržby celkově propadly z důvodu ekonomické krize, celý sektor ICT od té doby stagnuje v porovnání s vývojem tržeb v CZ-NACE 62 a relevantním trhem. Na základě těchto údajů se dá říci, že daný trh společnosti je v rámci ICT sektoru zaznamenal velký nárůst.

Graf 5 Růst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v ICT sektoru, CZ-NACE 62 a relevantním trhu (2009 - 2016)



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

Jelikož tržby relevantního trhu od roku 2009 zaznamenaly nárůst o 156 % je toto kritérium jako velmi pozitivní, tzn. 6 bodů.

Velikost trhu

Tržby v roce 2017 v relevantním trhu činily 3 909 mil. Kč, což považují opět za velmi pozitivní. Toto tvrzení potvrzuje i vymezení trhu na celém území České republiky. Velikost trhu je tedy hodnocena 6 body.

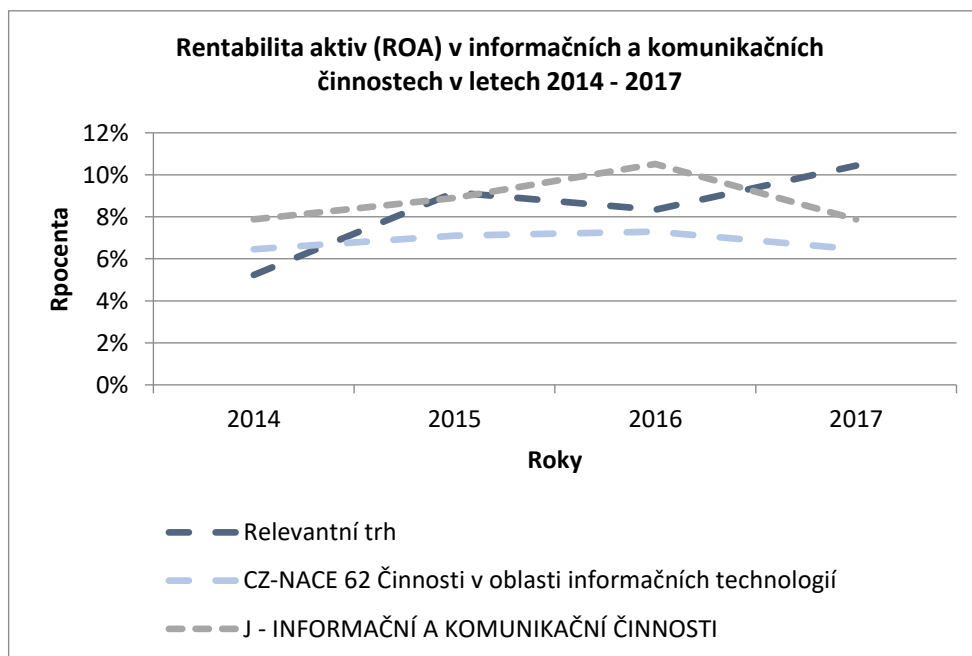
Intenzita konkurence

Jak vyplývá z grafu 1, konkurence v tomto odvětví neustále roste, jelikož se zvyšuje počet aktivních subjektů v CZ-NACE 62. V roce 2008 v tomto odvětví podnikalo 20 tisíc subjektů a v roce 2016 tento počet vzrostl na 26 tisíc. Dále můžeme porovnat celkové tržby relevantního trhu a tržby společnosti DENEVY. Jelikož společnost DENEVY byla založena v roce 2014, můžeme porovnat pouze roky 2014 – 2017. Jelikož ale tržby relevantního trhu činily v roce 2017 3 909 mil. Kč a tržby DENEVY v témže roce dosahovaly 28 mil. Kč, je okamžitě patrné, že konkurence tvoří 99 % tržního podílu. Z tohoto důvodu hodnotím intenzitu konkurence jako velmi negativní, tzn. 1 bod.

Průměrná rentabilita

Rentabilita CZ-NACE 62 se během let pohybuje lehce po úrovni celého odvětví informačních a komunikačních činností, kam spadají i vedlejší činnosti společnosti DENEVY a to CZ-NACE 58 a 63. Na druhou stranu relevantní trh během uvedených let vykazuje stabilní rentabilitu okolo 8 % stejně jako celé odvětví. Z tohoto důvodu je rentabilita aktiv hodnocena průměrně, tzn. 3 body.

Graf 6 Rentabilita aktiv (ROA) relevantního trhu, CZ-NACE 62 a sektor J (2014 – 2017)



Zdroj: Vlastní zpracování, MPO

Bariéry vstupu

Jak je zde již uvedeno v grafu 1, během let 2008 – 2016 přibilo v tomto odvětví 6 tisíc nových subjektů, což dělalo nárůst o 30 %. V CZ-NACE 62 nejsou se vstupem spojené bariéry v podobě finančně náročného hmotného majetku, bariéry vstupu tvoří spíše náročnost na lidské zdroje ve formě odbornosti, znalostí, dovedností a know-how. Dále je také důležité zmínit, že trh není tvořen jen velkými společnostmi, ale v roce 2016 byl trh tvořen z 96 % mikro subjekty. Kritérium bariéry vstupu jsou tedy hodnoceny 3 body.

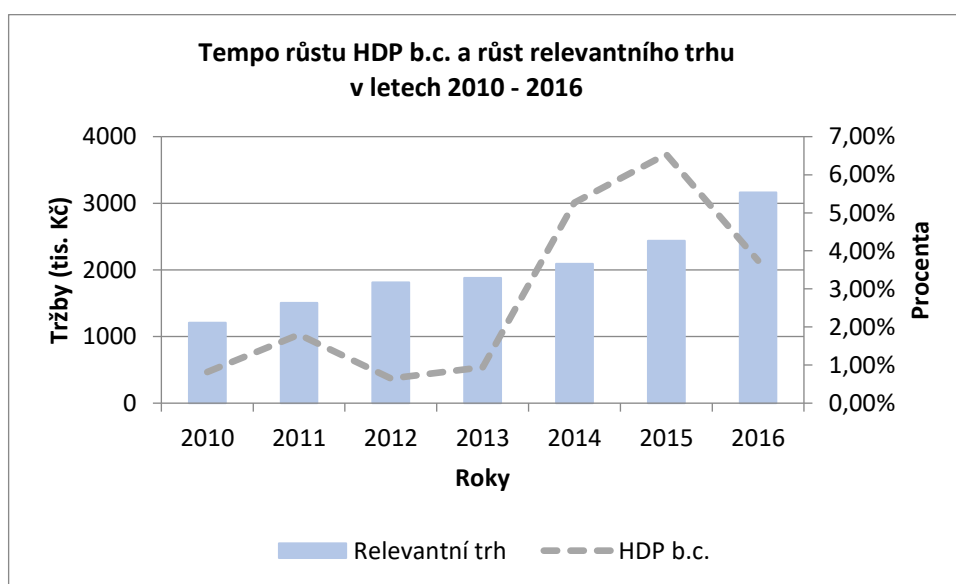
Možnost substituce

Jelikož se podle CZ-CPA 62.01.11 a 62.01.12 jedná o především o návrhy IT a vývojářské služby v oblasti aplikací a systémů na zakázku, jediná možná substituce je CZ-CPA 58.29.1 vydávání softwaru, který není na zakázku, ale zahrnuje jeho přizpůsobování určitému trhu. Většina zákazníků přesto potřebuje velmi specifický systém na míru a tento substitut pro ni není přípustný. Toto kritérium je tedy hodnoceno pozitivně, tzn. 5 bodů.

Citlivost na konjunkturu

Trh ICT služeb vykazuje rostoucí trend, bez ohledu na tempo růst HDP, jak je možné vidět v grafu 7. Značná část je způsobená především tím, že zákaznický segment potřebuje tyto služby neustále, kvůli čím dál tím větší elektronizaci. Z těchto důvodů je toto kritérium hodnoceno jako pozitivní, tzn. 5 body.

Graf 7 Tempo růst HDP b.c. a růst relevantního trhu v letech 2010 – 2016



Zdroj: Vlastní zpracování, ČSÚ

Struktura zákazníků

Strukturu zákazníků tvoří především banky, pojišťovny a telekomunikační služby, které můžeme považovat za velice stabilní a silné zákazníky, jejichž tržby se pohybují ve stovkách miliard ročně. Toto kritérium je hodnoceno znovu velmi pozitivně, tzn. 6 body.

Vlivy prostředí

ICT odvětví je ovlivněno hlavně technickým pokrokem, který je zde velmi rychlý a firmy musejí neustále vzdělávat své zaměstnance, aby udržely krok. Nejvíce toto odvětví ovlivňuje neustálá elektronizace napříč všemi odvětvími, ať už jde o zdravotnictví, bezpečnost či ekologii. To je samozřejmě pozitivní pro firmy zabývající se ICT službami. Jelikož, jak je vidět z předchozích grafů, cykly ekonomiky ovlivňuje toto odvětví minimálně. Jelikož je toto odvětví postaveno na znalostech a dovednostech lidí, negativně může ovlivňovat toto odvětví nedostatek zaměstnanců a tlak na růst mezd. Z těchto důvodů je toto kritérium hodnoceno mírně pozitivně a to 4 body.

Závěr analýzy atraktivity trhu

Na základě provedené analýzy trhu vyšlo pro daný trh bodové ohodnocení 81 z možných 114 bodů, což představuje 71 %. Podle dosaženého výsledku se dá tento trh označit jako nadprůměrně atraktivní. Nejlépe byl ohodnocen růst trh a jeho velikost a to bylo způsobeno především tím, že ICT sektor je jedním z nejvíce se rozvíjejících odvětví v České republice. S nadprůměrně hodnocenou atraktivitou koresponduje i nejhůře hodnocená konkurence, která je v tomto oboru vysoká.

Tabulka 3 Analýza atraktivity trhu - příležitosti a hrozby

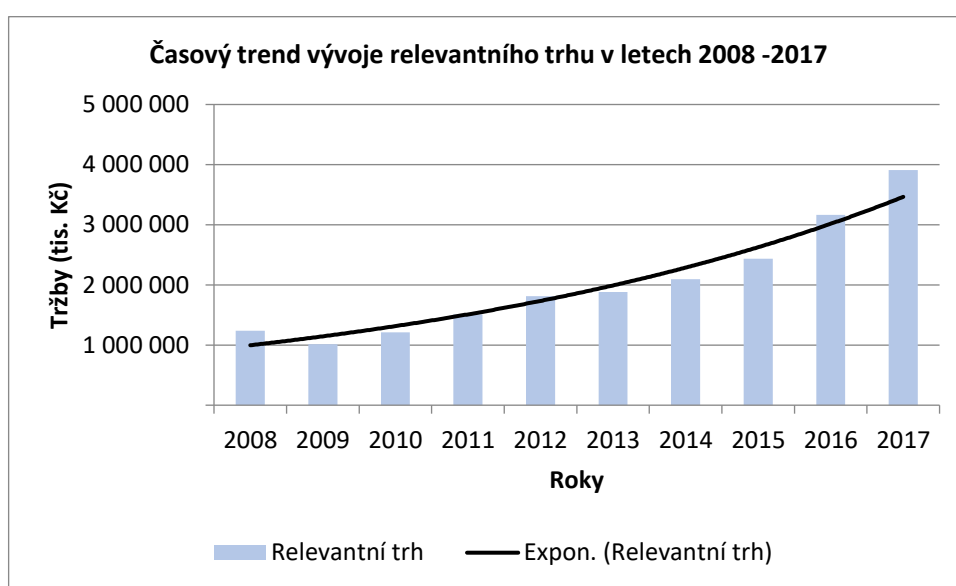
Příležitosti	Hrozby
- Velký trh se stabilním růstem	- Silná konkurence
- Silný zákaznický segment	- Neustálé přibývání nové konkurence
- Odolnost vůči recesi ekonomiky	- Nedostatek kvalifikované pracovní síly
- Elektronizace	- Zvyšování mezd

Zdroj: Vlastní zpracování

6.1.4 Prognóza vývoje trhu

Na analýzu trhu by měla navázat prognóza vývoje trhu a její postup závisí na typu ocenění. Tuto prognózu je možné vypracovat pomocí analýzy časového trendu, která je založena na analýze časové řady dosavadního vývoje tržeb relevantního trhu. V rámci analýzy časového trendu byla nejdříve sestavena časová řada, která zachycuje vývoj tržeb relevantního trhu. Časová řada byla poté proložena spojnicí trendu, a to lineární, mocninnou, exponenciální a logaritmickou. Z těchto funkcí nejvíce vývoji tržeb odpovídala exponenciální funkce, viz graf 8.

Graf 8 Časový trend vývoje relevantního trhu v letech 2008 - 2017



Zdroj: Vlastní zpracování

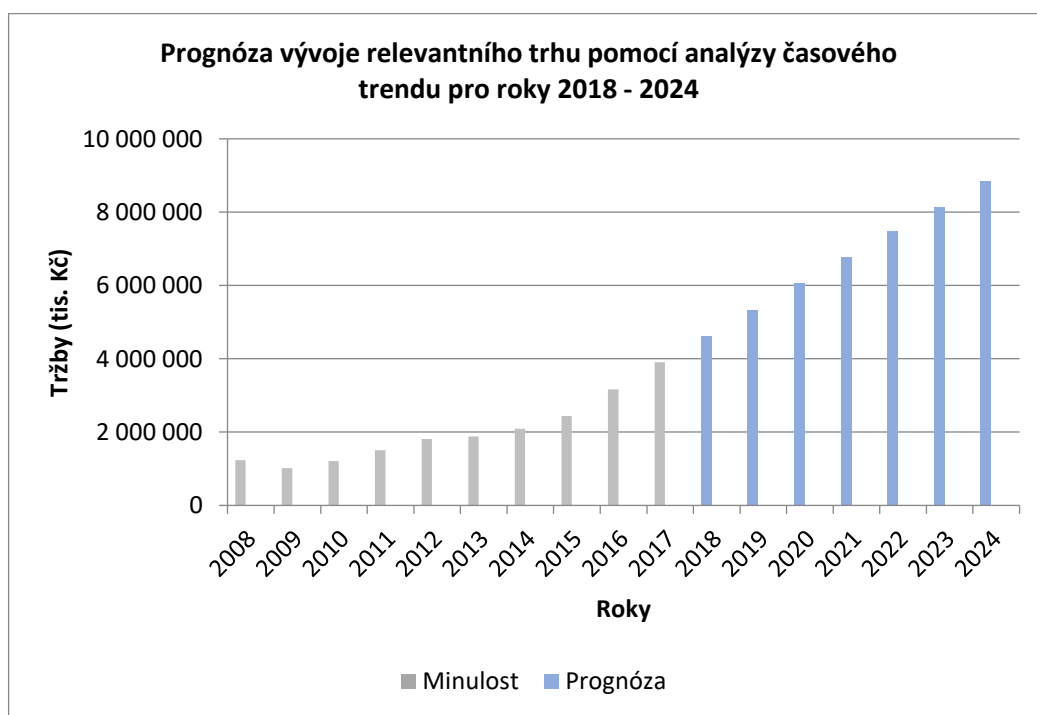
Problém je, že exponenciální funkce za delší časovou dobu udává nereálně vysoké odhady. Na druhou stranu lineární trend představuje spíše pesimistické scénáře. Možné řešení spočívá ve zprůměrování obou extrapolací. Výsledky prognózy jsou zobrazené v následující tabulce 4. Tempo růstu tržeb relevantního trhu rostlo průměrně meziročně o 14,54 %. V budoucnu by toto tempo mělo zpomalit jen trochu a to na 12,43 %, což je stále vysoké tempo růstu, oproti tempu růstu HDP, které v České republice za rok 2018 činilo 2,9 %.

Tabulka 4 Prognóza vývoje relevantního trhu pomocí analýzy časového trendu (2018 – 2024)

	Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu
Minulost	2008	1 237 961	x
	2009	1 014 423	-18,06%
	2010	1 209 141	19,19%
	2011	1 507 085	24,64%
	2012	1 812 000	20,23%
	2013	1 881 098	3,81%
	2014	2 093 216	11,28%
	2015	2 435 470	16,35%
	2016	3 163 733	29,90%
	2017	3 908 513	23,54%
Prognóza	2018	4 622 874	18,28%
	2019	5 339 956	15,51%
	2020	6 056 988	13,43%
	2021	6 774 019	11,84%
	2022	7 491 051	10,59%
	2023	8 147 417	8,76%
	2024	8 848 571	8,61%
Průměrné tempo růstu (minulost)			14,54%
Průměrné tempo růstu (prognóza)			12,43%

Zdroj: Vlastní zpracování, Mařík (2018, str. 93)

Tabulka 5 Prognóza vývoje relevantního trhu pomocí analýzy časového trendu (2018 – 2024)



Zdroj: Vlastní zpracování

6.2 Analýza vnitřního potenciálu

6.2.1 Stanovení tržního podílu

Relevantní trh pro společnost DENEVY je stanoven jako součet tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb tržeb její přímé konkurence. Tržní podíl tedy stanovíme jako podíl tržeb společnosti DENEVY na celkových tržbách relevantního trhu. Jelikož firma je na trhu od roku 2014, je pochopitelné, že její tržní podíl velmi malý. Z následující tabulky je ale patrné, že podíl společnosti má ale v čase rostoucí tendenci.

Tabulka 6 Tržní podíl společnosti DENEVY v letech 2014 - 2017

Tržby společností za prodej vlastních výrobků a služeb (tis. Kč)	Období			
	2014	2015	2016	2017
DENEVY s.r.o.	2 291	6 066	16 910	28 528
UNICORN Systems a.s.	1 351 774	1 509 859	1 678 947	2 012 105
TRIVALENT s.r.o.	44 394	37 947	44 210	55 510
Profinit EU s.r.o.	x	0	445 722	594 855
Principal engineering s.r.o.	139 834	182 159	225 265	346 494
TESENA s.r.o.	4 720	17 953	36 864	71 859
INVENTI Development s.r.o.	38 692	72 155	88 476	110 829
Cleverlance Enterprise Solutions a.s.	511 511	609 331	627 339	688 333
Relevantní trh	2 093 216	2 435 470	3 163 733	3 908 513
Tržní podíl DENEVY	0,11%	0,25%	0,53%	0,73%

Zdroj: Vlastní zpracování, OR

6.2.2 Identifikace hlavních konkurentů

Jelikož byl relevantní trh stanoven jako součet tržeb přímé konkurence, hlavní konkurenti společnosti byly identifikovány hned v úvodu strategické analýzy. Mezi největší konkurenci patří společnosti CLEVERLANCE a UNICORN, kteří tvoří většinu tržeb. V roce 2015 se na trhu objevila nová společnost, u které se může zdát, že měla neuvěřitelný nástup na trhu, ovšem když se podíváme blíže, je to způsobené především obrovským množstvím kapitálu, který měla k dispozici při založení firmy. Z těchto důvodů je dobré se u konkurence zaměřit na jiné ukazatele, než jsou tržby, které jsou spojené s velikostí firmy, ale je dobré se podívat na poměrové ukazatele a na finanční zdraví konkurenčních společností.

V následující tabulce jsou vypsány hlavní položky z účetních výkazů konkurenčních podniků, které jsou dále použity pro výpočty poměrových ukazatelů z finanční analýzy, a to konkrétně ukazatele rentability, likvidity a zadluženosti.

Tabulka 7 Vybrané položky účetních výkazů konkurence za rok 2017 (tis. Kč)

Konkurence	Aktiva	VK	CZ	OA	Kr. závazky	Tržby	EAT	EBIT
DENEVY	12 019	7 799	3 268	11 193	3 022	28 528	5 438	6 730
UNICORN	532 214	153 670	205 851	294 610	187 176	2 012 105	43 496	55 971
TRIVALENT	16 624	882	15 742	15 170	15 742	55 510	1 018	1 707
Profinit EU	527 350	154 225	297 976	240 933	113 414	594 855	51 552	68 801
Principal	154 934	26 522	124 200	95 991	107 207	346 494	8 820	11 947
TESENA	32 597	9 665	22 932	30 503	22 375	71 859	420	597
INVENTI	36 818	14 379	22 074	31 056	21 084	110 829	7 854	9 467
CLEVERLANCE	256 218	11 273	244 049	229 997	234 967	688 333	5 273	10 201

Zdroj: Vlastní zpracování, OR

Tabulka 8 Finanční poměrové ukazatele konkurence za rok 2017

Konkurence	ROA	ROE	ROS	Běžná likvidita	Celková zadluženost
DENEVY	55,99%	69,73%	19,06%	3,70	27,19%
UNICORN	10,52%	28,30%	2,16%	1,57	38,68%
TRIVALENT	10,27%	115,42%	1,83%	0,96	94,69%
Profinit EU	13,05%	33,43%	8,67%	2,12	56,50%
Principal	7,71%	33,26%	2,55%	0,90	80,16%
TESENA	1,83%	4,35%	0,58%	1,36	70,35%
INVENTI	25,71%	54,62%	7,09%	1,47	59,95%
CLEVERLANCE	3,98%	46,78%	0,77%	0,98	95,25%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z předchozích tabulek 7 a 8 je patrné, že i přes malý tržní podíl společnost DENEVY vykazuje nejvyšší ROA, které činí 56 %. Výsledky ROE jsou trochu diskutabilní, protože nejvyšší rentabilitu vlastního kapitálu má společnost TRIVALENT, ale když se podíváme do tabulky 7, ihned uvidíme, že je to způsobené tím, že podnik má minimální vlastní kapitál a skoro celá firma je financována kapitálem cizím a to konkrétně krátkodobými závazky. Z tohoto důvodu bych nebrala tento údaj za relevantní, a tudíž si opět nejlépe vede společnost DENEVY. Stejně tomu tak je u rentability tržeb. V ukazateli likvidity má společnost DENEVY nejvyšší ukazatel, ale ten je naopak možná moc vysoký a společnost zbytečně zadržuje vysoký pracovní kapitál. U ukazatele zadluženosti můžeme vidět, že společnost

DENEVY má nejnižší podíl cizího kapitálu, jelikož je toto odvětví nevýrobní a společnosti nepotřebují tolik dlouhodobého majetku, společnosti mají méně vlastního kapitálu a převažuje kapitál cizí, který je z velké části tvořen krátkodobými závazky z obchodních vztahů. Můžeme říci, že společnost DENEVY má dobrou platební morálku a hlídá si výši svých závazků vůči obchodním partnerům a dodavatelům.

6.2.3 Analýza konkurenční síly

Analýza konkurenční síly podniku spočívá v hodnocení kritérií, která ovlivňují jeho postavení na trhu. Kritéria se dělí na přímé a nepřímé faktory a jednotlivým faktorům se přiděluje bodové ohodnocení na stupnici od 0 do 6, kde (0 – konkurence má převahu, 6 – hodnocený podnik má převahu) a opět jako u analýzy atraktivity trhu jsou kritériím přidělovány váhy od 1 – 3 (1 – méně důležité, 3 – více důležité). Konkurenční síla se stanoví na základě získaného skóre. Výsledky analýzy konkurenční síly pro společnost DENEVY jsou uvedené v tabulce 9.

Tabulka 9 Analýza konkurenční síly

	Kritérium	Váha	Hodnocení kritéria konkurenční síly							Váha x Body
			Negativní		Průměr			Pozitivní		
			0	1	2	3	4	5	6	
Přímé faktory	Nabídka služeb	2				x				6
	Odbornost zaměstnanců	3					x			12
	Reklama	1				x				3
	Image firmy	2						x		8
Nepřímé faktory	Management	3		x						3
	Inovace a vývoj	2							x	12
	Finanční situace	1						x		5
Celkem		14								49
Maximální počet bodů		84								
Dosažené hodnocení		58%								

Zdroj: Vlastní zpracování, Mařík (2018, str. 110)

Nabídka služeb

Jelikož je relevantní trh vymezen podle hlavní podnikatelské činnosti, mají všechny společnosti podobnou nabídku služeb. Služby společnosti zahrnují především komplexní testovací služby. Některé z uvedených konkurenčních firem se zabývají i více vývojem nebo nabízejí školení v oblasti IT. V podstatě je ale základ nabízených služeb stejný, a proto je toto kritérium hodnoceno jako průměrné, tzn. 3 body.

Odbornost zaměstnanců

Společnost DENEVY si hodně zakládá na kvalitních zaměstnancích. Proto pravidelně své zaměstnance vzdělává a podporuje rozšiřování jejich dovedností, znalostí a zkušeností. Nabízí široké spektrum interního vzdělávání a specifické požadavky zaměstnanců jsou řešeny pomocí externích školení pro získání různých certifikací k lepšímu uplatnění na trhu oproti konkurenci. Základem je i jazykové vzdělávání. Z těchto důvodů je kritérium ohodnoceno mírně pozitivně a to 4 body.

Reklama

Společnost DENEVY má samozřejmě webové stránky, stránku na Facebooku, Twitteru a LinkedInu. Firma neustále vyvábí designové prospekty a plno reklamních předmětů. Dále si také zakládá na reklamě formou referencí. Jelikož jejich zákaznickým segmentem nejsou koncoví spotřebitelé, ale působí pouze na trhu B2B, jejich reklama spočívá v budování partnerských vztahů a právě zmiňovaných referencích. Toto kritérium je hodnoceno průměrně, tzn. 3 body.

Image firmy

DENEVY patří mezi menší společnosti a tak si hodně zakládá na vzájemné důvěře. Společnost samozřejmě nabízí možnost „homeoffice“ pro možnost zaměstnanců spojit rodinný život s kariérou. Dále společnost klade důraz na společenské akce, aktivity a různé teambuildingy. Organizuje množství akcí pro své zákazníky a partnery a výjimkou nejsou ani sportovně zábavné celofiremní akce a večírky. Z těchto důvodů je toto kritérium hodnoceno velmi kladně a to 5 body.

Management

Firma má právní formu s ručením omezeným, tudíž ve vedení firmy stojí jednatel. Jednatel společnosti DENEVY kompletně řídí celou společnost. Firma zatím nemá vytvořenou žádnou organizační strukturu a celou společnost tudíž řídí pouze jeden člověk, na kterém stojí veškerá zodpovědnost a získávání zákazníků. Toto kritérium bohužel musím hodnotit velmi negativně. I přes to, že firma prosperuje a jednatel firmy je velmi kompetentní v řízení společnosti, kdyby firmu opustil, nemá zatím za sebe žádného následníka, který by jeho funkci převzal. Toto kritérium tedy získává pouze 1 bod.

Inovace a vývoj

Společnost DENEVY se zaměřuje na nejnovější technologie a inovační koncepty, které denně uvádí do praxe. V roce 2017 společnost investovala do vývoje všestranného nástroje pro správu testů JunoOne, který získal ocenění IT produkt roku 2018. Tento produkt slouží pro právu testů od zadání požadavku, přes test analýzu, exekuci až po reporting. Rovněž zvládá správu defektů a integrací pro celosvětově používané „issue trackers“. Tento produkt může dát společnosti do budoucna obrovskou konkurenční výhodu. Na základě tohoto ocenění získává toto kritérium 6 bodů.

Finanční situace

Podle srovnání finančních poměrových ukazatelů rentability, likvidity a zadluženosti společnosti DENEVY a konkurence, která je uvedena v následující kapitole získává toto kritérium pozitivní hodnocení v podobě 5 bodů.

Závěr analýzy konkurenční síly

V rámci analýzy konkurenční síly podnik získal 49 bodů z celkově možných 84. To celkově činilo 58 %, což značí mírně nadprůměrnou konkurenční sílu společnosti DENEVY ve srovnání s konkurencí. Tomu odpovídá i růst tržeb společnosti i dobré finanční ukazatele. Konkurenční síla podniku a její potenciál do budoucna spočívá v kvalifikované pracovní síle a zaměřením na inovace v podobě vývoje nových systémů a nástrojů využitelných v ICT sektoru.

Tabulka 10 Analýza konkurenční síly - silné a slabé stránky

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">- Produkt JunoOne- Odbornost zaměstnanců- Podniková kultura- Finanční stabilita	<ul style="list-style-type: none">- Organizační struktura- Úzké zaměření na testing

Zdroj: Vlastní zpracování

6.2.4 Prognóza tržního podílu

Prognóza podílu trhu se provádí na základě zpracované analýzy vnitřního potenciálu společnosti a jeho konkurenční síly. Jelikož se tržní podíl společnosti pohyboval pod úrovní jednoho procenta, je tato prognóza spíše doplňková, a to i z toho důvodu, že společnost byla

založená v roce 2014 a pro relevantní prognózu je k dispozici málo historických dat. Po konzultaci s majitelem firmy byly upraveny hodnoty tržního podílu pro roky 2018 – 2020, aby se co nejvíce blížily realitě, jelikož hodnoty tržního podílu a velikosti relevantního trhu budou tvořit podklad pro prognózu vývoje tržeb společnosti DENEVY. Pro roky 2021 – 2024 je dále použita lineární funkce.

Tabulka 11 Prognóza tržního podílu společnosti DENEVY (2018 – 2024)

	Rok	Tržní podíl (tis. Kč)	Tempo růstu
Minulost	2014	0,11%	x
	2015	0,25%	127,27%
	2016	0,53%	112,00%
	2017	0,73%	37,74%
Prognóza	2018	0,94%	28,77%
	2019	1,18%	25,53%
	2020	1,38%	17,37%
	2021	1,61%	16,25%
	2022	1,83%	13,82%
	2023	2,05%	11,73%
	2024	2,27%	10,93%
Průměrné tempo růstu (minulost)			92,34%
Průměrné tempo růstu (prognóza)			17,77%

Zdroj: Vlastní zpracování, Mařík (2018, str. 111)

6.3 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb by měla být vyvozená na základě výsledků z předchozích kroků, tj:

- z analýzy a prognózy relevantního trhu
- z analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku

Hodnocení perspektivnosti podniku

K hodnocení perspektivnosti podniku můžeme využít matici k posouzení perspektivnosti podniku podle Maříka (2018, str. 112). Tato matice vychází z poznatku, že perspektivnost podniku je dána atraktivitou trhu a její konkurenční silou. Tato myšlenka byla základem pro vznik první tzv. „bostonské matice, která je zde přepracovaná pro potřeby této analýzy a je zobrazena v následujícím obrázku 4.

Obrázek 4 Hodnocení perspektivnosti podniku

Konkurenční síla 	Velká	3	2	1
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6	5	4
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9	8	7
		Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu 		

Zdroj: Vlastní zpracování, Mařík (2018, str. 112)

Jelikož podnik dosáhl hodnocení atraktivity trhu 71 %, spadá do kategorie „Vysoká“ atraktivita trhu a konkurenční síla vyšla podle analýzy 58 %, což se řadí do kategorie „Střední“. Tímto podnik spadá do sektoru 4 – podniky s dobrou perspektivou. Podnik má tedy potenciál k budoucímu trvání a je možné prognózovat tržby společnosti.

Prognóza růstu tržeb se vypočítá jako růst získaný z analýzy a prognózy trhu, který se vynásobí růstem tržního podílu získaným z analýzy vnitřního potenciálu podniku a konkurenční síly. Tímto získáme výchozí odhad tempa růstu tržeb společnosti.

$$\left(\frac{\text{Velikost trhu}_t}{\text{Velikost trhu}_{t-1}} * \frac{\text{Tržní podíl}_t}{\text{Tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1 = \text{Tempo růstu tržeb podniku v roce } t$$

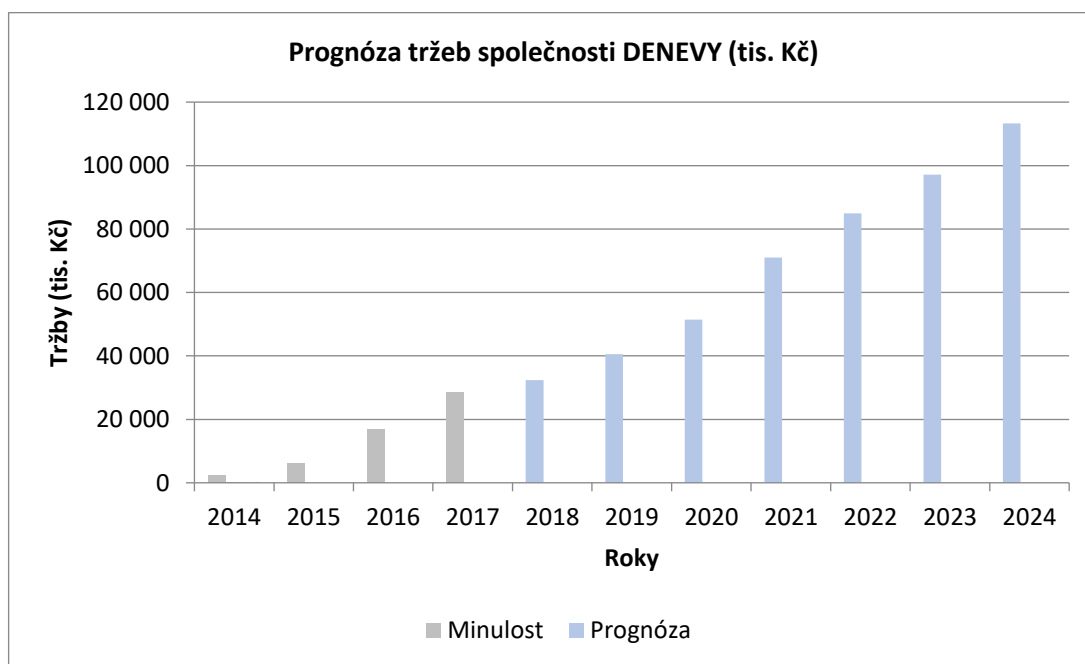
Tržby společnosti DENEVY na začátku velmi rychle stoupaly, to je pochopitelné vzhledem k tomu, že společnost začala podnikat teprve v roce 2014 a to na velmi atraktivní trhu a ihned si našla své zákazníky. Za účelem prognózy tržeb společnosti byla po konzultaci s majitelem firmy vybrána prognóza lineární. Tempo růstu tržeb tedy zpomalí a podle prognózy bude tempo růstu tržeb průměrně meziročně dosahovat 22 %. Prognózu vývoje tržeb je zobrazena na následující tabulce 12 a grafu 9.

Tabulka 12 Prognóza tržeb společnosti DENEVY

	Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu relevantního trhu	Tržní podíl (tis. Kč)	Tempo růstu tržního podílu	Tržby DENEVY (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb DENEVY
Minulost	2014	2 093 216	x	0,11%	x	2 291	x
	2015	2 435 470	16,35%	0,25%	127,27%	6 066	164,43%
	2016	3 163 733	29,90%	0,53%	112,00%	16 910	175,39%
	2017	3 908 513	23,54%	0,73%	37,74%	28 528	70,16%
Prognóza	2018	4 622 874	18,28%	0,70%	-4,11%	32 355	13,42%
	2019	5 339 956	15,51%	0,76%	8,57%	40 578	25,41%
	2020	6 056 988	13,43%	0,85%	11,84%	51 477	26,86%
	2021	6 774 019	11,84%	1,05%	23,36%	71 020	37,96%
	2022	7 491 051	10,59%	1,13%	8,10%	84 896	19,54%
	2023	8 147 417	8,76%	1,19%	5,23%	97 168	14,45%
	2024	8 848 571	8,61%	1,28%	7,30%	113 229	16,53%
Průměrné tempo růstu (minulost)							136,66%
Průměrné tempo růstu (prognóza)							22,03%

Zdroj: Vlastní zpracování, Mařík (2018, str. 115)

Graf 9 Prognóza tržeb společnosti DENEVY



Zdroj: Vlastní zpracování

6.4 Závěr strategické analýzy

Společnost DENEVY působí na trhu s ICT službami, který je v posledních letech velmi stabilní a vykazuje rostoucí tempo, co se týče růstu tržeb. Atraktivita trhu je díky faktorům, jako je velikost trhu, růst trhu, struktura zákazníku, citlivosti na konjunkturu. Trhu s těmito službami je opravdu velký a neustále se zvětšuje. Struktura zákazníků je tvořena především bankami, pojišťovny a telekomunikačními společnostmi, které můžeme považovat za velmi stabilní zákazníky. Dále je pozitivní, že vývoj tržeb v tomto odvětví stabilně roste bez ohledu na vývoj ekonomiky. To potvrdí i výška tržeb relevantního trhu v roce 2009, kde sice tržby klesly o 18 %, ale v roce 2010 byly opět na skoro stejné úrovni. Naproti tomu některá průmyslová odvětví klesla až o 50 % a návrat k původním tržbám dosáhla až v roce 2013. Konkurenční síla společnosti sice dosahuje pouze lehce nadprůměrných výsledků, ale to je způsobené tím, že firma je poměrně nová na trhu a vedle sebe má velké konkurenty, kteří dosahují i stonásobných tržeb. Na druhou stranu mají své silné stránky jako je jejich nový vyvinutý produkt JunoOne, který získal ocenění IT produkt roku 2018.

Z pozitivních výsledků z analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly podniku vychází právě prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti. V budoucnosti by měla společnost podle prognózy vykazovat průměrné meziroční tempo růstu tržeb okolo 22 %. Tempo růstu tržeb samozřejmě časem zpomaluje a po roce 2024 by mělo být podobné jako tempo růstu relevantního trhu, tzn. 12 %.

Rizika společnosti jsou spatřována především v intenzitě konkurence z oblasti vnějších vlivů a z vnitřních vlivů je to hlavně management, jelikož ve firmě není zatím zavedena organizační struktura a celý podnik řídí jednatel a zároveň i zakladatel a majitel společnosti. Toto je častý jev, který plyne z příliš rychlého růstu nově založených firem. Což také patří podle Zielkeho (2006, str. 44) k nejčastějším chybám manažerů.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza společnosti DENEVY je zpracována za účelem odhalit finanční zdraví podniku a také slouží jako podklad pro sestavení finančního plánu, který je základem pro stanovení hodnoty podniku. Finanční analýza se provádí prostřednictvím analýzy účetních výkazů. Pro zpracování finanční analýzy jsou využity informace z účetních závěrek společnosti DENEVY a to z let 2014 – 2017, jelikož účetní závěrka za rok 2018 není zatím k dispozici.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů obsahuje horizontální a vertikální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztrát, včetně aplikace bilančních pravidel.

7.1.1 Horizontální analýza rozvahy

Horizontální analýza rozvahy se dělí na dvě části, a to analýzu aktiv a analýzu pasiv. Analýza se sestavuje na základě změn položek aktiv a pasiv v čase. Tyto změny jsou vyjádřené jednak absolutní změnou a dále i relativní změnou. Výsledky horizontální analýzy aktiv jsou zobrazené v následující tabulce 13.

Tabulka 13 Horizontální analýza aktiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)

ROZVAHA	Relativní změna			Absolutní změna		
	2015/2014	2016/2015	2017/2016	2015/2014	2016/2015	2017/2016
AKTIVA						
AKTIVA CELKEM	115%	176%	-1%	2355	7757	-148
Dlouhodobý majetek		-33%	23%	845	-276	132
Dlouhodobý nehmotný majetek				0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek		-33%	23%	845	-276	132
Dlouhodobý finanční majetek				0	0	0
Oběžná aktiva	74%	225%	-3%	1509	8020	-387
Zásoby				2	-2	0
Pohledávky	47%	291%	-5%	812	7351	-503
Dlouhodobé pohledávky				0	0	0
Krátkodobé pohledávky	47%	291%	-5%	812	7351	-503
Peněžní prostředky	207%	66%	6%	695	680	107
Časové rozlišení	25%	260%	594%	1	13	107

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Na struktuře majetku společnosti DENEVY je vidět rapidní nárůst všech položek od jejího založení a v posledním roce ustálení těchto položek. Z této tabulky je i vidět, že během let roste oběžný majetek o větší hodnoty, než majetek dlouhodobý. To je samozřejmě způsobené tím, že podnik není výrobní, a tudíž nepotřebuje ke svému podnikání velké množství dlouhodobého hmotného majetku. Aktiva podniku spíše tvoří pohledávky za poskytnuté služby.

Tabulka 14 Horizontální analýza pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)

ROZVAHA	Relativní změna			Absolutní změna		
	2015/2014	2016/2015	2017/2016	2015/2014	2016/2015	2017/2016
PASIVA						
PASIVA CELKEM	115%	176%	-1%	2355	7757	-148
Vlastní kapitál	152%	167%	-5%	1855	5129	-409
Základní kapitál		0%	0%	100	0	0
Kapitálové fondy				0	0	0
Fondy ze zisku				0	0	0
VH minulých let	-41%	154%	23%	-500	1114	423
VH běžného účetního období (+/-)		178%	-13%	2255	4015	-832
Cizí zdroje	60%	179%	-12%	500	2387	-450
Rezervy				0	0	0
Závazky	46%	207%	-12%	382	2505	-450
Dlouhodobé závazky			1%	0	244	2
Krátkodobé závazky	2%	310%	-13%	16	2627	-452
Bankovní úvěry a výpomoci				366	-366	0
Časové rozlišení		104%	295%	118	123	711

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Při pohledu na horizontální analýzu pasiv společnosti DENEVY je vidět opět obrovský nárůst v prvních letech a zastavení tohoto růstu v roce posledním, je tak zachován princip bilanční rovnosti. S rychlým počátečním nárůstem také samozřejmě koresponduje zvyšující se výsledek hospodaření a jeho mírný pokles v posledním roce. Nejvíce vzrostly krátkodobé závazky z roku 2015 na rok 2016 a to přesně o 310 %, což činilo 2.627 tis. Kč. Tento ukazatel může vypadat jako upozornění na špatnou platební morálku společnosti, ale tento nárůst závazků je opět způsoben činností, ve které společnost podniká a tato struktura pasiv je v odvětví ICT služeb zcela normální. Některé konkurenční společnosti například vůbec nedisponují vlastním kapitálem a celý podnik je financován krátkodobými závazky.

7.1.2 Vertikální analýza rozvahy

Tato analýza se provádí na základě procentuálního podílu dílčích položek aktiv i pasiv na celkové bilanční sumě. Výsledky této analýza jsou zobrazeny v následujících tabulkách 15, 16 a grafech 10,11.

Vertikální analýza aktiv

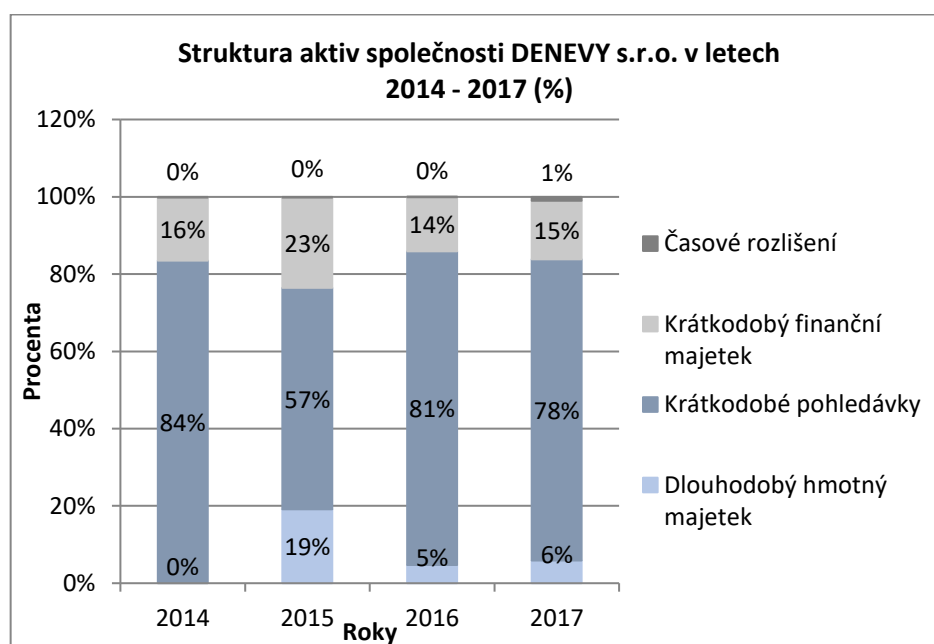
Z níže uvedené tabulky je patrné, že podnik je tvořen primárně oběžnými aktivy a to konkrétně krátkodobými pohledávkami, což je způsobené charakterem podnikání. Jediné, co se změnilo během let je, že od začátku podnikání přibyl v aktivech společnosti dlouhodobý majetek, který firma na začátku vůbec neměla. Dlouhodobý majetek ve firmě během let zaujímá pouze malé procento. Podnik udržuje stálou zásobu volných peněz okolo 17 % k zajištění schopnosti splácet své závazky. Struktura aktiv společnosti DENEVY včetně změn podílů jednotlivých položek mezi lety 2014 – 2017 je znázorněná v grafu 10.

Tabulka 15 Vertikální analýza aktiv společnost DENEVY (2014 - 2017)

ROZVAHA				
AKTIVA	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	0%	19%	5%	6%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobý hmotný majetek	0%	19%	5%	6%
Dlouhodobý finanční majetek	0%	0%	0%	0%
Oběžná aktiva	100%	81%	95%	93%
Zásoby	0%	0%	0%	0%
Pohledávky	84%	57%	81%	78%
Dlouhodobé pohledávky	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	84%	57%	81%	78%
Peněžní prostředky	16%	23%	14%	15%
Časové rozlišení	0%	0%	0%	1%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Graf 10 Struktura aktiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Vertikální analýza pasiv

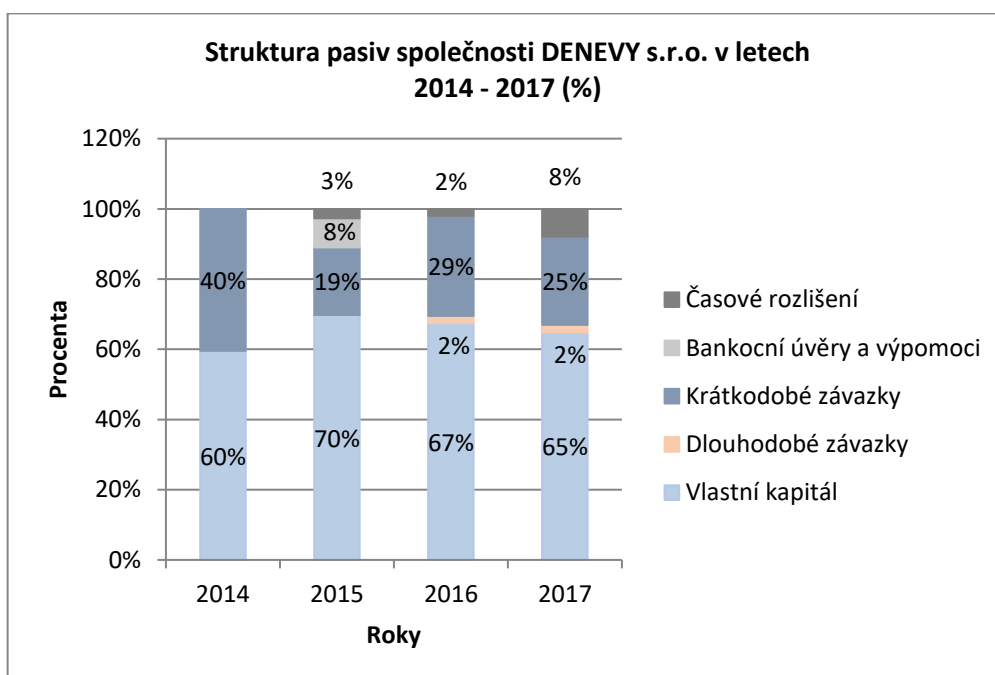
Z vertikální analýzy pasiv je patrné, že majetek společnosti je financován především z vlastního kapitálu, který průměrně tvoří 65 %. Jelikož má společnost první formu podnikání s ručením omezeným, její základní kapitál byl v prvním roce 1 Kč, z tohoto důvodu měl v podstatě nulový podíl na pasivech v prvním roce podnikání. Další rok byl tento základní kapitál zvýšen na 100 tis. Kč a má tak podíl okolo 1 až 2 procent. Vlastní kapitál je tedy celý tvořen nerozdělenou částí výsledků hospodaření, které firma během let vygenerovala. Další podstatnou část pasiv představují krátkodobé závazky, které průměrně činí 28 %. Velikost krátkodobých závazků ale neplyne ze špatné platební morálky, ale z povahy podnikání, jak jsem již zmíněno u horizontální analýzy pasiv. Firma dále vůbec nevyužívá dlouhodobých bankovních úvěrů k financování společnosti, ani jiných dlouhodobých závazků. To je dané především tím, že firma během let generovala dostatečný zisk, který stačil jak k uspokojení společníka firmy, tak i na financování společnosti, které je v porovnání s konkurencí velmi konzervativní. Celkové rozložení pasiv na cizí a vlastní zdroje se zdá být v souladu s dodržáním zlatého bilančního pravidla. Struktura pasiv a změny podílů jednotlivých položek mezi lety 2014 – 2017 je zobrazen v grafu 11.

Tabulka 16 Vertikální analýza pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)

ROZVAHA				
PASIVA	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	60%	70%	67%	65%
Základní kapitál		2%	1%	1%
Kapitálové fondy				
Fondy ze zisku				
VH minulých let	60%	16%	15%	19%
VH běžného účetního období (+/-)		51%	52%	45%
Cizí zdroje	40%	0%	31%	27%
Rezervy				
Závazky	40%	28%	31%	27%
Dlouhodobé závazky			2%	2%
Krátkodobé závazky	40%	19%	29%	25%
Bankovní úvěry a výpomoci		8%		
Časové rozlišení		3%	2%	8%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Graf 11 Struktura pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

7.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát obsahuje změny jednotlivých nákladových a výnosových položek v čase a jak tomu bylo již u rozvahy, změny jsou opět v relativním i absolutním vyjádření. Výsledky této analýzy jsou zobrazeny v následující tabulce.

Tabulka 17 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti DENEVY (2014 - 2017)

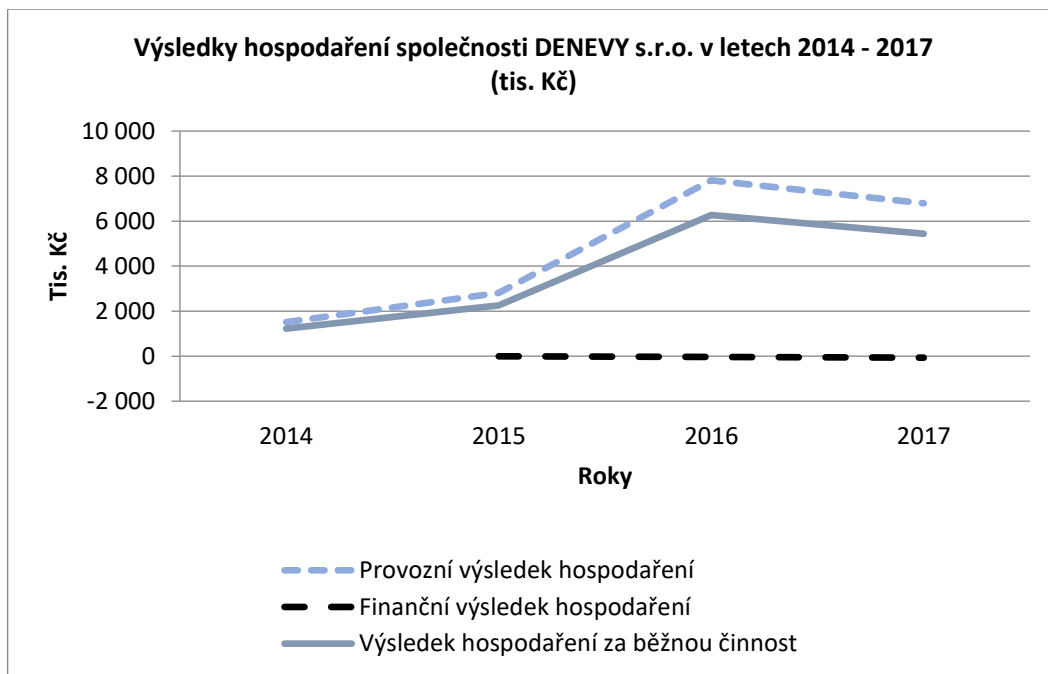
VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT	Relativní změna			Absolutní změna		
	2015/2014	2016/2015	2017/2016	2015/2014	2016/2015	2017/2016
TEXT						
Výkony	165%	179%	69%	3 775	10 844	11 618
Výkonová spotřeba	269%	167%	157%	1 853	4 254	10 654
Přidaná hodnota	120%	187%	10%	1 922	6 590	964
Osobní náklady		292%	159%	307	896	1 909
Daně	50%	-100%		3	-9	0
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	354%	115%	2%	290	426	14
Ostatní provozní výnosy		-100%		2	-2	74
Ostatní provozní náklady	3200%	803%	45%	32	265	133
Provozní výsledek hospodaření	85%	179%	-13%	1 292	5 010	-1 018
Nákladové úroky		450%	27%	4	18	6
Ostatní finanční náklady		850%	100%	2	17	19
Finanční výsledek hospodaření		583%	61%	-6	-35	-25
Daň z příjmu za běžnou činnost	89%	177%	-14%	255	960	-211
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	84%	178%	-13%	1 031	4 015	-832
Výsledek hospodaření před zdaněním	85%	178%	-13%	1 286	4 975	-1 043

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Společnost DENEVY podniká v oblasti poskytování ICT služeb a z toho důvodu jsou výkony společnosti tvořeny především tržbami z prodeje služeb. Výkony společnosti rostou meziročně průměrně o 137 %, a i když v posledním roce je růst podprůměrný, je i tak obrovský a to konkrétně 69 %. Změny ve výkonové spotřebě ale vypadají úplně jinak. Ty se nejvíce zvedly první rok, a to o 269 % a mezi dalšími roky se změny pohybovaly okolo 160 %. V absolutní změně můžeme vidět, že i když vzrostly výkony mezi roky 2016 a 2017 skoro o tu samou částku vzrostla i výkonová spotřeba. To pak vysvětluje, že mezi roky 2016 a 2017 došlo k mírnému poklesu tržeb. To především souvisí s vývojem již dříve zmiňovaného produktu JunoOne, který ale společnosti do budoucna může zajistit další růst tržeb. Osobní náklady rostou se zvyšujícími se tržbami. V ostatních položkách můžeme vidět

velké procentuální meziroční rozdíly, ale v absolutních ukazatelích je ihned vidět, že se jedná o spíše zanedbatelné cifry vzhledem k velikosti výkonů a výkonové spotřebě. V následujícím grafu můžeme vidět vývoj výsledků hospodaření společnosti DENEVY.

Graf 12 Vývoj výsledků hospodaření společnosti DENEVY (2014 - 2017)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Na grafu pak můžeme lépe vidět růst výsledků hospodaření během let. Je patrné, že výsledek hospodaření za běžnou činnost je nepatrně poníženo o záporný finanční výsledek hospodaření. Nejvíce výsledek hospodaření vzrostl mezi lety 2015 a 2016 a následující rok nepatrně klesl, a to z důvodu růstu nákladů vynaložených na vývoj produktu JunoOne.

7.1.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát se skládá z procentního podílu jednotlivých nákladových a výnosových položek na celkových výkonech, které tvoří tržby z prodeje služeb. Výsledky této analýzy jsou zobrazené v tabulce 18.

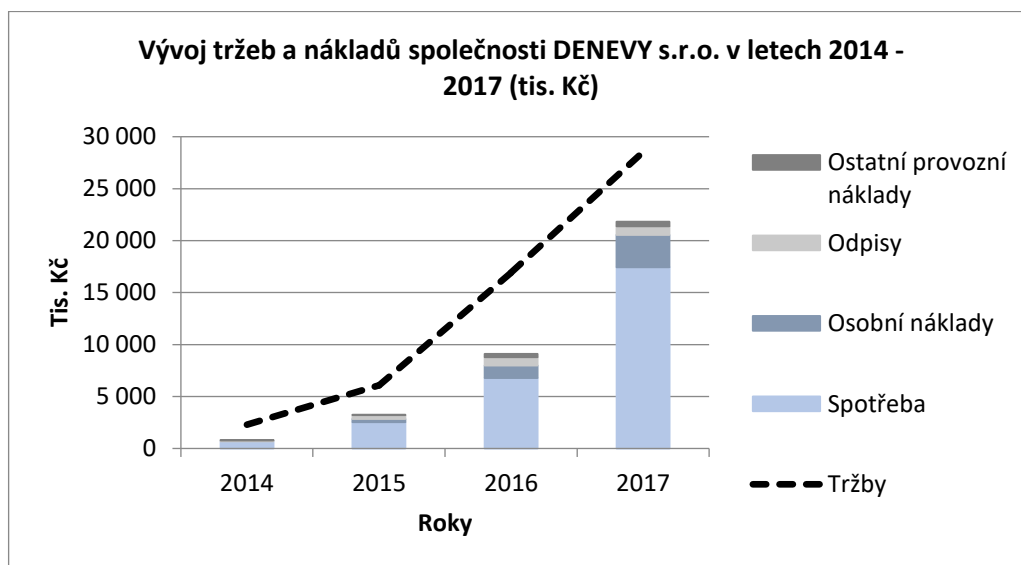
Tabulka 18 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti DENEVY (2014 - 2017)

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT				
TEXT	2014	2015	2016	2017
Výkony	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	30%	42%	40%	61%
Přidaná hodnota	70%	58%	60%	39%
Osobní náklady	0%	5%	7%	11%
Daně	0%	0%	0%	0%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4%	6%	5%	3%
Ostatní provozní výnosy	0%	0%	0%	0%
Ostatní provozní náklady	0%	1%	2%	2%
Provozní výsledek hospodaření	66%	46%	46%	24%
Nákladové úroky	0%	0%	0%	0%
Ostatní finanční náklady	0%	0%	0%	0%
Finanční výsledek hospodaření	0%	0%	0%	0%
Daň z příjmu za běžnou činnost	13%	9%	9%	5%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	53%	37%	37%	19%
Výsledek hospodaření před zdaněním	66%	46%	46%	24%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Jak je již zmiňováno v horizontální analýze výkazu zisku a ztrát, hospodářský výsledek je tvořen především z výkonů zmenšený o výkonovou spotřebu a daně. Ostatní položky výkazu zisku a ztrát jsou v porovnání s tržbami podniku zanedbatelné. Další největší položkou jsou osobní náklady, které se zvyšují svůj podíl vůči tržbám. I přes to je toto číslo dost malé na to, že firma má založené podnikání na prodeji svých služeb prostřednictvím lidí. To je způsobené tím, že společnost DENEVY často působí jako prostředník mezi dvěma firmami a tudíž se pak nejedná o osobní náklady, ale výkonovou spotřebu. Podstatný je ale fakt, že výkony ve všech sledovaných letech převyšují výkonovou spotřebu a společnost tak dosahuje kladného hospodářského výsledku. V následujícím grafu je vidět, jak během let rostly jednotlivé složky nákladů vůči rostoucím tržbám.

Graf 13 Vývoj tržeb a nákladů společnosti DENEVY (2014 - 2017)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

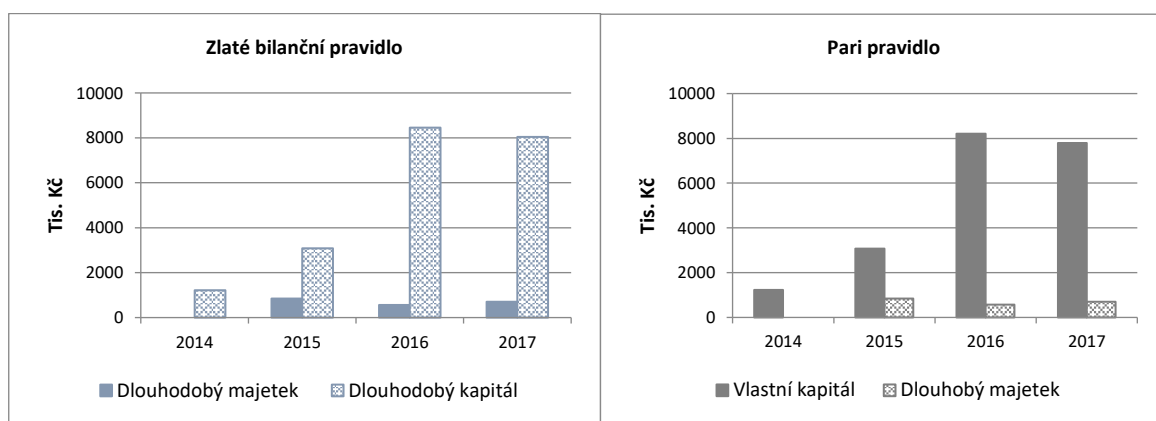
Na grafu 13 je vidět, že tržby nejvíce převyšovaly náklady v roce 2016, kdy společnost dosáhla nejvyššího hospodářského výsledku a to 7.773 tis. Kč. V dalším roce skokově narostly náklady o 157 % kvůli vývoji nového produktu, tržby se ale navýšily o 64 %. To zapříčinilo, že hospodářský výsledek byl v roce 2017 menší o 1.043 tis. Kč oproti roku 2016. Pozitivní ale především je, že tržby neustále rostou a v každém roce převyšují náklady.

7.1.5 Bilanční pravidla

Vedle horizontální a vertikální analýzy účetních výkazů je možné také zkoumat, zda podnik uplatňuje ve své činnosti „bilanční pravidla“, která ale jsou spíše jakýmsi doporučením a vždy záleží na typu podnikatelské činnosti. Zlaté bilanční pravidlo doporučuje sladit časový horizont aktiv a pasiv. Říká, že dlouhodobý majetek by měl být financován dlouhodobými zdroji a krátkodobý majetek krátkodobými zdroji. A jak můžete vidět na grafu zlaté bilanční pravidlo, toto bilanční pravidlo společnost splňuje pouze z pohledu dlouhodobých aktiv. To je především dáno tím, že společnost v podstatě minimálně využívá dlouhodobého majetku a většina jejich aktiv je v pohledávkách nebo krátkodobém finančním majetku. Ten ale v tom případě musí být financován z velké části dlouhodobými zdroji a toto pravidlo společnost nespĺňuje. Dalším bilanční pravidlo je pari pravidlo, které nám říká, že by podnik měl využívat tolik vlastního kapitálu, který dokáže uložit do dlouhodobého majetku nebo dokonce méně. Na grafu pari pravidlo vidíme, že toto pravidlo splněné není. Firma i oproti konkurenci využívá hodně vlastního kapitálu a její financování je celkově velmi

konzervativní. Obě tyto pravidla mohou být pro nevýrobní firmu bez správného okomentování poněkud zavádějící. Jelikož se zde řeší právě dlouhodobý majetek, který ale firma ke své činnosti nepotřebuje a fakt, že má velké množství vlastního kapitálu je z důvodu toho, aby mohla dostát svým závazkům vůči dodavatelům a svým zaměstnancům, když se například dodavatel opozdí se svou platbou, což je pro českou ekonomiku velmi příznačné. Tudíž i když firma nesplňuje tyto pravidla, nemusí to ihned značit problém. Z toho důvodu jsou tyto pravidla označována za pouhá doporučení.

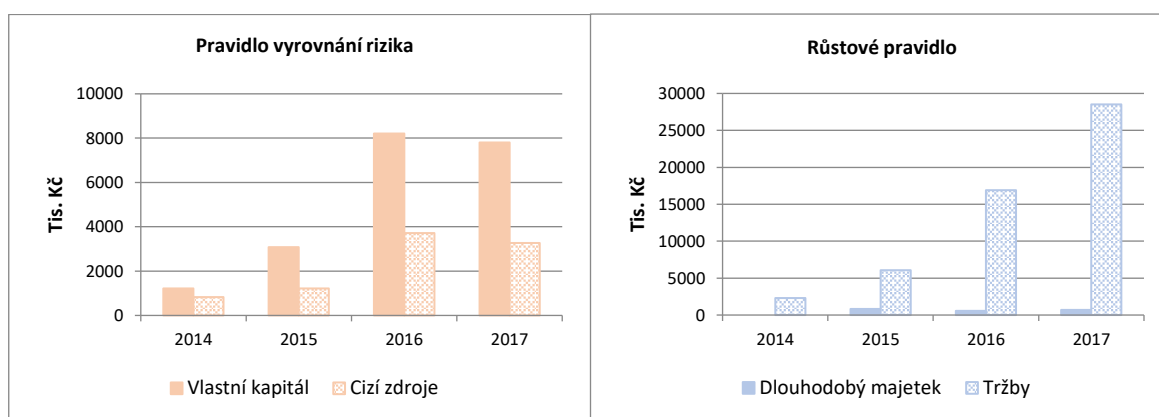
Graf 14 Zlaté bilanční pravidlo a pari pravidlo v letech 2014 až 2017 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Mezi další pravidla se řadí pravidlo vyrovnání rizika, toto pravidlo doporučuje, aby v podniku byly využívány jak zdroje vlastní, tak i cizí. Podmínkou však je, že by cizí zdroje neměly převyšovat zdroje vlastní. Když se podíváme na graf, který nám ukazuje výši vlastního a cizího kapitálu společnosti je patrné, že společnost toto pravidlo dodržuje ve všech letech. Poslední pravidlo je růstové. Toto pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic v podniku nepředbíhalo tempo růstu jeho tržeb. Sleduje, zda se růst dlouhodobého majetku odráží na výkonech podniku. Toto pravidlo je v celku irelevantní, jelikož když hlavní podstatou podnikání není dlouhodobý majetek, ale lidské zdroje, nemůžeme očekávat, že růst dlouhodobého majetku se nějak odrazí na velikosti tržeb. To nám potvrzuje i graf růstového pravidla, kde je vidět, jak zanedbatelné množství dlouhodobého majetku firma vlastní a tržby neustále rostou.

Graf 15 Pravidlo vyrovnání rizika a růstové pravidlo v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů je skládá z rozboru vybraných ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti. Pro získání lepšího obrazu o finanční situaci podniku budou tyto ukazatele společnosti DENEVY srovnávány s průměrem relevantního trhu.

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost kapitálu je měřítkem pro schopnost podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Tyto ukazatele poměřují výsledek efektu, který byl dosažen podnikatelskou činností podniku a zvolené srovnávací základny. Čím je rentabilita vyšší, tím lépe podnik hospodaří se svým majetkem a kapitálem. Vybrané ukazatele rentability a jejich vývoj v průběhu podnikání společnosti tzn. 2014 – 2017 zobrazuje tabulka.

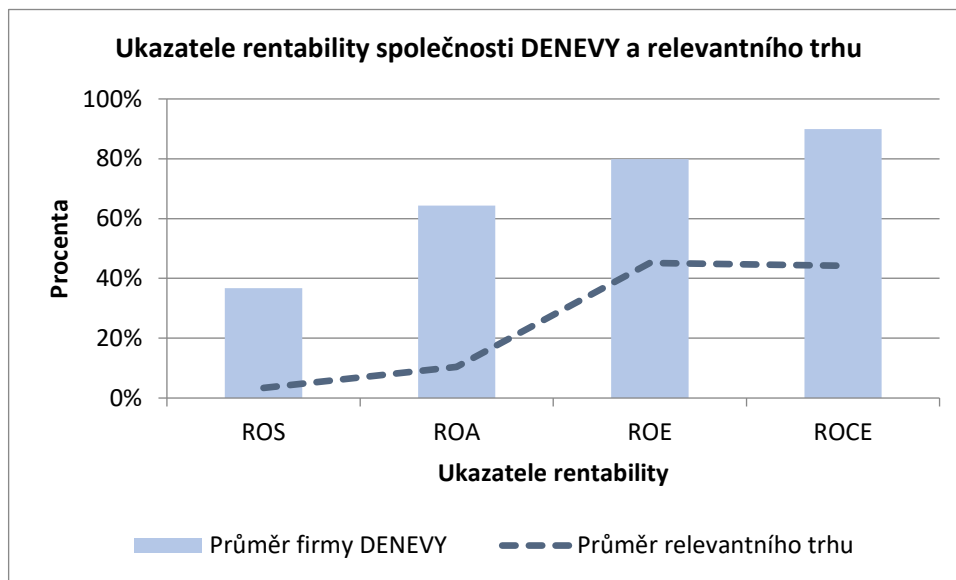
Tabulka 19 Ukazatele rentability společnosti DENEVY a relevantního trhu

Rentabilita	2014	2015	2016	2017	Průměr DENEVY	Průměr relevantního trhu
ROS	53%	37%	37%	19%	37%	3,38%
ROA	74%	64%	64%	56%	64%	10,44%
ROE	100%	73%	76%	70%	80%	45,16%
ROCE	124%	71%	90%	75%	90%	44,25%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017), účetní výkazy společností uvedených v tabulce 2

Jak je patrné z tabulky 19, všechny ukazatele v průběhu podnikání společnosti klesají, ale při porovnání s průměrem relevantního trhu jsou tyto ukazatele velmi nadprůměrné. ROE je v roce 2014 100 %, jelikož ZK činil 1 Kč a celý vlastní kapitál tvořil tedy hospodářský výsledek z onoho roku. V následujícím grafu je znázorněn rozdíl mezi rentabilitou společnosti DENEVY a relevantním trhem.

Graf 16 Ukazatele rentability společnosti DENEVY a relevantního trhu



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017), účetní výkazy společností uvedených v tabulce 2

Ukazatele likvidity

Likvidita je vyjádření schopnosti podniku přeměnit svá oběžná aktiva na peněžní prostředky, kterými splatí své krátkodobé závazky. Nízká likvidita může značit problémy z nedostatku finančních prostředků. Na následující tabulce je vidět vývoj likvidity v průběhu podnikání společnosti DENEVY a průměrnou likviditu relevantního trhu.

Tabulka 20 Ukazatele likvidity společnosti DENEVY a relevantního trhu

Likvidita	2014	2015	2016	2017	Průměr DENEVY	Průměr relevantního trhu
Běžná	2,47	2,93	3,33	3,70	3,11	1,34
Pohotová	2,47	2,93	3,33	3,70	3,11	1,31
Okamžitá	0,40	0,85	0,49	0,60	0,59	0,25

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017), účetní výkazy společností uvedených v tabulce 2

Doporučenou hodnotou pro běžnou likviditu je 1,8 – 2,5, nicméně v dnešní době u rychlého rozvoje je toto číslo dost vysoké a jde spíš o nadbytečné zadržování majetku. Jak je z tabulky vidět, společnost DENEVY podle této teorie zadržuje zbytečně moc pracovního kapitálu. Jelikož je to nevýrobní společnost jedná se zde o pohledávky. Tudíž by se společnost mohla více zaměřit na to, aby její zákazníci včas spláceli své dluhy. Průměr v odvětví u běžné likvidity se může považovat za optimální. Dalším druhem likvidity je pohotová likvidita. Zde se jedná o oběžná aktiva očištěné od zásob. Jelikož se jedná o odvětví nevýrobní, společnosti většinou nemají žádné anebo minimální množství zásob. To je i zřejmé z toho, že u společnosti DENEVY je pohotová likvidita stejná jako běžná. U relevantního trhu se tento ukazatel liší, ale zanedbatelně. Větší pozornost si zaslouží ukazatel okamžité likvidity, kde se jedná o peněžní prostředky společností a oběžný majetek je očištěn i o pohledávky. Doporučená hodnota u tohoto ukazatele je 0,2 – 0,5. U společnosti DENEVY je tento ukazatel o něco vyšší. Může to být právě z důvodu toho, že si společnost zakládá na včasném placení svých závazků a raději má svá oběžná aktiva v peněžních prostředcích než v pohledávkách. Za to ukazatel u relevantního odvětví je nižší. Zde byly dvě společnosti, které měly nadprůměrnou hodnotu okamžité likvidity a to 0,65 a 0,79, ale ostatní firmy se pohybovaly na úrovni 0,2 a níže. Firma INVENTI například dosáhla hodnoty 0,001, jelikož svůj oběžný majetek má skoro celý v pohledávkách, což může působit jako varovný signál pro zákazníky této společnosti. Firma DENEVY se naopak v oblasti likvidity chová velmi opatrně.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity zachycují, jak je firma schopna využívat jednotlivé majetkové části. Ukazuje nám, zda má společnost přebytečné kapacity nebo naopak nedostatek produktivních aktiv a v budoucnosti by nebyla schopna realizovat růstové příležitosti. Z pochopitelných důvodů, které jsou zmíněné v předchozích částech analýzy poměrových ukazatelů, není zahrnuta ve výpočtech obrát a doba obrátu zásob.

Tabulka 21 Ukazatele aktivity společnosti DENEVY a relevantního trhu

Aktivita	2014	2015	2016	2017	Průměr DENEVY	Průměr relevantního trhu
Obrat stálých aktiv	1,11	1,38	1,39	2,37	1,56	2,63
Doba splatnosti pohledávek	269,65	150,03	210,32	118,32	187,08	86,32
Doba splatnosti kr. závazků	130,58	50,27	73,96	38,14	73,24	88,44

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017), účetní výkazy společností uvedených v tabulce 2

Z tabulky 21 je vidět, že obrat aktiv společnosti DENEVY se nachází pod průměrem relevantního trhu. Tento komplexní ukazatel říká, kolikrát se celková aktiva za rok obrátí. Tento ukazatel by se měl pohybovat minimálně na úrovni 1. Což společnost splňuje, i když je pod tento ukazatel podprůměrný. Firma se také očividně potýká s pozdním placením od svých zákazníků. Z části za to ale také může výše zmíněná vysoká likvidita společnosti. Podle provedených výpočtu společnost průměrně čeká 187 dní, než jí zákazník zaplatí od využití jejích služeb. Celkově je v tomto odvětví tento problém, se kterým musí firma počítat, ale jak je vidět průměrně ostatní firmy čekají o 100 dní méně. Za to si firma drží lepší skóre, co se týká splácení svých závazků a znovu se tím potvrzuje dobrá platební morálka společnosti DENEVY.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poměřují především cizí a vlastní kapitál, ale zabývají se i schopností podniku hradit náklady na dluhy. Ukazatel úrokového krytí informuje o tom, kolikrát je firma schopna krýt úroky z cizích zdrojů poté, co uhradí všechny náklady, které souvisejí s produktivní činností podniku.

Tabulka 22 Ukazatele zadluženosti společnosti DENEVY a relevantního trhu

Zadluženost	2014	2015	2016	2017	Průměr DENEVY	Průměr relevantního trhu
Celková zadluženost	40%	28%	31%	27%	31,42%	70,80%
Úrokové krytí	x	701	354	241	432	14

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017), účetní výkazy společností uvedených v tabulce 2

Z tabulky 22 vyplývá, že společnost DENEVY je mnohem méně zadlužená než je průměrné zadlužení firem zabývajících se stejnou činností. To především plyne z toho, že společnost využívá k financování mnohem více vlastního kapitálu než je u podobných firem běžné a včas platí své závazky. Jelikož společnost skoro nevyužívá krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry a v prvním roce je nevyužívala vůbec, je její úrokové krytí tak vysoké.

7.3 Analýza čistého pracovního kapitálu

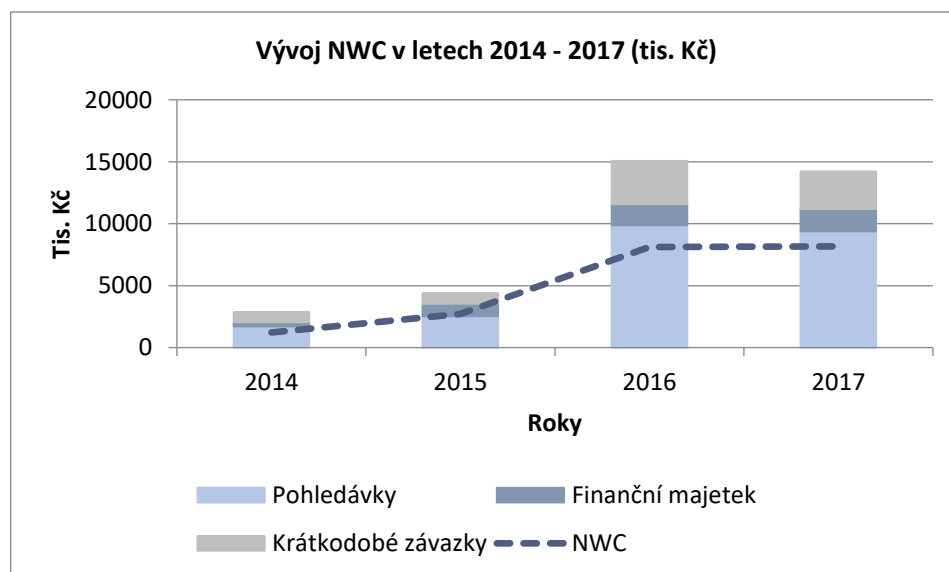
Již v předchozích analýzách je zmíněné, že firma zadržuje více pracovního kapitálu než je nezbytné např. v ukazateli likvidity. Proto je dobré, se na analýzu pracovního kapitálu zaměřit více. V následující tabulce je složení čistého pracovního kapitálu a jeho růst a v grafu 17 je vidět růst NWC a stagnaci mezi roky 2016 a 2017.

Tabulka 23 Čistý pracovní kapitál společnosti DENEVY v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)

Pracovní kapitál	2014	2015	2016	2017
Pohledávky	1716	2528	9879	9376
Finanční majetek	335	1030	1710	1817
Krátkodobé závazky	831	847	3474	3022
NWC	1220	2711	8115	8171
Meziroční růst	x	55,00%	66,59%	0,69%

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Graf 17 Vývoj NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

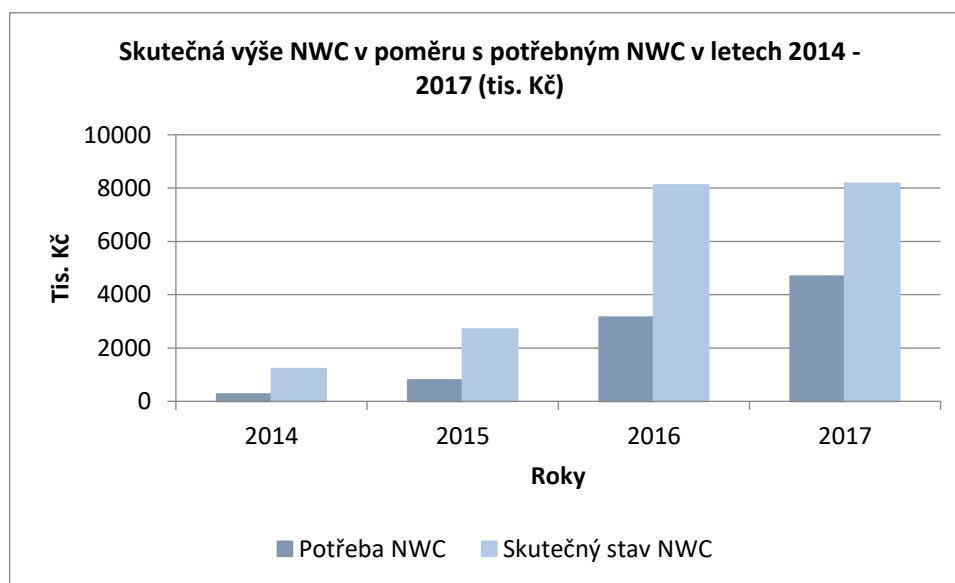
Jaká by měla být výše NWC je možné odhadnout pomocí obrátového cyklu peněz a průměrných denních výdajů společnosti. Výpočet potřebného NWC je zobrazen v tabulce 24, kde je pak spočítané, o kolik firma navíc zadržuje čistého pracovního kapitálu. V grafu 18 je pak znázorněný rozdíl mezi skutečnou výší čistého pracovního kapitálu a potřebným čistým pracovním kapitálem.

Tabulka 24 Potřebná výše NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)

Vstupní veličiny	2014	2015	2016	2017
Doba obratu pohledávek (dny)	270	150	210	118
Doba obratu kr. závazků (dny)	131	50	74	38
Roční výdaje (tis. Kč)	697	2 894	8 317	21 032
Ukazatele aktivity				
Obrátový cyklus peněz (dny)	139	100	136	80
Průměrné denní výdaje (tis. Kč)	2	8	23	58
Potřeba NWC (tis. Kč)	269	802	3 150	4 684
Skutečný stav (tis. Kč)	1220	2711	8115	8171
Rozdíl (tis. Kč)	951	1 909	4 965	3 487

Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

Graf 18 Skutečná výše NWC v poměru s potřebným NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování, účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 – 2017)

7.4 Závěr finanční analýzy

Po provedení finanční analýzy společnosti DENEVY se dá říci, že firma vykazuje finanční zdraví, stabilitu a pozitivní vývoj jednotlivých ukazatelů. Jako první byla provedena analýza absolutních ukazatelů, která se skládá z horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Na struktuře majetku společnosti DENEVY je vidět rapidní nárůst všech položek od jejího založení a v posledním roce jejich ustálení. Firma využívá především oběžného majetku, což vyplývá z předmětu jejího podnikání. Firma dále využívá více vlastního kapitálu než cizího a splňuje tím pravidlo vyrovnaní rizika. Dále společnost vykazuje každoroční růst tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, na druhé straně v posledním roce 2017, firmě nepatrně klesl zisk. Důležité je zmínit nárůst nákladů, které jsou spojené s vývojem již několikrát zmiňovaného produktu JunoOne, který ale společnosti do budoucna může zajistit další nárůst tržeb. Důležité však je, že výkony ve všech sledovaných letech převyšují výkonovou spotřebu a každého roku je tak dosaženo kladného hospodářského výsledku.

Analýza poměrových ukazatelů byla provedena za každý rok podnikání společnosti DENEVY a jejich průměr byl srovnán s průměrem relevantního trhu pro lepší obraz finanční situace. V oblasti rentability si společnost DENEVY vedla v porovnání s relevantním trhem mnohonásobně lépe. Další ukazatel, a to konkrétně ukazatel likvidity odhalil, že společnost zadržuje více oběžného majetku, než je nutné, a to jak z pohledu doporučených hodnot, tak i v porovnání s relevantním trhem. Díky ukazatelům aktivity bylo zjištěno, že společnost DENEVY se potýká s dobou splatnosti svých pohledávek a naopak, že má lepší platební morálku, než je průměr u relevantního trhu. Jak je výše zmíněné společnost využívá více vlastního kapitálu, a to dokazuje i ukazatel zadluženosti, který činí 31,42 %.

Dále analýza pracovního kapitálu potvrdila fakt, že společnost zadržuje nadbytek oběžných aktiv, což může i vysvětlovat proč společnost nemá problém se splatností svých závazků i přes delší dobu splatnosti pohledávek od svých zákazníků. Na základě těchto výsledků je možné říci, že společnost DENEVY vykazuje finanční zdraví, stabilitu a výkonnost.

8 FINANČNÍ PLÁN

Podkladem pro sestavení finančního plánu jsou provedené analýzy, a to analýza strategická a analýza finanční společnosti DENEVY s.r.o. Finanční plán se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztrát a plánované rozvahy. Tyto účetní výkazy jsou sestaveny na období 7 let (2018 – 2024). Jelikož účetní výkazy za rok 2018 nejsou zatím oficiálně k dispozici, bylo nutné tento rok sestavit formou plánu, který je ale přizpůsobený, aby co nejvíce odpovídal skutečnosti, neboť informace o důležitých položkách byly poskytnuty vlastníkem firmy. Při sestavování finančního plánu se vychází především z prognózy vývoje tržeb společnosti a vývoje jednotlivých položek v účetních výkazech. Pro plánování finančních výkazů je využita metoda procenta tržeb. Tato metoda spočívá v procentuálním podílu jednotlivých položek účetních výkazů.

8.1 Plánovaný výkaz zisku ztrát

Plán výkazu zisku a ztrát vychází z prognózy tržeb, která vyplývá ze strategické analýzy společnosti. Tato prognóza tržeb je uvedena v tabulce 25, kde se přesněji jedná o prognózu vývoje tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb, které tvoří výkony společnosti. Tržby podle provedené prognózy budou průměrně dosahovat tempa růstu okolo 22 %.

Tabulka 25 Prognóza tempa růstu tržeb společnosti DENEVY v letech 2018 - 2024

	Rok	Tržby DENEVY (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb DENEVY
Prognóza	2018	32 355	13,42%
	2019	40 578	25,41%
	2020	51 477	26,86%
	2021	71 020	37,96%
	2022	84 896	19,54%
	2023	97 168	14,45%
	2024	113 229	16,53%
Průměrné tempo růstu (minulost)			136,66%
Průměrné tempo růstu (prognóza)			22,03%

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce 25 je zobrazené i průměrné tempo růstu tržeb v předchozím období. Minulost a prognóza se velmi liší a to především z důvodu, že společnost začala svou činnost v roce 2014 a měla raketový růst, tento růst se ale již v roce 2017 zpomalil na 70 %. Po konzultaci

s majitelem je tato prognóza přiblížena skutečné situaci podniku, jelikož majitel společnosti poskytnul, pro přesnější sestavení prognózy a finančního plánu, informace o tržbách za rok 2018, které zatím nejsou veřejně dostupné.

Tabulka 26 Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti DENEVY pro roky 2018 - 2024

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT (tis. Kč)							
TEXT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Výkony	32 355	40 578	51 477	71 020	84 896	97 168	113 229
Výkonová spotřeba	20 384	25 564	32 430	44 743	53 485	61 216	71 335
Přidaná hodnota	11 971	15 014	19 046	26 277	31 412	35 952	41 895
Osobní náklady	4 530	6 290	8 648	12 784	16 130	19 434	23 552
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 132	1 420	1 802	2 486	2 971	3 304	3 963
Ostatní provozní výnosy	88	120	159	197	246	293	334
Ostatní provozní náklady	1 132	1 420	1 802	2 486	2 971	3 401	3 963
Provozní výsledek hospodaření	5 264	6 003	6 954	8 719	9 585	10 107	10 751
Nákladové úroky	76	92	94	78	46	0	0
Ostatní finanční náklady	647	812	1 030	1 420	1 698	1 943	2 265
Finanční výsledek hospodaření	-723	-903	-1 124	-1 498	-1 743	-1 943	-2 265
Daň z příjmu za běžnou činnost	863	969	1 108	1 372	1 490	1 551	1 612
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 679	4 131	4 722	5 849	6 351	6 612	6 874
Výsledek hospodaření před zdaněním	4 541	5 100	5 830	7 221	7 841	8 164	8 486

Zdroj: Vlastní zpracování

Zastoupení jednotlivých položek výkazu zisku a ztrát bylo stanoveno podle roku 2017. V roce 2017 oproti předchozím rokům stoupla výkonová spotřeba, což zapříčinilo vývoj produktu JunoOne a pokud tento produkt bude dále spíše jen vylepšovat, náklady již nebudou takového rozsahu. Na druhou stranu IT společnost musí neustále inovovat, aby udržela krok s vývojem celého odvětví.

Ve finančním plánu výkonová spotřeba podniku, která tvoří největší část nákladů, bude pro roky 2018 – 2024 tvořit 63 % z výkonů společnosti, oproti 61 % z minulých let. Celková přidaná hodnota podniku bude činit 37 % a čistý zisk společnosti se bude pohybovat okolo 10 %. Osobní náklady vzrostou, jelikož společnost má tendenci zvyšovat počet zaměstnanců a to i pro správu interních záležitostí a takovýto zaměstnanci tolik nezvyšují výkony

společnosti. Tudíž během plánovaných let poroste zastoupení osobních nákladů. Ostatní náklady a výnosy mají pro podnik minimální význam, jelikož součet těchto položek se pohybuje kolem hodnoty 5 % z výkonů společnosti.

Výsledek hospodaření za účetní období neboli čistý zisk vychází z plánovaného výkazu zisku a ztrát v roce 2024 na celkových 5.671 tis. Kč.

8.2 Plánovaná rozvaha

Plán rozvahy je opět stanoven procentuálním podíl jednotlivých položek, ale v rozvaze je tento podíl počítaný z bilanční sumy, která během let roste v souladu s růstem tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb společnosti. V následující tabulce je zobrazena plánovaná rozvaha společnosti DENEVY pro roky 2018 – 2024.

Tabulka 27 Plánovaná rozvaha společnosti DENEVY pro roky 2018 – 2024

ROZVAHA (tis. Kč)							
AKTIVA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
AKTIVA CELKEM	14 293	16 994	19 755	23 646	27 292	30 799	34 630
Dlouhodobý majetek	858	1 020	1 185	1 419	1 638	1 848	2 078
Dlouhodobý hmotný majetek	858	1 020	1 185	1 419	1 638	1 848	2 078
Oběžná aktiva	13 292	15 804	18 372	21 990	25 382	28 643	32 206
Pohledávky	11 149	13 255	15 409	18 444	21 288	24 023	27 012
Krátkodobé pohledávky	11 149	13 255	15 409	18 444	21 288	24 023	27 012
Peněžní prostředky	2 144	2 549	2 963	3 547	4 094	4 620	5 195
Časové rozlišení	143	170	198	236	273	308	346
PASIVA CELKEM	14 293	16 994	19 755	23 646	27 292	30 799	34 630
Vlastní kapitál	9 403	11 180	13 259	16 085	18 693	21 241	23 883
Základní kapitál	500	500	500	500	500	500	500
Výsledek hospodaření minulých let	5 225	6 549	8 036	9 736	11 842	14 128	16 509
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	3 679	4 131	4 722	5 849	6 351	6 612	6 874
Cizí zdroje	3 949	4 696	5 171	5 952	6 730	7 434	8 359
Závazky	3 949	4 696	5 171	5 952	6 730	7 434	8 359
Dlouhodobé závazky	658	783	530	322	187	0	0
Krátkodobé závazky	3 291	3 913	4 640	5 630	6 543	7 434	8 359
Časové rozlišení	940	1 118	1 326	1 609	1 869	2 124	2 388

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je výše uvedeno rozvaha vychází z procentuálního podílu na bilanční sumě, která byla vypočítaná podle průměrného tempa růstu tržeb. V pasivech ve výsledku hospodaření běžného účetního období jsou dány hodnoty z předešlé tabulky plánovaného výkazu zisku a ztrát. V předchozích letech průměrně ve výsledku hospodaření minulých let zůstávalo 38 % čistého zisku. Tato hodnota je pro účely plánované rozvahy stanovena podle tohoto průměru, aby byl zachován větší podíl vlastního kapitálu, který v minulosti činil 65 % a nyní je jeho průměrné zastoupení 66 % na celkovém kapitálu. To především z důvodu, že pro společnost DENEVY je velice typické využívání vlastního kapitálu, který konkurence využívá naopak minimálně. V pasivech bude podíl cizího kapitálu stále okolo 28 %, z čehož budou většinu tvořit krátkodobé závazky a minimální podíl okolo 5 % budou tvořit dlouhodobé závazky, které společnost DENEVY využívá ve velmi omezeném rozsahu.

Pro aktiva je u typu podnikání velmi typické většinové zastoupení oběžných aktiv, které v případě plánu rozvahy činí 93 % a podíl dlouhodobého majetku je pouze 6 %. Oběžný majetek se skládá v tomto případě pouze z pohledávek a peněžních prostředků. Celkové se pohledávky podílí na oběžných aktivech z 84 % a zbylých 16 % tvoří peněžní prostředky společnosti.

Původní bilanční suma v roce 2017 činila 12.019 tis. Kč. Do roka 2024 by se tato položka měla zvýšit na 34.630 tis. Kč, s tím že většina bude tvořena vlastním kapitálem generovaným podnikatelskou činností společnosti.

8.3 Závěr finančního plánu

Finanční plán společnosti DENEVY vypovídá o tom, že podnik bude v letech 2018 až 2024 generovat kladný výsledek hospodaření a každoročně by se tento zisk měl zvyšovat a společnost by v budoucnu měla prosperovat i přes to, že růst tržeb mezi roky 2017 a 2018 zpomalil a celkové náklady se oproti průměru z minulých let zvýšili. Společnost ale v předchozích letech vykazovala enormní tempo růstu a právě i přes uvedené faktory, společnost dál vykazuje nadprůměrné výsledky v porovnání s relevantním trhem. Finanční plán tedy potvrzuje koncept trvalého pokračování podniku a je tudíž možné využít výnosové metody pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY.

9 STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

Po provedení strategické analýzy a finanční analýzy, na základě kterých byl sestaven finanční plán, je možné přejít k samotnému stanovení hodnoty společnosti DENEVY. Výsledky analýz ukázaly, že společnost je perspektivní do budoucna a je možné použít zmíněné výnosové metody. Podnik je tedy oceněný pomocí výnosových metod k datu 19.04.2019. Pro doplnění a porovnání výsledků jednotlivých metod je dále využita metoda tržního porovnání.

9.1 Metoda DCF entity

Základní metoda pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY je použita metoda DCF entity. Tato metoda pracuje s volnými peněžními toky, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Diskontováním těchto peněžních toků pak dostaneme hodnotu podniku, od které odečteme hodnotu cizího kapitálu, a tak získáme hodnotu kapitálu vlastního.

Základem jsou tedy veškeré provozní peněžní roky generované provozním majetkem tzv. FCFE – Free Cash Flow to Firm a tyto peněžní toky jsou spočítány v následující tabulce.

Tabulka 28 FCFE společnosti DENEVY v letech 2019 - 2024

FCFE (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT po zdanění	4 698	4 799	5 912	6 388	6 612	6 874
+ odpisy	1 420	1 802	2 486	2 971	3 304	3 963
- růst NWC	2 414	1 500	2 625	2 477	2 368	2 638
- nové INV	1 627	1 938	2 719	3 190	3 514	4 193
FCFE	2 077	3 162	3 054	3 693	4 034	4 006

Zdroj: Vlastní zpracování

Při výpočtu hodnoty FCFE se vychází z hodnoty EBIT po zdanění, kde je počítáno s daňovou sazbou 19 %. Ke zdaněné hodnotě EBIT se poté připočítají odpisy a odečte se růst čistého pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. V tabulce 28 je vidět, že hodnoty FCFE jsou kladné.

Dalším nutným krokem je stanovení diskontní míry, a to buď na bázi průměrných vážených nákladů na kapitál, nebo nákladů na vlastní kapitál. Stanovení diskontní míry pomocí

nákladů na vlastní kapitál vychází z modelu pro oceňování kapitálových aktiv. V rámci tohoto modelu se musí určit tři parametry, a to bezriziková výnosová míra, beta koeficient, který odpovídá zadlužení firmy a tržní riziková prémie. Za bezrizikovou úrokovou míru je považována míra výnosnosti českého 6 letého státního reinvestičního dluhopisu, která činí 4,5 %. Konkrétně jde o Reinvestiční státní dluhopis České republiky, 2019 – 2025, FIX % (ISIN CZ0001005623) s datem emise 01.04.2019, který je uvedený na webových stránkách Ministerstva financí České republiky. Hodnota beta koeficientu (β unlevered) je odvozena z webu profesora Damodarana, a to konkrétně pro odvětví Computer Services. Vzhledem k tomu, že společnost má, i když malou část, úročeného cizího kapitálu, je nutné nezadluženou betu tomuto přizpůsobit. Tržní riziková prémie je pro Českou republiku podle webu Damodaran 6,94 %. Z níže uvedené tabulky je tedy patrné, že náklady na vlastní kapitál budou během let průměrně dosahovat hodnoty 12 %.

Tabulka 29 Model CAPM pro výpočet nákladů na VK společnosti DENEVY (2019 – 2024)

Model CAPM	2019	2020	2021	2022	2023	2024
rf	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
β unlevered	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
D/E	7,0%	4,0%	2,0%	1,0%	0,0%	0,0%
t	19%	19%	19%	19%	19%	19%
β levered	1,09	1,06	1,05	1,04	1,03	1,03
rm - rf	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%
re	12,05%	11,88%	11,76%	11,71%	11,65%	11,65%

Zdroj: Vlastní zpracování, mfcz.cz, damodaran.com

Pro stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál je nezbytné stanovit náklady na cizí kapitál. Náklady na cizí kapitál se počítají jako poměr mezi nákladovými úroky a dlouhodobými závazky společnosti. V tabulce 30 je vidět, jak cizí kapitál snížil celkové náklady na kapitál. To je především způsobené tím, že většina cizího kapitálu společnosti DENEVY jsou krátkodobé závazky, které jsou neúročené a stávají se tak pro společnost levným kapitálem.

Tabulka 30 WACC - stanovení diskontní míry společnosti v letech 2019 - 2024

WACC	2019	2020	2021	2022	2023	2024
D	817	537	325	189	0	0
E	11 673	13 436	16 263	18 871	21 418	24 060
C	17 743	20 020	23 907	27 551	31 057	34 888
t	19%	19%	19%	19%	19%	19%
rd	11,21%	17,56%	23,88%	24,13%	0,00%	0,00%
re	12,05%	11,88%	11,76%	11,71%	11,65%	11,65%
WACC	8,35%	8,35%	8,27%	8,15%	8,03%	8,03%

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY je vybrána dvoufázová metoda DFC entity. První fáze zahrnuje prognózované období (2019 – 2023) a druhá fáze pak obsahuje období od roku 2023 do nekonečna, které se označuje jako pokračující hodnota. První fáze vychází z prognózy volných peněžních toků do firmy, které jsou diskontovány prostřednictvím průměrných vážených nákladů na kapitál. Jelikož je společnost oceňována k 19.04.2019 je nutné FCFF i diskontní míru pro rok 2019 upravit poměrem k datu ocenění. Současná hodnota první fáze je zobrazena v tabulce 31.

Tabulka 31 DFC entity - výpočet první fáze

1. fáze (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
FCFF	2 077	3 162	3 054	3 693	4 034
Diskont	1,17	1,27	1,37	1,48	1,47
Diskontované FCCF	1 769	2 486	2 222	2 496	2 741
Hodnota 1. fáze	11 714				

Zdroj: Vlastní zpracování

Pokračující hodnota (2023 a dále) je stanovena podle Gordonova vzorce, ve kterém se opět používá diskontní míra, která je stanovena jako průměrné vážené náklady na kapitál z let 2019 - 2023, ale navíc i tempo růstu FCCFF (g) pro druhé období. Odhad tempa růstu bývá v praxi ztotožňován s tempem růstu dané ekonomiky, veličina g se tedy bude odvíjet od tempa růstu HDP pro Českou republiku. Nejnovější prognóza Ministerstva financí České republiky z dubna 2019 říká, že růst HDP bude činit 2,4 %.

Tabulka 32 DFC entity - výpočet druhé fáze

2. fáze (tis. Kč)	2024 a dál
FCFF	4 006
Diskontní míra	8,03%
Tempo růstu (g)	2,4%
Pokračující hodnota	71 115

Zdroj: Vlastní zpracování

Součtem hodnoty 1. fáze (současné hodnoty) a 2. fáze (pokračující fáze) získáme hodnotu brutto, od které se ale ještě musí odečíst úročený cizí kapitál k datu ocenění. Tímto dostaneme hodnotu netto, tudíž i výslednou hodnotu podniku ke dni ocenění. Výsledek je uvedený v tabulce 33 a činí 82.171 tis. Kč.

Tabulka 33 Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity k datu 19.04.2019

Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity (tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	11 714
Hodnota 2. fáze	71 115
Úročený cizí kapitál	658
Hodnota podniku k 19.4.2019	82 171

Zdroj: Vlastní zpracování

9.2 Metoda DCF equity

Další použitá metoda pro výpočet hodnoty podniku je metoda DCF equity, která vychází z volných peněžních toků pouze pro vlastníky. Tato metoda je použita jako kontrola předchozího výpočtu metodou DCF entity. V následující tabulce 34 jsou vypočtené volné peněžní toky pro vlastníky neboli FCFE – Free Cash Flow to Equity.

Tabulka 34 FCFE společnosti DENEVY v letech 2019 - 2024

FCFE (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT po zdanění	4 698	4 799	5 912	6 388	6 612	6 874
+ odpisy	1 420	1 802	2 486	2 971	3 304	3 963
- růst NWC	2 414	1 500	2 625	2 477	2 368	2 638
- nové INV	1 627	1 938	2 719	3 190	3 514	4 193
- splátky	-159	280	212	137	189	0
FCFE	2 236	2 882	2 841	3 556	3 845	4 006

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet je opět použita dvoufázová metoda DCF equity. V první fázi jsou budoucí peněžní toky pro vlastníky, neboli FCFE diskontovány. Pro diskontní míru jsou využity náklady na vlastní kapitál (r_e) a nikoli WACC. Náklady na vlastní kapitál byly již v předchozí kapitole stanoveny metodou CAPM. Jejich hodnota je vyšší než u průměrných nákladů na kapitál a pohybuje se okolo 12 %. V 1. fázi u první roku 2019 je opět FCFE poměrně sníženo kvůli datu ocenění, které je 19.04.2019.

Tabulka 35 DCF equity - výpočet 1. fáze

1. fáze (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
FCFE	2 236	2 882	2 841	3 556	3 845
Diskont	1,26	1,40	1,56	1,74	1,94
Diskontované FCFE	1 781	2 058	1 821	2 044	1 985
Hodnota 1. fáze	9 690				

Zdroj: Vlastní zpracování

Druhá fáze je opět spočítána na základě Gordonova vzorce. Tempo růst je 2,4 % a diskontní míra je dána průměrnými náklady na vlastní kapitál pro rok 2024, tj. 11,65%. Pokračující hodnota je zobrazena v následující tabulce 36 a činí 43.317 tis. Kč.

Tabulka 36 DCF equity - výpočet 2. fáze

2. fáze (tis. Kč)	2024 a dál
FCFE	4 006
Diskontní míra	11,65%
Tempo růstu (g)	2,4%
Pokračující hodnota	43 317

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet výsledné hodnoty podniku se zde již neodečítá cizí úročený kapitál, ale hodnota podniku je dána součtem první fáze (současné hodnoty) a druhé fáze (pokračující hodnoty). Výsledná hodnota společnosti DENEVY stanovená pomocí metody DCF equity činí 53.007 tis. Kč. Tato hodnota je o hodně menší než předchozí hodnota stanovená pomocí metody DCF entity. Jak je již výše zmíněno, je to dáno tím, že cizí kapitál společnosti je složený především z krátkodobých pohledávek, které jsou neúročené. Cizí kapitál je tedy levnější a o hodně snižuje WACC a tudíž i diskontní míru pro metodu DCF entity. Naopak metoda

DCF equity používá jako diskontní míru náklady na vlastní kapitál, které jsou vyšší a snižují tak výslednou hodnotu společnosti.

Tabulka 37 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu 19.04.2019

Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity (tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	9 690
Hodnota 2. fáze	43 317
Hodnota podniku k 19.04.2019	53 007

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3 Metoda EVA

Další metoda vybraná pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY je metoda EVA neboli metoda ekonomické přidané hodnoty. Před výpočtem hodnoty podniku je nutné spočítat hodnotu ukazatele EVA v letech 2019 – 2024. Při výpočtu EVA se vychází z NOPATu. NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění a dále se snižuje o náklady investovaného kapitálu. Ten se skládá hodnoty z WACC a C, což je součet vlastního a cizího úročeného kapitálu. V tabulce 38 jsou hodnoty EVA v jednotlivých letech 2019 – 2024.

Tabulka 38 Výpočet hodnoty EVA v letech 2019 - 2024

EVA (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NOPAT	4 264	5 356	5 633	7 063	7 763	8 187
NOA	12 490	13 973	16 588	19 059	21 418	24 060
WACC	8,35%	8,35%	8,27%	8,15%	8,03%	8,03%
EVA	5 307	6 523	7 004	8 616	9 484	10 119

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota společnosti je opět stanovena prostřednictvím dvoufázové metody. Současná hodnota první fáze je dána součtem diskontovaných hodnot EVA během jednotlivých prognózovaných let, přičemž jsou pro diskontovaný faktor využité opět WACC, jako tomu bylo u metody DCF entity. Jelikož je podnik oceňovaný k 19.04.2019 je nutné znovu hodnotu EVA pro rok 2019 poměrně snížit dle uvedeného data ocenění.

Tabulka 39 Metoda EVA - výpočet 1. fáze

1. fáze (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
EVA	3 737	6 523	7 004	8 616	9 484
Diskont	1,17	1,27	1,37	1,48	1,47
Diskontovaná EVA	3 183	5 128	5 098	5 823	6 445
Hodnota 1. fáze	25 676				

Zdroj: Vlastní zpracování

Druhá fáze (pokračující hodnota) je počítána z hodnoty EVA pro rok 2024 a je diskontována upraveným WACC dle obecného vzorce $WACC \times (1 + WACC)^T$. Tato diskontní míra je poté ještě očištěna od tempa růstu g. Výsledná hodnota druhé fáze činí 97.571 tis. Kč.

Tabulka 40 Metoda EVA - výpočet 2. fáze

2. fáze (tis. Kč)	2024 a dál
EVA	10 119
Diskontní míra	12,77%
Tempo růstu (g)	2,4%
Pokračující hodnota	97 571

Zdroj: Vlastní zpracování

Provozní hodnota podniku je dána součtem současné hodnoty první fáze a pokračující hodnoty druhé fáze, která se dál navýší o čistá operační aktiva k datu ocenění. Výsledná hodnota podniku podle metody EVA k datu ocenění 19.04.2019 činí 123.247 tis. Kč. Výsledná hodnota je vyšší, než hodnota stanovená metodou DCF equity, ale nižší než hodnota stanovená metodou DCF entity.

Tabulka 41 Výsledná hodnota podniku metodou EVA ke dni 19.04.2019

Výsledná hodnota podniku metodou EVA (tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	25 676
Hodnota 2. fáze	97 571
NOA - čistá operační aktiva	10 062
Hodnota podniku k 19.04.2019	123 247

Zdroj: Vlastní zpracování

9.4 Metoda tržního porovnání

Jako další doplňková metoda ocenění je zvolena metoda tržního porovnání. Konkrétně se jedná o metody odvětvových multiplikátorů (P/E ratio, P/BV ratio, EV/Sales, EV/EBIT). Jednotlivé multiplikátory jsou z databáze profesora Damodarana pro odvětví Computer Services.

Tabulka 42 Hodnoty multiplikátorů pro odvětví Computer Services

Multiplikátory (Computer services)	
P/E ratio	36,2
P/BV ratio	3,47
EV/Sales	1,14
EV/EBIT	13,9

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku se stanoví součinem násobitele a odpovídající vztahové veličiny. U multiplikátoru P/E ratio je touto veličinou EAT. Pro P/BV (Book Value) je vztahová veličina účetní hodnota vlastního kapitálu, pro Sales jsou vztahovou veličinou tržby a pro EV/EBIT je to samozřejmě zmíněný EBIT. Nesmí se ani zapomenout, že u variant EV (enterprise value) se musí odečíst hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění podniku. Výsledky stanovení hodnoty pomocí metody tržního porovnání jsou v následující tabulce.

Tabulka 43 Výsledná hodnota podniku metodou tržního porovnání ke dni 19.04.2019

Metoda tržního porovnání	P/E ratio	P/BV ratio	EV/Sales	EV/EBIT
Multiplikátory	36,2	3,47	1,14	13,9
Vztahová veličina	4 624	11 673	40 578	5 801
Úročený cizí kapitál	x	x	817	537
Hodnota podniku k 19.04.2019	167 398	40 506	45 442	80 090

Zdroj: Vlastní zpracování

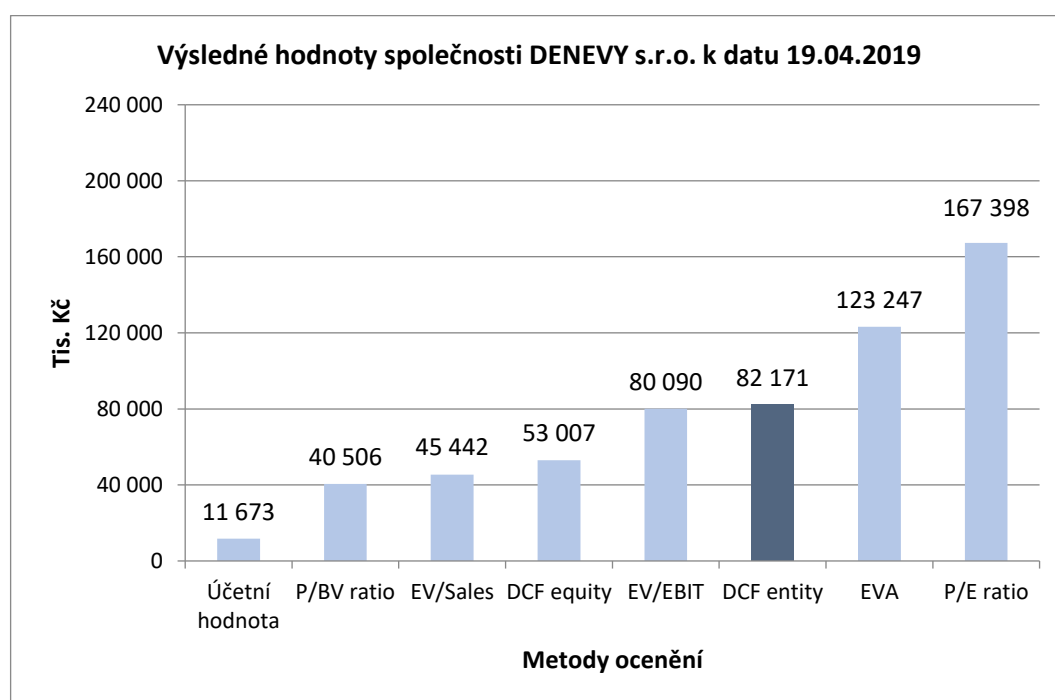
Výsledné hodnoty se hodně liší, nejvíce ale předchozím metodám odpovídá hodnota vypočítaná prostřednictvím multiplikátoru EV/EBIT. Hodnota zjištěná pomocí P/BV je samozřejmě nízká z toho důvodu, že podnik je nevýrobní, tudíž má málo dlouhodobého majetku a kapitálem kryje víceméně jen oběžná aktiva. Nízká je i hodnota vypočítaná multiplikátorem EV/Sales, jelikož podnik začal se svou činností teprve v roce 2014 a je poměrně malý, tudíž nemá zas tak vysoké tržby. Pozitivní je, že díky nižším nákladům, má

poměrně velký čistý zisk a ROS činí 19 %. Nejvyšší hodnota je zjištěná pomocí multiplikátoru P/E ratio, kterou je možné brát jako horní hranici pro stanovení hodnoty společnosti.

9.5 Souhrnné ocenění podniku

Před konečným stanovením hodnoty podniku je provedeno porovnání jednotlivých hodnot zjištěných pomocí metod DCF entity a equity, EVA a tržního porovnání. Dále si ještě stanovíme účetní hodnotu podniku, která odpovídá vlastnímu kapitálu společnosti ke dni ocenění společnosti, a ta činí 11.673 tis. Kč. Tato hodnota spíše tvoří spodní hranici, než aby byla adekvátní ke stanovení hodnoty podniku, jelikož se jedná o podnik nevýrobní, ale její přidaná hodnota je tvořena znalostmi a dovednostmi zaměstnanců a partnerských firem. Výsledné hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. k datu 19.04.2019 jsou porovnány v následujícím grafu 19.

Graf 19 Výsledné hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. k datu 19.04.2019



Zdroj: Vlastní zpracování

Na první pohled se od sebe jednotlivé metody dost liší, ale jako nejvhodnější metoda byla vyhodnocena DCF entity, která odpovídá účelu ocenění. Pro ověření správnosti metody DCF entity bylo provedeno ocenění pomocí metody DCF equity, které je o trochu nižší, jelikož podnik z malé části využívá cizí úročný kapitál. Poté byla aplikována další výnosová

metoda EVA, jejíž výsledek je z výnosových metod nejvyšší. Jelikož se metoda DCF entity nachází mezi těmito dvěma metodami, je možné považovat výsledek jako kontrolní pro adekvátnost použití metody DCF entity. Jako doplňková metoda byla využita metoda tržního porovnání, kde se hodnoty opět lišily. Nejvyšší hodnota 167.398 tis. Kč vyšla z použití multiplikátoru P/E ratio a tvoří tak horní hranici pro stanovení hodnoty společnosti. Naopak mnohem nižší vyšly výsledky pomocí multiplikátorů P/BV ratio a EV/Sales, které činily 40.506 tis Kč a 45.442 tis. Kč. Multiplikátor EV/EBIT je skoro stejný jako výsledek stanovený pomocí metody DCF entity, což je možné brát jako další potvrzení správnosti metody DCF entity.

Výsledná hodnota společnosti je tedy stanovena dvoufázovou metodou DCF entity, neboť se předpokládá, že potenciální zájemce o koupi společnosti by měl zájem především o výnosový potenciál podniku.

**Hodnota společnosti DENEVY s.r.o. k datu 19.04.2019 činí
82.171 tis. Kč.**

Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu společnosti DENEVY s.r.o. pro potenciálního zájemce o koupi podniku, provedené k datu 19.4.2019. Firma DENEVY s.r.o. sídlící v Praze je konzultační společnost, která poskytuje ICT služby. Jejich nabízené služby zahrnují celou řadu firemních informačních technologií od analýzy, návrhu, vývoje aplikací, implementace, testování až po samotnou údržbu a klientskou podporu. Společnost DENEVY byla založena celkem nedávno, a to v roce 2014, ale od té doby zaznamenala rychlý růst. Mezi úspěchy podniku se řadí například ocenění IT produkt roku 2018, které společnost získala za vývoj vlastního produktu Test Case Management systému JunoOne pro správu testovacího procesu.

Diplomová práce je rozdělena na dvě části. První část se zabývá teoretickými východisky pro stanovení hodnoty podniku. Zde jsou popsány základní pojmy, kategorie hodnoty, postup oceňování a základní metody pro stanovení hodnoty společnosti. V druhé části jsou tyto poznatky aplikovány na praktickém příkladu, a to stanovení hodnoty společnosti DENEVY.

Samotnému stanovení hodnoty předchází nejprve několik dílčích kroků. Jedním z nich je provedení strategické analýzy, která odhalila výnosový potenciál podniku. Nejprve byla provedena analýza vnějšího potenciálu podniku. Prvním krokem této analýzy je vymezení velikosti relevantního trhu, což bylo u společnosti DENEVY poněkud problematické, jelikož je společnost nevýrobní a neexistují data, podle kterých by se velikost relevantního trhu mohla vymezit tradičním způsobem, a to na základě velikosti poptávky, tzn. na základě celkového prodeje produktů a jejich spotřeby. Jelikož by měl trh být vymezen z hlediska věcného, tj. z hlediska produktu, území (např. ČR), zákazníků a konkurentů, je vymezení relevantního trhu provedeno jako součet tržeb konkurenčních firem, které poskytují stejné ICT služby stejným zákazníkům (tj. banky, pojišťovny a telekomunikační společnosti) na území České republiky. Po vymezení relevantního trhu a získání základních informací se přistoupilo k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení relevantního trhu pomocí analýzy atraktivity trhu, kde společnost DENEVY dosáhla hodnocení 81 bodů z možných 114, což představuje 71 %. Podle tohoto výsledku byl trh označen jako nadprůměrně atraktivní. Z této analýzy vychází prognóza vývoje trhu pomocí analýzy časového trendu. Průměrné tempo růstu relevantního trhu činí 12,43 %.

Druhým krokem strategické analýzy je analýza vnitřního potenciálu, kde je nejdříve stanoven tržní podíl společnosti DENEVY pohybující se pod úrovní 1 %. To je zapříčeno hlavně skutečností, že firma je na trhu poměrně nová a proti sobě má velké firmy, které na trhu působí i přes dvě desetiletí. Zde je provedena i krátká finanční analýza konkurence v porovnání právě se společností DENEVY. Zde se ukázalo, že i přes krátké působení společnosti na trhu si vedle konkurence z pohledu rentability vede nejlépe. Dále je provedena analýza konkurenční síly, kde jsou zhodnocena kritéria ovlivňující postavení firmy na trhu. V rámci této analýzy společnost dosáhla 49 bodů z 84, což činí 58 % a značí tak mírně nadprůměrnou konkurenční sílu. V návaznosti tuto analýzu je provedena prognóza tržního podílu, která je ale spíše doplňková, jelikož pro relevantní prognózu je k dispozici málo historických dat. Průměrné tempo růstu tržního podílu je 17,77 %.

Výsledky analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly podniku jsou poté použity pro zhodnocení perspektivnosti podniku. Společnost tedy spadá do kategorie „Podnik s dobrou perspektivou“. Bylo tedy možné přejít k prognóze růstu tržeb, která se skládá z předchozích prognóz vývoje relevantního trhu a tržního podílu společnosti. Z prognózy vyšlo, že průměrné tempo růstu tržeb společnosti DENEVY v letech 2018 – 2024 činí 22,03 %. Strategická analýza tedy ukázala, že podnik má předpoklad pokračování podnikatelské činnosti a splňuje princip „going concern“.

V rámci finanční analýzy byly provedeny analýzy účetních výkazů společnosti, a to rozvahy a výkazů zisků a ztrát z let 2014 – 2017. Zde byly využity klasické nástroje finanční analýzy, konkrétně analýza absolutních a poměrových ukazatelů a analýza čistého pracovního kapitálu. Z finanční analýzy vyplynulo, že firma vykazuje finanční zdraví, stabilitu a pozitivní vývoj jednotlivých ukazatelů. Na struktuře majetku společnosti je vidět rapidní nárůst všech položek od jejího založení a v posledním roce 2017 jejich ustálení. Firma primárně ke své činnosti využívá oběžný majetek, což plyne z předmětu jejího podnikání, jelikož to není výrobní firma, ale její přidaná hodnota tkví v dovednostech a znalostech zaměstnanců a obchodních partnerů. Dále společnost využívá více vlastního kapitálu než cizího a splňuje tak pravidlo vyrovnání rizika. Firma každoročně vykazuje růst tržeb, ale v posledním roce firmě nepatrně klesl zisk. Důvodem byl nárůst nákladů, neboť firma začala investovat do vývoje vlastního výše zmíněného produktu JunoOne, který ale firmě do budoucna může přinést jednoznačnou konkurenční výhodu.

Analýza poměrových ukazatelů byla provedena v porovnání s průměrem relevantního trhu pro lepší obraz finanční situace podniku. V oblasti rentability si společnost DENEVY vedla mnohonásobně lépe, naopak ukazatel likvidity odhalil, že společnost shromažďuje nadbytek oběžného majetku. Díky ukazatelům aktivity bylo zjištěno, že společnost se potýká s dlouhou dobou splatnosti svých pohledávek, která činí přes 180 dní, naopak se ukázalo, že společnost navzdory tomu má svou platební morálku mnohem lepší, a to i v porovnání s konkurencí. To je možné vysvětlení proč společnost zadržuje nadbytek oběžného majetku. Tento fakt potvrdila i následující analýza čistého pracovního kapitálu. Na základě těchto výsledků je možné říci, že společnost DENEVY vykazuje finanční zdraví.

Finanční plán společnosti DENEVY byl sestaven pro období 2018 – 2024. Plán se skládá z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztrát. Podkladem pro sestavení finančního plánu sloužila prognóza tržeb společnosti sestavená na základě strategické analýzy. Pro plánování účetních výkazů byla použita metoda procenta tržeb a výsledky předchozí finanční analýzy.

Jako základní metoda pro stanovení hodnoty společnosti DENEVY byla zvolena dvoufázová metoda DCF entity, která patří mezi výnosové metody. Tato metoda byla vybrána za nejvhodnější, neboť se předpokládá, že potenciální zájemce o koupi společnosti by měl zájem především o výnosový potenciál podniku. Pro ověření správnosti metody DCF entity bylo provedeno ocenění pomocí metody DCF equity a EVA. Jako další metoda ocenění byla vybrána metoda tržního porovnání používaná pro společnosti, které nejsou akciové. Pro úplné doplnění byla ještě použita metoda účetní hodnoty.

Hodnota společnosti DENEVY s.r.o. byla stanovena pomocí dvoufázové metody DCF entity a k datu 19.04.2019 tato hodnota činí 82.171 tis. Kč. Vzhledem ke stanovení hodnoty společnosti DENEVY lze považovat stanovený cíl diplomové práce za splněný.

Seznam použité literatury

1. GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza podniku v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2012. ISBN 9788026500322.
2. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2017. London, United Kingdom: International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9.
3. IDW S1 (Institut der Wirtschaftsprüfer)
4. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 1999. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-227-6.
5. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 9788024728650.
6. MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 80-247-1911-8.
7. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 9788087865385.
8. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 9788086929804.
9. PEŠKOVÁ, Radka a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2012. ISBN 978-80-86730-89-9.
10. PORTER, Michael E. *Konkurenční strategie: Metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-11-2.
11. PORTER, Michael E. *The five competitive forces that shape strategy*. Harvard business review, 2008, 86.1: s. 25-40.
12. PRATT, SHANNON P. PRATT a ALINA V. NICULITA. *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2008. ISBN 9780071441803.
13. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
14. SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

15. SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
16. SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.
17. SLAVÍK, Jakub. *Finanční průvodce nefinančního manažera: jak se rychle zorientovat v podnikových a projektových financích*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4593-0.
18. SYNEK, Miloslav a Eva KISLINGEROVÁ. *Podniková ekonomika*. 6., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-274-8.
19. VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.
20. ZAMAZALOVÁ, Marcela. *Marketing obchodní firmy*. Praha: Grada, 2009. Manažer. ISBN 978-80-247-2049-4.
21. ZIELKE, Christian. *Nejčastější chyby manažerů a jak se jim vyhnout*. Praha: Grada, 2006. Poradce pro praxi. ISBN 80-247-1815-4.

Seznam internetových zdrojů

1. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [ČSÚ]. *Odvětví informační ekonomiky v České republice celkem, 2005-2017*. Český statistický úřad [online]. 2019 [cit. 2019-03-20]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/odvetvi-informacni-ekonomiky>
2. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *ICT sektor v České republice, 2005-2017* [online]. 2019 [cit. 2019-03-20]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/odvetvi-informacni-ekonomiky>
3. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Indexy cen v tržních službách – bazický index*. [online]. 2019 [cit. 2019-03-20]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystupobjekt&pvo=CEN061A&skupId=1106&z=T&f=TABULKA&katalog=31784&pvo=CEN061A&evo=v2016!_CEN-TRZ-BASIC2015-R_1&evo=v2191!_TRZSLU1a2_1

4. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY: *Makroekonomická predikce – duben 2019* [online]. 2019 [cit. 2017-03-21]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-duben-2019-34882>
5. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY: *Emisní kalendář dluhopisů republiky – duben 2019* [online]. 2017a [cit. 2019-03-21]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-dr/2019/emisni-kalendar-dluhopisu-republiky-i-po-33562>
6. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2017* [online]. 2019 [cit. 2019-03-21]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2017--237570/>
7. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2016* [online]. 2019 [cit. 2019-03-21]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2016--228985/>
8. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbíрка listin: DENEVY s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?jenPlatne=PLATNE&nazev=denevy&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?jenPlatne=PLATNE&nazev=denevy&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH)
9. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbíрка listin: Profinit EU, s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=profinit+eu&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vlozka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=profinit+eu&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vlozka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)
10. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbíрка listin: TRIVALENT s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=trivalent+s.r.o.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vlozka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=trivalent+s.r.o.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vlozka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)

11. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbírka listin: UNICORN Systems a.s. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=unicorn+systems+a.s.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=unicorn+systems+a.s.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)
12. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbírka listin: Principal engineering s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=Principal+engineering+s.r.o.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=Principal+engineering+s.r.o.&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)
13. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbírka listin: TESENA s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=tesena&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=tesena&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)
14. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbírka listin: INVENTI Development s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=inventi+development&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=inventi+development&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)
15. VEŘEJNÝ REJSTRÍK. Sbírka listin: CLEVERLANCE s.r.o. *Justice.cz* [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2019 [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: [https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-\\$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=cleverlance&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-$firma?p%3A%3Asubmit=x&.%2Frejstrik-%24firma=&nazev=cleverlance&ico=&obec=&ulice=&forma=&oddil=&vložka=&soud=&polozek=50&typHledani=STARTS_WITH&jenPlatne=PLATNE)

Seznam obrázků

Obrázek 1 Strategická analýza	19
Obrázek 2 Vnější prostředí společnosti.....	19
Obrázek 3 Porterův model 5 sil.....	21
Obrázek 4 Hodnocení perspektivnosti podniku	65

Seznam grafů

Graf 1 Počet aktivních subjektů v ICT sektoru a CZ-NACE 62 a jejich poměrné zastoupení (2008 – 2016)	48
Graf 2 Vývoj tržeb v ICT sektoru a CZ-NACE 62 a jejich poměrné zastoupení (2008 – 2016).....	49
Graf 3 Vývoj indexu cen CZ-CPA 62 v letech 2011 – 2018	49
Graf 4 Vývoj tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb relevantního trhu v letech 2008 – 2017 (tis. Kč).....	51
Graf 5 Růst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v ICT sektoru, CZ-NACE 62 a relevantním trhu (2009 - 2016)	53
Graf 6 Rentabilita aktiv (ROA) relevantního trhu, CZ-NACE 62 a sektor J (2014 – 2017).....	54
Graf 7 Tempo růst HDP b.c. a růst relevantního trhu v letech 2010 – 2016.....	55
Graf 8 Časový trend vývoje relevantního trhu v letech 2008 - 2017	57
Graf 9 Prognóza tržeb společnosti DENEVY	66
Graf 10 Struktura aktiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)	71
Graf 11 Struktura pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017).....	72
Graf 12 Vývoj výsledků hospodaření společnosti DENEVY (2014 - 2017)	74
Graf 13 Vývoj tržeb a nákladů společnosti DENEVY (2014 - 2017).....	76
Graf 14 Zlaté bilanční pravidlo a pari pravidlo v letech 2014 až 2017 (tis. Kč).....	77
Graf 15 Pravidlo vyrovnání rizika a růstové pravidlo v letech 2014 - 2017 (tis. Kč).....	78
Graf 16 Ukazatele rentability společnosti DENEVY a relevantního trhu.....	79
Graf 17 Vývoj NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)	82
Graf 18 Skutečná výše NWC v poměru s potřebným NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč).....	83
Graf 19 Výsledné hodnoty společnosti DENEVY s.r.o. k datu 19.04.2019	97

Seznam tabulek

Tabulka 1 Vymezení relevantního trhu.....	51
Tabulka 2 Analýza atraktivitu trhu	52
Tabulka 3 Analýza atraktivitu trhu - příležitosti a hrozby	56
Tabulka 4 Prognóza vývoje relevantního trhu pomocí analýzy časového trendu (2018 – 2024)	58
Tabulka 5 Prognóza vývoje relevantního trhu pomocí analýzy časového trendu (2018 – 2024)	58
Tabulka 6 Tržní podíl společnosti DENEVY v letech 2014 - 2017.....	59
Tabulka 7 Vybrané položky účetních výkazů konkurence za rok 2017 (tis. Kč).....	60
Tabulka 8 Finanční poměrové ukazatele konkurence za rok 2017	60
Tabulka 9 Analýza konkurenční síly.....	61
Tabulka 10 Analýza konkurenční síly - silné a slabé stránky	63
Tabulka 11 Prognóza tržního podílu společnosti DENEVY (2018 – 2024)	64
Tabulka 12 Prognóza tržeb společnosti DENEVY	66
Tabulka 13 Horizontální analýza aktiv společnosti DENEVY (2014 - 2017)	68
Tabulka 14 Horizontální analýza pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017).....	69
Tabulka 15 Vertikální analýza aktiv společnost DENEVY (2014 - 2017)	70
Tabulka 16 Vertikální analýza pasiv společnosti DENEVY (2014 - 2017).....	72
Tabulka 17 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti DENEVY (2014 - 2017)	73
Tabulka 18 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti DENEVY (2014 - 2017)	75
Tabulka 19 Ukazatele rentability společnosti DENEVY a relevantního trhu.....	78
Tabulka 20 Ukazatele likvidity společnosti DENEVY a relevantního trhu.....	79
Tabulka 21 Ukazatele aktivity společnosti DENEVY a relevantního trhu	81
Tabulka 22 Ukazatele zadluženosti společnosti DENEVY a relevantního trhu	81
Tabulka 23 Čistý pracovní kapitál společnosti DENEVY v letech 2014 - 2017 (tis. Kč)	82
Tabulka 24 Potřebná výše NWC v letech 2014 - 2017 (tis. Kč).....	83
Tabulka 25 Prognóza tempa růstu tržeb společnosti DENEVY v letech 2018 - 2024.....	85
Tabulka 26 Plánovaný výkaz zisku a ztrát společnosti DENEVY pro roky 2018 - 2024.....	86
Tabulka 27 Plánovaná rozvaha společnosti DENEVY pro roky 2018 – 2024	87
Tabulka 28 FCFF společnosti DENEVY v letech 2019 - 2024	89
Tabulka 29 Model CAPM pro výpočet nákladů na VK společnosti DENEVY (2019 – 2024).....	90
Tabulka 30 WACC - stanovení diskontní míry společnosti v letech 2019 - 2024.....	91
Tabulka 31 DFC entity - výpočet první fáze.....	91
Tabulka 32 DFC entity - výpočet druhé fáze	92
Tabulka 33 Výsledná hodnota podniku metodou DCF entity k datu 19.04.2019	92
Tabulka 34 FCFE společnosti DENEVY v letech 2019 - 2024	92
Tabulka 35 DCF equity - výpočet 1. fáze	93

Tabulka 36 DCF equity - výpočet 2. fáze	93
Tabulka 37 Výsledná hodnota podniku metodou DCF equity k datu 19.04.2019	94
Tabulka 38 Výpočet hodnoty EVA v letech 2019 - 2024	94
Tabulka 39 Metoda EVA - výpočet 1. fáze.....	95
Tabulka 40 Metoda EVA - výpočet 2. fáze.....	95
Tabulka 41 Výsledná hodnota podniku metodou EVA ke dni 19.04.2019.....	95
Tabulka 42 Hodnoty multiplikátorů pro odvětví Computer Services	96
Tabulka 43 Výsledná hodnota podniku metodou tržního porovnání ke dni 19.04.2019	96

Přílohy

Příloha 1 Účetní výkazy společnosti DENEVY s.r.o. (2014 - 2017)

ROZVAHA k 31.12. roku... (tis. Kč)					
Označení	AKTIVA	2014	2015	2016	2017
	AKTIVA CELKEM	2055	4410	12167	12019
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál				
B.	Dlouhodobý majetek		845	569	701
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek				
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek		845	569	701
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek				
C.	Oběžná aktiva	2051	3560	11580	11193
C.I.	Zásoby		2		
C.II.	Pohledávky	1716	2528	9879	9376
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky				
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	1716	2528	9879	9376
C.III.	Krátkodobý finanční majetek				
C.IV.	Peněžní prostředky	335	1030	1710	1817
D.	Časové rozlišení	4	5	18	125

ROZVAHA k 31.12. roku... (tis. Kč)					
Označení	PASIVA	2014	2015	2016	2017
	PASIVA CELKEM	2055	4410	12167	12019
A.	Vlastní kapitál	1224	3079	8208	7799
A.I.	Základní kapitál		100	100	100
A.II.	Kapitálové fondy				
A.III.	Fondy ze zisku				
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	0	724	1838	2261
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	1224	2255	6270	5438
A.VI.	Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku /-/ /				
B.+C.	Cizí zdroje	831	1213	3718	3268
B.	Rezervy				
C.	Závazky	831	1213	3718	3268
C.I.	Dlouhodobé závazky			244	246
C.II.	Krátkodobé závazky	831	847	3474	3022
C.III.	Bankovní úvěry a výpomoci		366		
D.	Časové rozlišení		118	241	952

VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT k 31.12. roku... (tis. Kč)					
Ozn.	TEXT	2014	2015	2016	2017
I.	Tržby za prodej zboží				
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží				
	+ Obchodní marže				
II.	Výkony	2 291	6 066	16 910	28 528
B.	Výkonová spotřeba	690	2 543	6 797	17 451
	+ Přidaná hodnota	1 601	3 523	10 113	11 077
C.	Osobní náklady		307	1 203	3 112
D.	Daně	6	9		
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	82	372	798	812
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu				
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu				
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období				
IV.	Ostatní provozní výnosy		2		74
H.	Ostatní provozní náklady	1	33	298	431
VI.	Převod provozních výnosů				
	Převod provozních nákladů				
*	Provozní výsledek hospodaření	1 512	2 804	7 814	6 796
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů				
J.	Prodané cenné papíry a podíly				
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku				
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku				
K.	Náklady z finančního majetku				
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů				
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů				
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti				
X.	Výnosové úroky				
N.	Nákladové úroky		4	22	28
XI.	Ostatní finanční výnosy				
O.	Ostatní finanční náklady		2	19	38
XII.	Převod finančních výnosů				
P.	Převod finančních nákladů				
*	Finanční výsledek hospodaření		-6	-41	-66
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	288	543	1 503	1 292
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 224	2 255	6 270	5 438
XIII.	Mimořádné výnosy				
R.	Mimořádné náklady				
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti				
*	Mimořádný výsledek hospodaření				
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)				
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	1 224	2 255	6 270	5 438
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	1 512	2 798	7 773	6 730

