



# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Stanovení hodnoty podniku LINET s.r.o.

The Valuation of The Company LINET s.r.o.

## **STUDIJNÍ PROGRAM**

Řízení rozvojových projektů

## **STUDIJNÍ OBOR**

Projektové řízení inovací v podniku

## **VEDOUcí PRÁCE**

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

**KETTNER**

**MICHAL**

**2019**

## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Kettner Jméno: Michal Osobní číslo: 437844  
Fakulta/ústav: Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)  
Zadávací katedra/ústav: Oddělení ekonomických studií  
Studijní program: Řízení rozvojových projektů  
Studijní obor: Projektové řízení inovací v podniku

## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty podniku LINET s.r.o.

Název diplomové práce anglicky:

The Valuation of The Company LINET s.r.o.

Pokyny pro vypracování:

**CÍL PRÁCE:** Cílem DP je stanovení hodnoty podniku LINET s.r.o.

**PŘÍNOS PRÁCE:** Přínosem DP je stanovení tržní hodnoty podniku z pohledu externího investora, které lze použít jako podklad pro rozhodnutí o koupi části podniku.

**STRUKTURA PRÁCE:** (1) Úvod - cíl práce, přínos práce; (2) Teoretická část - postup při ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metody oceňování podniku; (3) Představení podniku - základní informace, základní vstupy; (4) Praktická část - stanovení hodnoty podniku na základě teoretických východisek; (5) Závěr - vyhodnocení výsledků a doporučení.

Seznam doporučené literatury:

1. MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011.
2. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001.
3. VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. Podniková ekonomika. Praha: Grada, 2012.
4. FOTR, Jiří. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. Praha: Grada, 2012.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

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

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 13. 12. 2018 Termín odevzdání diplomové práce: 2. 5. 2019

Platnost zadání diplomové práce: 30. 9. 2020

21  
Podpis vedoucí(ho) práce

SI  
Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

Lucim  
Podpis děkana(ky)

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

20. 3. 2019

Datum převzetí zadání

Michal Kettner

Podpis studenta(ky)

KETTNER, Michal. *Stanovení hodnoty podniku LINET 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 bakalářskou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

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

V Praze dne: 17. května 2019

podpis: .....

## **Poděkování**

Na tomto místě bych rád poděkoval paní doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za poskytnutí hodnotných připomínek a odborných rad, kterými mi pomohla k vypracování mé diplomové práce. Poděkování za morální podporu a trpělivost po celou dobu studia patří zejména mým blízkým a rodině.

# **Abstrakt**

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty podniku LINET spol. s r.o. k rozhodnému dni 1. 5. 2019. Ocenění je provedeno z pohledu blíže nespecifikovaného externího investora a lze jej použít jako podklad pro rozhodnutí o koupi celého, či části podniku. Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část se zabývá vymezením základních pojmů spojených s oceňováním, rámcovým postupem ocenění a definováním základních metod pro stanovení hodnoty firmy. Praktická část vychází z teoretických východisek a metodických poznatků první části. Nejprve je vymezen a představen předmět ocenění, následuje strategická a finanční analýza podniku doplněná o návrh finančního plánu. V závěru je pak výsledná hodnota podniku stanovena prostřednictvím výnosové metody DCF entity.

## **Klíčová slova**

Oceňování podniku, hodnota podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metody oceňování podniku, DCF entity, LINET spol. s r.o.

## **Abstract**

The aim of this diploma thesis is to determine the market value of the company LINET up to 1st of May 2019. The valuation is performed by not specified external investor and can be used as a base for a further decision whether to acquire the whole business or its parts. The diploma thesis is divided into theoretical and practical part. The theoretical part discusses key terms linked to valuation, framework procedure of a business valuation and defines the main methods of a business valuation. The practical part is based on the theoretical groundwork from the first part. Firstly, the object of valuation is introduced and described, secondly the strategic and financial analysis are carried out and supplemented by a draft of a financial plan. Lastly, the resulting company value is determined by using the yield method DCF entity.

## **Key words**

Business Valuation, Value of the Company, Strategic analysis, Financial analysis, Financial plan, Business Valuation Methods, DCF entity, LINET spol. s r.o.

# Obsah

Úvod.....	11
Teoretická část.....	13
1. Základní pojmy .....	14
1.1 Definice podniku .....	14
1.2 Právní vymezení problematiky oceňování podniku .....	16
1.3 Účel oceňování, důvody a motivy k ocenění podniku .....	17
1.4 Hodnota podniku .....	18
1.4.1 Hladiny hodnoty podniku.....	19
1.4.2 Kategorie hodnoty podniku .....	20
1.5 Rozhodný den pro ocenění.....	22
2 Postup při ocenění podniku.....	23
2.1 Základní postup oceňování podniku.....	23
2.2 Sběr vstupních dat .....	26
2.3 Strategická analýza.....	27
2.3.1 Postup strategické analýzy při ocenění podniku.....	28
2.3.2 Analýza okolí podniku .....	29
2.3.3 Analýza vnitřního potenciálu podniku .....	33
2.3.4 Syntéza výsledků.....	35
2.3.5 Prognóza obratu podniku .....	36
2.4 Finanční analýza.....	39
2.4.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	40
2.4.2 Analýza bilančních pravidel .....	41
2.4.3 Analýza pracovního kapitálu.....	43
2.4.4 Analýza poměrových ukazatelů .....	44
2.4.5 Analýza ekonomické přidané hodnoty (EVA) .....	54
2.5 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva .....	56
2.6 Tvorba finančního plánu pro ocenění podniku .....	58
3 Metody oceňování podniku.....	60
3.1 Majetkové metody.....	61
3.1.1 Účetní hodnota .....	61
3.1.2 Substanční hodnota.....	62



3.1.3	Likvidační hodnota.....	63
3.2	Výnosové metody.....	63
3.2.1	Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	64
3.2.2	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	68
3.2.3	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	70
3.2.4	Diskontní míra pro ocenění podniku výnosovými metodami .....	71
3.3	Kombinované metody .....	73
3.3.1	Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda).....	73
3.3.2	Metoda vážené střední hodnoty .....	74
3.3.3	Metoda nadzisku (superzisku) .....	74
3.4	Tržní metody.....	75
3.4.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu.....	75
3.4.2	Metody tržního porovnání.....	75
	Praktická část.....	77
4	Představení společnosti LINET .....	78
4.1	Základní informace o podniku LINET .....	78
4.2	Základní účetní výkazy podniku LINET .....	82
4.2.1	Rozvaha podniku LINET .....	83
4.2.2	Výkaz zisku a ztráty podniku LINET.....	85
5	Ocenění podniku LINET .....	86
5.1	Předmět, účel a datum ocenění.....	86
5.2	Předpoklady a omezující podmínky ocenění.....	87
5.3	Strategická analýza.....	87
5.3.1	Makroekonomická analýza .....	87
5.3.2	Analýza vnějšího potenciálu.....	95
5.3.3	Analýza vnitřního potenciálu.....	103
5.3.4	Hodnocení perspektivnosti podniku a prognóza tržeb.....	109
5.4	Finanční analýza.....	116
5.4.1	Analýza rozvahy.....	116
5.4.2	Analýza výkazu zisku a ztráty .....	122
5.4.3	Analýza bilančních pravidel .....	127
5.4.4	Analýza pracovního kapitálu.....	129
5.4.5	Analýza poměrových ukazatelů .....	131

5.4.6	Analýza ekonomické přidané hodnoty (EVA) .....	136
5.4.7	Vyhodnocení finanční analýzy .....	138
5.5	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	139
5.6	Finanční plán .....	141
5.6.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	142
5.6.2	Plánovaná rozvaha.....	144
5.6.3	Audit finančního plánu .....	146
5.6.4	Vyhodnocení finančního plánu .....	148
5.7	Stanovení hodnoty podniku LINET na základě vybraných metod ocenění ...	149
5.7.1	Stanovení diskontní míry .....	149
5.7.2	Ocenění metodou DCF entity .....	151
5.7.3	Ocenění metodou EVA entity .....	153
5.7.4	Ocenění metodou tržního porovnání.....	155
5.7.5	Ocenění metodou účetní hodnoty .....	156
5.8	Souhrnné ocenění podniku LINET .....	157
	Závěr – shrnutí výsledků .....	159
	Seznam zdrojů.....	163
	Seznam tabulek .....	170
	Seznam grafů .....	171
	Seznam obrázků .....	172
	Seznam příloh.....	172

# Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku LINET spol. s r.o. Problematika oceňování podniků je v současné době velmi aktuálním tématem a její význam postupně roste. V minulosti byla za základní cíl každého podniku považována schopnost maximalizovat svůj zisk, nyní se od tohoto krátkodobého pohledu na základní účel opouští a pozornost se upíná především na maximalizaci hodnoty podniku. Hodnota firmy nezajímá pouze samotné vlastníky, ale její sledování je zájmem vrcholového managementu podniku, obchodních partnerů, potencionálních investorů, či věřitelů v podobě finančních institucí. Situace na trhu se totiž mění téměř každou minutu, zejména vlivem růstu globalizace, která vede k potřebě transformace podniků, jejich postupné konsolidaci v podobě fúzí, či akvizic. Případně dochází ke změně vlastnictví nebo z důvodu nestabilní finanční situace dochází k bankrotu a likvidaci podniku.

Podniky mohou být oceněny z různých důvodů. Klíčovým kritériem k určení postupu ocenění je účel, za kterým se hodnota podniku stanovuje. Přičemž na hodnotu podniku lze nahlížet z několika pohledů, nejen pro jaký účel je hodnota stanovena, ale co je předmětem samotného ocenění. Výsledná hodnota podniku bude vždy rozdílná pro rozdílný účel jak z hlediska její úrovně, tak z výběru metod, kterou byla stanovena. Podnik totiž sám o sobě nemá žádnou cenovku – objektivní a jedinou správnou hodnotu, která musí být znalcem přesně určena a být obecně platná.

Oceňování podniku není žádná lehká disciplína, jedná se totiž o velmi široký obor, který zahrnuje mnoho dovedností a znalostí, které musí znalec ovládat. Při konkrétním ocenění podniku se klade důraz nejen na interní informace o předmětu ocenění, ale posuzují se i vlivy, které jsou spojené s jeho vnějším prostředím v podobě makroekonomické situace, či konkurenčního prostředí na relevantním trhu. Toto prostředí, ve kterém společnost provádí svou základní činnost jej totiž významně ovlivňuje. Vlastní ocenění podniku pak nabízí široké spektrum metod, ze kterých je možnost si zvolit tu nejvhodnější dle účelu ocenění.

Předmětem ocenění této diplomové práce je podnik LINET spol. s r.o. , což je největší český výrobce nemocničních a pečovatelských lůžek. Podnik byl pro tuto diplomovou práci zejména z hlediska, že v poslední době se ve veřejných publikacích hojně spekuluje o jeho případném prodeji zahraničním investorům a samotného mě zajímá případné porovnání stanovené hodnoty mnou a částka, kterou zájemce za podnik při prodeji případně zaplatí. Účelem ocenění je tedy stanovení odhadu tržní hodnoty podniku k rozhodnému dni 1. 5. 2019, a to z pohledu blíže nespecifikovaného externího investora, který je možný použít jako podklad pro rozhodnutí o koupi celého, či části oceňovaného podniku.

Práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou. Teoretická část se zabývá vymezením základních pojmů spojených s oceňováním, rámcovým postupem při oceňování podniku, který se skládá zejména ze strategické a finanční analýzy, na základě nichž je sestaven finanční plán podniku a definováním základních metod pro oceňování. V praktické části, která vychází z teoretických východisek a metodických poznatků, je nejprve vymezen a představen předmět ocenění a definován účel a rozhodný den pro stanovení hodnoty. Následně je zpracována strategická a finanční analýza podniku, která slouží jako vstup pro sestavení finančního plánu. V závěru je pak podnik oceněn na základě vybraných metod a posléze je určena jeho výsledná hodnota podniku stanovena prostřednictvím relevantní metody pro oceňování podniku.

# **Teoretická část**

# 1. Základní pojmy

Na úvod teoretické části této práce je vhodné definovat některé základní pojmy, které s problematikou oceňování podniku velmi úzce souvisí. Je velmi důležité, mít jasnou představu o tom jaký předmět oceňujeme – podnik, za jakým účelem, resp. z jakého důvodu podnik oceňujeme, jakými metodami a k jakému okamžiku (rozhodný den), co by mělo být výsledkem ocenění (stanovená hodnota) a na základě jakých pravidel, či předpisů se při ocenění podniku řídíme.

## 1.1 Definice podniku

Podnik v terminologii oceňování podniku vystupuje jako předmět ocenění. V rámci ekonomického a právního vysvětlení významu tohoto slova je v odborné literatuře zacházeno velmi nejednotně.

V souvislosti se zánikem obchodního zákoníku a rekonstrukcí soukromého práva je od roku 2014 pojem podnik v novém občanském zákoníku nahrazen slovem – obchodní závod.<sup>1</sup> Přesná definice pojmu obchodní závod podle platného českého právního řádu – § 502 zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku zní: *„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.“*

Ovšem tuto definici vzhledem k povaze této práce je vhodné dále vysvětlit. Organizovaný soubor jmění, zde znamená, že podnik není jen hromadou věcí, ale definujeme ho jako věc hromadnou – viz § 501 zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku: *„Soubor jednotlivých věcí náležejících téže osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc.“* To klíčové z hlediska finančního řízení podniku, protože pokud podnik uvažujeme jako věc hromadnou, a nikoliv jen hromadu věcí, tak můžeme konstatovat, že *„změříme-li hodnotu hromady věcí (tedy hodnotu jednotlivých aktiv) můžeme dospět k jinému výsledku, než pokud změříme hodnotu věci hromadné.“* (Čížinská, 2018, s. 9) Tento předpoklad je v souvislosti s problematikou oceňování podniku brán jako klíčová skutečnost.

---

<sup>1</sup> V rámci této práce bude dále se slovy obchodní závod, podnik, společnost, či firma nakládáno jako synonymem, jelikož se v zásadě jedná o ekvivalentní výrazy.

S výše uvedeným pojmem – věc hromadná dále souvisí fakt, že podnik je tvořen komplexně jak hmotným, tak nehmotným majetkem a současně lidským kapitálem, který do podniku přináší své dovednosti, znalosti a zkušenosti. Všechny tyto složky pak tvoří jeden smysluplný celek, který zabezpečuje činnost podniku, pro kterou byl primárně zřízen. Pro potřeby jeho oceňování je poté nutné brát veškeré složky podniku jednotně a celistvě. (Kislingerová, 2001, s. 8) Za podnikatele pak podle § 420 zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku považujeme toho: *„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.“* Ovšem posuzovat úspěšnost podnikání pouze na základě dosažení zisku je velice krátkozraké, proto je z hlediska finančního řízení podniku nutno vnímat účel podnikání komplexněji, než je uvedeno v zákoně. (Čižinská, 2018, s. 9-10) Např. jak uvádí Valach (1997, s. 189) *„je vrcholným cílem podnikání cíl finanční, který finanční teorie spatřuje v maximalizaci tržní hodnoty podniku.“*

V ekonomických a podnikohospodářských odborných publikacích je se slovem podnik zacházeno různě – Mařík (2011a, s. 15-16) se shoduje s definicí, že podnik lze definovat jako *„jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy.“* Tato definice dle něj vystihuje reálnou situaci a má značné důsledky pro účely stanovení hodnoty podniku. Kislingerová (2001, s. 8-11) označuje podnik také jako zboží, které může být na trhu předmětem směny a vyznačuje se vzácností, nízkou mírou organizovanosti trhu a svou jedinečností, nebo jako *„plánovitě organizovanou hospodářskou jednotku, v níž se zhotovují věcné statky a služby.“* Také na něj lze nahlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek, nebo entitu, *„která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti.“* (Kislingerová, 2001, s. 8-11) Zmíněnou funkcí podniku tak můžeme označit výše definovaný účel podnikání, který tkví v tvorbě zisku, což je cílem a hybnou silou podnikání. Ovšem pro potřeby oceňování podniku je právě tvorba zisku klíčovou prioritou např. při využití výnosových metod, proto Mařík uvádí, že i přesto že má právní vymezení v novém občanském zákoníku pro oceňovatele podniku největší význam, nejbližší definice podniku pro potřeby stanovení jeho hodnoty, je uvedena v německých standardech pro oceňování IDW S1 jako *„účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk.“* (Mařík, 2011a, s. 15-16)

## 1.2 Právní vymezení problematiky oceňování podniku

*„Oceňování podniků není založeno na fyzikálních zákonech a analýzách již nastalých jevů, ale jedná se z velké části o více či méně přesné odhady budoucího vývoje, které jsou do určité míry schopni provádět i neekonomové.“* (Zima, 2016, s. 11)

V českém prostředí neexistuje žádný obecně závazný zákon platný pro problematiku oceňování podniku. Oceňovatelé tak využívají především znalosti z ekonomické teorie a měli by se zároveň opírat o platné domácí nebo zahraniční předpisy, které se uplatňují v oblasti oceňování podniku alespoň v omezené míře. Mezi tyto nejdůležitější předpisy dle Maříka (2011a, s. 18-19) patří:

- 1) České předpisy – české předpisy se aplikují pouze na omezený okruh případů. Mezi tyto předpisy řadíme:
  - Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR – zákony, které se týkají spíše dílčích majetkových položek a obsahují minimum informací k problematice oceňování podniku,
  - Metodický pokyn České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry) – pokyn určený oceňovatelům podniku, pro potřeby znaleckých posudků předkládaných ČNB.
  
- 2) Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy – standardy, které nejsou závazným předpisem, ale jedná se pouze o sbírku mezinárodně uznávaných doporučení. Obsahují především definice hodnoty a určité rámcové zásady, které by se měli v rámci oceňování respektovat. Mezi tyto standardy řadíme:
  - Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards),
  - Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards).
  
- 3) Národní standardy některých zemí – doporučení a standardy, která jsou platná v jiných zemích než v ČR, ale jsou více spjata s oblastí oceňování podniků než ty výše uvedené. V české praxi se využívají především:
  - Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice), jejichž součástí jsou standardy BVS (Business Valuation Standards),
  - Německý standard IDW S1 – jediný standard, který je primárně určen jen pro oblast oceňování podniků. (Mařík, 2011a, s.18-19)



### 1.3 Účel oceňování, důvody a motivy k ocenění podniku

Oceňování samo o sobě lze chápat jako službu, která zákazníkovi, jež si ji objedná, přináší užitek. Povaha užitku vychází z potřeb, přání a cíle konkrétního objednavatele. Výstupem procesu oceňování je vypracování znaleckého posudku. Ten se liší dle účelu a podnětu, pro který je posudek vypracován. (Mařík, 2011a, s. 35) K samotnému vymezení významu pojmu oceňování podniku se vyjadřuje Krabec (2009, s. 16-17) takto – v českém prostředí jsou často chybně zaměňovány pojmy oceňování a ohodnocování. Tyto pojmy by však měly být správně rozlišovány

v souladu se zavedenou zahraniční praxí, která odlišuje tyto dvě terminologie následovnou definicí:

- Oceňování – *„souvisí hlavně s daňovou regulací, oceňovatel skutečně určitým způsobem stanovuje cenu platnou pro daný účel, v České republice je situace obdobná,“*
- Ohodnocování – *„je míněno pro účely tržních transakcí, tzn. oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu vycházející z podmínek zadání nebo zjišťuje kategorii hodnoty, která se změnou vlastnického práva nesouvisí.“*

Z výše uvedených definic je tedy patrný viditelný rozdíl. Přesto v České republice se stále mluví o oceňování podniku, či oceňovacích standardech, ale v souvislosti s korektním terminologickým překladem pro cizojazyčná označení této problematiky – *„Business Valuation“* nebo *„Unternehmensbewertung“* by bylo vhodnější hovořit o pojmu jako o *„ohodnocení podniku.“*<sup>2</sup> (Krabec, 2009, s. 16-17) Ohodnocení, nebo v našich podmínkách ustálenější výraz ocenění je výsledkem procesu oceňování – stanovení určité hodnoty podniku, který *„sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu.“* Z toho vyplývá, že *„neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ univerzální ocenění.“* Výsledek samotného ocenění je závislý především na samotném účelu a dále na zkušenosti odhadce, dostupnosti, množství a kvalitě informací nebo na časovém vymezení pro jeho zpracování – tudíž ani neexistuje žádný správný model, přístup, či rámec pro oceňování. (Kislingerová, 2001, s. 6)

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Stanovení účelu je základním podkladem pro další postup v oblasti oceňování podniku, na základě účelu ocenění stanovíme standard (kategorii) hodnoty, konkrétní vstupní data, metodu ocenění, způsob aplikace zvolené metody.

---

<sup>2</sup> I přes tento fakt, budeme v této práci využívat slovních spojení – oceňování podniku, či ocenění podniku, jelikož se především v české odborné literatuře jedná o zavedené pojmy a použití jiného názvosloví by mohlo být značně matoucí.

Stanovením účelu, resp. důvodů ocenění je taktéž klíčové z toho hlediska, že „pro různé účely oceňování může znalec dojít k různým výsledkům.“ (Zima, 2016, s. 6) Proto je velmi důležité účel definovat vždy na začátku procesu oceňování. Samotným účelem oceňování podniku je „stanovení jeho hodnoty, zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně.“ (Kislingerová, 2001, s. 6). Důvody pro ocenění můžeme rozdělit na situace, kdy ocenění souvisí s vlastnickou změnou podniku (koupě, prodej nebo rozdělení podniku, fúze) a kdy ke změně vlastnické struktury podniku nedochází (poskytnutí úvěru, změna právní formy, sanace podniku, dědictví, likvidace podniku). Ovšem „v každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.“ (Mařík, 2011a, s. 36)

## 1.4 Hodnota podniku

Hodnota podniku, je finální výstup, který v souvislosti s oceňováním podniku hledáme. Proto je základním cílem každého ocenění podniku stanovit jeho hodnotu. Často je možné se setkat s požadavkem objektivního ocenění hodnoty. Ovšem je nutné zdůraznit, že „objektivní hodnota podniku neexistuje.“ Vždy se jedná jen o odborný názor daného znalce. (Mařík, 2011a, s. 20)

Ekonomické vnímání hodnoty, kdy podnik uvažujeme jako jakékoliv jiné zboží, můžeme charakterizovat dle Kislingerové (2001, s. 6-7) dvěma základními vlastnostmi, které jsou:

- Užitná hodnota – soubor vlastností, které tvoří z daného zboží statek (schopnost užitečnosti produktu v budoucím období),
- Směnná hodnota – schopnost, kdy je dané zboží předmětem směny a tvoří tak tržní cenu zboží (výraz nabídky a poptávky).

Můžeme tedy konstatovat, že hodnota je „odrazem vzájemného vztahu nabídky a poptávky, nákladů a užitečnosti, vzácnosti a použitelnosti pro vlastníky zboží.“ (Kislingerová, 2001, s. 6-7) Hodnotu podniku můžeme charakterizovat spíše, tak, že je dána očekávanými budoucími příjmy, které jsou diskontovány na jejich současnou hodnotu. Očekávané budoucí příjmy, jsou výraz, pro který v souvislosti s oceněním podniku předpokládáme prakticky neomezené trvání jeho činnosti (going concern concept) a zároveň je velmi těžké tyto příjmy v delším časovém období objektivně určit, proto zde hovoříme spíše o jejich odhadu. Z tohoto důvodu můžeme definici upravit na konstatování, že hodnota podniku je „víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.“ Přičemž nikdy není objektivní (je založená na prognóze budoucnosti, odhad znalce) a je vysoce závislá na účelu, subjektu a datu ocenění. (Mařík, 2011a, s. 20-21)

Dále je vhodné si tyto pojmy vymežit na základě mezinárodních oceňovacích standardů (International Valuation Standards, 2017):

- Hodnota (value) – je představována tržní cenou, hodnota představuje odhad pravděpodobné ceny, na které by se k danému datu, v souladu s konkrétní metodou, za současného respektování názoru na užitek vlastníka dohodli prodávající a kupující ve víře v budoucnost pokračování podniku,
- Cena (price) – požadovaná, nabízená nebo zaplacená peněžní částka neboli odhad relativní hodnoty podniku za daných podmínek,
- Náklady (cost) – zaplacená cena za zboží nebo službu, či částka potřebná k vytvoření produkce,
- Trh (market) – prostředí, kde se střetává nabídka s poptávkou a vytváří se cenotvorný mechanismus. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 116)

V tomto ohledu je nutné zmínit, že na rozdíl od běžného zboží, kde cena odpovídá jeho hodnotě, u podniků je tato rovnost spíše výjimečná. Obecně platná cena neexistuje – „*prodávající strana nechce dostat příliš málo, kupující strana zase nechce zaplatit příliš moc.*“ Východiskem je tedy jedině určení hodnoty podniku a jelikož, jak již bylo uvedeno, objektivní hodnota podniku neexistuje, proto se hledá průnik subjektivních hodnot prodávajícího a kupujícího – taková hodnota je pak výchozím bodem ke konkrétnímu vyjednávání o ceně daného podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 116-117)

### **1.4.1 Hladiny hodnoty podniku**

Podnik lze zároveň ocenit, jak uvádí Mařík (2011a, s. 16-17) na různých hladinách hodnoty:

- Hodnota brutto – hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské entity (zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele),
- hodnota netto – hodnota podniku na úrovni vlastníků podniku.

Pokud je účelem oceňování určit obchodní majetek, či obchodní hodnotu, pak oceňovatel zjišťuje celkovou (brutto) hodnotu podniku. Naopak pokud je jeho úkolem určit pouze čistý obchodní majetek, nebo vlastní kapitál, pak zjišťuje čistou (netto) hodnotu podniku.

## 1.4.2 Kategorie hodnoty podniku

Výsledkem ocenění podniku je odhad určité kategorie hodnoty. Zvolená kategorie hodnoty, musí být ve shodě s účelem ocenění, pro který je oceňování provedeno. Jelikož vybraná kategorie hodnoty (někdy označována jako standard hodnoty, který může obsahovat více kategorií hodnoty), vypovídá o schopnosti, interpretaci a následném využití výsledku ocenění, resp. ohodnocení. (Krabec, 2009, s. 17)

Čtyři základní přístupy k oceňování podniku, které dle Maříka (2011a, s. 22) rozeznáváme jako kategorie hodnoty jsou:

- 1) hodnota tržní,
- 2) hodnota subjektivní (investiční),
- 3) objektivizovaná hodnota,
- 4) komplexní přístup – Kolínská škola.

Tržní hodnota je dle mezinárodních oceňovacích standardů definována jako *„odhadnutá částka, za kterou by měly být aktiva či pasiva směněna 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, s. 18) Tržní hodnota by měla odpovídat na otázku: *„Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?“* To znamená, že se jedná především o hodnotu, která není primárně odvozená z ceny aktiva na trhu, ale z ceny, kterou kupující i prodávající vnímají jako optimální, či rovnovážnou cenu. V oblasti oceňování podniků se pak spíše hovoří o jakémsi intervalovém odhadu rovnovážné ceny. Zároveň je třeba podotknout, že v oceňovací praxi je často stanovená hodnota interpretována jako tržní, jen málokdy splňuje všechny předpoklady, které vyplývají z výše uvedené definice a spíše fakticky nalézají hodnotu subjektivní. Protože pokud oceňovatel vyvodí hodnotu budoucího cash-flow pouze z podkladů, které mu poskytne daný oceňovaný podnik (zejména finanční plán) a zároveň neotestuje přiměřenost těchto podkladů strategickou analýzou, pak takové ocenění nelze označit za tržní hodnotu. (Mařík, 2011a, s. 22-27; Čižinská, 2018, s. 21; Krabec, 2009, s. 197-199)

Subjektivní hodnota, která je v mezinárodních oceňovacích standardech (International Valuation Standards, 2017, s. 22) označována jako investiční hodnota a je vysvětlena jako *„hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investičního cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“* (Mařík, 2011a, s. 26)

Neboli zjednodušeně se jedná o hodnotu, která plyne z držení aktiva (v našem případě podniku) konkrétním subjektem, který má konkrétní cíl, který zároveň nemusí být nutně spojen s prodejem. Hodnota může být vyšší, ale i nižší než hodnota tržní. (Čižinská, 2018, s. 21) Subjektivní hodnota by měla odpovídat na otázku: „*Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*“ Zjednodušeně jaký mu transakce přináší očekávaný užitek z nabitého majetku a který je zároveň v souladu s očekávaným užtkem prodávajícího z prodeje tohoto majetku. Investiční hodnota podniku je tedy v rozhodné míře vyčíslena především subjektivními názory. (Mařík, 2011a, s. 26-27)

Protikladem subjektivní hodnoty je hodnota objektivizovaná. Objektivizovaná hodnota je metodou, se kterou pracují odhadci majetku, a to z důvodu, že subjektivní hodnota jim neposkytne profesionální odhad pro jejich výkon povolání. Protože subjektivní hodnotu je často schopen finančně vzdělaný majitel, či zájemce o koupi podniku určit sám. Proto znalci, odhadci vycházejí z objektivní představy o oceňování, kterou je schopen určit jen profesionální znalec. Ale jak již bylo uvedeno v textu výše – objektivní hodnota neexistuje (objektivní vlastnost není vlastností podniku), tudíž odhadci pracují s označením objektivizovaná hodnota. Německé oceňovací standardy (IDW S1) definují objektivizovanou hodnotu jako „*typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“ Objektivizovaná hodnota je odpovědí na otázku: „*Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?*“ (Mařík, 2011a, s. 27-30)

Komplexní přístup postavených na základech kolínské školy se pokouší o určitou syntézu všech výše uvedených přístupů a využití nejlepších poznatků, které z nich plynou. Vychází z předpokladu, že v evropských podmínkách je problematické tržní ocenění, jelikož neexistuje transparentní a ucelený trh s podniky. Tento přístup je založen jak na subjektivním postoji oceňovatele, tak i na samotném účelu ocenění, což prokazuje výrok, který tvrdí, že „*podnik nemá jen specifickou hodnotu pro každého uživatele ocenění, ale může mít dále se lišící hodnotu podle toho, jaký je účel tohoto ocenění.*“ (Matschke a Brösel, 2007, cit. dle Krabec, 2009, s. 132) Kolínská škola vymezuje základní funkce oceňovatele na poradenskou (informace o maximální ceně pro kupujícího a minimální ceně pro prodávajícího), rozhodčí (nezávislost oceňovatele), argumentační (argumenty pro zlepšení pozice dané strany vyjednávání), komunikační (informace a podklady pro komunikaci s veřejností) a daňovou (podklady pro daňové účely). Kolínská škola je zejména v německy mluvících zemích považována za obecně uznávanou jak pro teorii, tak praxi oceňování podniků. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 121-122; Mařík, 2011a, s. 30-32)

## 1.5 Rozhodný den pro ocenění

V souvislosti s pojmy používanými v oblasti oceňování je vhodné definovat koncepci tzv. rozhodného dne, tedy okamžiku, ke kterému se dané ocenění provádí. Toto rozhodnutí následuje po výběru kategorie hodnoty a je důležité především z důvodu, že *„hodnota různých aktiv se v čase mění,“* někdy více a někdy méně, a to zejména v případě, pokud je subjektem ocenění podnik. Rozhodný den je definován jako *„okamžik (zpravidla den) k němuž se má ocenění provést.“* Jedná se o specifický bod v čase, ke kterému se váže názor oceňovatele na hodnotu oceňovaného aktiva. Koncept rozhodného dne je zejména důležitý z toho důvodu, že přesně vymezuje, jaké skutečnosti a informace se k danému posudku vztahují a které nikoliv. Zároveň se k tomuto stanovenému datu počítá časová hodnota peněz z očekávaných budoucích peněžních příjmů a výdajů (tzn. k rozhodnému dni se diskontuje). Dále se od tohoto stanoveného dne provádí odhad pro budoucí peněžní toky, které taktéž podléhají diskontování. (Zima, 2016, s. 69)

Samotný pojem *„rozhodný den pro ocenění“* definuje *„nejen časový okamžik pro to jaký skutkový stav má být brán v potaz, ale také vytváří kritérium pro to, jaké informace je možné do ocenění zahrnout a které je naopak nutné vyloučit,“* zejména z důvodu že situace podniku se opravdu může měnit ze dne na den. Tudíž logicky je nutné přihlížet ke všem skutečnostem, které nastaly do data rozhodného dne. Složitější je to ovšem s informacemi a událostmi, které nastaly po stanoveném rozhodném dni, především v situaci, kdy oceňovatel provádí ocenění s větším časovým odstupem od rozhodného dne, to znamená, že může mít logicky lepší informace o vývoji podniku, než jaké by měl při stanoveném rozhodném dni, a to může často značně zkreslit výslednou stanovenou hodnotu. (Zima, 2016, s. 72-75)

## 2 Postup při ocenění podniku

Úvodem kapitoly o postupu při oceňování podniku je nutné zmínit, že neexistuje žádný univerzální návod, či postup. Níže uvedený rámcový postup je často třeba modifikovat dle konkrétního účelu ocenění, kategorie hodnoty, dostupných dat, a hlavně na základě zvolené metody stanovení hodnoty podniku. Konkrétní postup řešení je tak napříč tímto spektrem rozdílný, ale autoři často uvádějí alespoň určitý rámec, který celý proces ocenění podniku strukturuje do dílčích kroků. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 126)

### 2.1 Základní postup oceňování podniku

Před samotným začátkem postupu ocenění je ještě nutné určit účel, kategorii hodnoty, která bude výsledkem ocenění. Tomu bude dále podřízena volba technik ocenění podniku. Mařík (2011a, s. 53) definuje rámcový postup ocenění podniku, který se v praxi často liší svou podobou, hloubkou a váhou v provedení jednotlivých kroků. Tento rámcový postup se skládá z následujících kroků:

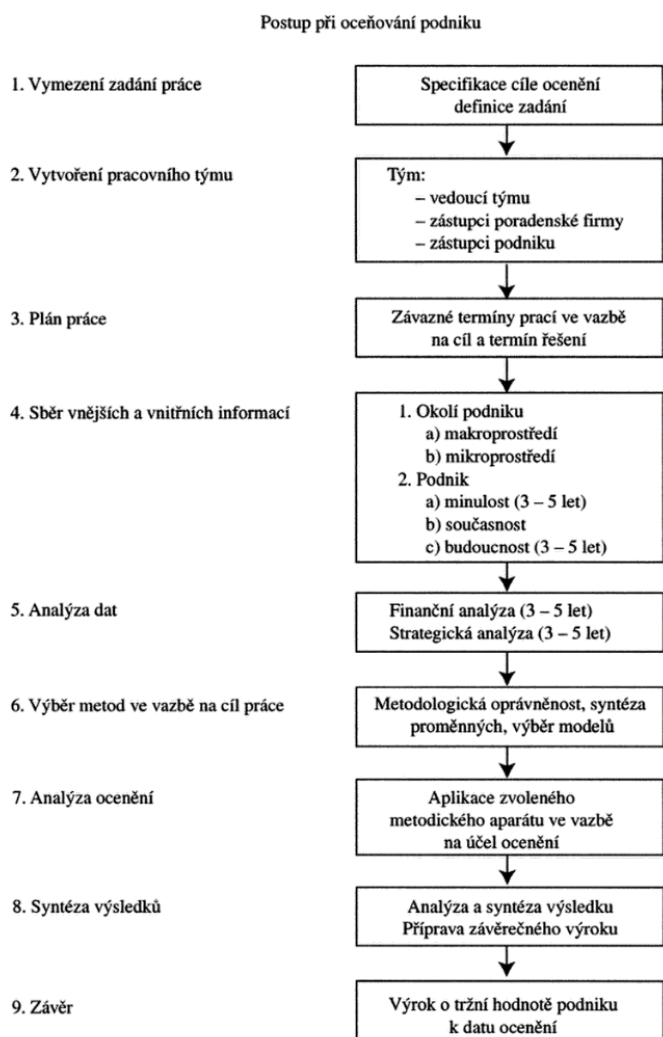
- 1) Sběr vstupních dat,
- 2) analýza dat – strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná,
- 3) tvorba finančního plánu,
- 4) vlastní ocenění – volba metody, ocenění dle zvolené metody nebo metod, souhrnné ocenění podniku.

Jedná se o velmi precizní rámec postupu, ovšem v praxi mohou být, jak již bylo uvedeno, některé kroky opomenuty nebo výrazně zjednodušeny. Hlavním důvodem těchto skutečností je především časová náročnost a pracnost, často také nedostatek relevantních dat a informací. Přičemž strategickou analýzu je vhodné provést při každém ocenění podniku, mění se pouze hloubka jejího zkoumání. Finanční analýza by také měla být provedena vždy, ale její obsah by měl být upraven na základě zvolené metody ocenění. Právě na základě strategické a finanční analýzy můžeme zhodnotit schopnost podniku tvořit hodnotu a dlouhodobě přežít v konkurenčním prostředí. Rozdělení aktiv na provozně potřebná, či nepotřebná je také správné provést při každém ocenění, pokud máme dostatek informací k tomuto úkonu, toho však znalec často není schopen z důvodu nedostatečné znalosti oceňovaného podniku. Generátory hodnoty je vhodné analyzovat a prognózovat vždy, když znalec předpokládá trvalé pokračování podniku, resp. tímto krokem prokáže dlouhodobý potenciál firmy. V praxi bývá tento krok často opomenut z čistě pragmatických důvodů. Komplexní finanční plán je vhodné zpracovat jen při použití standardních výnosových metod, tento krok je tedy možné zcela vynechat při použití jiných metod oceňování. (Mařík, 2011a, s. 53-54)

V závěru postupu se nachází volba metody a její zdůvodnění, které by mělo být součástí každého ocenění. V případě, že je nutné provést stanovení hodnoty podniku několika metodami současně je žádoucí provést souhrnné ocenění podniku, a to vše na základě respektování předpokladů tzv. „going concern“ a „stand-alone basis“, kdy podnik oceňuje jako samostatný (dolní hranice ceny ocenění podniku), ať už je účel jeho ocenění spojení dvou podniků nebo nikoliv. Působení synergie při uvažovaném spojení s jinou firmou do ocenění zahrneme případně až na konci celého procesu (horní hranice odhadu ceny podniku). (Mařík, 2011a, s. 53-54)

Kislingerová (2001, s. 25-28) uvádí svůj přístup k postupu při ocenění podniku, v němž vynechává rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, stejně tak neuvádí analýzu generátorů hodnoty. Přesto je v mnoho krocích obdobný a lze z něj vyvodit závěr o jakémsi rámcovém postupu na kterém se shoduje většina odborných publikací. Její rámcový postup zobrazuje následující obrázek:

Obrázek 1 Postup při oceňování podniku



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 26)



Postup Kislingerové oproti tomu Maříkovu zmiňuje již fáze před samotným sběrem dat, kdy je třeba vymezit cíl a účel ocenění a definováno zadání celé práce. Cíl práce nám již na začátku může pomoci s výběrem metod pro ocenění, na základě, kterých volíme další následný postup. Dále se na začátku musí se zadavatelem definovat předpokládaný termín řešení. Pokračuje se sestavením pracovního týmu, a současně přiřazením odpovědností za samotné ocenění, který je tvořen experty (vedoucí týmu), top managementem a středními manažery (zástupci podniku) nebo zástupci z poradenské společnosti. Poté se vytvoří harmonogram a plán práce obsahující závazné termíny práce na základě vazby k cíli ocenění a sjednanému termínu řešení. V dalších krocích se již její postup shoduje s již uvedeným výše od Maříka. Tyto kroky jsou sběr dat a jejich následná strategická a finanční analýza v horizontu 3-5 let. Dále kompletně vynechává rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, stejně jako analýzu generátorů hodnoty z důvodu jejich náročnosti vypracování z důvodu omezených informací pro externí znalce. Následně vynechává krok s tvorbou finančního plánu, zřejmě z důvodu, že její rámcový postup je více univerzálnější a finanční plán je vhodné zpracovat jen při použití výnosových metod a je možné ho zcela pominout při aplikaci jiných přístupů k oceňování. Konkrétní postup samotného ocenění má již shodný průběh – výběr metody, aplikace metod, syntéza výsledků a závěrečný výrok o hodnotě oceňovaného podniku k určenému datu ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 25-28) Na závěr této kapitoly je nutné zdůraznit, že každý z jednotlivých kroků by měl směřovat ke svému účelu a každý úkon by měl sledovat svůj určitý cíl. Výstupy dílčích kroků by měly v rámci celé práce sloužit jako vstupy pro kroky další, tudíž by se oceňovatel podniku měl vyhnout obsáhlým zpracováním strategické, či finanční analýzy, která je vzhledem k ocenění podniku redundantní a nepřináší žádné nové skutečnosti, naopak celý výstup znepréhledňuje a mohou zakrýt klíčové informace. Dílčí kroky tak provádíme v co nejstručnějším znění, ale zároveň nesmíme vynechat nic zásadního. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 127-128)

## 2.2 Sběr vstupních dat

Úvodním krokem ocenění podniku je sběr relevantních vstupních dat. Relevantní data by vždy měla být vybrána s ohledem na účel ocenění a kategorii hodnoty, kterou hledáme. Mezi základní skupiny vstupních dat dle Maříka (2011a, s. 54-56) řadíme:

- Základní data o podniku (identifikace podniku – název, právní forma, IČO, předmět podnikání – CZ NACE, majetkové podíly v podniku, struktura vedení podniku, informace o historii podniku),
- ekonomická data (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů),
- relevantní odvětví (vymezení trhu, velikost trhu segmentace trhu, atraktivita trhu, vývoj trhu),
- struktura konkurence na trhu (přímá konkurence, substituty, bariéry vstupu na trh, vyjednávací možnosti vůči zákazníkům a dodavatelům),
- odbyt a marketing v porovnání s konkurencí (struktura výrobků, struktura odběratelů, klíčové produkty, cenová analýza, distribuční cesty, marketing výzkum a vývoj),
- výroba a dodavatelé (řízení kvality, certifikace, charakter výroby, technologická úroveň, kapacita výroby, dlouhodobý majetek podniku, struktura dodavatelů, závislost na dodavatelích, logistika, zásoby),
- zaměstnanci (struktura, kvalifikace, produktivita, personální náklady, atmosféra v podniku situace na trhu práce, fluktuace).

Ovšem všechna vstupní data nelze získat z interních zdrojů podniku. V tom případě můžeme při ocenění podniku využít velké množství externích dat pocházejících z informací mimo oceňovaný podnik. Copeland, Koller a Murrin (1994, s. 353-359) sem řadí data z:

- Veřejných společností – Moodyho příručky, burzovní zprávy Standard & Poor, odvětvové zprávy Standard & Poor, ratingové zprávy, novinové články, obchodní časopisy, obchodní rejstříky, statistické ročenky,
- soukromých společností – zprávy a hodnocení konzultantských firem,
- odvětvových zpráv – odborové zprávy, průmyslové svazy, odvětvové přehledy Standard & Poor,
- databází univerzit a vysokých škol,
- soukromých databází – Damodaran,
- ostatních zdrojů – vláda ČR, publikace ministerstva, ČSÚ, ČNB, Asociace znalců a odhadců majetku ČR, Česká komora odhadců majetku apod.

Tyto zdroje dat, které jsou uvedeny ve výše zmíněných publikacích, se vztahují především na prostředí v USA. V českých podmínkách si tak musíme v některých případech najít vhodné ekvivalenty.

## 2.3 Strategická analýza

Strategická analýza v oblasti oceňování podniků se svým principem nijak neliší od klasické manažerské strategické analýzy. Je jednou z klíčových součástí strategického řízení podniku, která zahrnuje především podrobné zkoumání analyzovaného subjektu, či hodnocení jeho vnějšího prostředí. Strategická analýza se zaměřuje na důslednou analýzu vlivů, které probíhají v odvětví podniku a jeho vnějším a vnitřním prostředí. (Grasseová, Dubec a Řehák, 2012, s. 36) Strategická analýza je výchozím bodem mnoha postupů formulace strategie, ať už se jedná o strategii zaměřenou na celkový business nebo např. finanční strategie. V tomto ohledu nás zajímá především analýza v kontextu finanční strategie. Strategická analýza nám pomůže *„systematicky zmapovat a vyhodnotit všechny významné faktory, které mají na oblast financí vliv a ke kterým budeme muset při formulaci finanční strategie přihlédnout.“* Samozřejmě je nutné podotknout, že cílem této práce není formulovat finanční strategii či jinou strategii. Strategická analýza ale neslouží právě jen k formulaci strategie, protože díky ní dokážeme identifikovat pozitivní a negativní faktory, které jsou pro firmu významné. (Keřkovský a Novák, 2015, s. 87) Pro účely stanovení hodnoty podniku je strategická analýza výchozím bodem po sběru všech vstupních dat. Zaměřuje se na stav podniku v současnosti a slouží zejména k posouzení všech činností podniku a jejich dílčích aspektů. Pro účely ocenění podniku však není nutné analyzovat strategickou pozici podniku širokou škálou metod, jelikož většinou ani nemáme přístup k dostatečnému množství potřebných informací. Volba dílčích metod strategické analýzy by tedy měla odrážet především cíl ocenění. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 136) Dle Maříka (2011a, s. 56-57) jsou cíle strategické analýzy – zjištění perspektivy podniku v rámci dlouhodobého vývoje (posouzení strategické pozice podniku), dále zjištění, jaký je vývoj na trhu, jaké je konkurenční prostředí podniku, a to především s ohledem na prognózu budoucích tržeb a zároveň posouzení rizik, která jsou s podnikem v budoucnu spojena. Mařík zároveň strategickou analýzu považuje za klíčovou fází ocenění podniku, které ovšem v českých podmínkách není věnována dostatečná pozornost.

Výstupem strategické analýzy by měla být strategická pozice podniku v kontextu všech vlivů, což nám pomůže v klíčové oblasti stanovení hodnoty podniku – prognóze budoucího vývoje analyzovaného podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 128)

### 2.3.1 Postup strategické analýzy při ocenění podniku

Základní postup strategické analýzy podniku vychází z výše definovaných oblastí. Následující schéma zobrazuje postup strategické analýzy dle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 10):

Obrázek 2 Postup strategické analýzy



Zdroj: Sedláčková a Buchta (2006, s. 10), vlastní zpracování

V závislosti na cílech strategické analýzy v souvislosti s oceněním podniku lze definovat dvě klíčové oblasti na které se zaměřit – analýza okolí (makroprostředí a mikro prostředí) podniku a analýza vnitřního potenciálu podniku, které se vzájemně prolínají a spolu vytváří strategickou pozici analyzovaného subjektu. Mezi nástroje strategické analýzy zejména patří:

- Analýza makroprostředí – PESTLE analýza,
- analýza mikroprostředí – Porterův model 5ti konkurenčních sil,
- analýza vnitřního potenciálu – analýza zdrojů,
- analýza silných a slabých stránek podniku (syntéza výsledků) – sumární SWOT analýza. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 8-11)

Závěrem strategické analýzy je vhodné zjištěné poznatky sumarizovat a tím zjistit komplexní obrázek o strategické pozici podniku. Toho docílíme syntézou výsledků. Následně můžeme přistoupit k prognóze obratu podniku, který je pro účely stanovení hodnoty podniku klíčovým výstupem celé strategické analýzy.

### 2.3.2 Analýza okolí podniku

„Analýza okolí se zabývá identifikací a rozbořem faktorů okolí podniku, které ovlivňují jeho strategickou pozici a vytvářejí potenciální příležitosti a hrozby pro jeho činnost.“ Analýzu okolí podniku můžeme rozdělit na dílčí analýzy makroprostředí a mikroprostředí, které je zpravidla vymezeno předmětem podnikání, a tedy odvětvím ve kterém podnik působí. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10)

Analýza makroprostředí podniku slouží k identifikaci faktorů, které jsou zejména spojeny s rozvojem v oblasti vědy, techniky, technologií, informačních systémů komunikace, obchodu, infrastruktury, či vlivu globalizace. Faktory makroprostředí podniku působí na podnik zpravidla jednosměrně, tudíž možnost jejich ovlivnění ze strany podniku je mizivá. Přesto je nutné v managementu podniku tyto faktory sledovat a přizpůsobit se jim v činnosti samotného podniku, být na ně vhodně připraven a rychle reagovat na změny, které mohou nastat. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 129)

Mezi vlivy makroprostředí Fotr (2012, s. 305-307) řadí:

- Legislativní faktory – analyzuje vliv platných zákonů a nařízení, dále podmínky podnikání, právní a obchodní bariéry apod.,
- Demografické faktory – sledují složení obyvatelstva, věkovou strukturu (využívané především v oblasti kdy konečným zákazníkem produktu je obyvatel),
- Ekonomické faktory – zahrnují především vliv makroekonomických veličin a jejich vývojového trendu,
- Sociologické a kulturní faktory – slouží jako podklad pro posouzení významných investic, či rozhodnutí o umístění provozovny nebo výrobního závodu,
- Technologické faktory – zkoumá technickou a technologickou úroveň v místě produkce, či v místě koncového uživatele, dále technologickou připravenost podniku, nové technologické postupy, standardy apod.,
- Politické faktory – posouzení vlivu politické situace a politických rozhodnutí v oblastech které významně ovlivňují podnikatelskou pozici, či míru investičních pobídek ze strany vlády (velmi souvisí s legislativními faktory),
- Ekologické faktory – sledují vliv životní prostředí a s nimi souvisejícími ekologickými předpisy nebo trendy, které mají dopad na investiční rozhodnutí, použití různých druhů materiálu či úpravu norem.

Příklady jednotlivých faktorů makroprostředí zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 1 Faktory makroprostředí – příklady

Faktory			
Legislativní	Demografické	Ekonomické	Sociologické a kulturní
regulace ekonomiky daňové zákony občanský zákoník BOZP obchodní právo regulace exportu a importu zákon o veřejných zakázkách investiční pobídky antimonopolní zákony obchodní bariéry	věková struktura osob v produktivním věku hranice odchodu do důchodu vzdělanostní struktura populace národnostní složení obyvatelstva migrace obyvatelstva v dané oblasti	kurzy měn inflace HDP úrokové sazby ceny komodit průměrné mzdy míra nezaměstnanosti kupní síla obyvatelstva daně fáze ekonomického cyklu	pravidla pro zaměstnanost obyvatel sociální programy zdravotní a kulturní programy míra korupce transparentnost respektování norem mobilita pracovní síly životní úroveň a styl náboženství a tradice
Technologické	Politické	Ekologické	
vývoj technologií inovace vládní podpora vědy a výzkumu nové technologie ceny přírodních zdrojů přístup k datům a informacím	politický systém stabilita vlády regulace deregulace sankce ekonomická politika lobbying státní rozpočet rozpočtová politika	ochrana životního prostředí obnovitelné zdroje energie udržitelný rozvoj nakládání s odpady recyklace vodní zdroje ekologické iniciativy	

Zdroj: Fotr (2012, s. 305-307), vlastní zpracování

Analýza těchto vlivů slouží především k posouzení míry rizika spojeného s podnikáním v dané oblasti. V případě ocenění podniku se výstupy analýzy makroprostředí promítají v rizikové přírážce pro potřeby stanovení diskontní sazby, nebo v hraničním případě jako „*důsledek v podobě nepřijetí předpokladu trvalého pokračování podniku, jenž implikuje volbu metody pro ocenění*“ (Vochozka a Mulač, 2012, s. 130) Dle Kislíngerové (2001, s. 29-30) existuje mezi vývojem jednotlivých parametrů v makroekonomickém okolí podniku a jeho výkonností korelace. Kislíngerová proto uvádí seznam ukazatelů, které mají v makroekonomickém prostředí na podnik nejzásadnější dopad. Vochozka a Mulač (2012, s. 130) se s ní víceméně shodují a přidávají některé další veličiny, které jsou z jejich pohledu minimálním rámcem pro sledování vlivu na analyzovaný podnik. Tyto ukazatele makroekonomické situace dle těchto autorů jsou:

- Tempo růstu HDP,
- vývoj úrokových sazeb,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj inflace,
- fiskální politika státu, zadluženost státu,
- míra nezaměstnanosti,
- devízové kurzy,
- ekonomické a politické šoky.

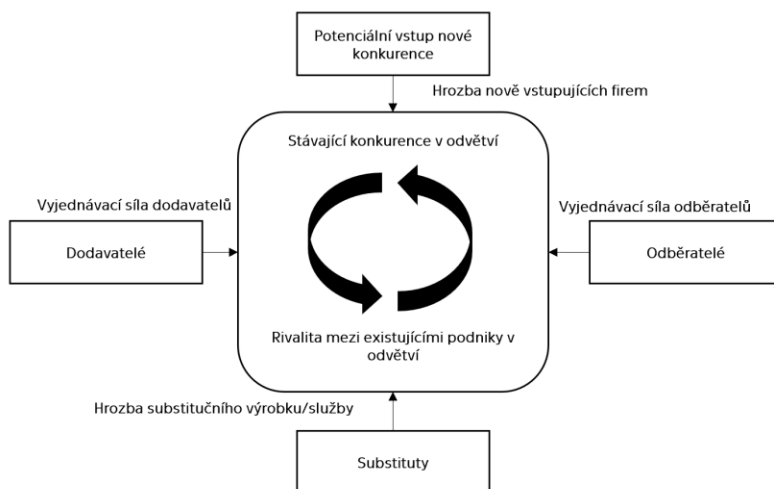
Žádoucí je tyto faktory zanalyzovat při strategické analýze jako klíčové z oblasti makrookolí podniku, protože slouží jako podklad pro hodnocení historického i budoucího vývoje podniku, jenž je předmětem ocenění. Dále tyto ekonomické vlivy slouží jako podklad pro tvorbu finančního plánu, dá se říci, že pro vedení podniku tvoří jakési mantinely pro jejich chování. Pro účely prognózy budoucích tržeb lze analýzu makroprostředí podniku shrnout do analýzy makroekonomické situace. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 130; Kislingerová, 2001, s. 29-31 )

K analýze všech výše uvedených faktorů v klasickém pojetí strategické analýzy slouží jedna z pravděpodobně nejpoužívanějších metod pro analýzu makroprostředí – PESTLE analýza, ať už je prováděna v jakékoliv její modifikaci (PEST analýza, PESTEL analýza, SLEPT analýza apod.) V těchto modifikacích se tak můžeme setkat např. i s tím, že různé skupiny faktorů jsou posuzovány pod jednou agregovanou skupinou (např. legislativní a politické faktory). (Fotr, 2012, s. 307)

Dalším postupným krokem při analýze okolí podniku je analýza mikroprostředí podniku (analýza vnějšího potenciálu), která posuzuje vliv „odvětví s důrazem na konkurenční prostředí.“ Cílem analýzy mikroprostředí je nalézt síly a faktory, které hodnotí dané odvětví jako atraktivní, či méně atraktivní. Výchozím bodem je charakteristika odvětví, dále se posuzují tzv. změnotvorné síly, které ovlivňují vývoj a změny v odvětví, a poté se identifikují klíčové faktory úspěchu, které slouží k ovlivnění úspěšnosti, nebo neúspěšnosti podniků v daném odvětví. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 10) Základními znaky charakteristiky odvětví jsou dle Kislingerové (2001, s. 32) – struktura odvětví, míra regulace ze strany státu (tj. bariéry vstupu do odvětví) a citlivost na změnu hospodářského cyklu.

V rámci posouzení citlivosti odvětví na změny hospodářského cyklu sledujeme především to, zda vývoj v odvětví kopíruje, či nekopíruje konjunkturu ekonomiky. Na základě toho rozlišujeme odvětví na cyklická (kopírují ekonomický cyklus), odvětví neutrální (nejsou ovlivněna vývojem hospodářským cyklem) nebo acyklická odvětví (v období recese dosahují nejlepších výsledků). Díky identifikaci závislosti analyzovaného odvětví na hospodářském cyklu je možno pro potřeby ocenění podniku použít pro vymezení míry rizika, a to zejména v kontextu prognózy výnosové míry. Další sledovanou charakteristikou je způsob regulace odvětví ze strany státu, či vlády – to se týká především odvětvích, kde jsou regulované ceny, nebo jsou zde výrazné bariéry vstupu do odvětví např. formou státních licencí pro provozování dané činnosti. (Kislingerová, 2001, s. 32-34) Třetím faktorem, který sledujeme při analýze mikroprostředí je struktura zkoumaného odvětví. Tradičním přístupem pro analýzu mikroprostředí, a to zejména právě k posouzení struktury v daném odvětví je Porterův model pěti konkurenčních sil. Jehož základní myšlenkou je že relevantní prostředí podniku představuje bojové pole, v němž se odehrává rivalita mezi analyzovaným podnikem a jeho konkurencí. (Porter, 1998, s. 3) Jeho tradiční schéma dle stejnojmenného autora zobrazuje následující schéma:

Obrázek 3 Porterův model pěti konkurenčních sil



Zdroj: Porter (1998, s. 4), vlastní zpracování

Dle autora modelu je úroveň konkurence na daném trhu dána pěti základními konkurenčními silami – hrozbou nově vstupujících podniků, vyjednávací silou jak odběratelů, tak dodavatelů, hrozbou substitučního výrobku, či služby, a to vše se odehrává za současného soupeření analyzovaného podniku se stávající konkurencí v odvětví. (Porter, 1998, s. 4-5)

Dalším krokem v postupu strategické analýzy vnějšího potenciálu podniku je dle Maříka (2011a, s. 63-67) posouzení atraktivity relevantního trhu. Tato analýza nám víceméně shrnuje výsledky analýz, které byly definovány výše. V rámci této metriky můžeme tedy názorně shrnout klíčová kritéria, která mohou dané odvětví činit atraktivním, nebo naopak neatraktivním. Pro potřeby ocenění podniku by se mělo jednat především o faktory, které jsou klíčové z hlediska možností prodeje a poptávky. Mezi tyto faktory Mařík řadí:

- Růst trhu,
- velikost trhu, citlivost trhu na konjunkturu,
- intenzita přímé konkurence,
- průměrná výnosnost trhu, substituty, bariéry vstupu do odvětví,
- struktura a charakter zákazníků.

Tato kritéria je možno kvantifikovat v podobě vícekritériálního hodnocení. Jednotlivým faktorům přiřadíme váhy významu a celkovou atraktivitu trhu určíme pomocí váženého aritmetického průměru. V této podobě můžeme kvantifikovat finální výstup z analýzy mikroprostředí podniku, který by měl vypovídat o perspektivě podniku a měl by být respektován při tvorbě finančního plánu nebo jako faktor pro hodnocení dosáhnout určitého růstu tržeb. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 131-132)



### 2.3.3 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Analýza vnitřního potenciálu, též označována jako: „*analýza vnitřních zdrojů a schopností směřuje k identifikaci zdrojů a schopností podniku, resp. strategické způsobilosti, kterou podnik musí mít, aby byl schopen reagovat na hrozby a příležitosti vznikající nepřetržitě v jeho okolí.*“ Tato analýza tedy slouží jako jedno ze zásadních východisek, protože je orientována jak na identifikaci jednotlivých druhů zdrojů, tak na jejich schopnosti a dále na oblast, jak dané zdroje využít. Pokud je analýza vnitřního potenciálu pojata komplexně, lze na základě jejich závěrů určit základ pro stanovení konkurenční výhody. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 11) Pro oceňovatele podniku, který stojí mimo firmu je poměrně obtížné, až neproveditelné posoudit jeho vnitřní potenciál v plném rozsahu. Úkolem je tedy využít všech volně dostupných informací k alespoň základní představě o analyzovaném podniku. Cílem analýzy je tedy především posoudit konkurenceschopnost podniku, odhalit jeho slabé a silné stránky ve vztahu ke konkurenčním podnikům a z toho vyvodit ekonomický potenciál firmy. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 132)

Základními stavební kameny pro to, aby byl podnik co nejziskovější je především jeho umístění na atraktivní trhu spojené s nalezením a využitím konkurenční výhody. Konkurenční výhodu může mít podobu buď v tom „*dělat něco lépe než konkurence*“ nebo „*dělat něco jinak než konkurence.*“ (Vochozka a Mulač, 2012, s. 132) Protože právě existence konkurenční výhody je předpoklad pro dlouhodobý úspěch podniku v konkurenčním prostředí. Konkurenční výhodu může podnik získat především díky optimální struktuře zdrojů nebo jejich efektivnějšímu využití v porovnání s konkurencí. Proto jsou zdroje klíčovým hlediskem k existenci konkurenční výhody a primární faktorem rentability. Analýza zdrojů probíhá ve dvou stupních agregace. Základem analýzy jsou individuální zdroje podniku, ale k posouzení toho, jak podnik může budovat konkurenční výhodu je třeba analyzovat, jak zdroje přispívají k jejímu vytvoření, a tím se posuneme na druhý stupeň analýzy zdrojů. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 76)

Analýza zdrojů podniku však může být pro externího znalce velmi obtížná, protože většinou neexistuje žádný volně přístupný dokument, který obsahuje hodnocení stavu jednotlivých zdrojů v analyzovaném podniku. Dle Sedláčkové a Buchty (2006, s. 76-78) je vhodné zdroje jednoduše klasifikovat do základních skupin typů zdrojů:

- Hmotné zdroje,
- lidské zdroje,
- finanční zdroje,
- nehmotné zdroje.

Mezi hmotné zdroje podniku řadíme především stroje, budovy, pozemky, haly, výrobní zařízení nebo dopravní prostředky. Je vhodné analyzovat nejen jejich počet a výrobní kapacitu, ale hlavně schopnost ovlivnění perspektivy pro tvorbu požadované konkurenční výhody. Analýza se tedy skládá především z hodnocení jejich technologického zaměření, technického stavu, spolehlivosti, stáří, hospodárnosti, univerzálnosti, umístění, flexibility nebo dostupnosti. Dále posuzujeme lidské zdroje, přičemž klíčovou metrikou je jejich počet a struktura podle stupně jejich kvalifikace. Důležité je také zhodnotit údaje o jejich motivaci, či adaptabilitu. V kontextu získání konkurenční výhody je lidský kapitál klíčovým hlediskem, protože právě kvalifikovaní a zkušení zaměstnanci, manažeři, konstruktéři, vývojový a výzkumní pracovníci, obchodní zástupci nebo zaměstnanci v marketingu jsou často základem k dosažení podnikatelského úspěchu. Finanční zdroje se analyzují nejen s ohledem na stávající zdroje, ale i zdroje potenciální, či budoucí. To je obrazem výkonosti podniku v následujících obdobích, jako schopnost dosahovat kladných hospodářských výsledků. Analýzou finanční zdrojů se zabývá dílčí součást této práce – finanční analýza. Je nutné tudíž podotknout, že i když je finanční analýza samostatným krokem při postupu v rámci ocenění podniku je zároveň i samotnou součástí strategické analýzy firmy a měla by se brát v potaz i v průběhu analýzy zdrojů podniku. Finanční zdroje sami o sobě mohou být výraznou konkurenční výhodou, protože jejich prostřednictvím je možné získat všechny ostatní podoby zdrojů, ovšem záleží na tom, jak rychle jsou dostupné a zda je to efektivní. Nehmotné zdroje jsou často označovány jako nejhodnotnější ze všech zdrojů podniku. Řadíme sem především patenty, know-how, licence, goodwill nebo ochranné známky, či značky. V posledních několika letech s ohledem na celkový technologický rozmach průmyslu a průmyslových systému význam těchto oblastí nehmotných zdrojů významně roste, proto je vhodné věnovat jim zvýšenou pozornost. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 132-133)

Klíčovým poznáním analýzy zdrojů je to, že „*podniky jsou mnohem více než soubor strojů, budov, finančních prostředků a lidí.*“ Protože tyto zdroje mají pro podnik vysokou hodnotu jen, pokud jsou organizovány do určitých systémů, které pak umožňují výrobu, tak že zákazník konečný výstup produkce firmy ocení pro jeho výslednou hodnotu. Proto je klíčové sledovat především vazby mezi jednotlivými zdroji podniku než zdroje samotné. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 77-78) Výstupem analýzy zdrojů je tedy souhrnné hodnocení konkurenceschopnosti podniku v oblasti jeho zdrojů, jejich efektivních schopností, využívání a struktury. Pro potřeby ocenění podniku toto hodnocení používáme jako podklad pro odhad doby životnosti podniku neboli akceptaci předpokladu trvalého pokračování podniku. Dále slouží pro odhad tržního podílu firmy v budoucnu, což má dopad na prognózu tržeb. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 133)

### 2.3.4 Syntéza výsledků

Analýza silných a slabých stránek podniku a příležitostí a hrozeb v okolí podniku slouží ke shrnutí dosažených výsledků v ostatních dílčích nástrojích strategické analýzy – analýzy okolí a analýzy vnitřního potenciálu. Na základě této syntézy lze směřovat „*k určení zdrojů konkurenční výhody a vymezení konkurenční pozice podniku.*“ (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 11-12)

K této syntéze výsledků velmi dobře poslouží hojně využívaná SWOT analýza, která je pro svou názornost velmi oblíbeným nástrojem. Název SWOT analýzy je akronym složený z úvodních písmen anglických slov pro silné stránky podniku (S – strengths), slabé stránky podniku (W – weaknesses), tyto faktory se hodnotí při interní analýze podniku a dále to jsou příležitosti (O – opportunities) a hrozby (T – threats), které se vyskytují v externím prostředí firmy. SWOT analýza je často používaná pro svou univerzálnost, její specifikace může být snadno určena předmětem a účelem dané analýzy podniku, nebo jeho součástí. (Fotr, 2012, s. 39) Pro oblast strategické analýzy je to vhodný nástroj zejména pro celkové shrnutí již provedených dílčích analýz okolí podniku a zdrojů podniku. Při samotné zpracování souhrnné SWOT analýzy je vhodné respektovat zásady jako jsou zaměření pouze na strategická fakta (podstatná fakta a jevy, které mají na strategii firmy největší vliv), relevantnost analýzy (zpracování s ohledem na účel), relevantnost dat a faktů, a hlavně objektivnost analýzy (vyvarovat se subjektivnímu hodnocení ze strany zpracovatele). (Keřkovský a Novák, 2015, s. 130-132) Značné omezení SWOT analýzy ale spočívá právě v rozlišení silných stránek od slabých a příležitostí od potenciálních hrozeb, protože toto rozlišení je v některých situacích velmi těžké odhadnout – např. hrozba se dá za určitých okolností změnit v příležitost a naopak. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 91)

Shrnutí výsledků dílčích analýz je pak vhodné pro přehlednost strukturovat formou tabulky rozlišující 4 kvadranty. Doporučené uspořádání výsledků SWOT analýzy dle Keřkovského s Novákem (2015, s. 132) zobrazuje následující schéma:

Obrázek 4 Doporučené uspořádání syntézy výsledků pomocí SWOT analýzy

SWOT Analýza		
Interní analýza	S	W
	Výčet silných stránek	Výčet slabých stránek
	- .....	- .....
	- .....	- .....
Externí analýza	O	T
	Výčet příležitostí	Výčet hrozeb
	- .....	- .....
	- .....	- .....

Zdroj: Keřkovský a Novák (2015, s. 132), vlastní zpracování

Hlavní cílem SWOT analýzy by však neměl být pouze zpracovaný seznam interních a externí faktorů, ale je potřeba vnímat a identifikovat jejich vzájemné souvislosti, vlivy, vývojové trendy a schopnost rychle měnit svůj význam v rozlišení, zda se jedná o příležitost či hrozbu, resp. slabou, či silnou stránku. Při pochopení těchto vzájemných souvislostí se pak SWOT analýza může stát vhodným nástrojem pro definování strategie podniku. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 91-92) Ovšem pro účely ocenění podniku si vystačíme s pouhým shrnutím výsledků dílčích analýz, protože formulování strategie není v žádném případě cílem problematiky oceňování podniku.

### 2.3.5 Prognóza obratu podniku

Prognóza obratu podniku je pro účely oceňování podniku praktickým východiskem strategické analýzy. Cílem prognózy obratu podniku je převod všech výše uvedených metod a jejich závěrů do užších podkladů pro zpracování finančního plánu podniku. Protože klíčovou součástí tvorby finančního plánu je prognóza tržeb v provozní oblasti, proto je tato prognóza finální výstupem strategické analýzy zpracované v oblasti oceňování podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 133)

Dle Maříka (2011a, s. 58) můžeme odhad tržeb podniku získat provedením těchto tří kroků strategické analýzy:

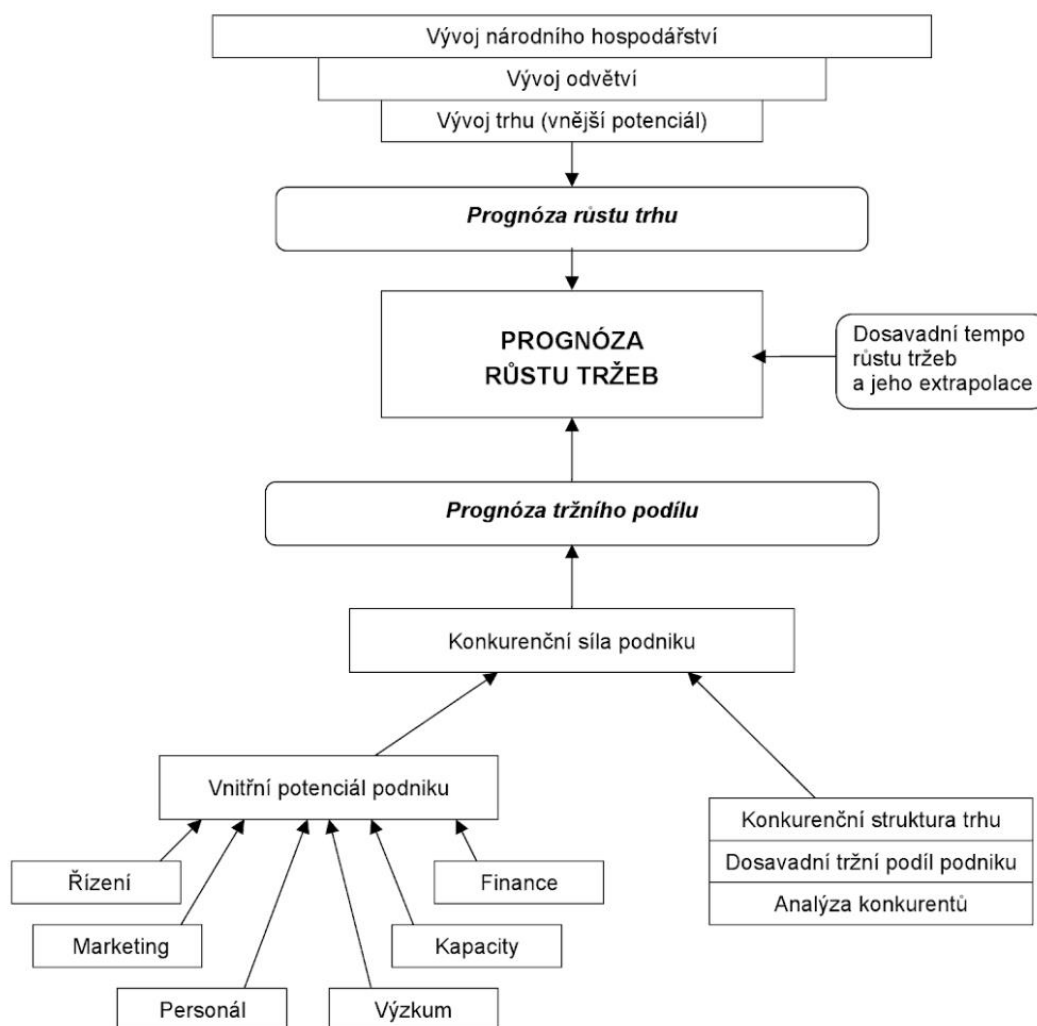
- Analýza a prognóza relevantního trhu – analýza okolí a vnějšího potenciálu,
- analýza konkurence, vnitřního potenciálu a prognóza tržních podílů podniku,
- prognóza tržeb podniku (výsledek předchozích dvou analýz a prognóz).

Cílem prognózy relevantního trhu, které navazuje na její analýzu je odhadnout budoucí vývoj odvětví jako celku – výstupem je prognóza obratu všech subjektů na daném trhu dohromady. Prognóza by měla především respektovat zvolený typ ocenění, ať už se jedná o subjektivní, objektivizované nebo tržní ocenění. Při predikci vývoje trhu se využívají především metody extrapolace časových řad, regresní analýza nebo odhad na základě porovnání se zahraničím. Na základě výpočtu těchto metod získáme historický vývoj v daném odvětví. (Mařík, 2011a, s. 68-69) Dle Kislíngerové (2001, s. 37) je vhodné pro tyto prognózy využít profesionální analýzy, které jsou zpracovány na velmi vysoké úrovni. Protože kvalitní provedení těchto analýz je závislé na využití všech dostupných informací, ale zároveň na určité zkušenosti. Výsledky těchto analýz a prognóz bývají uveřejněny jak v odborném tisku, tak na webových stránkách jednotlivých firem, které analýzy provádějí – makléřské a investiční společnosti, nebo banky. Odvětvové prognózy pro Českou republiku zveřejňuje Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

Po analýze konkurence, vnitřního potenciálu podniku přichází na řadu predikce tržního podílu oceňovaného podniku. Cílem této predikce je zjištění, jakou velkou část relevantního trhu zaujímá analyzovaný podnik. Tržní podíl můžeme stanovit pomocí statistické metody extrapolace časové řady nebo na základě využití agregovaných výstupů ze strategické analýzy. Přičemž obě metody je v tomto případě vhodné zároveň kombinovat. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 135) V praxi je ovšem typická situace, kdy je prakticky nemožné určit velikost relevantního trhu a musíme přistoupit k použití kvalifikovaných odhadů – např. odhadem tržeb hlavních konkurentů v porovnání s tržbami oceňovaného podniku. (Mařík, 2011a, s. 75)

Prognózu tržeb, která je postavena na základě výsledků výše uvedených kroků bychom ještě měli doplnit s výsledky analýzy časových řad tržeb námi oceňovaného podniku v historii a jejich extrapolací. (Mařík, 2011a, s. 93) Detailnější způsob odvození prognózy tržeb podniku dle uvedeného autora zobrazuje následující schéma:

Obrázek 5 Odvození prognózy tržeb



Zdroj: Mařík (2011a, s. 94)

Zjednodušeně se dá říct, že se jedná o sloučení výsledků předchozích dvou analýz – velikost tržeb oceňovaného subjektu je dána jako určitý příslušný podíl na celkovém obratu v rámci relevantního trhu. Kdy pro následnou kontrolu slouží právě extrapolace časové řady tržeb v minulých obdobích. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 135-136) Odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku získáme vynásobením prognózy růstu relevantního trhu a predikcí růstu tržního podílu. Pokud je odhadnuté tempo růstu trhu odlišné od dosavadního tempa růstu daných tržeb v minulosti je nutné od znalce, který ocenění podniku provádí, aby byl schopen tento nesoulad, resp. změnu obhájit, či vysvětlit jakou změnou faktorů zjištěných při strategické analýze k tomuto novému trendu došel. Pokud znalec toto nedokáže, je nutné původní odhad korigovat. (Mařík, 2011a, s. 94)

## 2.4 Finanční analýza

Dalším krokem při postupu, který vede k ocenění podniku je finanční analýza oceňovaného podniku. Finanční analýza slouží jako nástroj pro „komplexní posouzení finančního zdraví podniku a jeho vývoje v delším časovém období.“ (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 7) Dle Maříka (2011a, s. 96) plní finanční analýza při ocenění podniku dvě základní funkce – informuje o finančním zdraví analyzovaného podniku a je základním stavebním kamenem pro následnou tvorbu finančního plánu, ze kterého je vyvozena výnosová hodnota podniku.

Základním zdrojem dat finanční analýzy prováděné v rámci ocenění podniku je účetnictví analyzované firmy. Jelikož je hodnota podniku veličinou dlouhodobou (někdy označovaná též jako trvalou), se veškeré výpočty ukazatelů provádějí za 1 rok (kalendářní, či hospodářský). Proto se často jako hlavní zdroj dat používají roční účetní závěrky – rozvaha, výkaz zisku a ztráty a případně i výkaz cash flow. Vzhledem k potřebám ocenění se finanční analýza v rámci stanovení hodnoty firmy provádí minimálně za posledních 5 uplynulých období. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 136)

Ovšem při analýze finančního zdraví podniku je nutnost vycházet i z doplňkových zdrojů vstupních dat. Mezi ty řadíme ostatní data z informačního systému podniku (statistické výkazy, operativní evidence, vnitřní směrnice, mzdové předpisy atd.) a externí data, která získáváme z odborných publikací, obchodního rejstříku, účelových databázích, údajů z kapitálového trhu či statistických ročenek. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 17)

Na rozdíl od klasické finanční analýzy, která se provádí interně, platí, že při ocenění podniku se klade důraz na jiné metody, či ukazatele. Klíčová je zejména analýza absolutních ukazatelů (horizontální a vertikální analýza) oproti např. analýze poměrových ukazatelů, která se považuje za klíčovou v klasickém pojetí finanční analýzy. Dále se klade důraz na analýzu pracovního kapitálu. Právě horizontální a vertikální analýza, společně s analýzou pracovního kapitálu jsou základním východiskem pro tvorbu finančního plánu. Poměrové ukazatele potom slouží spíše jako indikátory perspektivy do budoucnosti a slouží společně se strategickou analýzou jako podklad pro volbu vhodné metody ocenění podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 136-137) Analýzu finanční výkonnosti firmy lze využít jako tzv. analýzu ex-post (tedy hodnocení minulosti podniku), či jako analýzu ex-ante (analýza budoucího vývoje). Právě analýza ex-ante je z pozice návaznosti na strategickou analýzu a následně sestavení finančního plánu a finálnímu ocenění podniku zvláště významná. Je tedy potřeba finanční analýzu brát jako nástroj, který má velmi široké využití a prolíná se i ostatními obory, např. pro účely strategické analýzy slouží jako nástroj k určení toho, jak podnik v určitém časovém období využívá své finanční zdroje. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 80-81)

Z důvodu, že finanční analýza není upravena žádným předpisem, normou či standardem je možné se v odborných publikacích setkat s různou strukturou metod a ukazatelů. Pro potřeby ocenění podniku jsem zvolil dle mého nevhodnější metody, které podrobněji popíšu v následujících kapitolách. Mezi tyto metody řadíme:

- Analýzu absolutních ukazatelů (vertikální a horizontální analýza),
- analýzu bilančních pravidla,
- analýzu pracovního kapitálu,
- analýzu vybraných poměrových ukazatelů,
- analýzu hodnotových ukazatelů (resp. Analýzu Ekonomické přidané hodnoty).

Naopak nezařadím obvyklou součást finanční analýzy – analýzu souhrnných ukazatelů jako jsou Altmanův Index, či Index IN05. Dle mého soudu to nejsou ukazatele, které mají pro účely ocenění podniku vysokou vypovídací hodnotu, tudíž by v této práci byli redundantní.

### **2.4.1 Analýza absolutních ukazatelů**

Analýza absolutních ukazatelů se skládá z analýzy dat, které jsou přímo obsaženy v účetních výkazech. Zpravidla se provádí na začátek finanční analýzy a slouží především k prvotnímu poznání účetních výsledků analyzované firmy. Mezi základní metody analýzy absolutních ukazatelů řadíme horizontální (trendovou) a vertikální (strukturální) analýzu. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 69)

#### Horizontální analýza

Hlavní podstatou horizontální analýzy je sledování a poskytnutí návazných informací o vývoji jednotlivých složek účetních výkazů v čase. Jednoduše, jak se konkrétní účetní položka v časovém období mění – zda roste, či klesá. Dle horizontální analýzy hodnotíme zejména stabilitu a vývoj účetních položek analyzované firmy. (Scholleová, 2012, s. 166) Horizontální analýzu lze provést pomocí dvou základních metod:

- Metoda podílová – sleduje relativní vývoj účetní položky, poměr je dán hodnotou položky na konci a začátku analyzovaného období –

$$\text{Index růstu } X = \frac{X \text{ v roce } n + 1}{X \text{ v roce } n} - 1,$$

- Metoda rozdílová – sleduje absolutní růst, či pokles účetní položky, rozdíl hodnoty položky –

$$\text{Růst } X = (X \text{ v roce } n + 1) - (X \text{ v roce } n).$$



## Vertikální analýza

Vertikální analýza na druhou stranu sleduje procentní podíl dané účetní položky k jediné vhodně zvolené základně. Vertikální analýza nám tedy podává obraz o struktuře účetních výkazů, a jak se tato struktura v analyzovaném období mění. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 65–66)

$$\text{Podíl účetní položky } A = \frac{\text{Hodnota } A \text{ v roce } n}{\text{Zvolená základna v roce } n}$$

U vertikální analýzy rozvahy je dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 93) vhodné jako základnu použít bilanční sumu aktiv (resp. pasiv). Pro vertikální analýzu výkazu zisku a ztráty je dle Klingerové a Hnilici (2005, s. 26) volba základny pro určení podílu účetní položky, nejednoznačná – ovšem nejčastěji se můžeme setkat s celkovou hodnotou tržeb, či celkovou hodnotou výnosů. Vochozka a Mulač (2012, s. 137) tuto teorii doplňují a uvádí, že pro potřeby ocenění podniku je vhodné vertikální analýzu rozvahy doplnit vztažením k základně provozních tržeb. Provozní tržby pak považuje jako nejvhodnější základnu pro vertikální analýzu výsledovky. Jako věrohodné odůvodnění této myšlenky uvádí, že provozní tržby jsou „*veličinou, která nejlépe ilustruje skutečnou velikost obrátu podniku.*“ Dále pak uvádí, že vývoj provozních tržeb dle známých skutečností koreluje s pohybem řady významných položek rozvahy i výkazu zisku a ztráty, což je mimo jiné základní předpoklad plánovací techniky pro tvorbu finančního plánu – metody procenta z tržeb.

### **2.4.2 Analýza bilančních pravidel**

Bilanční pravidla se využívají pro sledování majetku podniku a zdrojů jeho financování. Pravidla vycházejí z dlouhodobě vypořádaných praktických zkušeností s volbou kapitálové struktury podniku, ale zároveň nestanovují ideální výši kapitálové potřeby, ale pouze doporučují, jakou volit nejvhodnější kapitálovou strukturu. (Synek, 2007, s. 341) Bilanční pravidla zobrazují vzájemný vztah pro daná aktiva a pasiva, jejichž dodržení může vést k dosažení požadované finanční rovnováhy podniku. Ovšem je nutno podotknout, že bilanční pravidla slouží pouze jako doporučení a jejich dodržení, či nedodržení nemusí vždy znamenat finanční rovnováhu (resp. nerovnováhu), protože kapitálové struktury podniků se výrazně liší napříč různými odvětvími, a tudíž není možné je hodnotit pomocí těchto unifikovaných pravidel. Pro účely finanční analýzy v této práci využijeme tři základní bilanční pravidla – zlaté bilanční pravidlo, pravidlo vyrovnaní rizika a pari pravidlo. V odborné literatuře se můžeme setkat i s dalšími bilančními pravidly jako jsou – růstové pravidlo, či pravidlo jedna ku jedné nebo pravidlo dva ku jedné. Tato pravidla však nepovažují jako relevantní pro potřeby stanovení hodnoty analyzované firmy.

### Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo doporučuje, že je vhodné sladit časový horizont vázanosti aktiv (majetku) a pasiv (zdrojů, jeho krytí). Platí zde fakt, že dlouhodobý majetek by měl být financován z vlastních a cizích dlouhodobých zdrojů. Naopak oběžný majetek, který má krátkodobý charakter, by měl být kryt z krátkodobých zdrojů. (Kislingerová, 2001, s. 66-67) Ideální situace dle zlatého bilančního pravidla tedy nastává když:

$$\text{Dlouhodobý majetek} = \text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobý cizí kapitál},$$

$$\text{Oběžná aktiva} = \text{Krátkodobý cizí kapitál}.$$

Tento stav v praxi ale nastává zřídka. Rozeznáváme proto dva druhy odchylek, které mohou v některých situacích souviset se samotnou preferencí podniků, jakými zdroji budou oba druhy majetku kryt. První odchylka nastává ve chvíli, kdy firma využívá dlouhodobé zdroje k financování nejen dlouhodobého majetku, ale také oběžného majetku. Tento způsob krytí majetku lze považovat za konzervativnější přístup k financování majetku podniku, jelikož se jedná o méně rizikovou, ale zato dražší variantu. Na druhou stranu, když podnik využívá krátkodobé zdroje financování na krátkodobý majetek a současně i na dlouhodobý majetek, tak takový přístup považujeme za agresivní financování – velmi rizikové, ale zároveň levný způsob, jak v podniku finančně krýt majetek. (Scholleová, 2012, s. 75)

### Pravidlo vyrovnání rizika

Pravidlo vyrovnání rizika sleduje vztahy pasiv a jeho doporučení zní, že vlastní zdroje podniku by měly být vyšší, než jsou zdroje cizí, nejhůře však mají být rovny. (Kislingerová, 2001, s. 67) Pokud je toto pravidlo splněno klesá sice věřitelské riziko, ale zároveň se neutralizuje působení finanční páky. Je tedy žádoucí zhodnotit, zda pravidlo vyrovnání rizika nemá negativní vliv na optimální složení kapitálové struktury podniku, a právě působení pákového efektu, který bude vysvětlen v dalších kapitolách této práce. (Synek, 2007, s. 341-342)

### Pari pravidlo

Pari pravidlo doporučuje podniku, aby dlouhodobý majetek firmy byl kryt pouze vlastním kapitálem. Pari pravidlo tedy představuje vysoce konzervativní způsob k financování podniku. (Synek, 2007, s. 342)

### 2.4.3 Analýza pracovního kapitálu

Analýza pracovního kapitálu podniku se řadí do kategorie rozdílových ukazatelů, konkrétně do kategorie ukazatelů fondů finančních prostředků – ukazatele, které představují „*soubory disponibilních likvidních prostředků s různým stupněm likvidnosti.*“ Využívají se tedy především pro další pohled na analýzu a hodnocení likvidity podniku. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 97) Fond finančních prostředků lze dále chápat jako agregace stavových ukazatelů aktiv (resp. pasiv). (Sedláček, 2011, s. 35) Nejčastěji pod pojmem pracovní kapitál uvažujeme analýzu čistého pracovního kapitálu, který je významným ukazatelem likvidity podniku.

Čistý pracovní kapitál (někdy zaměňován za pracovní kapitál) je rozdíl mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými pasivy. Mezi krátkodobá aktiva řadíme především – krátkodobé pohledávky, zásoby surovin a produktů, příp. peněžní prostředky firmy – peníze v pokladně, či na bankovních účtech. Za krátkodobá pasiva považujeme především krátkodobé závazky. (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 186) Pro potřeby finančního řízení se konkrétně jedná o část oběžného majetku podniku, který je částečně kryt dlouhodobým kapitálem. (Sedláček, 2011, s. 35) Čistý pracovní kapitál (NWC) je definován následovně:

$$NWC = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}$$

Čistý pracovní kapitál zjednodušeně představuje „*finanční polštář, který podniku umožní pokračovat ve svých aktivitách i v případě, že by ho potkala nějaká nepříznivá událost, jež by vyžadovala vysoký výdej peněžních prostředků.*“ Velikost tohoto finančního polštáře dále závisí na jiných faktorech, jako jsou – obrat krátkodobých aktiv nebo vnější vlivy, které na podniku působí (konkurence, stabilita trhu apod.) (Sedláček, 2011, s. 36) Jedná se tedy o dlouhodobý zdroj, který podniku slouží k financování běžného provozu firmy. Účelem řízení pracovního kapitálu není minimalizace jeho hodnoty, ale především nastavení takové výše oběžných aktiv, aby nebyl ohrožen plynulý provoz firmy. (Scholleová, 2012, s. 96) Z hodnoty čistého pracovního kapitálu můžeme odvodit strategie podniku v oblasti řízení pracovního kapitálu:

- Pokud je  $NWC > 0$  jedná se o konzervativní strategii financování podniku. Čistý pracovní kapitál tvoří vysoký podíl oběžných aktiv firmy. Firma je finančně stabilní, ale financuje část krátkodobého majetku dražšími dlouhodobými zdroji. Jedná se tedy především o méně rizikovou variantu, ale také zároveň pro podnik dražší.
- Naopak když  $NWC < 0$ , tedy má zápornou výši – hovoříme o agresivní strategii financování. Tato strategie je spojena s nižšími náklady na kapitál, ale zároveň s rizikem, že firma nebude schopna včas dostát svým závazkům.

- Pokud nastává situace, že hodnota  $NWC=0$ , jedná se o neutrální strategii a zároveň splnění zlatého bilančního pravidla. (Čižinská, 2018, s. 197; Knápková a Pavelková, 2010, s. 88–89)

Pokud chceme čistý pracovní kapitál plánovat, je vhodné znát jeho provozně potřebnou výši. Rozeznáváme několik přístupů, jak provozní potřebu pracovního kapitálu zjistit – určením optimální výše jeho složek, na základě srovnání s konkurencí na trhu. Nejpoužívanějšími metodami stanovení potřeby pracovního kapitálu jsou metoda procentního podílu na tržbách a metoda obrátového cyklu peněz. Metoda procentního podílu na tržbách, jak už název napovídá, vychází ze situace, kdy tržby determinují potřebu provozně potřebného provozního kapitálu firmy a ten se mění v závislosti na změně (růstu, či poklesu) tržeb. Pokud k této situaci dochází, je vhodné stanovit potřebu pracovního kapitálu jako procentní podíl z tržeb na základě historických zkušeností. Metoda obrátového cyklu peněz je dána součinem obrátového cyklu peněz a celkových provozně nutných denních výdajů a využívá se v situaci kdy, se nepředpokládají výrazné výkyvy v délce obrátového cyklu peněz. Čistý pracovní kapitál se pak označuje „*jako objem peněz, které jsou nutné k financování provozní činnosti podniku po dobu obrátového cyklu peněz.*“ Následně tedy řízením rychlosti obrátu jednotlivých složek OCP můžeme řídit i celkovou hodnotu čistého pracovního kapitálu. (Režňáková, 2010, s. 39)

#### **2.4.4 Analýza poměrových ukazatelů**

Analýza poměrových ukazatelů je klíčovou součástí klasického pojetí finanční analýzy podniku. Jak již bylo zmíněno výše – pro potřeby ocenění podniku slouží tato analýza společně se strategickou analýzou zejména jako indikátor perspektivy do budoucnosti a využívá se pro výběr vhodné metody stanovení hodnoty firmy. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 137)

Poměrové ukazatele jsou nejrozšířenější metodou klasické finanční analýzy, protože umožňují získat rychlý a víceméně nízko nákladový pohled o základní finanční charakteristice podniku. Jsou ovšem jen začátkem analýzy firmy, pouhé vyčíslení jednotlivého ukazatele nám v podstatě mnoho neřekne – důležitá je jejich následná interpretace a důsledky. Samy o sobě tedy nejsou tak důležité. Velkou vypovídací hodnotu jejich analýzy získáme až ze vzájemných vazeb mezi ukazateli a souvislostí s ostatními analýzami podniku, nejen těmi finančními. Stručně řečeno je důležité znát jejich vzájemné vztahy a neposuzovat poměrové ukazatele odděleně bez širšího kontextu. Oblíbenost poměrových ukazatelů vychází ze skutečnosti, že umožňují porovnávat ukazatele finanční situace firmy v určitém časovém vývoji (trendová analýza), dále jsou vhodným nástrojem k prostorové analýze (porovnání konkurenčních podniků) a zároveň mohou sloužit jako vstupní údaje dalších matematických modelů. (Sedláček, 2011, s. 55; Sedláčková a Buchta, 2006, s. 80)

Poměrové ukazatele dávají do vzájemného poměru jednotlivé položky nebo skupiny položek, které jsou uvedeny v účetních výkazech, které spolu jistým způsobem souvisejí, a tím je možné rozšířit vypovídací schopnost interpretace účetních výkazů. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 124) Poměrové ukazatele mohou být uspořádány do paralelní soustavy, díky tomu můžeme ukazatele rozdělit do bloků, které jsou metrikou pro různá hlediska posouzení finančního zdraví podniku (rentabilita, likvidita atd.) Platí pak, že všechny tyto bloky, které vyjadřují různé finanční charakteristiky podniku, si jsou rovnocenné. To v podstatě znamená, že pokud chce být podnik dlouhodobě úspěšný, musí být dostatečně rentabilní, přiměřeně zadlužený, zároveň však likvidní, aktivní atd. (Kislingerová, 2007, s. 82)

V rámci finanční analýzy pro potřeby ocenění podniku jsem zvolil dle odborných autorů nejvhodnější skupiny poměrových ukazatelů:

- Ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti.

#### Ukazatele rentability

Analýza rentability firmy, též někdy označovaná jako analýza výnosnosti, měří celkovou účinnost podnikového řízení. (Synek, 2007, s. 342) Neboli, schopnost podniku zhodnotit prostředky vložené do podnikání v dosažený zisk. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 120)

Mezi nejpoužívanější ukazatele pro analýzu rentability podniku řadíme – rentabilitu aktiv (ROA), rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) nebo rentabilitu tržeb (ROS). Obecně ukazatele rentability definujeme jako podíl mezi dosaženým ziskem podniku (v různých variacích) a vloženým kapitálem investovaným do podniku právě za účelem dosažení zisku.

$$\text{Rentabilita} = \frac{\text{Výstup}}{\text{Vstup}} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Vložený kapitál}}$$

Přičemž zisk podniku a zároveň vložený kapitál můžeme uvažovat v různých modifikacích. Důležité je vždy při výpočtu ukazatelů rentability uvažovat druh zisku a druh vloženého kapitálu, tak aby byly obě veličiny věcně propojeny. Např. dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 121) „*efekt, který zajímá vlastníka, je zisk po splnění všech povinností, proto rentabilitu vlastního kapitálu je v základním pojetí vhodné zjišťovat jako poměr čistého zisku a vlastního kapitálu.*“ Zároveň cílem všech uvažovaných ukazatelů rentability je dosažení maximální hodnoty, dlouhodobá stabilita a udržitelnost.

Je důležité uvést, že právě rentabilita a likvidita podniku jsou často využity jako měřítko pro konkurenční srovnání výkonnosti podniků, jak podniky hospodaří se svými zdroji apod. To může sloužit jako důležitý podklad k doplnění strategické analýzy firmy. (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 81)

Rentabilita aktiv (ROA) je klíčovou metrikou rentability podniku a zastupuje především pohled řídicího útvaru podniku. Proto tento ukazatel poměří dosažený zisk s celkovou výší aktiv investovanou do podniku bez ohledu na jejich povahu, zda se jedná o zdroje krátkodobé, či dlouhodobé a nehledě na to, zda jsou financovány vlastním, či cizím kapitálem. Při konstrukci ukazatele ROA poté nejčastěji uvažujeme zisk před zdaněním a platbou úroků (EBIT), který zhruba odpovídá provoznímu zisku podniku. (Sedláček, 2011, s. 57) Nejběžnější konstrukci ukazatele ROA tedy definujeme jako:

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

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) na druhou stranu reprezentuje zejména zájem vlastníků podniku, proto s dosaženým ziskem porovnáváme pouze vlastní kapitál firmy. Ziskem při konstrukci ukazatele poté nejčastěji uvažujeme čistý zisk po odečtení daní (EAT), z důvodu že představuje finální efekt, který vložený vlastní kapitál přinesl vlastníkům podniku. V rámci analýzy rentability podniku platí závěr finanční teorie, že výše hodnoty ROE by měla být větší než výše ukazatele ROA uvažovaného ve zdaněné variantě, dále by měla být vyšší, než je očekávané zhodnocení kapitálu pro vlastníky podniku. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 122-125) Vzorec pro výpočet ukazatele ROE nejčastěji uvažujeme v tomto znění:

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk (EAT)}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

V neposlední řadě se sleduje jako další metrika výnosnosti podniku ukazatel rentability tržeb (ROS). Ukazatele rentability tržeb vyjadřuje tzv. ziskovou marži podniku, která je klíčová pro hodnocení úspěšnosti podnikání dané firmy. Je totiž vhodné se domnívat, že pokud hodnota ukazatele ROS bude problémová, bude to mít nepříznivý vliv i na další oblasti. Zjednodušeně můžeme tvrdit, že ukazatel ROS vyjadřuje schopnost firmy dosahovat určité výše zisku při dané úrovni tržeb. Resp. jinak, kolik Kč zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb. Konstrukci ukazatele můžeme uvažovat v několika variantách – s výší zisku EBIT (poté hovoříme o provozní ziskové marži), nebo s výší EAT (čistá zisková marže). Daný druh zisku poté poměříme s výší tržeb podniku, které vyjadřují tržní ohodnocení výkonů analyzované firmy za určité časové období, kde často uvažujeme především tržby v provozní činnosti – tržby za prodej zboží a tržby z prodeje výrobků a služeb. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 126; Kislíngrová, 2007, s. 84-85)

V rámci této práce budeme uvažovat ukazatel ve variantě s čistým ziskem vztaženým k provozním tržbám:

$$ROS = \frac{\text{Čistý zisk (EAT)}}{\text{Provozní tržby}}$$

### Ukazatele likvidity

Analýza likvidity podniku měří schopnost dané firmy uspokojit své běžné závazky. (Synek, 2007, s. 342) resp. likvidita sleduje jak rychle a levně je možné likvidní aktiva transformovat v peněžní hotovost, která se dá využít k úhradě závazků analyzovaného podniku. (Brealey, Myers a Allen, 2014, s. 848) Likviditu lze definovat jako souhrn všech likvidních prostředků (i potenciálních), které má podnik v danou chvíli k dispozici k uhrazení svých splatných závazků. V souvislosti s tématem analýzy likvidity podniku je vhodné odlišit tzv. solventnost podniku, která vyjadřuje schopnost hradit dluhy firmy, když nastane jejich splatnost, což je základní podmínka existence podniku. Podmínkou solventnosti podniku je, aby podnik držel část svých oběžných aktiv ve formě, kterou je možno závazky hradit – tedy nejčastěji peněžních prostředků. Oba pojmy tedy spolu úzce souvisí, protože právě likvidita je podmínkou pro solventnost podniku. (Sedláček, 2011, s. 66) Ukazatele likvidity měří poměr mezi:

$$\text{Ukazatel likvidity} = \frac{\text{Čím je možné platit}}{\text{Co je nutno platit}}$$

Ve finanční praxi nejčastěji uvažujeme likviditu ve třech stupních – běžná likvidita (likvidita 3. stupně), pohotová likvidita (likvidita 2. stupně) a peněžní likvidita (likvidita 1. stupně). V souvislosti s tím zároveň vždy platí následující nerovnice:

$$\text{Běžná likvidita} > \text{Pohotová likvidita} > \text{Peněžní likvidita}$$

Běžná likvidita (též označována jako likvidita 3. stupně) měří kolikrát kryjí oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Kolikrát je firma schopna uspokojit věřitele, pokud by všechna svá oběžná aktiva proměnila v danou chvíli v hotovost. Neboli, platební sílu firmy uhradit závazky splatné do 1 roku od jejich vzniku. (Kislingerová, 2007, s. 89) Ukazatel je tedy definován poměrem:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Samotný poměr nám toho ale moc neřekne a vzniká logická otázka, jaká je doporučená hodnota poměru mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky firmy. Odpověď není jednoznačná a v odborné literatuře se můžeme setkat s různými doporučeními.

Dle Kislingerové (2007, s. 89) se podle průměrné strategie pro řízení pracovního kapitálu doporučuje pohybovat v rozmezí mezi 1,6-2,5. Ovšem dle Synka (2007, s. 343) je z hlediska toho, že hodnoty jsou silně ovlivněny předmětem činnosti podniku, hospodářským cyklem či zvolenou strategií v oblasti finančního řízení firmy, je vhodné dosažené hodnoty porovnávat s průměrnou hodnotou ukazatele v daném odvětví.

Pohotová likvidita (likvidita 2. stupně) se ve snaze odstranit nedostatky ukazatele běžné likvidity sestavuje za pomoci odečtení položky zásob z celé sumy oběžných aktiv firmy. Zásoby jsou odečteny z toho důvodu, že se většinou považují za nejméně likvidní součást oběžných aktiv a jejich schopnost proměnit je v hotovost trvá nejdelší časový úsek. (Sedláček, 2011, s. 66) Konstrukci ukazatele tedy uvažujeme jako podíl:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{(\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby})}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

V odborné literatuře se opět můžeme setkat s doporučenou hodnotou ukazatele, která by se měla pohybovat v intervalu mezi 1 -1,5. Pokud hodnota pohotové likvidity podniku klesne pod hodnotu 1, musí se podnik spoléhat na případný prodej nejméně likvidní součásti oběžných aktiv, tedy zásob. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 91) Opět platí, že je vhodné srovnávat pohotovou likviditu v kontextu celého odvětví.

Na závěr analýzy likvidity podniku posuzujeme nejpřísnější ukazatel tzv. peněžní likvidity. V rámci peněžní likvidity se poměřuje pouze nejlikvidnější součást oběžných aktiv – peněžní prostředky, ať už v pokladně, či na bankovních účtech. Peněžní likviditu (resp. likvidita 1. stupně) získáme výpočtem vzorce:

$$\text{Peněžní likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Doporučené hodnoty peněžní likvidity se uvádí v různých intervalech, nejširším uvažovaným intervalem jsou hodnoty v rozmezí mezi 0,2-1. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 134-135)



## Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity podniku, též označované jako ukazatele řízení (využití) aktiv, měří schopnost firmy efektivně využívat svá aktiva. Respektive, jak efektivně se svými aktivy nakládá. Protože držení více aktiv, než je účelné může vytvářet redundantní náklady a zároveň si tím snižovat potenciální zisk. Na druhou stranu, pokud podnik drží aktiv méně, než je potřeba, přichází o potenciální tržby. Aktivitu podniku měříme především v oblasti položek zásob, pohledávek, krátkodobých závazků a zároveň celkových aktiv. (Synek, 2007, s. 342-344) Rozbor ukazatelů aktivity nejčastěji slouží k hledání odpovědi na otázku, jak firma hospodaří se svými aktivy a zároveň s jejími jednotlivými složkami. Zároveň zkoumáme vliv tohoto hospodaření firmy na ostatní součásti poměrových ukazatelů, a to především na rentabilitu a likviditu podniku. (Růčková, 2011, s. 60-61) Analýzu aktivity podniku většinou vyjadřuje ve dvou modifikacích:

- Počet obrátek – kolikrát se zvolené aktivum, či pasivum obrátí v podnikových tržbách za určitý časový úsek (nejčastěji 1 rok) –

$$\text{Počet obrátek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Libovolné aktivum(pasivum)}}$$

- doba obratu – doba, po kterou je kapitál podniku zadržen ve formě aktiv, či pasiv (neboli, za jak dlouho, za kolik dní se peněžní prostředky vložené do aktiv opět přemění v tržby) –

$$\text{Doba obratu} = \frac{\text{Libovolné aktivum (pasivum)}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

(Sarngadharan a Kumar, 2011, s. 115)

Obrat aktiv měří vázanost celkového vloženého kapitálu a vystihuje to, jak podnik efektivně či neefektivně využívá svá celková aktiva. Tento ukazatel právě nejlépe vystihuje návaznost na rentabilitu podniku, protože právě obrat aktiv je používán jako součást klasického pyramidového rozkladu ukazatele ROE. (Růčková, 2011, s. 61) Obrat aktiv je vyjádřen jako poměr mezi tržbami a celkovým objemem aktiv vázaných v podniku. Ukazatel znázorňuje, kolikrát za rok se aktiva obrátí v tržbách podniku:

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$$

Dle odborné literatury se doporučuje minimální hodnota alespoň 1, hodnota ukazatele v analyzovaném podniku je však výrazně závislá na příslušnosti podniku k určitému odvětví podnikání. Obecně však můžeme konstatovat, že čím vyšší hodnota je, tím efektivněji podnik využívá svá aktiva. (Kislingerová, 2007, s. 93)

Obrat zásob kvantifikuje kolikrát za rok je každá jednotlivá součást zásob prodána nebo spotřebována a následně opět naskladněna. (Kislingerová, 2007, s. 94)

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

Doporučená hodnota obratu zásob v podniku není definována, ale z logiky věci vychází, že v nejlepším zájmu každé firmy by měla být maximalizace počtu těchto otáček. Zároveň je dle Sedláčka (2011, s. 62) vhodné ukazatel porovnávat s odvětvovým průměrem. V souvislosti se zásobami můžeme analogicky definovat i tzv. dobu obratu zásob. Tento ukazatel nám podává informaci o tom, za jakou průměrnou dobu (resp. počet dní) jsou zásoby firmy vázány v oběžném majetku firmy, než dojde k jejich prodeji, či spotřebování k produkční činnosti. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 153)

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

Obrat pohledávek udává počet obrátek, které uskutečnily pohledávky podniku v objemu celkových tržeb. Zároveň platí, že podnik by měl mít v zájmu co nejvyšší hodnotu obratu pohledávek v tržbách a její dlouhodobý růst, což by jednoduše znamenalo, že jsou pohledávky firmy rychleji transformovány na peněžní prostředky, s kterými může podnik dále nakládat. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 153)

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Pohledávky}}$$

Analogicky můžeme definovat i druhý způsob modifikace pro analýzu obratu pohledávek, tedy dobu obratu pohledávek, většinou označovanou jako průměrná doba inkasa. Ukazatel znázorňuje, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, resp. za jakou průměrnou dobu dochází k jejich inkasu ze strany dlužníka podniku. Doporučením pro podniky je tedy logicky minimalizace hodnoty tohoto ukazatele (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 124)

$$\text{Průměrná doba inkasa} = \frac{\text{Pohledávky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

Obrat krátkodobých závazků je jednoduše poměrem mezi tržbami podniku a jeho krátkodobými závazky. Měříme jím počet obrátek krátkodobých závazků během analyzovaného období (nejčastěji 1 rok). Ukazatel nám podává informaci o tom, jak rychle analyzovaná firma hradí závazky svým věřitelům v obchodním styku. (Růčková, 2011, s. 61)

$$\text{Obrat krátkodobých závazků} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Opět pokud budeme uvažovat ukazatel, který sleduje dobu obratu, můžeme poté definovat průměrnou dobu splatnosti, který sleduje počet dní od vzniku závazku firmy, do jeho splacení.

$$\text{Průměrná doba splatnosti} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

Ukazatel průměrné doby splatnosti krátkodobých závazků je z hlediska doporučení vhodné co nejlépe sladit s hodnotou průměrné doby inkasa pohledávek, nejlépe aby doba splatnosti byla delší než doba inkasa. (Růčková, 2011, s. 61) Oba ukazatele dohromady poté tvoří vztah pro výpočet tzv. obchodního deficitu firmy. (Synek, 2007, 345) Dle Knápkové, Pavelkové (2010, s. 104) je vhodné je sladit zejména z důvodu, že nesoulad těchto dvou ukazatelů významně ovlivňuje celkovou likviditu podniku. Dle Scholleové (2012, s. 181) rozlišujeme několik situací, které mohou být příčinou případného nesouladu. Jedná se o vyjednávací sílu každého podniku oproti odběratelům, či dodavatelům, případně nedůsledným řízením splatnosti pohledávek, či řízením inkasa pohledávek.

Výše uvedené ukazatele aktivity, které sledují dobu obratu, jsou využívány zejména pro posouzení efektivnosti řízení cash flow a řízení pracovního kapitálu firmy. Na základě jejich výpočtu můžeme definovat tzv. obratový cyklus peněz (OCP). Obratový cyklus peněz je podkladem pro zjištění celkové doby, kdy jsou peníze vázány v nepeněžní formě. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 157)

$$\text{OCP} = \text{doba obratu zásob} + \text{průměrná doba inkasa} - \text{průměrná doba splatnosti}$$

Optimální hodnota obratového cyklu peněz neexistuje. Dle Čížinské (2018, s. 184) je z hlediska nákladů na kapitál vhodné, když je cyklus co nejkratší. Protože v tu chvíli je potřeba pro provozní činnost podniku menší objem peněz a tím se i snižují provozní náklady podniku. Ovšem v případě, že je cyklus příliš nízký, či dokonce záporný, je podnik vystaven většímu riziku, že nebude v budoucnu schopen hradit své závazky. V některých případech může záporná výše cyklu značit i velmi silnou vyjednávací pozici firmy vůči dodavatelům a odběratelům. Optimalizace délky obratového cyklu peněz a zároveň výše čistého pracovního kapitálu, podnik dosáhne nejlépe efektivním řízením jeho složek – zásob, pohledávek a závazků.

## Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti firmy měří rozsah, v jakém je daný podnik financován cizím kapitálem. (Synek, 2007, s. 342) Ukazatele zadluženosti slouží k posouzení finanční stability firmy, jejímž předpokladem je rovnováha v rámci finanční a majetkové struktury podniku. Obecně tedy posuzují rovnováhu mezi zdroji financování podniku a jejich přidělení do majetku. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 129) K analýze zadluženosti podniku můžeme přistupovat v několika rovinách – pokud je zadluženost firmy odvozená z položek pasiv v rozvaze a poměřuje se podíl ve kterém cizí zdroje financují majetek (aktiva) podniku (do této kategorie řadíme např. ukazatele celkové a dlouhodobé zadluženosti), nebo pokud vycházíme z výkazu zisku a ztráty a zkoumáme tzv. ukazatele dluhové schopnosti (např. ukazatel úrokového krytí), kde zkoumáme, jak je daný podnik schopen krýt náklady spojené s využitím cizího kapitálu (zde pak jako zdroj krytí uvažujeme celkový zisk firmy – EBIT). Mezi ukazatele zadluženosti dále můžeme zařadit i analýzy působení finanční páky, který zkoumá poměr mezi celkovými zdroji podniku a vlastním kapitálem. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 142-147) Je vhodné uvést, že zadluženost podniku není vždy vnímána jako negativní charakteristika. V některých případech může její růst přispět k celkové výnosnosti podniku a z toho důvodu i ke zvýšení tržní hodnoty podniku. Na druhou stranu roste riziko spojené s finanční nestabilitou. (Sedláček, 2011, s. 63)

Celková zadluženost (též někdy označována jako ukazatel věřitelského rizika) je definována jako poměr celkových dluhů (cizí kapitál) k celkovým aktivům (resp. pasivům) podniku:

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

Obecně můžeme předpokládat, že čím vyšší poměr mezi cizím kapitálem a celkovými zdroji podniku tím vyšší je zadluženost podniku a zároveň roste riziko ze strany věřitelů (proto věřitelé zpravidla požadují nižší hodnotu ukazatele). Naopak vlastníci podniku preferují větší účinek finanční páky, protože chtějí dosáhnout zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu. V souvislosti s celkovou zadlužeností je nutné tedy posuzovat i celkovou strukturu cizího kapitálu a dále celkovou výnosnost vloženého kapitálu. Protože právě zapojením cizích zdrojů do podniku lze docílit snížení nákladů na kapitál vyjádřených pomocí ukazatele vážených nákladů na kapitál (WACC). V rámci doporučení většiny autorů odborné literatury je vhodné udržovat hodnotu ukazatele pod úrovní 50 % při současném respektování situace v rámci odvětvových standardů. Obecně se ale považuje překročení 50% zadluženosti za vysoce rizikové, ale samozřejmě záleží na konkrétních možnostech a potřebách analyzovaného podniku. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 129; Scholleová, 2012, s. 181; Sedláček, 2011, s. 63-64)

Kromě ukazatele celkové zadluženosti, rozeznáváme i ukazatel tzv. dlouhodobé zadluženosti, jehož konstrukce je velmi podobná. A to z důvodu, že je někdy vhodnější brát v úvahu to, co právě na rozdíl od předchozího ukazatele dlouhodobá zadluženost sleduje, konkrétně jaká část celkového majetku (aktiv) je financována za pomoci dlouhodobého dluhu (dlouhodobého cizího kapitálu). Výpočet tohoto ukazatele nám může přinést podstatné informace v oblasti nalezení ideálního poměru (struktury) mezi krátkodobým a dlouhodobým dluhem podniku. Mezi dlouhodobý cizí kapitál řadíme především dlouhodobé úvěry, rezervy a dlouhodobé obchodní závazky. (Sedláček, 2011, s. 65) Dlouhodobou zadluženost podniku tedy spočítáme následujícím vztahem:

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

Předchozí ukazatele vycházely z analýzy položek rozvahy. Ovšem analýzu zadluženosti podniku můžeme posuzovat také z pohledu výsledovky, a právě k tomu slouží ukazatel úrokového krytí. Tento ukazatel poměří zisk před zdaněním a platbou úroků – EBIT s výši položky nákladových úroků. Jeho výpočet nám podává informaci o tom, kolikrát je zisk vyšší než placené úroky, dle toho lze posoudit, zda je pro podnik únosné jeho dluhové zatížení. Dále se prostřednictvím něj informují akcionáři podniku, zda je podnik schopen splácet úroky a věřitele o tom, zda jsou zajištěny jejich nároky v případě potenciální likvidace podniku. Protože právě neschopnost hradit úrokové platby prostřednictvím zisku značí blížký úpadek podniku. S růstem ukazatele naopak roste důvěryhodnost podniku v očích věřitelů. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 130) V rámci odborných publikací se můžeme setkat s obvyklým doporučením hodnoty ukazatele, která by neměla klesnout pod 3, např. Synek (2007, s. 346) doporučuje minimální hodnotu alespoň 6, ale třeba Kubíčková a Jindřichovská (2015, s. 147) uvádí hodnotu kolem 8, která by měla značit bezproblémovou situaci, resp. jinak zisk by měl být 8x vyšší.

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

Problematiku analýzy zadluženosti podniku můžeme dále rozšířit o analýzu působení finanční páky. V souvislosti s ní hovoříme především o efektu zvyšování rentability podniku, konkrétně rentability vlastního kapitálu za pomoci využití cizích zdrojů k financování podniku. Působení finanční páky posuzujeme pomocí rovnosti, či nerovnosti úrokové míry cizího kapitálu a schopnosti podniku tento vypůjčený kapitál zhodnotit, tuto schopnost měříme pomocí ukazatele ROA. (Čižinská a Marinič, 2010, s. 122-123)

Působení finanční páky rozlišujeme pro situace, kdy:

- Finanční páka působí pozitivně –  $\frac{EBIT}{A} > \text{náklady na cizí kapitál } (r_d)$ ,
- finanční páka působí negativně –  $\frac{EBIT}{A} < \text{náklady na cizí kapitál } (r_d)$ ,
- finanční páka nepůsobí nijak –  $\frac{EBIT}{A} = \text{náklady na cizí kapitál } (r_d)$ .

(Čížinská a Marinič, 2010, s. 122-123)

Ovšem samotné působení nám toho moc neřekne o tom, jak přesně finanční páka působí. Vyčíslený efekt finanční páky můžeme vyjádřit v procentních bodech výnosnosti ROE, což nám poskytne lepší pohled na to, jak využití cizího kapitálu zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu a o kolik procent přesně. Tento efekt definujeme vztahem:

$$\text{Efekt finanční páky} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} * (ROA - r_d) * (1 - \text{reálně placená daň})$$

## 2.4.5 Analýza ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Na závěr kapitoly o finanční analýze je vhodné zahrnout také analýzu pomocí hodnotových ukazatelů podniku. Současný trend v oblasti finančního managementu směřuje k užšímu propojení finanční analýzy výkonnosti podniku, a právě tvorby určité hodnoty pro vlastníky podniku. Tento přístup finančního řízení podniku označujeme jako hodnotové řízení, které je postaveno na provozní výkonnosti podniku, kterou porovnává s cenou kapitálu, resp. náklady na něj. (Fotr, 2012, s. 233) Konkrétně se zaměříme na analýzu za užití ekonomické přidané hodnoty (EVA). EVA je nástroj, který je zaměřený na měření finanční výkonnosti podniku, konkrétně na hodnocení vývoje hodnoty majetku vlastníků v čase. (Vochozka, 2011, s. 72) To vychází z předpokladu, že cílem zájmových skupin v podniku (zejména akcionářů, či vlastníků) je maximalizace tržní hodnoty firmy. Koncept metody EVA vznikl v 90. letech 20. st. v USA v konzultační společnosti Stern a Stewart. (Marinič, 2008, s. 39) EVA sleduje „*odhad skutečného ekonomického zisku podniku (či jeho částí) za příslušné období, obvykle rok.*“ Velkou předností ukazatele je, že kombinuje dosažený zisk, či hospodářský výsledek s mírou rizika spojeného s jeho dosažením. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 155-156)

Ukazatel EVA je možné vypočítat několika možnými způsoby, v této práci budeme vycházet ze vztahu, kde je čistý výnos z provozní činnosti očištěn o náklady na kapitál:

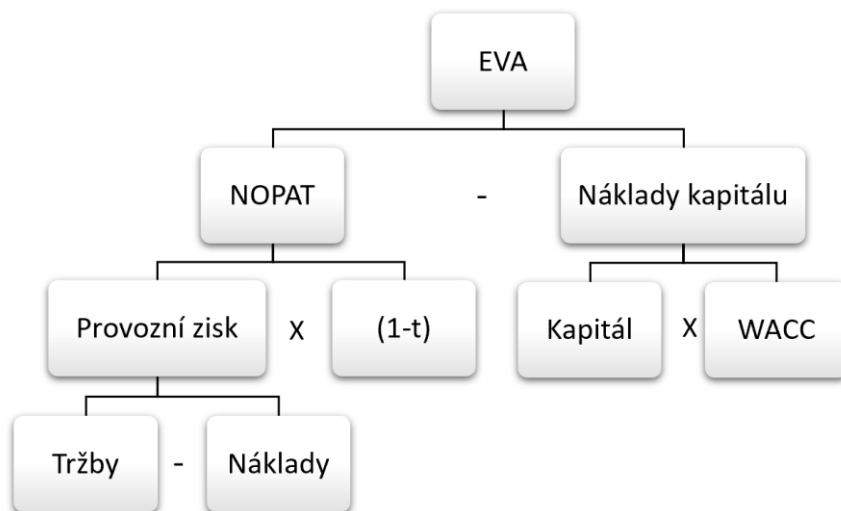
$$EVA = NOPAT - C * WACC,$$

kde NOPAT představuje provozní zisk po zdanění, C představuje veškerý investovaný kapitál v podniku a WACC reprezentuje vážené náklady na kapitál.

Na základě výpočtu ukazatele EVA můžeme zjistit, že i např. podnik, který v účetních výkazech vykazuje kladný zisk, nemusí tvořit kladnou ekonomickou přidanou hodnotu, tedy hodnotu, která byla vytvořena provozní činností podniku a převažuje nad hodnotou jeho nákladů vázaných v aktivech. Vyhodnocení ukazatele EVA vychází z logické úvahy, že pokud je hodnota vyšší než 0, analyzovaný podnik tvoří výše definovanou novou ekonomickou přidanou hodnotu. (Kislingerová, 2001, s. 90)

Výpočtem ukazatele nezjistíme pouze výslednou ekonomickou přidanou hodnotu podniku za uplynulé období, ale pomocí rozboru jeho součástí dokážeme lépe rozpoznat, v jaké oblasti jsou největší rezervy. Následující schéma zobrazuje rozklad výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty, z nichž mohou být patrnější způsoby, jak zvyšovat hodnotu firmy.

Obrázek 6 Rozklad ukazatele EVA



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 90), vlastní zpracování

Mezi způsoby, jak na základě rozkladu ukazatele EVA zvyšovat hodnotu podniku patří – „změna struktury kapitálu neboli efekt finanční páky, zvyšování provozního zisku, snižování nákladů na kapitál cestou volby levnějšího kapitálu (přijátého za nižší úrok), nebo omezování jeho výše přehodnocením a vyloučením neefektivních aktiv.“ Z těchto tvrzení se jen potvrzuje současný trend finančního managementu zaměřeného na hodnotové řízení, kdy úspěšnost managementu podniku je hodnocena na základě kritérií – tvorby provozního zisku, řízení nákladů a dále efektivnosti finančního řízení v oblasti alokace kapitálu. (Marinič, 2008, s. 40)

Jelikož je na základě metody Ekonomické přidané hodnoty založena jedna z výnosových metod oceňování podniku bude tato problematika dále doplněna v kapitole 3.2.2.

## **2.5 Provozně potřebná a nepotřebná aktiva**

Aby podnik mohl vykonávat svou podnikatelskou činnost, potřebuje k tomu aktiva o určité velikosti a struktuře včetně rezerv. Tyto aktiva označujeme jako nezbytná, resp. aktiva provozně potřebná. Hlavním důvodem pro takovéto rozdělení aktiv, je fakt, že část majetku podniku není využívána a tvoří jen malé nebo žádné příjmy. Tuto část majetku naopak označujeme jako provozně nepotřebná aktiva. Provozně nepotřebná aktiva přitom v typických průmyslových podnicích tvoří až 80 % majetku. (Janíček a Marek, 2013, s. 381) Takto rozdělená aktiva se poté oceňují zvlášť. Jejich rozdělení je vždy závislé na konkrétním oceňovaném podniku a je výrazně ovlivněno předmětem jeho činnosti. V úvahu bereme dle Maříka (2011a, s. 120-122) především tyto nejčastější skupiny provozně nepotřebných aktiv:

- Krátkodobý finanční majetek,
- Dlouhodobý finanční majetek,
- ostatní provozně nepotřebná aktiva.

Konkrétně u krátkodobého finančního majetku uvažujeme především krátkodobé cenné papíry a podíly, dále přebytečné množství peněžních prostředků (vyhodnotíme pomocí ukazatelů likvidity). V rámci dlouhodobé finančního majetku uvažujeme zejména dlouhodobé uložení peněz díky finančním investicím, pokud tento druh činnosti není základním předmětem jeho činnosti, měly bychom taková aktiva považovat za provozně nepotřebná. Mezi ostatní provozně nepotřebná aktiva se mohou řadit např. nemovitosti, které neslouží k základní činnosti podniku, pohledávky, které nesouvisejí s provozní činností podniku, nevyužívaný majetek jako nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky, nepotřebný dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek. Dále můžeme uvažovat i příliš velké zásoby, nadbytečnou kapacitu v podobě budov a strojů, nebo výrobních hal. Ovšem je nutné uvést, že v některých případech je oddělení provozně potřebných a nepotřebných částí velice těžké určit bez znalosti konkrétních informací z podniku. (Mařík, 2011a, s. 120-122)



V souvislosti s tímto tématem je ještě vhodné definovat pojmy jako provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní hospodářský výsledek. Provozně nutný investovaný kapitál je vyčíslený kapitál, který byl v minulosti investován pouze do provozně potřebných aktiv a znalci pomůže především v oblasti odhadu o potřebných a nepotřebných aktivech v současnosti. Jedná se o jedno ze základních východisek pro další propočty při postupu oceňování podniku. Za provozně nutný investovaný kapitál považujeme bilanční sumu, která je korigována o položky, které lze považovat za provozně nepotřebné a oběžný majetek, který je snížen o závazky podniku, u kterých nejsme schopni vyčíslit jejich náklad (typicky závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům nebo státu). Díky tomu pracujeme nikoliv s oběžným majetkem, ale s upraveným čistým pracovním kapitálem. Provozně nutný investovaný kapitál tedy získáme jako součet provozně potřebného dlouhodobého majetku a provozně potřebného upraveného čistého pracovního kapitálu. (Mařík, 2011a, s. 122-123)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření podniku je výsledek hospodaření, který je generován pouze provozně nutným investovaným kapitálem. Ten vyčíslíme pomocí přiřazení výnosů a nákladů k provozně nepotřebným aktivům, které odečteme od provozního výsledku hospodaření, který nalezneme v účetních výkazech. Typickými položkami, které zde uvažujeme, jsou zisky z prodeje majetku, odpisy (nově úpravy hodnot) budov a strojů, které neslouží k provozní činnosti a další významné náklady, které spojujeme s neprovozním majetkem podniku. Naopak k provoznímu hospodářskému výsledku je nutné přičíst finanční výnosy a náklady, které jsou spojené s provozním majetkem – typicky jsou to výnosy z cenných papírů, které jsou součástí provozně potřebného majetku a různé finanční náklady, které souvisí s denním provozem a majetkem, který je taktéž považován za provozně nutný. Korigovaný výsledek hospodaření je pak taktéž základním vstupem pro řadu oceňovacích metod. (Mařík, 2011a, s. 123-125)

Postup při rozdělení majetku v rámci ocenění podniku spočívá v rozřazení aktiv na potřebná a nepotřebná pro jeho provoz, důležité je si uvědomit že z tohoto majetku pak plynou výnosy a náklady. Proto je nutné výnosy a náklady, které plynou z provozně nepotřebných aktiv vyřadit z celkové sumy těchto veličin. Při stanovení hodnoty firmy proto v úvahu bereme jen provozně potřebná aktiva, které oceníme dle zvolené metody a sumu samostatně oceněných provozně nepotřebných aktiv přičteme až v závěru procesu ocenění. Vzájemná syntéza takto rozčleněného majetku nám umožňuje určit výslednou hodnotu podniku. (Janíček a Marek, 2013, s. 381)

## 2.6 Tvorba finančního plánu pro ocenění podniku

Ve finančních potřebách a zdrojích podniku dochází během roku ke značným výkyvům, v tomto ohledu je tedy cílem finančního řízení udržet finanční rovnováhu – soulad mezi výdaji (potřeby firmy) a příjmy (zdroji jejich financování), a právě k udržení této rovnováhy slouží jako vhodný nástroj v podniku finanční plánování. Přičemž hlavním úkolem finančního plánování je finančně zabezpečit naplnění cílů podniku a současně zlepšit, nebo v nejhorším případě udržet jeho finanční výkonnost na dosavadní úrovni v závislosti na nastavení finančních cílů. Zároveň by finanční plán měl vést k naplnění základního cíle podniku, a tím je maximalizovat tržní hodnotu firmy, resp. u akciových společností maximalizovat růst hodnoty akcie. V uceleném finančním plánu se promítá každá činnost v podniku, nebo zpětně – finanční plán finančně tyto činnosti zabezpečuje. Zároveň pokud má být finanční plánování efektivní, mělo by splňovat tyto požadavky – prognózování, nalezení optimálního finančního plánu a jeho včasná aktualizace. Finanční plány můžeme rozdělit na dlouhodobé (5-10 let), které slouží k naplnění dlouhodobých cílů firmy (např. investiční projekty) a krátkodobé (do 1 roku), které zabezpečují naplnění krátkodobých cílů a zároveň zajišťují splnění dlouhodobých finančních plánů. (Synek, 2007, s. 359; Kislingerová, 2007, s. 112-117)

Finanční plánování pro potřeby ocenění podniku má od klasického interního podnikového finančního plánování řadu odlišností. Zásadní rozdíl je ve funkci, kterou zde finanční plán plní – cílem finančního plánování pro účely ocenění podniku je pouze sestavení dokumentu, ze kterého „*bude možno čerpat data potřebná k naplnění vzorců.*“ Z důvodu toho jsou v plánu zahrnuty jen skutečnosti a účetní výkazy, které jsou klíčové pro konstrukci příslušných metod oceňování. Důraz je kladen nikoliv na detailní rozpracování plánu, ale především na klíčové položky s největším dopadem na hodnotu podniku – generátory hodnoty. Generátory hodnoty pak tvoří základní kostru finančního plánu budoucího vývoje podniku. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 138) Finanční plán je součástí postupu ocenění podniku, pokud oceňovatel usoudí, že je vhodné využít některou z výnosových metod. Finanční plán, který vytvořený pro využití výnosových metod má obvykle formu účetních výkazů sestavených za rok (období, které představuje první fázi). Mařík (2011a, s. 149) uvádí jako hlavní součásti finančního plánu tyto finanční výkazy:

- 1) Plánovaný výkaz zisku a ztráty,
- 2) plánovaná rozvaha,
- 3) příp. plánovaný výkaz cash-flow.

Plánovaná výsledovka je sestavena na základě stanovených tržeb a nákladů v jednotlivých obdobích plánu, jejichž rozdílem stanovíme plánovaný výsledek hospodaření před zdaněním a následně po odečtení daní i plánovaný čistý zisk. Plánovaná rozvaha kvantifikuje majetek podniku (aktiva) a zdroje jeho financování (pasiva) pro plánovaná období. Plánovaný výkaz cash-flow plánuje veškeré příjmy a výdaje v jednotlivých obdobích plánu v členění na provozní, investiční a finanční peněžní toky. (Fotr, 2012, s. 166) Je důležité si uvědomit, že finanční plán je součástí celkového podnikového plánu, který vychází z dlouhodobé koncepce, vize a strategie podniku. Při tvorbě finančního plánu jako podkladu pro stanovení hodnoty firmy nemůže člověk, který ocenění provádí, sestavit kompletní podnikový plán, ale měl by respektovat základní logické vazby mezi různými druhy podnikových plánů. (Mařík, 2011a, s. 149-150)

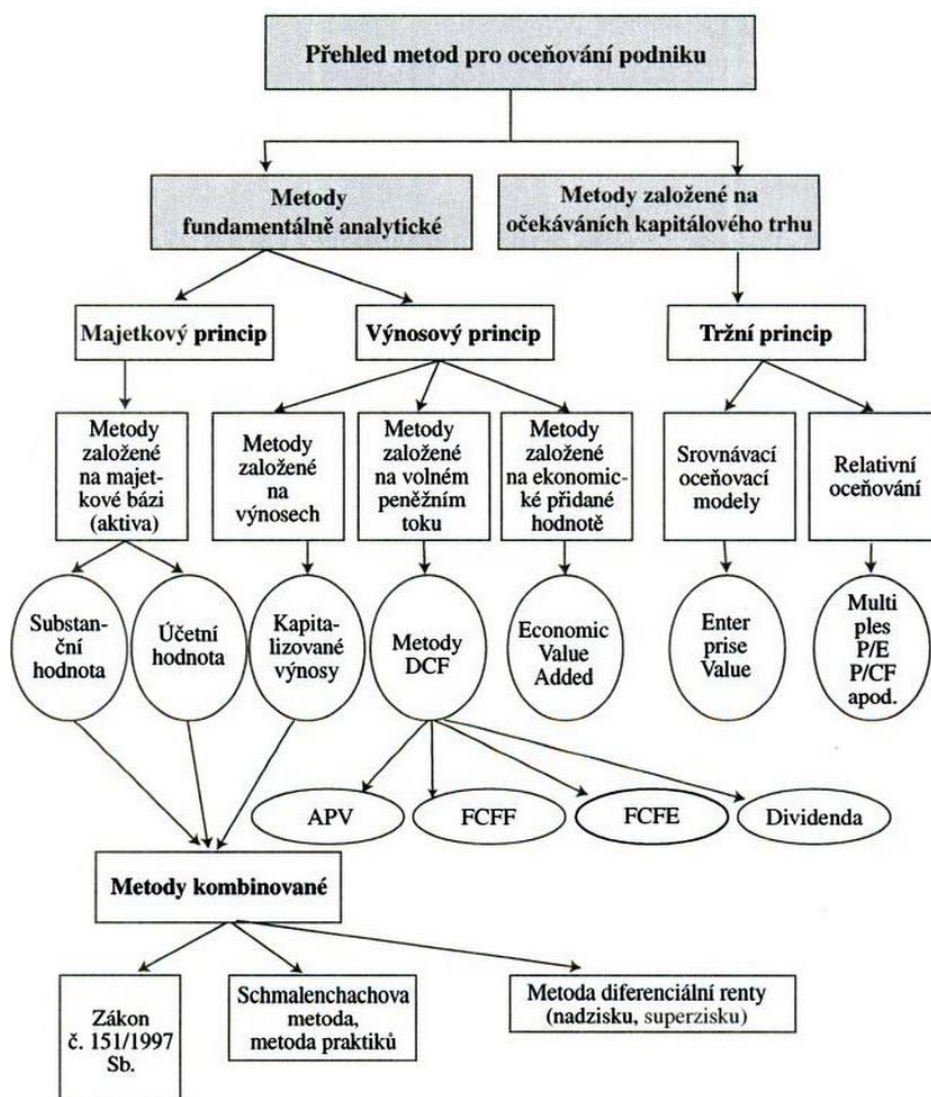
Konkrétní postup, jak vytvořit finanční plán oceňovaného podniku, často tvoří kombinace více plánovacích metod. Nejčastěji se využívají – metoda procenta z tržeb, extrapolace časových řad, expertní techniky, regresní analýza nebo propočítání z doplňujících údajů. Základní plánovací technikou je přitom dle Kislingerové (2007, s. 122-132) metoda procenta z tržeb. Princip metody procenta z tržeb *„spočívá v lineární závislosti vývoje určitých položek na pohybu tržeb z provozní činnosti, tedy na obratu podniku.“* Tudíž můžeme vycházet z předpokladu, že tyto položky *„tvoří konstantní procentuálně podíl na hodnotě provozních tržeb a na této úrovni jsou také zahrnuty do finančního plánu.“* Metodu můžeme označit jako velmi vhodnou pro plánování velké skupiny výnosových i nákladových účetních položek, stejně jako většiny položek majetku (aktiv), kromě provozně nepotřebného. Je třeba zmínit, že u některých položek tato přímá závislost neplatí – proto je vhodné zvolit jako alternativu metodu analýzy časové řady v historickém vývoji podniku. Tato metoda nám může nalézt určitý trend ve vývoji těchto položek, který by měl být zahrnut i do finančního plánu. Pokud je potřeba plánovat položky, které vykazují vysokou volatilitu (tj. číslo, které sleduje míru kolísavosti dané veličiny) bez sledovatelného trendu je vhodné převzít hodnotu z posledního roku, nebo případně průměrnou hodnotu za posledních např. 5 let. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 139-140; Kohout, 2013, s. 123)

Po samotném vytvoření finančního plánu je vhodné realizovat jeho stručnou finanční analýzu, resp. rychlý audit, který by měl být v souladu s finanční analýzou podniku provedenou za uplynulá období. Důvodem provedení zběžného auditu je ověření, zda prognóza budoucího finančního vývoje podniku koresponduje s jeho historickým vývojem. Na základě toho můžeme potvrdit, či upravit předpoklad o budoucím vývoji podniku, které jsme učinili v rámci strategické a finanční analýzy. To je důležité zejména pro volbu oceňovací metody. Případně můžeme doplnit podklady pro analýzu rizik, v oblastech jako nedostatečná výše čistého pracovního kapitálu, nízká plánovaná likvidita, vysoká zadluženost, což by se mělo, promítnou při stanovení diskontní míry v podobě vyšší rizikové přírážky. (Mařík, 2011a, s. 156-157).

### 3 Metody oceňování podniku

Cílem ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu prostřednictvím určité peněžní částky. Potenciál pokračujícího podniku je oceněn peněžním ekvivalentem. Výsledná hodnota, kterou oceňovatel hledá, se většinou opírá o více než jednu oceňovací metodu. Metody volíme především na základě účelu ocenění podniku, protože každá jednotlivá skupina metod je založena na rozdílném principu a jsou využitelné pouze, když účel ocenění a teze, na němž je metoda založena, jsou v souladu. Základní přehled nejpoužívanějších metod oceňování podniku dle Kislingerové (2001, s. 24), které budou předmětem této kapitoly, zobrazuje následující schéma:

Obrázek 7 Přehled metod pro oceňování podniku



Zdroj: Kislingerová (2001, s. 24)

## 3.1 Majetkové metody

Majetkové metody jsou metody, které jsou založené na stavových veličinách. Jejich základní princip „*spočívá v tom, že jsou oceněny jednotlivé majetkové položky podniku a hodnota podniku brutto je pak tvořena součtem hodnot těchto jednotlivých identifikovatelných majetkových položek. Hodnotu netto pak získáme odečtením všech závazků, které připadají v úvahu.*“ (Mařík, 2011c, s. 22) Majetkové metody jsou v celém širokém spektru metod těmi nejjednoduššími a označují se za základní modely pro ocenění podniku. Na podnik nahlížíjí skrze účetní hodnoty uvedené v účetní závěrce, které jsou snadno dohledatelné a dostupné pro širokou veřejnost. (Kislingerová, 2001, s. 127) Mezi majetkové metody oceňování podniku řadíme metody účetní hodnoty, metody substanční a likvidační hodnoty.

### 3.1.1 Účetní hodnota

Nejzákladnější a nejjednodušší majetková metoda vychází z faktu, že je zákonnou povinností každého podniku vést účetnictví, a navíc vždy jednou ročně sestavit účetní závěrku, která minimálně obsahuje tyto informace:

- Celkovou hodnotu podniku (bilanční suma),
- hodnotu základního kapitálu podniku (počet akcií \* nominální hodnota akcie),
- hodnotu vlastního kapitálu (aktiva – cizí zdroje).

Tato metoda totiž ztotožňuje výši bilanční sumy v rozvaze s hodnotou podniku. Je tedy patrné, že taková metoda výpočtu je velmi vzdálena od skutečné tržní hodnoty podniku. To je zřejmé především z toho důvodu, že aktiva (pasiva) jsou zobrazena historickou hodnotou (pořizovací cenou), která nerespektuje jejich současnou hodnotu, dále jsou některé hodnoty položek rozvahy určeny pouhým odhadem, uvažuje se pouze opotřebení dlouhodobého majetku, ale již nikoliv jeho možné zhodnocení atd. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 158)

Přesto Kislingerová (2001, s. 128) i přes výše zmíněné nedostatky považuje účetní hodnotu podniku za vypovídající z hlediska informací o velikosti původně investovaného kapitálu. Tuto hodnotu můžeme porovnat s aktuální tržní hodnotou podniku, a to nám velmi dobře poslouží ke zhodnocení úspěšnosti podniku v předchozích obdobích. Právě na tomto principu jsou dnes založeny moderní přístupy ke ekonomické přidané hodnotě. A zejména z těchto důvodů, a i přes své nedostatky je účetní hodnota podniku jednou z výchozích informací, která může sloužit pro ocenění podniku jako orientační bod a je možné ji brát dále v úvahu.

### 3.1.2 Substanční hodnota

Metoda substanční hodnota pracuje na podobném principu majetkové báze jako metoda účetní hodnoty. Podnik je oceněn jako soubor jednotlivých částí majetku, který přináší jak výnosy, tak dluhy, jimž je majetek podniku zatížen. Rozdíl v obou metodách je takový, že metoda substanční hodnoty sice vychází u účetních výkazů, ale jednotlivé položky jsou přeceňovány podle going-concern principu. Tím se stírá opatrnostní způsob v tvorbě účetnictví, kdy je většina položek majetku výrazně podhodnocena oproti její tržní hodnotě. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 158) Přičemž zásadní rozdíly v ocenění jsou dle Kislingerové (2001, s. 131) následující – dlouhodobý majetek podniku se oceňuje reprodukční cenou, oběžná aktiva jsou přeceněna dle likvidity a odhlíží se od reprodukčních cen a pasiva jsou rozšířena o potenciální závazky, které nemusí být v účetnictví uvedeny. Substanční hodnota tedy nehledí do minulosti, ale popisuje současný stav majetku, tedy kolik by pořízení stejného majetku, jakým firma disponuje, stálo v okamžiku ocenění. Výstupem je částka, kterou by daný investor musel zaplatit, aby vybudoval totožný podnik, který je objektem ocenění. Substanční hodnotu pak můžeme vyčíslit jako:

**Brutto substanční hodnota = *suma přeceněných aktiv,***

nebo pokud chceme stanovit hodnotu čistého obchodního majetku jako:

**Netto substanční hodnota = *suma přeceněných aktiv – přeceněné cizí zdroje.***

Tímto výpočtem pak získáme tržní hodnotu vlastního kapitálu podniku. Význam metody spočívá především v kvantifikaci majetkové základy podniku, identifikaci nastavení struktury zdrojů, odhad finančních rizik atd. Samotné názory na užití této metody jsou různé. Vochozka a Mulač (2012, s. 159) považují metodu za velmi pracnou a náročnou na množství, dostupnost a kvalitu informací a upřednostňují spíše výnosové metody. Jiní autoři, jí uvádí jako vhodnou metodu, pokud selže použití výnosových metod. Kislingerová (2001, s. 142) metodu považuje za velmi významnou z hlediska její kontrolní funkce, zejména v situaci, kdy jsou budoucí výnosy podniku značně nejisté. V praxi ji využíváme především v situacích, kdy: „*podnik nemá vyjasněný podnikatelský záměr, popř. jeho finanční zdraví je narušeno*“ nebo když „*podnik disponuje speciálními aktivy, které nelze využít pro jiný účel.*“ (Kislingerová, 2001, s. 142)

### 3.1.3 Likvidační hodnota

Metoda likvidační hodnoty je metoda, která není jako ostatní oceňovací metody, založena na principu going-concern (předpoklad neomezeného prosperujícího podniku). Naopak se zabývá situací, kdy podnik nemá jasnou budoucí perspektivu své podnikatelské činnosti, jelikož má problémy se zajištěním své budoucí existence. V takovém případě je pro vlastníky podniku vhodné zvážit, zda je lepší pokračovat v podnikání, nebo raději ukončit činnost a likvidovat majetek podniku. Suma peněžních prostředků, které jsou získány prodejem jednotlivých součástí majetku firmy se nazývá likvidační hodnota, která je snížena o odměnu likvidátora. Likvidační hodnota je dolní hranicí hodnoty podniku, pokud je její současná hodnota očekávaných budoucích výnosů nižší než právě hodnota likvidační, pak je likvidační hodnota výsledkem ocenění podniku. Konečný nárok vlastníků podniku na vyplacenou částku z prodeje firmy pak je dán rozdílem mezi hodnotou podniku (likvidační hodnota) a hodnotou závazků firmy (včetně odměny likvidátora). (Kislingerová, 2001, s. 143)

## 3.2 Výnosové metody

Dle návrhu českého standardu pro oceňování podniku (Mařík, 2011c, s. 13) můžeme výnosové metody definovat takto: „*Výnosové metody odhadují hodnotu podniku na principu současné hodnoty budoucích užiteků, které poplynou po datu ocenění držitelů kapitálu investovaného v podniku. Současná hodnota užiteků je pomocí diskontování nebo kapitalizace propočtena k datu ocenění.*“ Klíčovým předpokladem využití výnosových metod je dlouhodobé trvání firmy. Užitekem je chápán očekávaný výnos, který je na základě zvolené metody definován různou veličinou. Výnosy můžeme uvažovat jako diskont očekávaných budoucích peněžních toků (FCFF nebo FCFE), kapitalizovaný zisk nebo ekonomickou přidanou hodnotu (EVA). Vlastní kapitál podniku, který poskytují vlastníci a úročený cizí kapitál, který poskytují věřitelé, jsou chápáni jako držitelé investovaného kapitálu v podniku. Přičemž každá výnosová metoda využívá dle svého určení určitý typ diskontní míry (WACC nebo  $r_e$ ), což bude vše podrobně popsáno a vysvětleno dále. Dalším nutným parametrem při konstrukci výnosových metod je předpoklad, že tempo růstu pro pokračující fázi ( $g$ ) je vždy menší než dlouhodobý růst hodnoty HDP. Hlavním podkladem a vstupem při výpočtu výnosových metod je sestavený finanční plán. Mezi základní výnosové metody oceňování řadíme:

- Metodu diskontovaných cash-flow (DCF),
- metodu kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované metody, kterým je věnována vlastní kapitola.

### 3.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash-Flow – DCF) „vychází z toho, že investor měří budoucí užítky z drženého statku (v daném případě z podniku) peněžními toky, tj. veličinou, která skutečně nejreálněji odráží finanční užítky pro investora.“ V praxi se jedná o nejvyžívanější metodu, protože se teoreticky nejvíce přibližuje definici hodnoty aktiva (podniku). (Mařík, 2011b, s. 17) Rozlišovány jsou tyto varianty metody diskontovaných cash-flow:

- metoda DCF entity (entity – podnik jako celek),
- metoda DCF equity (equity – vlastní kapitál),
- metody DCF APV (adjusted present value – upravená současná hodnota).

Metody DCF je možné použít pouze za splnění určitých předpokladů, které se zakládají na efektivní funkci kapitálových trhů, skladbě kapitálové struktury, která je tvořena jen vlastním kapitálem a dluhy, existenci pouze daně z příjmů právnických osob a v trvalém investování podniku do minimálně výše jeho odpisů (going-concern princip). Metody jsou rozlišovány v závislosti na tom, „z pohledu jakého investora do podnikového kapitálu jsou tyto peněžní toky chápány.“ Metoda DCF entity se zaměřuje na podnik jako na celek, naopak DCF equity pouze z pohledu vlastníků. Dále se metody liší vymezením diskontní míry a bezprostředním výsledkem, který vyplývá z diskontu volných peněžních toků (Free Cash-Flow – FCF). Rozlišujeme volné peněžní toky do firmy (Free Cash-Flow to the Firm – FCFF), které jsou určeny jak pro vlastníky, tak pro věřitele a volné peněžní toky, které jsou určeny pouze pro vlastníky podniku (Free Cash-Flow to the Equity – FCFE). Platí, že FCFF diskontujeme váženými náklady na kapitál (WACC) a FCFE diskontujeme za pomoci výnosnosti vlastního kapitálu (re). Tím pádem se metody liší i vnitřní strukturou, ale pokud oceňovatel dodrží určité ekonomické principy, tak by se metody neměly lišit v odhadu konečného výsledku. (Mařík, 2011b, s. 17-18; Kislíngerová, 2001, 157-160)

#### 3.2.1.1 Metoda DCF entity

Metoda DCF entity je nejvyžívanější metodou oceňování podniku v současné praxi i odborných publikacích. Princip této varianty DCF spočívá v konstrukci „z pohledu vlastníků a úročených věřitelů, tj. z pohledu všech investorů poskytujících podniku explicitně zpoplatněný kapitál. Proto i volné peněžní toky představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak úročeným věřitelům.“ (Mařík, 2011b, s. 18) tyto volné peněžní toky označujeme jako volné peněžní toky do firmy (FCFF) a stanovíme je následujícím výpočtem:

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) + \text{ODPISY} - \Delta NWC - \text{nové investice}$$



Jedná se o toky, které jsou označovány jako veškeré provozní peněžní toky, které podnik generuje za využití svého provozního majetku. FCFF reprezentuje peněžní tok, ze kterého bude po zajištění rozvoje a dalších návazných činností podniku vyjádřených investicemi a změnou v čistém pracovního kapitálu, uspokojen nárok vlastníků a věřitelů podniku. (Kislingerová, 2001, s. 161) Jako diskontní míru pro ocenění budeme v případě metody DCF entity uvažovat ekvivalentně k uvažovanému výnosu – vážené náklady na kapitál (WACC).

Obecný tvar pro výpočet hodnoty podniku, za uvažovanou dobu předpokládané existence podniku ( $n$ ), má následující podobu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 - WACC)^t}$$

Ovšem v praxi nejčastěji předpokládáme nekonečně dlouhou existenci podniku (předpoklad going-concern), ale pro tak dlouhé období je nemožné plánovat jednotlivé peněžní toky, proto se v praxi zpravidla využívají pro vlastní ocenění podniku výnosovými metodami modely ve třech základních typech – model stabilního růstu, dvoufázový model propočtu a případně i třífázový model ocenění. Model stabilního růstu předpokládá hodnotu tempa růstu ( $g$ ) do nekonečna a zároveň konstantní výši budoucích volných peněžních toků po celou dobu existence podniku. Přičemž odhad tempa růstu uvažovaného výnosu můžeme stanovit na základě historických dat, z vnitřních parametrů podniku nebo z kvalifikovaných odhadů analytiků, ale současně by dlouhodobě měl dosahovat maximálně výše růstu HDP. Metodou DCF entity můžeme stanovit, při předpokladu stabilního růstu podniku, hodnotu podniku jako celku (Hodnota brutto –  $H_b$ ) za pomoci výpočtu vztahu:

$$H_b = \frac{FCFF_1}{(WACC - g)}$$

V případě použití dvoufázového modelu, který je v praxi nejvyužívanější, vycházíme z představy, že budoucí období podniku lze rozdělit do dvou fází. 1. fáze zahrnuje období, ve které je znalec schopen předpovědět budoucí volné peněžní toky pro jednotlivé roky (nejčastěji se uvažuje období 5 let). 2. fáze pak zahrnuje období od konce 1. fáze do nekonečna, tuto hodnotu ve druhé fázi pak označujeme jako pokračující hodnotu podniku. Pokračující hodnota podniku je vypočítána podle principu tzv. Gordonova vzorce. Ten je ovšem použitelný pouze při platnosti jeho základní podmínky, kdy  $WACC_{T+1}$  a zároveň dlouhodobý růst hodnoty HDP musí být větší než hodnota tempa růstu volného peněžního toku ( $g$ ). Hodnotu podniku za využití dvoufázového modelu metody DCF entity stanovíme výpočtem následujícího vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g_{T+1}} * \frac{1}{(1+WACC)^{T+1}}$$

(Kislingerová, 2001, s. 167-172; Mařík, 2011a, s. 178-183)

Je nutno podotknout, že výše zmíněnými postupy získáme hodnotu podniku brutto, tj. provozní hodnota, pro kterou platí:

- je rovna celkové hodnotě podniku (hodnotě aktiv ve smyslu investovaného kapitálu, který je očištěn o neúročený cizí kapitál),
- zachycuje pouze provozní část oceněného podniku. (Mařík, 2011a, s. 201)

Pokud bychom chtěli získat hodnotu vlastního kapitálu (netto hodnotu) podniku, museli bychom vypočtenou hodnotu upravit dle následujícího schématu:

Obrázek 8 Úprava výpočtu hodnoty podniku brutto na hodnotu podniku netto

$$\begin{aligned} & \text{Hodnota brutto (provozní hodnota)} \\ & - \text{Hodnota úročeného cizího kapitálu (k rozhodnému dni ocenění)} \\ \hline & = \text{Hodnota vlastního kapitálu (provozního)} \\ & + \text{Hodnota provozně nepotřebných aktiv (k rozhodnému dni ocenění)} \\ \hline & = \text{Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku} \end{aligned}$$

Zdroj: Mařík (2011a, s. 201)

### 3.2.1.2 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity je oproti tomu založena na principu, že „po celou dobu výpočtu pracuje přímo s vlastním kapitálem podniku.“ Volné peněžní toky určené vlastníkům podniku (FCFE) budeme předpokládat v pravděpodobnější variantě, kdy je podnik financován jak vlastním, tak cizím kapitálem. To znamená, že daný peněžní tok musíme očistit o část, která je určena na uspokojení věřitelů. Tím pádem tyto volné peněžní toky představují teoretické dividendy, nebo lépe potenciální výplaty podílu na zisku podniku pro jeho vlastníky. (Mařík, 2011b, s. 21; Kislingerová, 2001, s. 162) FCFE získáme výpočtem vztahu:

$$FCFE = EAT + ODPISY - \Delta NWC - \text{nové investice} - \text{splátky dluhu}$$

Metoda DCF equity je v praxi určena pro stanovení netto hodnoty podniku. Využívá se pro ocenění podniků, které mají stabilizovanou finanční páku, a tím stabilizovanou strukturu svého financování. Jelikož diskontní míra musí korespondovat s daným výnosem, na úrovni DCF equity – hodnoty pro vlastníky budeme jako diskontní míru uvažovat náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ ), která odráží veškerá rizika vlastníků spojená s tímto výnosem. (Mařík, 2011b, s. 22)

Vlastní ocenění podniku metodou DCF equity je analogické jako v případě využití metody DCF entity, ovšem, jak již bylo uvedeno, s využitím výnosu v podobě FCFE a diskontní míry na úrovni  $r_e$ . V modelu se stabilním růstem je dána hodnota vlastního kapitálu podniku (Hodnota netto –  $H_n$ ) následujícím vztahem:

$$H_n = \frac{FCFE_1}{(r_e - g)}$$

Při stanovení hodnoty podniku za využití dvoufázového modelu, s využitím Gordonova vzorce pro stanovení pokračující hodnoty podniku ve druhé fázi. Hodnota vlastního kapitálu podniku stanovena dle výpočtu vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{r_{eT+1} - g_{T+1}} * \frac{1}{(1+r_e)^{T+1}}$$

Výsledkem výpočtu je netto hodnota podniku, ke které je dále přičtena hodnota provozně nepotřebných aktiv podniku k rozhodnému dni ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 172-173; Mařík, 2011b, 21-23)

### 3.2.1.3 Metoda DCF APV

Metoda DCF APV (adjusted present value – upravená současná hodnota) je jak v české, tak zahraniční praxi nejméně využívanou metodou výpočtu diskontovaných cash-flow. Jedná se o metodu, která se využívá ve dvou krocích a její specifikum je, že hodnota brutto se skládá ze dvou částí:

- zvláště se počítá výnosová hodnota nezadluženého podniku na základě FCFF diskontovaným nezadluženou verzí nákladů vlastního kapitálu,
- poté se k této hodnotě přičte hodnota daňového štítu, který vyplývá z nákladových úroků v případě, že je podnik částečně financován úročenými cizími zdroji.

Hodnota nezadlužené firmy vychází z hypotézy, kdy by všechna provozně potřebná dlouhodobá aktiva byla kryta pouze vlastními zdroji podniku. Volné peněžní toky, které vyprodukuje celý podnik (na úrovni FCFF) jsou financovány pouze vlastním kapitálem a diskontovány náklady na vlastní kapitál. Tím získáme ocenění celkového investovaného kapitálu (entity), ale pouze za předpokladu, že nebude financován cizími úročenými zdroji, tudíž nezachycuje daňovou úsporu, která plyne z nákladových úroků, které tvoří část hodnoty pro vlastníky podniku. Hodnota daňového štítu je pak v druhé části sestavení metody odvozena součinem úročeného cizího kapitálu, úrokové míry, která plyne z jeho využití a sazby daně z příjmu. Samotné ocenění obvykle opět provedeme dvoufázově. (Mařík, 2011b, s. 23-26)

### 3.2.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda EVA stejně jako další výnosová metoda DCF entity vyhodnocuje hodnotu podniku jako celku. V případě metody ekonomické přidané hodnoty uvažujeme užitek, který je měřený výnosem v podobě ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel sám o sobě představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížen o náklady na kapitál. Výnosem zde konkrétně tedy uvažujeme hodnotu EVA dle jejího klasického výpočtu:

$$EVA = NOPAT - C * WACC,$$

NOPAT představuje provozní zisk po zdanění – jelikož v českých účetních výkazech tento typ zisku nenajdeme je možné ho pro účely stanovení hodnoty EVA v českých podnicích získat přibližným výpočtem, kdy budeme předpokládat, že NOPAT je zhruba roven následující aproximaci:

$$NOPAT \doteq EBIT * (1 - \text{sazba daně z příjmu právnických osob})$$

C představuje veškerý investovaný kapitál v podniku, za který se ve většině případů považuje vlastní kapitál a dlouhodobých cizí kapitál podniku. Je chápán jako hodnota nutně vázaných aktiv pro dosažení zisku z operační činnosti. V dalším výkladu budeme využívat jako ekvivalent pojem čistá operační aktiva (Net Operating Assets – NOA) a NOPAT by měl obsahovat pouze ty výnosy a náklady, které s těmito aktivy souvisí. (Mařík, 2011a, s. 284-285) WACC reprezentuje vážené náklady na kapitál, které je také možno odvodit několika způsoby. V této práci budeme vycházet z úpravy modelu dle Kislingerové (2007, s. 106-107), kde můžeme vážené náklady na kapitál získat výpočtem vztahu:

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

Kde  $r_d$  jsou náklady na cizí kapitál (úrok),  $t$  je sazba daně z příjmu právnických osob,  $r_e$  jsou náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastního kapitálu),  $D$  je úročný cizí kapitál (dluhy),  $E$  je vlastní kapitál a  $C$ , jak již bylo zmíněno celkový zpoplatněný kapitál neboli dlouhodobě investovaný kapitál. Postupy výpočtu dílčích složek WACC bude vysvětleno v kapitole věnující se stanovení diskontní míry pro ocenění podniku výnosovými metodami.

Pokud ukazatel EVA využijeme jako nástroj pro ocenění podniku, je možné ho podobně jako metodu DCF uvažovat ve třech variantách:

- EVA entity,
- EVA equity,
- EVA APV.

V této práci budeme vycházet z nejčastěji používané verze pro praxi – metody EVA entity. Nejprve vypočítáme hodnotu aktiv (hodnotu pro vlastníky i věřitele), poté odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku jen pro jeho vlastníky (tržní hodnotu vlastního kapitálu). Hodnota operačních aktiv je dána součtem čistých operačních aktiv (NOA) a tržní přidanou hodnotou (MVA), což je současná hodnota budoucích EVA. Pro výpočet hodnoty podniku ( $H_n$  – hodnota podniku netto) volíme obvykle dvoufázovou metodu. (Mařík, 2011a, s. 295-297) Vzorec pro výpočet je definován následovně:

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

kde  $NOA_0$  – čistá operativní aktiva k datu ocenění (někdy bývá zaměněno za  $C_0$  jako investovaný kapitál v přítomnosti),

$T$  – počet let explicitně plánovaných hodnot EVA,

$D_0$  – hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

$A_0$  – neoperativní aktiva k datu ocenění,

$g$  – průměrné roční tempo růstu EVA.

Hodnota podniku je určena dvoufázově, protože předpověď zisku na příliš dlouhou dobu dopředu není ve většině případů reálná. Hodnotu podniku vyjádřenou jako hodnotu vlastního kapitálu získáme součtem čistých operačních aktiv v přítomnosti (k datu ocenění) a sumy diskontované hodnoty EVA v první fázi a věčnou rentou, ze stabilně určené výše EVA donekonečna v druhé fázi, kterou ale musíme převést na současnou hodnotu. Výnosy v případě využití metody EVA diskontujeme na úrovni předpokládané stabilní hodnoty vážených nákladů na kapitál, i když přesnější by bylo ji vypočítat pro každý rok zvlášť v závislosti na změně struktury kapitálu. (Mařík, 2011a, s. 297)

### 3.2.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou netto, či equity, tzn., že výnosová hodnota se počítá z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu podniku, který diskontujeme na úrovni nákladů na vlastní kapitál a jejím výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2011a, s. 257)

Metoda je založena na analýze a úpravě výsledků podniku, kterých podnik dosáhl v minulosti. Základním zdrojem dat jsou historické účetní výkazy za posledních minimálně 3-5 let. Dále je nutné provést prognózu budoucích čistých výnosů a propočítat finanční potřeby a nutné korekce čistých výnosů. Úprava minulých výsledků hospodaření firmy je prováděna podle podobných zásad jako u ostatních výnosových metod, cílem úpravy pak je především zjištění skutečného výsledku hospodaření, který by mohl být případně rozdělen mezi vlastníky podniku a dosáhnout srovnatelnosti mezi minulostí a budoucností, tak aby minulé výsledky hospodaření mohly být podkladem pro prognózu a plánování budoucího stavu. Propočítání výnosové hodnoty je možné získat dvěma základními způsoby – analytickou nebo paušální metodou kapitalizace čistých výnosů. Analytická metoda propočtu je postavena na prognóze budoucích výsledků hospodaření, který je očištěn o vliv financování. Pokud budeme uvažovat paušální metodu, tak ta je oproti tomu, postavena na analýze minulých výsledků podniku a jejich prognóze do budoucnosti, přičemž je tato budoucnost buď omezená a těžko předvídatelná. Využívá se proto především pro podniky, které tyto znaky nejisté budoucnosti splňují a je u nich možnost jak dalšího růstu, nebo ukončení činnosti. Ale jelikož budeme spíše uvažovat trvalou existenci podniku (going-concern princip) a zároveň máme k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů, můžeme provést propočítání výnosové hodnoty podniku pomocí analytické metody. (Mařík, 2011a, s. 263-271) Tu budeme uvažovat ve dvoufázovém modelu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

kde  $\check{C}V_t$  – odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$  předpovědi,

$T$  – délka období, po které jsme schopni odhadnout čistý výnos (délka první fáze),

$T\check{C}V$  – trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi, při stabilní úrovni odnímatelných čistých výnosů,

$i_k$  – kalkulovaná diskontní míra na úrovni vlastního kapitálu.

### 3.2.4 Diskontní míra pro ocenění podniku výnosovými metodami

Diskontní míra tvoří významnou součást výpočtu metod s využitím diskontovaného cash-flow, které slouží ke stanovení hodnoty oceňované firmy. Diskontní míra plní úlohu, že budoucí výnosy jsou převedeny na jejich současnou hodnotu a vyjadřují očekávanou výnosnost investic v čase a zároveň zohledňují míru rizika, která je s takovou investicí spojena. Diskontní míra tedy zahrnuje jak faktor času, tak riziko spojené s nejistotou ohledně výnosu z investice. Určení diskontní míry pro výpočty výnosových metod oceňování podniku závisí především na formě budoucího výnosu, který se k dané metodě váže a s ním spojenou mírou rizika. (Kislingerová, 2001, s. 174) Pravidla pro spojení určitého typu výnosu s diskontní mírou zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 2 Přiřazení konkrétní diskontní míry k určitým typům výnosu

Výnosová metoda	Forma budoucího výnosu	Stanovení diskontní míry
DCF entity	FCFF	WACC
DCF equity	FCFE	$r_e$
DCF APV	FCFF	$r_e$
Ekonomická přidaná hodnota	EVA	WACC

Zdroj: Kislingerová (2001, s. 26), vlastní úprava

Konkrétní postup výpočtu a odvození jednotlivých typů diskontu, které budeme používat pro potřeby určení diskontní míry v uvažovaných výnosových modelech ocenění podniku je následující – WACC, které jak již bylo několikrát zmíněno, představuje vážené náklady na kapitál, které je možno odvodit několika způsoby. V této práci, abychom zachovali konzistentnost budeme i dále vycházet z úpravy modelu dle Kislingerové (2007, s. 106-107), kde můžeme vážené náklady na kapitál získat výpočtem vztahu:

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

Kde  $r_d$  jsou náklady na cizí kapitál (úrok),  $t$  je sazba daně z příjmu právnických osob,  $r_e$  jsou náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastního kapitálu),  $D$  je úročený cizí kapitál (dluhy),  $E$  je vlastní kapitál a  $C$ , jak již bylo zmíněno celkový zpoplatněný kapitál neboli dlouhodobě investovaný kapitál.

Náklady na cizí kapitál ( $r_d$ ), které představují úroky, které podnik platí svým věřitelům za poskytnutý cizí kapitál, získáme podílem nákladových úroků a dlouhodobých závazků. Tyto náklady jsou dále sniženy o tzv. daňový štít  $(1-t)$ .

Náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ ) lze dle Kislingerové (2001, s. 187-198) stanovit více možnostmi. V této práci budeme vycházet zřejmě z nejpoužívanějšího modelu ke stanovení nákladů na vlastní kapitál – modelu oceňování kapitálových aktiv (Capital Asset Pricing Model – CAPM), který je definován vzorcem:

$$r_e = r_f + \beta_{levered} * (r_m - r_f),$$

kde  $r_f$  – bezriziková výnosová míra,  
 $r_m$  – průměrná výnosnost kapitálového trhu,  
 $(r_m - r_f)$  – tržní riziková přírážka,  
 $\beta_{levered}$  – koeficient vyjadřující míru tržního rizika.

Jako bezrizikovou výnosovou míru budeme uvažovat míru výnosnosti desetiletých státních dluhopisů. Koeficient  $\beta_{levered}$  získáme převodem koeficientu  $\beta_{unlevered}$  pomocí následujícího vztahu:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} \left( 1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right)$$

Koeficient  $\beta_{unlevered}$  nalezneme v soukromé databázi prof. A. Damodarana (Damodaran, 2012–2019b), v sekci Levered and Unlevered Betas by Industry. Na těchto stránkách můžeme taktéž nalézt tržní rizikovou přírážku pro většinu států na světě a pro naše potřeby i pro Českou republiku, a to v sekci Risk Premiums for Other Markets. (Damodaran, 2012–2019a) Nebo můžeme využít doporučené hodnoty na základě ratingového hodnocení zemí od renomovaných agentur, jako jsou např. Moodys nebo Standard & Poors.



### 3.3 Kombinované metody

Princip kombinovaných metod oceňování podniku se zakládá na agregaci výsledků získaných využitím výnosových a majetkových metod a jsou jejich kombinací. Mezi kombinované metody patří Schmalenbachova metoda střední hodnoty, její upravená verze vážené střední hodnoty a metoda nadzisku, či superzisku. Tyto metody se nejčastěji používají k výslednému souhrnnému ocenění a celkové syntéze zjištěných výsledků. (Kislingerová, 2001, s. 237)

#### 3.3.1 Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Schmalenbachova metoda představuje kombinaci výnosového přístupu s majetkovým. Kislingerová (2001, s. 237) jí považuje za metodu „obchodníků a praktiků," jejíž podstatou je, že „hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem.“ Schmalenbachova metoda se snaží najít kompromis mezi zmíněnými metodami a oba přístupy k hodnotě podniku promítnout do jednoho ukazatele, kde:

H – hodnota podniku,

V – hodnota výnosu,

S – hodnota substance, poté můžeme vzorec vypočítat tímto vztahem:

$$H = \frac{V + S}{2}$$

Hodnota podniku je tedy dána aritmetickým průměrem mezi hodnotou výnosu (dle výnosové metody kapitalizace zisku) a hodnotou substance (konkrétně netto substanční hodnotou). Výstupem této metody je tedy určení tržní hodnoty vlastního kapitálu podniku. (Vochozka, 2012, s. 162)

Je nutné poznamenat, že tato metoda nemá výraznou oporu v teorii, jelikož sloučení výnosové a majetkové hodnoty nemá příliš velké logické opodstatnění a postrádá ekonomickou interpretaci. Přesto je metoda velmi oblíbeným nástrojem, a to zejména z důvodu jednoduchosti jejího výpočtu. Navíc empirické studie dávají často jejím výsledkům zapravdu, proto je označována, jak již bylo zmíněno jako metoda praktiků. (Vochozka, 2012, s. 162-163) Kislingerová (2001, s. 237) však zdůrazňuje, že její použití není vhodné pro všechny druhy podniků. Její aplikace se doporučuje pro průmyslové podniky, kde jsou v převaze hmotná aktiva, a existuje podmíněnost výnosové hodnoty na majetkovou bázi. Naopak u podniků, které působí v oblasti finanční nebo poradenské, je užití metody považováno za nevyužitelné.

### 3.3.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda vážené střední hodnoty je upravenou verzí Schmalenbachovy metody a její využití v praxi je častější. Opět kombinuje výnosové a majetkové přístupy, ale na rozdíl od předchozí verze využívá vážený průměr. Výpočet tržní hodnoty podniku je pak stanoven na základě přiřazené váhy stavovým a tokovým veličinám, které jim přiřazují jejich relativní podíl na konečně vypočtené hodnotě. Vzorec uvažujeme ve tvaru:

$$H = v_1 * V + (1 - v_1) * S,$$

kde  $v_1$  je koeficient, který vyjadřuje váhu výnosové hodnoty. Přičemž tento koeficient nejčastěji uvažujeme v rozmezí mezi 0,5 – 0,7. (Kislingerová, 2001, s. 238; Vochozka a Mulač, 2012, s. 163)

### 3.3.3 Metoda nadzisku (superzisku)

Tato metoda je analogií metod s využitím střední hodnoty s rozdílem v tom, že oceňovatel využívá pojem nadzisk, či superzisk. Princip metody spočívá v tom, že „podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu.“ Nadzisk, či superzisk (SZ) je pak definován jako rozdíl mezi vyprodukovaným ziskem (Z) a hodnotou substance (S), který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika (tedy vynásobeným s kalkulovaným bezrizikovým výnosem i):

$$SZ = Z - i * S,$$

Hodnotu podniku (H) při takto trvale dosahovaném nadzisku získáme právě podílem nadzisku a výnosové míry, nebo míry kapitalizace (k):

$$H = \frac{Z - i * S}{k} = \frac{SZ}{k}$$

Ovšem je nutno podotknout, že tento výpočet se vztahuje pouze k situaci, kdy je nadzisk očekáván donekonečna. V případě, že je to nereálné je nutné vzorec modifikovat. (Kislingerová, 2001, s. 240; Vochozka a Mulač, 2012, s. 163-164)

## 3.4 Tržní metody

Tržní metody dle návrhu českého standardu pro oceňování podniku (Mařík, 2011c, s. 13) „*odvozují hodnotu podniku přímo z dat o hodnotách na trhu. Trhem se přitom rozumí především trh s podniky, s vlastnickými podíly v podnicích a kapitálový trh.*“ Tržní metody, jsou založené na otázce, za kolik se určitá věc v daném období prodává. Mařík (2011a, s. 303) definuje dvě skupiny možností, jak tyto metody odvodit pro situaci ocenění podniku:

- Přímé ocenění z dat kapitálového trhu,
- ocenění metodami tržního porovnání.

### 3.4.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Aplikace této metody, která je použitelná pro akciové společnosti, je postavena na principu vynásobení počtu akcií jejich cenou na kapitálovém trhu. Čímž získáme tržní kapitalizaci podniku. Přičemž cenu akcie neurčuje její aktuální tržní cena, ale její průměrná hodnota za určité historické období (délka zvoleného vychází zejména ze zkušenosti oceňovatele a charakteru trhu), tím eliminujeme krátkodobé výkyvy ve vývoji ceny akcie. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 164; Mařík, 2011a, s. 303-304)

Ovšem v českém prostředí má uplatnění této metody značné omezení, zejména z důvodu nerozvinutosti kapitálového trhu, protože ne všechny akcie firem jsou obchodovatelné na kapitálovém trhu, a tudíž není z čeho vycházet. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 164)

### 3.4.2 Metody tržního porovnání

Využití metod tržního porovnání vychází stejně jako u předchozí metody z dat na kapitálovém trhu, ale je možné je využít i pro podniky, pro které to v předchozí metodě přímého ocenění nebylo možné. Princip metody tržního porovnání je postaven v porovnání oceňovaného podniku s jiným, ale velice podobným podnikem, jehož hodnotu je možné spolehlivě zjistit. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 164) Metody můžeme rozdělit, dle jejich uplatnění v těchto rovinách:

- Metoda srovnatelných podniků,
- metody tržních multiplikátorů,
- srovnání s podniky, jejichž podíly byly oceněny pro vstup na burzu,
- metoda srovnatelných transakcí. (Mařík, 2011a, s. 305)

Pozornost budeme věnovat především prvním dvěma metodám. Metodu srovnatelných podniků aplikuje dle Kislingerové (2001, s. 248) tak, že vybereme soubor 6–8 podniků (z důvodu statisticky průkazných závěrů), přičemž tyto podniky by měly být srovnatelné především v oblastech předmětu podnikání, oboru, velikosti podniku, historie a kapitálové struktury. Ovšem v českých podmínkách opět není lehké vybrat takhle značný soubor stejných podniků, a navíc získání relevantních informací je velmi obtížné a bez dostatečném počtu těchto podrobných informací lze metodu použít pouze pro orientační srovnání.

Metody tržních multiplikátorů jsou postaveny na principu, že zdroj hodnoty pochází z průměru hodnot v daném odvětví, které jsou doplněny o interval běžných hodnot, a nikoliv pouze z několika vybraných srovnatelných podniků. Pro svou jednoduchost jsou navíc v praxi velmi oblíbeným nástrojem pro oceňování, ale na rozdíl od výnosových metod nejsou příliš průkazným nástrojem pro stanovení hodnoty podniků, a to zejména z důvodů, že trh s podniky není v českých podmínkách nikterak rozvinutý, neexistuje ucelený přehled o všech případech koupě podniku, máme k dispozici neúplné informace o cenách, které byly zaplacené za jednotlivé podniky, a dále není zcela zřejmé, za co byla přesně cena zaplacená, protože kupující nekupuje podnik, ale jeho budoucí očekávané výnosy spojené s rizikem. To jsou značná omezení, která stírají výhody metod tržních multiplikátorů na nerozvinutém kapitálovém trhu, za nějž lze trh s podniky považovat. (Mařík, 2011a, s. 315-319) Mezi nejpoužívanější tržní multiplikátory dle Vebera (2016, s. 237) řadíme:

- $P/E$  (Price/Earnings ratio) =  $\frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{čistý zisk}}$ ,
- $Value/EBITDA$  =  $\frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené cizí zdroje} - \text{finanční aktiva}}{EBITDA}$ ,
- $Value/EBIT$  =  $\frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené cizí zdroje} - \text{finanční aktiva}}{EBIT}$ ,

kde se tržní kapitalizací rozumí součin tržní ceny akcie a počtu vydaných akcí. Odhad hodnoty podniku na základě definovaných multiplikátorů poté můžeme získat výpočtem vzorců:

$$\text{Odhad hodnoty} = (P/E)_{\text{odvětví}} * E_{\text{podniku}}$$

$$\text{Odhad hodnoty} = (EV/EBITDA)_{\text{odvětví}} * EBITDA_{\text{podniku}}$$

$$\text{Odhad hodnoty} = (EV/EBIT)_{\text{odvětví}} * EBIT_{\text{podniku}}$$

# **Praktická část**

## 4 Představení společnosti LINET

### 4.1 Základní informace o podniku LINET

Obrázek 9 Logo společnosti LINET



Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019a)

Základní informace o společnosti LINET spol. s r.o. zobrazuje následující tabulka. Úplný výpis z obchodního rejstříku je uveden v příloze.

Tabulka 3 Základní informace o společnosti LINET

Obchodní firma:	L I N E T spol. s r.o.
Sídlo společnosti:	Želevčice 5, 274 01 Slaný
Identifikační číslo:	00507814
DIČ:	CZ00507814
Webové stránky:	<a href="http://www.linet.com/cs/">http://www.linet.com/cs/</a>
Telefon:	+420 312 576 111
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum zápisu:	3. září 1990
Základní kapitál:	50 000 000,- Kč

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019a), vlastní úprava

Společnost LINET spol. s r.o. vznikla v roce 1990 v Želevčicích u Slaného, kde firma působí až do současnosti. V areálu firmy se nachází jak výrobní závod, tak administrativní prostory firmy a areál se každým rokem více a více rozrůstá. Zakladatelem LINET spol. s r.o. je pan Ing. Zbyněk Frolík. Firma se profiluje jako přední světový výrobce zdravotnických lůžek s roční produkcí cca 40 tis. zdravotnických lůžek. Na českém trhu je firma bezkonkurenčně č. 1 ve svém odvětví. V současnosti se dále firma řadí mezi největší výrobce nemocničních a pečovatelských lůžek na světě. Produkce firmy tudíž cílí především na export – LINET v současnosti vyváží své výrobky do více než 100 zemí po celém světě. Firma svého postavení dosáhla zejména díky inovacím, které prokazatelně zkvalitňují úroveň zdravotní péče po celém světě. Filozofie společnosti je postavena na poskytování nejvyšší kvality života, dlouhé životnosti lůžek a bezpečnosti výrobků pro pacienty. Nejvyšší hodnotu pro pacienta (zákazníka) tvoří zejména nabídka produktů šitých na míru konkrétní situaci a konkrétním zákaznickým potřebám. Společnost LINET si dále zakládá na moderním designu, kvalitním zpracování produktů a vysoké technologické úrovni výroby. (LINET spol. s r.o., 2019b)

## Holding LINET Group SE

Od roku 2011 je LINET součástí nadnárodní skupiny firem LINET Group SE, se sídlem v Nizozemsku. Holding LINET Group SE vlastní 100 % podílů v českém LINET spol. s r.o. Jelikož pro celý holding je klíčový mezinárodní obchod – snaží se své produkty dostat co nejbližší k cílovým trhům. Toho dosahuje prostřednictvím patnácti dceřiných firem a pečlivě vybraných lokálních partnerů, kteří v daných zemích působí pod exkluzivní značkou LINET. (LINET spol. s r.o. , 2019b) Samotný LINET spol. s r.o. má přitom podíl v deseti dceřiných firmách, které mají spojitost s hlavní činností podniku a dále ve vlastní mateřské škole. Tyto majetkové podíly zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 4 Dceřiné společnosti podniku LINET

Název společnosti	Podíl společnosti LINET s.r.o.	Sídlo společnosti	Země působení
BORCAD Medical, a.s.	100%	Fryčovice	Česká republika
LINET Americas	100%	Charlotte	USA
LINET France SAS	100%	Chambrey les Tours	Francie
LINET Italia	100%	Poncarele	Itálie
LINET Sweden	100%	Solna	Švédsko
LINET UK	100%	Hampshire	Velká Británie
LINET CEE	100%	Moskva	Rusko
LINET do Brasil, Ltda.	90%	Sao Paulo	Brazílie
wissner-bosserhoff belgium bvba / sprl	100%	Mechelen	Belgie
wissner-bosserhoff MEXICO	10%	Naucalpan	Mexiko
Mateřská škola Linetka s.r.o.	100%	Želečnice	Česká republika

Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019c), vlastní zpracování

Nizozemský vlastník LINETu – LINET Group SE, který je z 50 % vlastněn společností LINET Holding s.r.o. se sídlem v České republice a z 50 % německou společností Wissner-Bosserhoff GmbH, dále zastřešuje další firmy ze skupiny, které zachycuje následující tabulka: (LINET spol. s r.o. , 2019b)

Tabulka 5 Další součásti holdingu LINET Group SE

Název společnosti	Sídlo společnosti	Země působení
LINET CEE	Moskva	Rusko
LINET Iberia	Madrid	Španělsko
wissner-bosserhoff GmbH	Wickede	Německo
wissner-bosserhoff France S.A.R.L.	Chambrey les Tours	Francie
wissner-bosserhoff Nederland B.V.	Dordrecht	Nizozemsko

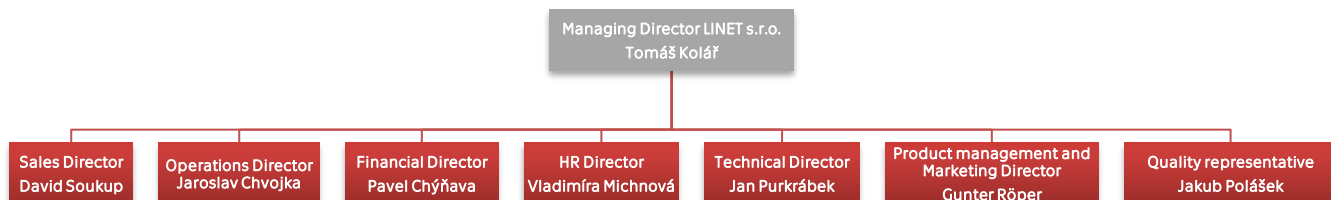
Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019b)

Výrobní závody holdingu se nachází ve městech Slaný, Fryčovice a Wickede, ze kterých je poté vyrobená produkce dále distribuována.

## Organizační struktura

Výkonným ředitelem firmy LINET je Tomáš Kolář. Jednateli LINETu jsou zakladatelé Ing. Zbyněk Frolík, Ing. Jaroslav Chvojka a Ing. Tomáš Kolář. (LINET spol. s r.o. , 2019c) Organizační strukturu vrcholového vedení firmy zobrazuje následující schéma.

Obrázek 10 Organizační struktura vrcholového vedení firmy

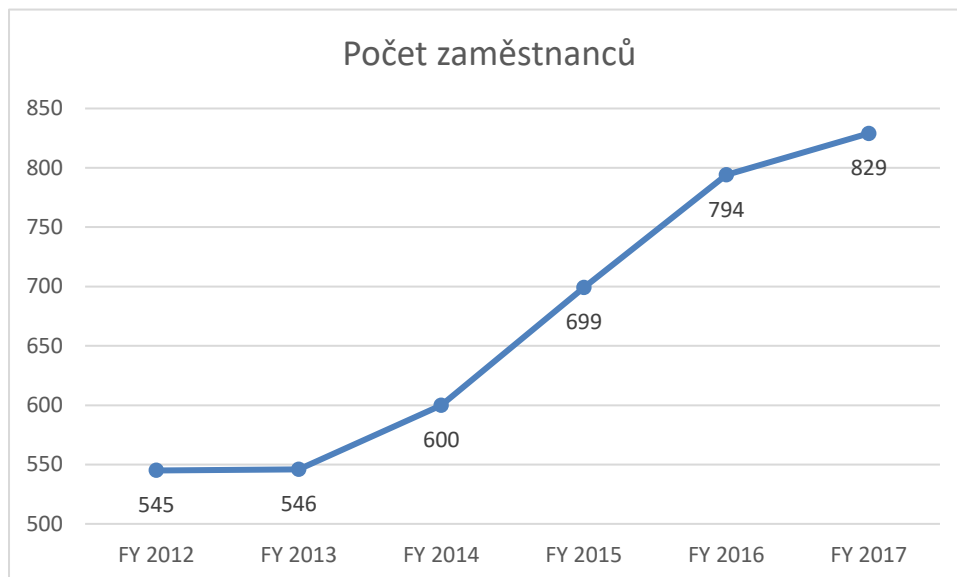


Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019c), vlastní zpracování

## Počet zaměstnanců

Na konci fiskálního roku 2017/18 firma zaměstnávala celkem 829 zaměstnanců. (LINET spol. s r.o. , 2019c) Celkový vývoj počtu zaměstnanců firmy v analyzovaném období mezi fiskálními roky 2012–2017 zachycuje následující graf. Z něj je patrné, že počet zaměstnanců každým rokem významně roste.

Graf 1 Vývoj počtu zaměstnanců – LINET



Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní zpracování



## Vize a hodnoty firmy

Vize společnosti LINET spol. s r.o. zní: „*Být předmětem touhy, nikoli pouhé volby.*“ Vize společnosti naznačuje, že firma si zakládá na vysoké kvalitě své produkce. Výrobky firmy by tedy neměly sloužit pouze ke svému účelu, ale měly by nést přidanou hodnotu v podobě usnadnění práce pro personál nemocnic, či větší pohodlí samotných pacientů. Posláním LINETU je „*přispívat ke zvyšování úrovně zdravotnických a pečovatelských služeb. Svými výrobky a službami definujeme v oblasti výroby zdravotnických lůžek kategorii nejvyšší kvality.*“ (LINET spol. s r.o. , 2019b)

Hodnoty společnosti shrnují jednoduchá, ale velmi výstižná hesla. Mezi hodnoty firmy patří:

- UNIQUE – firma se snaží vyrábět unikátní výrobky s přidanou hodnotou, nikoliv low-cost produkty,
- SIMPLICITY – jednotlivé produkty jsou zároveň velmi jednoduše ovládatelné,
- PASSION – firma nabízí produkty, které zákazníci potřebují a po kterých touží,
- CONFIDENCE – důvěra ve vlastní výrobky, o kterých jsou jednoznačně přesvědčeni, že jsou kvalitní, proto není žádoucí obchodní argumenty stavět na základě srovnání s konkurencí,
- TRUST – jednoduše hrát podle pravidel, dodržovat zákony, nedopouštět se nekalých obchodních praktik jak se zákazníky, tak s obchodními partnery a zároveň s vlastními zaměstnanci. (LINET spol. s r.o. , 2019b)

## Portfolio produktů

Portfolio produktů Společnost LINET spol. s r.o. se skládá zejména z výrobků pro zdravotnickou a pečovatelskou péči. Mezi tyto výrobky patří především zdravotnická, pečovatelská a speciální lůžka pro intenzivní i lůžkovou péči, dále matrace, stoly k lůžkům, gynekologické ordinace, multifunkční křesla, transportní křesla a stretchery, zdravotnický nábytek, sedací nábytek a stoly. (LINET spol. s r.o. , 2019d)

Obrázek 11 Zdravotnické lůžko – Multicare LE



Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019d)

Dále společnost nabízí širokou řadu návazných a doplňkových služeb. Tyto služby jsou navrženy pro maximální využití technologického a funkčního potenciálu samotných výrobků firmy LINET. Mezi tyto služby se řadí zákaznická podpora, zaškolení v obsluze produktů, vzdělávání nelékařských zdravotních profesionálů, poradenství při vybavení interiéru zdravotnických zařízení. Dále LINET nabízí pronájem svých výrobků pro nemocnice, domovy seniorů, agentury domácí péče, či domácnosti. (LINET spol. s r.o. , 2019e)

Obrázek 12 Pečovatelské lůžko – Eleganza 1



Zdroj: LINET spol. s r.o. (2019d)

Jak již bylo zmíněno v předešlých částech – LINET se od roku 2009 věnuje také provozování vlastní firemní Mateřské školy LINETKA s.r.o., která slouží zejména pro zaměstnance firmy. (Mateřská škola LINETKA s.r.o., 2019)

## 4.2 Základní účetní výkazy podniku LINET

Základní účetní výkazy společnosti LINET spol. s r.o. zachycují následující tabulky. Společnost sestavuje účetní výkazy za tzv. fiskální (hospodářský) rok, tedy období, které začíná jiným dnem než 1. lednem. Konkrétně LINET své účetní výkazy vykazuje za fiskální rok (dále jen FY) vždy v období od 1. 4. do 31. 3. daného roku. Pro zjednodušení např. období mezi 1. 4. 2017 a 31. 3. 2018 označuji v hlavičkách tabulek a dalším textu jako FY 2017, tedy rokem, ve kterém probíhala větší část hospodářského roku. Pokud v textu mluvím o roku 2017, je tím zároveň myšlen hospodářský rok 2017/18. Uvedené účetní výkazy jsou v souladu s novelou zákona o účetnictví z roku 2018 a respektují jejich aktuální strukturu. Položky, které byly během analyzovaného období přejmenovány (např. odpisy, nyní úpravy hodnot) jsou v této práci již vedeny pod svým aktuálním názvem.

## 4.2.1 Rozvaha podniku LINET

Rozvahu společnosti LINET za analyzované historické období – Aktiva a Pasiva zobrazují následující tabulky.

Tabulka 6 Aktiva společnosti LINET

ROZVAHA (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
	netto	netto	netto	netto	netto	netto
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 566 115</b>	<b>2 859 178</b>	<b>3 599 629</b>	<b>3 900 989</b>	<b>4 610 647</b>	<b>4 799 242</b>
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>1 352 780</b>	<b>1 519 409</b>	<b>2 253 720</b>	<b>2 314 342</b>	<b>3 103 050</b>	<b>3 025 478</b>
<b>DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>5 542</b>	<b>8 171</b>	<b>15 297</b>	<b>19 883</b>	<b>35 957</b>	<b>51 845</b>
Ocenitelná práva	4 831	5 342	12 402	19 848	35 711	31 013
Software	4 831	5 342	12 402	19 848	28 331	25 398
Ostatní ocenitelná práva					7 380	5 615
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	711	2 829	2 895	35	246	20 832
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	711	2 829	2 895	35	246	20 832
<b>DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>461 262</b>	<b>452 524</b>	<b>534 253</b>	<b>522 274</b>	<b>820 603</b>	<b>794 671</b>
<b>Pozemky a stavby</b>	<b>306 002</b>	<b>291 185</b>	<b>291 950</b>	<b>315 550</b>	<b>513 539</b>	<b>494 504</b>
Pozemky	3 522	3 522	11 429	11 429	30 673	30 673
Stavby	302 480	287 663	280 521	304 121	482 866	463 831
Hmotné movité věci a jejich soubory	140 441	129 332	172 360	167 953	263 611	280 659
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	954	954	954	954	954	954
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	954	954	954	954	954	954
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	13 865	31 053	68 989	37 817	42 499	18 554
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	339	4 124	876	16 338	14 769	543
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	13 526	26 929	68 113	21 479	27 730	18 011
<b>DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b>	<b>885 976</b>	<b>1 058 714</b>	<b>1 704 170</b>	<b>1 772 185</b>	<b>2 246 490</b>	<b>2 178 962</b>
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	775 857	976 782	1 644 149	1 708 471	2 115 819	2 105 058
Podíly - podstatný vliv	29 860	48	48	211	5 313	1 355
Zápůjčky a úvěry - ostatní	80 259	81 884	59 973	63 503	125 358	72 549
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>1 153 466</b>	<b>1 281 995</b>	<b>1 290 900</b>	<b>1 517 250</b>	<b>1 407 069</b>	<b>1 643 853</b>
<b>ZÁSoby</b>	<b>155 392</b>	<b>182 529</b>	<b>225 024</b>	<b>299 533</b>	<b>324 030</b>	<b>327 983</b>
Materiál	85 794	97 134	119 862	151 684	157 535	165 480
Nedokončená výroba a polotovary	32 272	38 618	50 179	56 090	48 490	60 447
Výrobky a zboží	37 326	46 777	54 983	91 759	118 005	102 056
Výrobky	32 977	33 742	46 500	82 631	99 930	63 215
Zboží	4 349	13 035	8 483	9 128	18 075	38 841
<b>POHLEDÁVKY</b>	<b>974 551</b>	<b>1 061 111</b>	<b>860 490</b>	<b>1 114 239</b>	<b>1 071 498</b>	<b>1 272 808</b>
<b>DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>4 947</b>	<b>8 608</b>	<b>4 246</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>60 327</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	2 565					22 679
Jiné pohledávky	2 382	8 608	4 246			37 648
<b>KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>969 604</b>	<b>1 052 503</b>	<b>856 244</b>	<b>1 114 239</b>	<b>1 071 498</b>	<b>1 212 481</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	778 441	903 586	778 088	927 493	969 543	1 092 961
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	93 289	44 590	11 012	59 147		
Stát - daňové pohledávky	28 056	46 940	47 193	114 522	56 541	57 904
Krátkodobé poskytnuté zálohy	5 672	6 137	4 915	4 813	8 915	8 535
Dohadné účty aktivní	8	73	314	6 340	1 024	100
Jiné pohledávky	64 138	51 177	14 722	1 924	35 475	52 981
<b>PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY</b>	<b>23 523</b>	<b>38 355</b>	<b>205 386</b>	<b>103 478</b>	<b>11 541</b>	<b>43 062</b>
Peněžní prostředky v pokladně	421	465	595	468	515	627
Peněžní prostředky na účtech	23 102	37 890	204 791	103 010	11 026	42 435
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>59 869</b>	<b>57 774</b>	<b>55 009</b>	<b>69 397</b>	<b>100 528</b>	<b>129 911</b>
Náklady příštích období	4 747	8 718	10 701	12 960	19 621	25 228
Komplexní náklady příštích období	55 122	49 056	44 308	56 437	80 907	102 183
Příjmy příštích období						2 500

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní úprava

Tabulka 7 Pasiva společnosti LINET

ROZVAHA (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2 566 115</b>	<b>2 859 178</b>	<b>3 599 629</b>	<b>3 900 989</b>	<b>4 610 647</b>	<b>4 799 242</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>1 377 742</b>	<b>1 443 673</b>	<b>1 761 937</b>	<b>479 557</b>	<b>692 305</b>	<b>914 185</b>
<b>ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b>	<b>50 000</b>	<b>50 000</b>	<b>50 000</b>	<b>50 000</b>	<b>50 000</b>	<b>50 000</b>
Základní kapitál	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
<b>ÁŽIO a KAPITÁLOVÉ FONDY</b>	<b>-287 635</b>	<b>-292 688</b>	<b>-309 547</b>	<b>-232 941</b>	<b>-239 920</b>	<b>-222 452</b>
Kapitálové fondy	-287 635	-292 688	-309 547	-232 941	-239 920	-222 452
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-287 635	-292 688	-309 547	-232 941	-239 920	-222 452
<b>FONDY ZE ZISKU</b>	<b>71 387</b>	<b>71 387</b>	<b>71 387</b>	<b>71 387</b>	<b>71 387</b>	<b>71 387</b>
Ostatní rezervní fondy	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387
<b>VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET</b>	<b>1 225 208</b>	<b>1 287 490</b>	<b>1 518 059</b>	<b>1 366 982</b>	<b>307 500</b>	<b>534 868</b>
Nerozdělený zisk minulých let	1 226 481	1 288 763	1 518 059	1 409 297	366 578	593 946
Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	-1 273	-1 273		-42 315	-59 078	-59 078
<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ</b>	<b>318 782</b>	<b>327 484</b>	<b>432 038</b>	<b>170 704</b>	<b>503 338</b>	<b>480 382</b>
<b>ROZHODNUTO O ZÁLOHOVÉ VÝPLATĚ PODÍLU NA ZISKU</b>				<b>-946 575</b>		
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>1 186 743</b>	<b>1 403 965</b>	<b>1 832 402</b>	<b>3 415 056</b>	<b>3 912 712</b>	<b>3 879 147</b>
<b>REZERVY</b>	<b>61 475</b>	<b>40 627</b>	<b>80 074</b>	<b>58 103</b>	<b>47 444</b>	<b>68 268</b>
Rezerva na daň z příjmů	11 916	4 214	21 742		1 053	17 776
Ostatní rezervy	49 559	36 413	58 332	58 103	46 391	50 492
<b>ZÁVAZKY</b>	<b>1 125 268</b>	<b>1 363 338</b>	<b>1 752 328</b>	<b>3 356 953</b>	<b>3 865 268</b>	<b>3 810 879</b>
<b>DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>469 858</b>	<b>577 410</b>	<b>866 314</b>	<b>356 082</b>	<b>1 069 745</b>	<b>1 219 333</b>
Závazky k úvěrovým institucím	458 317	288 277	452 530	278 716	561 788	817 171
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba		274 400	413 784	74 401	493 298	379 569
Odložený daňový závazek	11 541			2 965	12 577	22 593
Jiné závazky		14 733			2 082	
<b>KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>655 410</b>	<b>785 928</b>	<b>886 014</b>	<b>3 000 871</b>	<b>2 795 523</b>	<b>2 591 546</b>
Krátkodobé přijaté zálohy	10 678	9 443	14 345	7 969	38 448	57 975
Závazky z obchodních vztahů	267 122	425 859	421 194	1 158 847	577 045	588 496
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba		4 192	39 338	311 133	220 748	218 662
Závazky ke společníkům	874	2 250	1 088	1 110	15 440	119 471
Krátkodobé finanční výpomoci	327 796	226 421	315 791	1 444 384	1 884 561	1 518 189
Závazky k zaměstnancům	11 741	13 524	15 238	18 022	20 174	24 675
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7 623	9 490	9 970	11 686	13 214	15 674
Stát - daňové závazky a dotace	5 339	20 886	5 030	6 089	2 041	4 329
Dohadné účty pasivní	7 374	27 903	39 380	36 394	23 353	43 772
Jiné závazky	16 863	45 960	24 640	5 237	499	303
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	<b>1 630</b>	<b>11 540</b>	<b>5 290</b>	<b>6 376</b>	<b>5 630</b>	<b>5 910</b>
Výdaje příštích období	1 630	11 540	5 056	6 376	4 330	5 210
Výnosy příštích období			234		1 300	700

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní úprava

## 4.2.2 Výkaz zisku a ztráty podniku LINET

Výkaz zisku a ztráty společnosti LINET za analyzované historické období zachycuje následující tabulka.

Tabulka 8 Výkaz zisku a ztráty společnosti LINET

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	1 748 974	2 023 521	2 307 264	2 914 019	2 527 876	2 534 117
<b>Tržby za prodej zboží</b>	159 181	191 846	199 325	250 935	219 245	430 064
<b>Výkonová spotřeba</b>	1 155 623	1 409 280	1 652 831	2 580 417	1 857 266	2 023 060
Náklady vynaložené na prodané zboží	114 293	135 898	148 755	175 901	151 520	350 643
Spotřeba materiálu a energie	760 535	927 551	1 124 998	1 348 090	1 273 429	1 241 942
Služby	280 795	345 831	379 078	1 056 426	432 317	430 475
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	15 205	-7 528	-26 825	-36 939	-10 116	24 610
<b>Aktivace</b>	-14 622	-15 318	-15 398	-10 940	-14 128	-17 345
<b>Osobní náklady</b>	297 416	324 683	368 090	412 308	451 730	521 077
Mzdové náklady	218 931	232 898	269 031	305 702	332 017	387 501
<b>Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady</b>	78 485	91 785	99 059	106 606	119 713	133 576
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	68 938	75 922	86 975	99 328	108 383	121 023
Ostatní náklady	9 547	15 863	12 084	7 278	11 330	12 553
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	67 421	69 501	71 832	83 787	91 690	119 412
<b>Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	67 421	69 501	71 832	83 787	90 373	119 870
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	67 421	69 501	71 832	83 787	90 373	119 870
Úpravy hodnot zásob					1 721	1 102
Úpravy hodnot pohledávek					-404	-1 560
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	82 339	122 646	137 049	203 141	250 407	370 530
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	576	874	404	843	1 133	1 728
Tržby z prodaného materiálu	49 394	90 955	110 962	169 394	203 268	231 564
Jiné provozní výnosy	32 369	30 817	25 683	32 904	46 006	137 238
<b>Ostatní provozní náklady</b>	83 654	94 685	131 518	120 516	130 852	254 115
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	326			24	606	1 194
Zůstatková cena prodaného materiálu	35 945	73 024	81 727	123 779	145 593	178 046
Daně a poplatky	2 303	2 096	1 426	1 675	1 762	1 690
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	28 093	3 065	34 781	-29 327	-36 182	-17 175
Jiné provozní náklady	16 987	16 500	13 584	24 365	19 073	90 360
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	385 797	462 710	461 590	218 946	490 234	409 782
<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly</b>	3 303	35 781	32 169	43 148	60 758	40 021
Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládající osoba	2 523		32 155	42 970	60 758	40 021
Ostatní výnosy z podílů	780	35 781	14	178		
<b>Náklady vynaložené na prodané podíly</b>	780	20 213				
<b>Výnosové úroky a podobné náklady</b>	9 719	5 821	6 986	3 632	1 812	2 279
Výnosové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	2 960	2 518	3 080	888	1 801	2 271
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	6 759	3 303	3 906	2 744	11	8
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	21 357	51 171	72 011	37 501	21 285	27 932
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	2 150	6 538	1 452	5 183	6 904	4 963
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	19 207	44 633	70 559	32 318	14 381	22 969
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	60 435	100 806	183 499	49 416	72 531	227 485
<b>Ostatní finanční náklady</b>	45 837	131 616	85 235	74 535	27 174	111 013
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	5 483	-60 592	65 408	-15 840	86 642	130 840
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	391 280	402 118	526 998	203 106	576 876	540 622
<b>Daň z příjmů</b>	72 498	74 634	94 960	32 402	73 538	60 240
- splatná	78 157	74 322	98 032	27 508	64 070	63 628
- odložená	-5 659	312	-3 072	4 894	9 468	-3 388
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	318 782	327 484	432 038	170 704	503 338	480 382
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	318 782	327 484	432 038	170 704	503 338	480 382
<b>Čistý obrát za účetní období</b>	2 063 951	2 480 421	2 866 292	3 464 291	3 132 629	3 604 496

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní úprava

## 5 Ocenění podniku LINET

Následující kapitoly této praktické části diplomové práce se zaměřují na samotné ocenění a stanovení hodnoty podniku LINET spol. s r.o. na základě využití teoretických východisek uvedených v první části této diplomové práce. Struktura samotného ocenění:

- 1) Předmět, účel a rozhodný den pro ocenění,
- 2) předpoklady a omezující podmínky ocenění,
- 3) strategická analýza a prognóza tržeb,
- 4) finanční analýza,
- 5) rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná,
- 6) finanční plán,
- 7) ocenění podniku na základě zvolených metod,
- 8) výsledné stanovení hodnoty podniku.

### 5.1 Předmět, účel a datum ocenění

Předmětem ocenění je výše popsaná společnost LINET spol. s r.o. se sídlem Želevčice 5, 274 01 Slaný, IČO: 00507814. Společnost je zapsána a vedená v obchodním rejstříku u Městského soudu v Praze, oddíl C, vložka 163.

Účelem a cílem ocenění je stanovení odhadu tržní hodnoty podniku LINET spol. s r.o. k rozhodnému dni 1. 5. 2019, a to z pohledu blíže nespecifikovaného externího investora, který lze použít jako podklad pro rozhodnutí o koupi celého, či části oceňovaného podniku. Výslednou kategorií hodnoty, kterou v tomto případě hledáme je tržní hodnota, což je dle Maříka (2011c) a jím navrženého českého standardu pro oceňování podniku: „*množina odhadnutých částek, za které by mohl být podnik směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tato hodnotová báze pro podnik reprezentuje odhad ceny na trhu určený pro hypotetického průměrného kupujícího. Předpokládá se přitom, že odhad byl proveden:*

- a) *zpravidla s rozpětím,*
- b) *s využitím běžně doporučovaných a uznávaných poznatků a s náležitou odbornou péčí (best practice).“*

## **5.2 Předpoklady a omezující podmínky ocenění**

Samotné ocenění podniku je zpracováno na základě veřejně dostupných informací a zdrojů. V rámci ocenění nebyla z mé strany navázána jakákoliv spolupráce, či komunikace se zástupci oceňovaného podniku LINET spol. s r.o. ani s jinou zainteresovanou osobou v podniku. Ocenění vychází z předpokladu, že informace získané z veřejně dostupných zdrojů jsou úplné, pravé a správné, a proto jejich věrohodnost a pravdivost nebyla autorem ocenění dále ověřována. Autor ocenění nemá žádný současný ani budoucí osobní zájem na majetku, resp. podniku, který je předmětem tohoto ocenění. Ocenění je zpracováno nezaujatě, bez jakýchkoliv postranních vlivů. Závěry ocenění jsou platné pouze pro vymezený účel a rozhodný den pro stanovení odhadu hodnoty podniku, nelze je zobecňovat k jakýmkoli jiným případům. Analýzy, názory a závěry uvedené v této práci jsou platné jen za omezených podmínek a předpokladů, které jsou zde uvedeny a jsou nezaujatými profesionálními analýzami, názory a závěry zpracovatele tohoto ocenění.

## **5.3 Strategická analýza**

Následující kapitola se zabývá strategickou analýzou pro účely ocenění podniku. Cílem strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál podniku LINET spol. s r.o. do budoucna. Nejdříve je vhodné zanalyzovat makroprostředí podniku, a to zejména v oblasti národního hospodářství. Na základě toho se dále pokračuje v postupu prostřednictvím analýzy vnějšího potenciálu, které hodnotí podnik v kontextu relevantního odvětví a trhu a analýzy vnitřního potenciálu podniku, která se zabývá zhodnocením konkurenčního postavení podniku. Výsledky těchto analýz slouží k odhadu výnosového potenciálu podniku. Poznatky získané během těchto dílčích částí strategické analýzy slouží k zhodnocení perspektivnosti podniku z dlouhodobého hlediska (going-concern princip) a zejména k prognóze vývoje tržeb oceňovaného podniku, což je klíčový vstup pro potřeby sestavení finančního plánu.

### **5.3.1 Makroekonomická analýza**

Dle poznatků získaných na základě teoretické části, lze analýzu makroprostředí pro účely stanovení hodnoty firmy (zejména pro prognózu tržeb, která slouží jako vstup pro finanční plán podniku) shrnout pouze do makroekonomické analýzy. Klíčové je posoudit zejména následující ukazatele makroekonomické situace – tempo růstu HDP, míra nezaměstnanosti, vývoj míry inflace, vývoj měnových kurzů, vývoj úrokových sazeb a fiskální politiky státu (zejména v oblasti daňové politiky). Analýza těchto makroekonomických ukazatelů je provedena na základě výsledků uvedených v dokumentu Makroekonomické predikce vydané Ministerstvem financí České republiky z dubna 2019, která posuzuje historické údaje v období mezi roky 2014-2018 a predikuje budoucí roky 2019 a 2020.

## Vývoj růstu HDP

Hlavním ukazatelem vývoje ekonomiky v prostředí České republiky je hrubý domácí produkt (HDP), který měří výkonnost ekonomiky jako celku. HDP „je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území.“ Pro analýzu vývoje ekonomiky budeme pracovat s ukazatelem reálného HDP, který je definován jako „hrubý domácí produkt vyjádřený v cenách referenčního roku. Tato transformace umožňuje při analýze HDP (či jiné veličiny) v čase eliminovat vliv změny cen a soustředit se pouze na změny fyzického objemu.“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 61) Vývoj reálného HDP v ČR zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 9 Vývoj reálného HDP v ČR

reálné HDP ČR – roční		2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
							Predikce	Predikce
Hrubý domácí produkt	mlrd. Kč	4314,0	4596,0	4768,0	5047,0	5304,0	5595,0	5839,0
	růst v %	2,7	5,3	2,5	4,4	2,9	2,4	2,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

Z vývojového trendu růstu reálného HDP je možné vyzorovat, že výkon české ekonomiky v analyzovaném období roste. I když je možné sledovat určité výkyvy ve stabilním růstu. V České republice i přes negativní vlivy ve vnějším prostředí byl vývoj české ekonomiky v roce 2018 příznivý, růst reálného HDP byl na úrovni 2,9 % meziročně. Z meziročního pohledu byl v rámci složek domácího užití nejvýznamnější růst investic do fixního kapitálu (zejména rezidenční a nerezidenční stavební investice, investice do strojů a zařízení). Ze sektorového pohledu značně rostla investiční aktivita vládních institucí. Hlavním růstovým faktorem byl především růst spotřeby domácností, i přes jeho zpomalení. V podmínkách vysokého růstu objemu mezd a platů se zde projevuje vyšší spotřebitelská inflace a výrazný nárůst míry úspor. Příspěvek zahraničního obchodu dosáhl nepatrné záporné hodnoty. Na straně exportu, především díky zvýšené exportní výkonnosti vývozců, došlo k zrychlení jeho růstu. Růst importu byl ovlivněn vysokou náročností dovozních investic, ale přesto zůstal jeho růst dynamický.

Na základě prognózy pro nejbližší období 2019-2020 se i nadále očekává růst ekonomiky, který by ovšem měl zpomalovat a v obou letech by se měl pohybovat na úrovni 2,4 % To i vzhledem k očekávanému zhoršení vnějšího prostředí. Hlavním růstovým faktorem by měla být spotřeba domácností, která by i nadále měla odrážet silnou mzdovou dynamiku při velmi nízké míře nezaměstnanosti i zvýšení starobních důchodů. Pozitivně, ovšem méně než v roce 2018, by k růstu HDP měly přispívat investice do fixního kapitálu a spotřeba vládních institucí, naopak saldo zahraničního obchodu je i nadále predikováno záporně. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 1)



Porovnání růstu reálného HDP ČR s jejím vnějším prostředím zobrazuje následující tabulka. Právě vývoj ukazatele HDP v ostatních vyspělých zemích a regionech světa je pro oceňovaný podnik LINET také významné sledovat, protože je firma velmi výrazně orientovaná na export a prostřednictvím svých dceřiných společností v těchto zemích podniká.

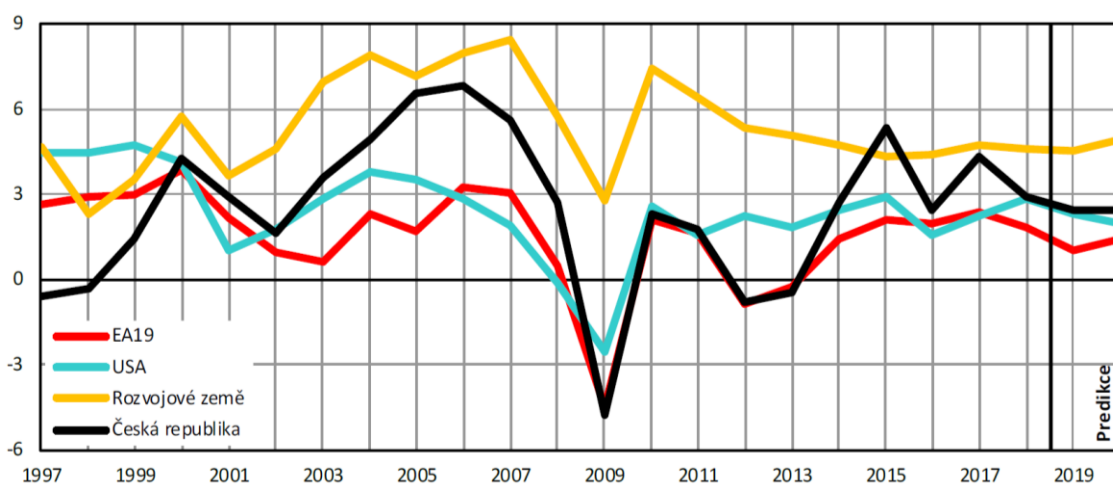
Tabulka 10 Vývoj reálného HDP v ČR a jejím vnějším prostředí

Hrubý domácí produkt – roční meziroční reálný růst v %	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
									Predikce	Predikce
Svět	4,3	3,5	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	3,5	3,6
USA	1,6	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3	2,0
EU28	1,8	-0,4	0,3	1,8	2,3	2,0	2,4	1,9	1,3	1,6
EA19	1,6	-0,9	-0,2	1,4	2,1	2,0	2,4	1,8	1,0	1,4
Německo	3,7	0,5	0,5	2,2	1,7	2,2	2,2	1,4	0,8	1,4
Česká republika	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,4	2,9	2,4	2,4

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

Vzhledem k oslabení světového obchodu v druhé polovině roku 2018 začal ekonomický růst ve světě zpomalovat. Tyto tendence by měly i nadále pokračovat, a to zejména vzhledem k růstu rozdílů mezi výkonností jednotlivých světových ekonomik. Zatímco ekonomika v USA vykazuje i nadále poměrně silný růst, tak naopak ekonomiky vyspělých zemí v západní Evropě, nebo ekonomiky asijských států svůj růst významně zpomalily. K tomuto vývoji dochází zejména díky vysokému napětí v mezinárodních obchodech (především mezi USA a Čínou), a dále díky nejistotě v podobě vystoupení Velké Británie z Evropské unie nebo z důvodu dalších zhoršení podnikatelské důvěry napříč ekonomikami. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 5-6)

Graf 2 Meziroční růst reálného HDP v % – ČR a její vnější prostředí



Pozn.: Rozvojové země (celkem 154 států) podle členění používaného MMF.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019)

## Vývoj míry nezaměstnanosti

Nezaměstnanost sledovaná pomocí výběrového šetření pracovních sil (VŠPS) „odpovídá počtu osob, které ve sledovaném období (referenčním týdnu) souběžně splňovaly tři podmínky: nebyly zaměstnané, hledaly aktivně práci a byly připraveny k nástupu do práce nejpozději do 14 dnů.“ Míra nezaměstnanosti dle VŠPS pak „vyjadřuje podíl počtu nezaměstnaných a pracovní síly. Osoba s délkou trvání nezaměstnanosti delší než 12 měsíců je považována za dlouhodobě nezaměstnanou.“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 62)

Tabulka 11 Vývoj průměrné roční míry nezaměstnanosti v ČR dle VŠPS

Míra nezaměstnanosti ČR – roční	2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
						Predikce	Predikce
Míra nezaměstnanosti (VŠPS) průměr v %	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,2	2,2

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

Vývoj míry nezaměstnanosti dle VŠPS v ČR vykazoval během sledovaného období klesající tendenci, které se v roce 2018 nachází na extrémně nízké hranici 2,2 %. Prostor pro další pokles míry nezaměstnanosti je považován za téměř vyčerpaný, a proto je predikce míry nezaměstnanosti pro roky 2019 a 2020 totožná s hodnotou v roce 2018 – 2,2 %. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 1) Případný nárůst nezaměstnanosti, který by se mohl projevit v souvislosti se zpomalováním globálního ekonomického růstu a postupným uzavírání mezery výstupu, by měl být tlumen zejména počtem neobsazených pracovních míst. Právě nedostatek zaměstnanců je primární překážkou pro další extenzivní růst produkce firem, a to hlavně větší firmy motivuje k významnějším investicím, které zvyšují produktivitu práce. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 40)

## Míra inflace

Ukazatel inflace sleduje „trvalý růst všeobecné cenové hladiny, resp. vnitřní znehodnocování měny. Cenová hladina se měří pomocí cenových indexů, např. indexu spotřebitelských cen či harmonizovaného indexu spotřebitelských cen. Někdy se však nepřesně o inflaci hovoří i v případě krátkodobého růstu cenové hladiny. O dezinflaci hovoříme v případě snižování inflace. Opakem inflace je deflace, tedy trvalý pokles všeobecné cenové hladiny, resp. vnitřní zhodnocování měny.“ Meziroční míra inflace „je relativní změna indexu spotřebitelských cen proti stejnému měsíci předchozího roku.“ Průměrná míra inflace je vyjádřena jako „relativní změna průměru indexu spotřebitelských cen v posledních 12 měsících proti průměru indexu spotřebitelských cen v předcházejících 12 měsících.“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 62)

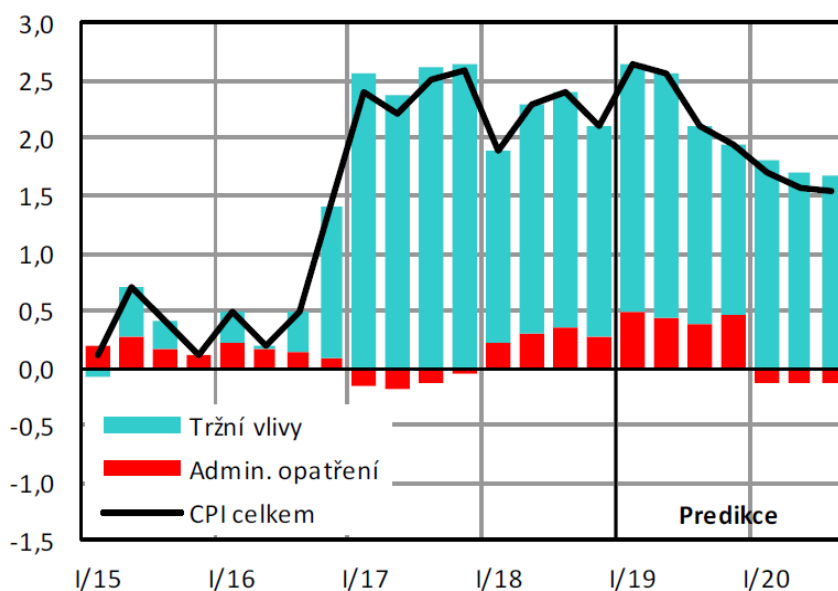
Tabulka 12 Průměrná míra inflace v ČR

Míra inflace ČR – roční		2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
Průměrná míra inflace	%	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,3	1,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

Od začátku roku 2017 se meziroční růst spotřebitelských cen v ČR pohybuje na úrovni horní hranice tolerančního pásma 2% inflačního cíle ČNB. Na této úrovni je predikována i pro rok 2019. Efekty, které podporují růst inflace – růst mezd a platů a kladná produkční mezera, by měly působit i v tomto období, ale se snižující se intenzitou. Predikce průměrné míry inflace pro rok 2019 je v důsledku očekávané vyšší prognózované ceny ropy na úrovni 2,3 %, pro rok 2020 je průměrná míra inflace prognózována ve výši 1,6 %. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 1)

Graf 3 Rozklad meziročního růstu spotřebitelských cen v procentních bodech<sup>3</sup>



Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019)

### Vývoj měnových kurzů

Vzhledem k tomu, že společnost LINET spol. s r.o. je orientovaná především na export své produkce, je klíčovým makroekonomickým ukazatelem pro firmu vývoj měnových kurzů, a to především české koruny vůči amerického dolaru a euru.

<sup>3</sup> „Administrativními opatřeními u spotřebitelských cen rozumíme státní opatření, která přímo působí na cenovou hladinu. Zahrnují vliv změn nepřímých daní (daň z přidané hodnoty a spotřební daně) a regulovaných cen (např. elektřina, plyn, teplo, vodné a stočné, městská hromadná doprava).“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 62)

Tabulka 13 Vývoj nominálních měnových kurzů

Vývoj nominálních měnových kurzů – roční		2014	2015	2016	2017	2018	2019*	2020*
							Predikce	Predikce
Měnový kurz CZK/EUR	roční průměr	27,53	27,28	27,03	26,33	25,65	25,50	25,10
	zhodnocení v %	-5,7	0,9	0,9	2,7	2,7	0,5	1,8
Měnový kurz CZK/USD	roční průměr	20,75	24,60	24,43	23,39	21,74	22,40	22,00
	zhodnocení v %	-5,7	-15,7	0,7	4,5	7,6	-3,0	1,9
Nominální efektivní měnový kurz <sup>1)</sup> průměr 2015=100	průměr 2015=100	100,80	100,00	102,40	105,40	109,30	110,00	112,00
	zhodnocení v %	-5,2	-0,8	2,4	2,9	3,7	0,3	1,8

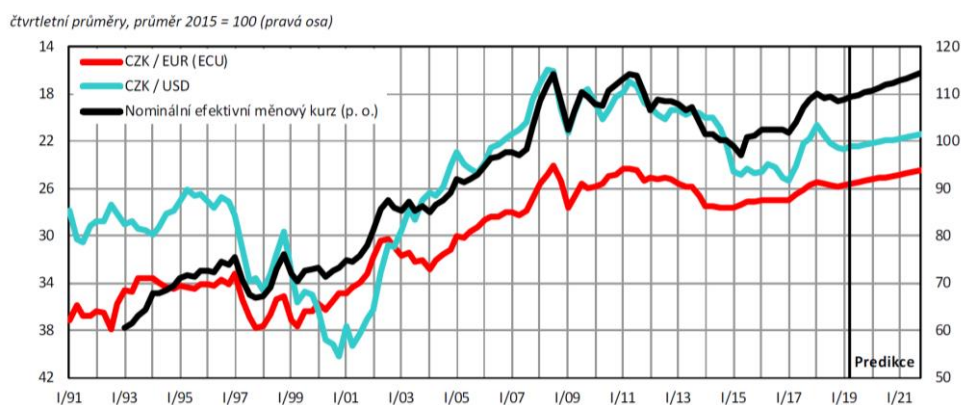
<sup>1)</sup> Nominální efektivní měnový kurz = Index agregující měnové kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

Nominální efektivní měnový kurz definujeme jako „*index zhodnocení (posílení) či znehodnocení (oslabení) národní měny vůči koši vybraných měn za určité období oproti základnímu období.*“ V souvislosti s vývojem měnových kurzů rozeznáváme pojmy *apreciace*, což je „*zhodnocení (posílení) kurzu jedné měny vůči jiné měně (jiným měnám)*“, a *depreciace*, což je naopak „*znehodnocení (oslabení) kurzu jedné měny vůči jiné měně (jiným měnám)*.“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 63)

Významnou změnou v trendu v analyzovaném období bylo ukončení intervencí ČNB vůči Euru v dubnu roku 2017, což vedlo k posílení kurzu CZK/EUR a CZK/USD. V průběhu 1. kvartálu roku 2019 se kurz české koruny vůči euru pohyboval na hranici kolem 25,7 CZK/EUR, a proti předchozímu 4. čtvrtletí roku 2018, tak posílil o 0,5 %. Přes rostoucí úrokový diferenciál vůči eurozóně, ovšem kurz meziročně oslabil o 1,1 % na průměrných 25,7 CZK/EUR. V důsledku pokračující reálné konvergence a kladnému úrokovému diferenciálu mezi ČR a eurozónou by nadále měla česká koruna v horizontu predikce 2019-2020 posilovat. Průměrný kurz by ve 2. kvartále roku 2019 mohl dosahovat hodnoty 25,6 CZK/EUR. Za celý rok 2019 by pak česká koruna měla meziročně posílit o 0,5 % na 25,5 CZK/EUR. V roce 2020 je predikován průměrný kurz 25,1 CZK/EUR, vůči euru by to znamenalo, že česká koruna posílila o 1,8 %. Predikovaný vývoj kurzu české koruny vůči americkému dolaru je ovlivněn především kurzem USD/EUR, pro který byl přijat předpoklad stabilní úrovně 1,14 USD/EUR. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 16)

Graf 4 Vývoj nominálních měnových kurzů



Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019)

## Vývoj úrokových sazeb

Při analýze vývoje úrokových sazeb se zaměříme na úrokové sazby PRIBOR 3M a dlouhodobé úrokové sazby. PRIBOR 3M je „referenční úroková sazba indikující průměrnou sazbu, za níž si mohou banky na trhu mezibankovních depozit půjčit se splatností 3 měsíce.“ Dlouhodobé úrokové sazby jsou vyjádřeny „na základě výnosů dlouhodobých státních dluhopisů nebo srovnatelných cenných papírů do splatnosti v procentech za rok. Jako reprezentativní jsou klasifikovány dluhopisy, jejichž zbytková doba do splatnosti se pohybuje v rozmezí 8 až 12 let (použití těchto mezí plně vychází z podmínek českého trhu se státními dluhopisy, byly nastaveny na základě periodicity emisí českých státních dluhopisů). Z tohoto souboru je následně generována taková kombinace dluhopisů, jejíž průměrná zbytková doba do splatnosti se nejvíce přibližuje hranici 10 let.“ (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 61)

Tabulka 14 Vývoj úrokových sazeb

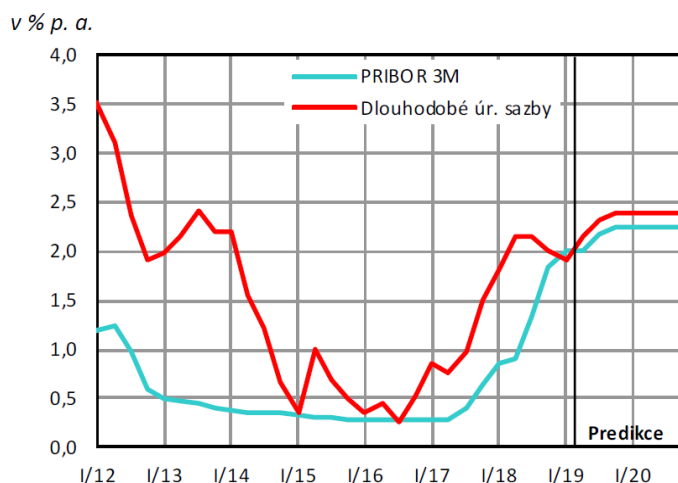
Úrokové sazby – roční průměrná sazba za dané období, není-li uvedeno jinak	2014	2015	2016	2017	2018	2019* Predikce	2020* Predikce
PRIBOR 3M v % p.a.	0,36	0,31	0,29	0,41	1,23	2,10	2,20
Dlouhodobé úrokové sazby <sup>1)</sup> v % p.a.	1,41	0,63	0,40	1,03	2,02	2,20	2,40

<sup>1)</sup> Dlouhodobé úrokové sazby = Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely

Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní úprava

V závislosti na vývoj měnově politických sazeb ČNB se tříměsíční úroková sazba PRIBOR v 1. kvartále roku 2019 zvýšila na 2,0 %. Dále se očekává, že kvůli pomalejšímu zvyšování primární úrokové sazby by ve 2. kvartále úroková sazba PRIBOR měla zůstat na hranici 2,0 % a za celý rok 2019 by měla dosáhnout průměrné hodnoty 2,1 %. V roce 2020 se pak predikuje její vzrůst až na 2,2 %, nebo až 2,3 %. Výnos desetiletých státních dluhopisů do splatnosti pro konvergenční účely na začátku roku 2019 poklesl na 1,9 %, resp. 1,8 %. V 1. kvartále roku 2019 tak dlouhodobé úrokové sazby mohly v průměru dosáhnout 1,9 %. V důsledku predikovaného nastavení měnové politiky ČNB a ECB, dále s ohledem na vývoj inflace a inverzní výnosovou křivku se uvažuje, že dlouhodobé úrokové sazby porostou pozvolněji. Ve 2. kvartále roku 2019 by měly činit 2,2 % a této hodnoty by měly v průměru dosáhnout i za celý rok 2019. V roce 2020 by se výše dlouhodobých úrokových sazeb mohla ustálit kolem hodnot 2,3-2,4 %. (Ministerstvo financí ČR, 2019, s. 15)

Graf 5 Vývoj úrokových sazeb



Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019)

### Fiskální politika státu

Dalším velmi důležitým ukazatelem, který ovlivňuje makroprostředí v celém státě a významně i situaci v podniku je fiskální politika státu a její dílčí nástroje. Česká republika prosazuje fiskální politiku, která si klade za cíl zejména podporu stabilního ekonomického růstu. Mezi základní nástroje fiskální politiky, které mají zásadní dopad na podnik, jsou vládní regulace v oblasti daňové politiky státu. Především pak vývoj sazby daně z příjmu právnických osob, která je od roku 2010 v České republice neměnná – 19 %, a její změna se neočekává ani v nejbližším budoucím období.

### Shrnutí makroekonomické analýzy

Na základě analýzy makroekonomické situace a její predikce v ČR můžeme předpokládat i nadále ekonomický růst, který ovšem bude v dalších letech zpomalovat v důsledku vlivu vnějšího prostředí. Tento předpoklad umožní oceňovanému podniku stabilní růst v budoucnu. Rizika jsou spojená především s ohledem na zaměstnance firmy, protože míra nezaměstnanosti je v současnosti extrémně nízká a podnik musí počítat s rostoucím tlakem na růst mezd. Dalším rizikovým faktorem může být vývoj měnového kurzu, který má pro podnik z výše uvedených ukazatelů nejvýznamnější vliv, dle predikce Ministerstva financí ČR lze předpokládat posilování české koruny vůči euru, a v roce 2020 i proti americkému dolaru.

### 5.3.2 Analýza vnějšího potenciálu

#### Vymezení relevantního trhu

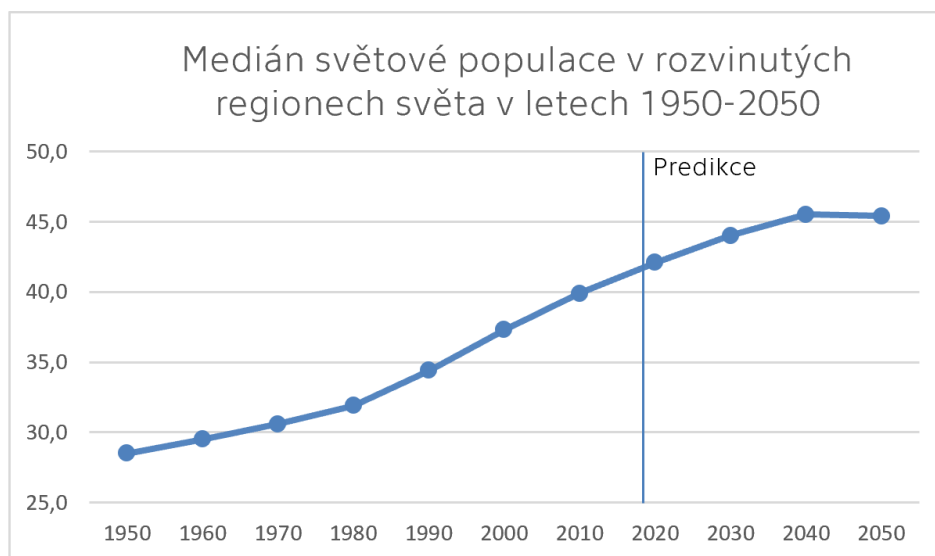
Společnost LINET spol. s r.o. se na základě klasifikace ekonomických činností CZ-NACE řadí do celé řady různých kategorií, hlavní ekonomickou činností, kterou se firma zabývá je ale zejména skupina číslo 32 – ostatní zpracovatelský průmysl, oddíl 32.5 – Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb. (Český statistický úřad, 2019) Pro potřeby zařazení firmy do kategorií firem podle prof. A. Damodarana (2012–2019a) se dle mého názoru firma LINET spol. s r.o. zařazuje do kategorie – „Hospitals/Healthcare Facilities.“ Dle amerického Standard Industrial Classification (SIC CODE) se společnosti řadí do skupin 5047 – „Medical, Dental, and Hospital Equipment and Supplies Distributors“ a 3840 – „Medical, Dental, and Hospital Equipment and Manufacturers.“ (SIC CODE, 2019) Přesněji můžeme firmu LINET spol. s r.o. zařadit do segmentu nemocničních a pečovatelských lůžek („Hospital/Medical Beds“). Za relevantní trh oceňovaného podniku budeme tedy uvažovat celosvětové odvětví v dílčím segmentu – výroby a prodeje nemocničních a pečovatelských lůžek, výše definovaného trhu Výroby lékařských, dentálních a nemocničních nástrojů a potřeb.

Třída CZ-NACE 32.5 – Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb „zahrnuje výrobu laboratorních, chirurgických, zdravotnických a dentálních přístrojů a nástrojů, zařízení a pomůcek; výrobu ortodontických pomůcek, zubních náhrad a rovnátek. Zahrnuje také výrobu lékařského, dentálního a podobného nábytku, u něhož přídatné funkce určují účel využití, např. hydraulické funkce zubařského křesla.“ Pro vymezení předmětu činnosti společnosti LINET je zejména důležité, že tato skupiny zahrnuje činnosti: „výrobu nábytku a vybavení lékařských a zubních ošetřoven, operačních sálů a prostor, veterinárních pracovišť – operační stoly, stoly určené pro vyšetření, nemocniční postele s mechanickým zařízením a zubařská křesla.“ (Databáze firem, 2019)

#### Charakteristika relevantního trhu

Trh výroby zdravotnických, nemocničních, či pečovatelských lůžek v sobě skrývá velmi vysoký potenciál pro růst. Především z důvodu, že celkové stárnutí populace ve vyspělém světě je jedním z hlavních globálních problémů současnosti. Tento trend vystihuje následující graf, který zobrazuje vývoj mediánu věku v populaci více rozvinutých regionů světa dle United Nations (2019) od roku 1950 do prognózy situace v roce 2050.

Graf 6 Medián populace v rozvinutých zemích 1950-2050



Zdroj: United Nations (2019), vlastní zpracování

Dalším faktorem, který potvrzuje vysoký potenciál, je fakt, že roste očekávaná střední délka života. Tím pádem se zvyšuje počet potenciálních zákazníků ve vymezeném odvětví, protože cílovou skupinou v tomto odvětví jsou především starší lidé. Dále se dá předpokládat, že lidé, kteří budou vážně nemocní, či hospitalizovaní budou na světě vždy a vždy budou vyžadovat především kvalitní zdravotnický servis v podobě pohodlných lůžek přizpůsobených na míru klienta. Proto se dá růst poptávky po výrobcích na celém relevantním trhu v budoucnosti prognózovat za relativně stálý. Klíčové charakteristiky relevantního trhu shrnuje následující tabulka:

Tabulka 15 Shrnutí klíčových charakteristik relevantního trhu

Shrnutí charakteristik relevantního trhu	
Ukazatel	Hodnoty
Odhad velikost trhu - 2017	1,6 milionů lůžek
Průměrný růst velikosti trhu	3,4%/rok
Odhad celkových tržeb - 2017	94,5 miliard Kč
Průměrný růst tržeb	6,1%/rok
Zákazníci	Majorita - Zdravotnická zařízení, v omezené míře i soukromé osoby
Bariéry vstupu	Vysoká kapitálová náročnost, Vysoké vstupní investice, Know-how, Obchodní síť kontaktů
Inovace	Inovace jsou pro rozvoj podniků na trhu klíčové
Charakteristika produktů	Vysoce diferencované

Zdroj: vlastní zpracování

Výše zmíněná fakta budou popsána v následujícím textu, který pojednává o analýze odvětví, resp. relevantního trhu.



## Odhad velikosti relevantního trhu

Odhad velikosti relevantního celosvětového trhu vychází z výročních zpráv relevantní konkurence společnosti LINET spol. s r.o. Konkrétně z informací o počtu vyrobených ks lůžek a odhadu jejich následných prodejů.

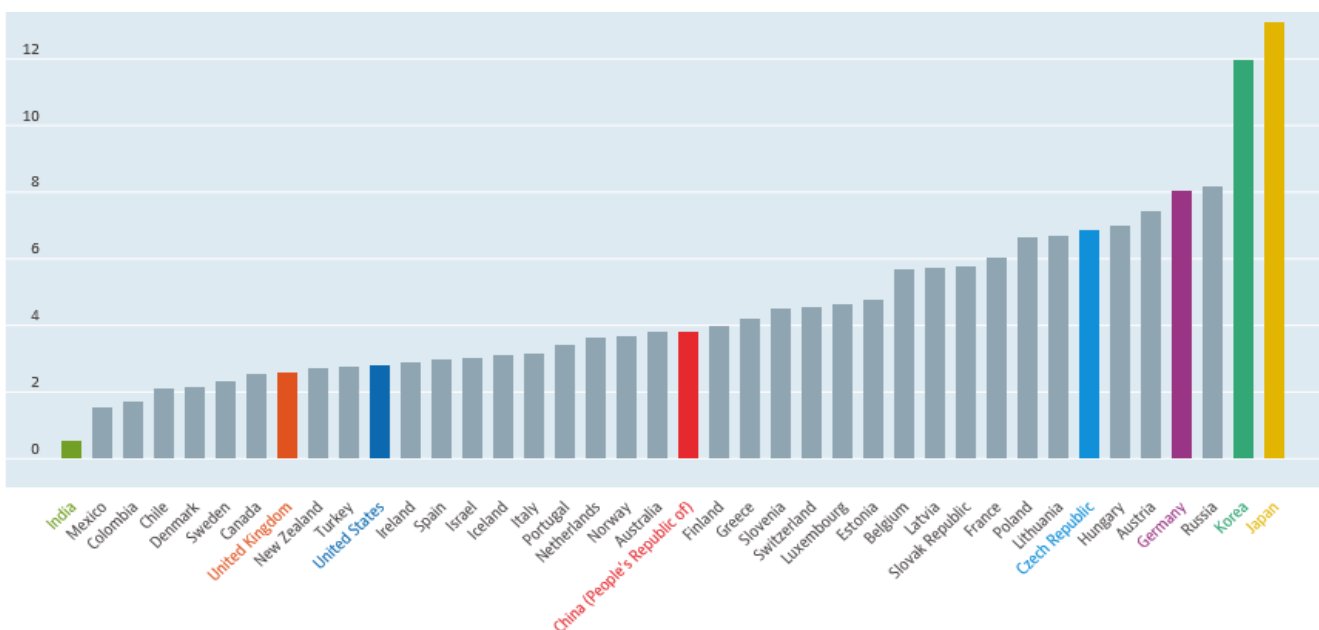
Tabulka 16 Odhad velikosti relevantního trhu v ks

Počet prodaných lůžek - odhad	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Celkový odhad prodaných lůžek	1 429 150	1 343 254	1 398 933	1 418 610	1 727 825	1 650 605
Meziroční růst prodejů (absolutní)	/	-85 896	55 679	19 678	309 215	-77 220
Meziroční růst prodejů (%)	/	-6,0%	4,1%	1,4%	21,8%	-4,5%

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet

Z předešlého odhadu je možné vyzorovat nestálý vývoj v počtu prodaných ks za jednotlivé roky. V roce 2017 došlo dokonce k poklesu prodaných ks o 77 tis. Tento fakt může souviset se stále se zvyšující kvalitou produktů na relevantním trhu. Relevantním důvodem může být také prudký nárůst prodaných ks v předcházejícím roce 2016, kdy oproti roku 2015 vzrostly prodeje o 309 tis. ks. Produkty na relevantním trhu se dají označit za zboží dlouhodobé spotřeby, které se vyznačují delší trvanlivostí. Je možné, že v roce 2017 nastala mezera v poptávce, právě z důvodu, že zákazníci neměli potřebu produkty obměňovat.

Graf 7 Počet nemocničních lůžek na 1 000 obyvatel



Zdroj: OECD (2019)

Přesto v budoucnu, vzhledem k rostoucímu průměrnému věku obyvatelstva lze očekávat růst prodaných produktů. V roce 2016 byla dle dat OECD celosvětově k dispozici zhruba 14 milionů nemocničních lůžek, což jsou zhruba 2 nemocniční lůžka na 1 000 obyvatel. Tato situace se však velmi liší napříč různými dílčími trhy. Předchozí graf zobrazuje počet nemocničních lůžek na 1 000 obyvatel ve vybraných zemích. Tento graf velmi dobře vystihuje situaci v zemích ohledně vyspělosti zdravotní péče. Zatímco v Japonsku připadá na 1 000 obyvatel zhruba 13 nemocničních lůžek, tak např. v Indii jen 0,5 nemocničního lůžka, v Číně zhruba 4 lůžka, v USA pak jen 3 lůžka. Právě tento nedostatek lůžek v zemích s největším ekonomickým potenciálem a vysokým počtem obyvatel je vhodným indikátorem pro dlouhodobý růst poptávky po uvedených produktech na relevantním trhu. Proto by výrobci na relevantním trhu měli v budoucnu zaměřit svou pozornost právě na rozvíjející se státy a trhy jako jsou Indie, Mexiko, Čína, USA, Kanada nebo Kolumbie. Dále je nutné poznamenat, že poptávka po nemocničních produktech je silně ovlivněna nastavením financování zdravotnického sektoru ze strany státu. Pokud jsou finanční prostředky plynoucí do státních nemocnic a ostatních zdravotnických zařízení redukovány, nemocnice preferují spíše levnější substituty, na úkor produktů s vyšší kvalitou, tím pádem poptávka na relevantním trhu klesá.

#### Odhad celkových tržeb na relevantním trhu

Z důvodu, že jakákoliv důvěryhodná data pro stanovení velikostí relevantní trhu v oblasti celkových tržeb v definovaném segmentu za celý svět není možné získat, je velikost relevantního trhu stanovena profesionálním odhadem. Odhad velikosti relevantního trhu byl stanoven prostřednictvím sumy tržeb relevantní konkurence oceňovaného podniku (uvedené v následující části strategické analýzy), ale pouze v segmentu nemocničních lůžek na celém světě. Tento odhad tržeb na relevantním trhu za období let 2012-2018, včetně meziročního absolutního a procentuálního růstu zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 17 Odhad velikosti celkových tržeb na relevantním trhu

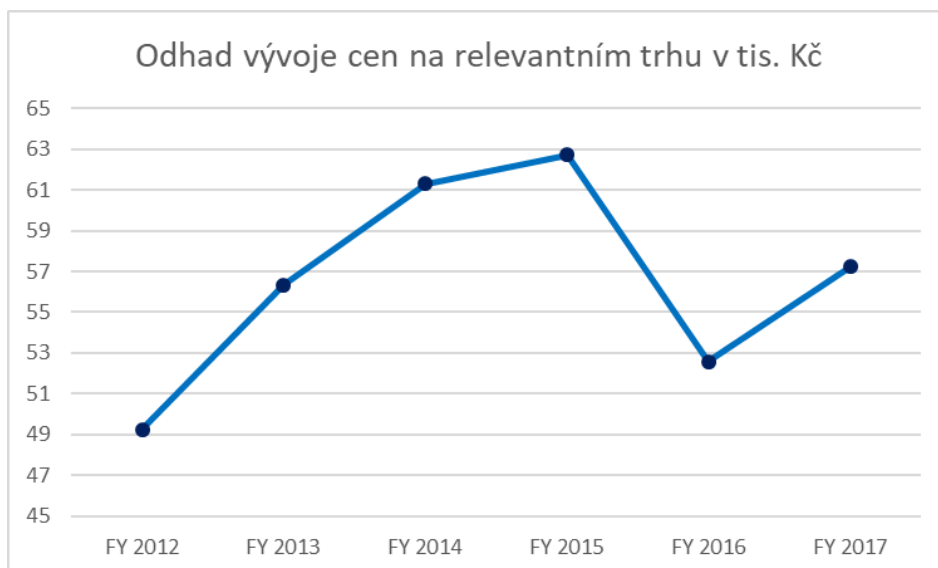
Odhad tržeb - MEDICAL/HOSPITAL BEDS	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Celkové tržby v segmentu (tis. Kč)	70 360 414	75 661 488	85 740 786	88 972 770	90 853 047	94 484 755
Meziroční růst tržeb (absolutní)	/	5 301 073	10 079 299	3 231 984	1 880 277	3 631 708
Tempo růstu (%)	/	7,53%	13,32%	3,77%	2,11%	4,00%

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet

Zajímavým zjištěním je, že i když růst trhu v počtu prodaných naturálních jednotek je nestálý a v roce 2017 dokonce záporný, tak naopak tržby na relevantním trhu rostou v celém analyzovaném období relativně stabilně.

Dá se tedy předpokládat, že výrobci a distributoři na relevantním trhu reagují na pokles prodejů zvýšením cen nemocničních lůžek a při růstu prodejů naopak mohou cenu mírně snížit, čímž vyrovnávají výkyvy v poptávce. Průměrná cena nemocničního lůžka v analyzovaném období je stanovena na zhruba 56 tis. Kč. Odhad vývoje průměrné ceny zobrazuje následující graf.

Graf 8 Odhad vývoje cen na relevantním trhu v tis. Kč



Zdroj: vlastní výpočet

#### Atraktivita relevantního trhu

Pro komplexní posouzení relevantního trhu v rámci analýzy vnějšího potenciálu je na závěr této části zpracována analýza atraktivity, která se skládá z hodnocení devíti klíčových kritérií. Pro jednotlivá kritéria jsou přiděleny váhy významnosti na stupnici od 1 do 3 (1 – méně důležité, 3 – více důležité), jelikož každé z níže uvedených kritérií má rozdílnou důležitost pro posouzení atraktivity relativní trhu. Dále jsou jednotlivým kritériím přiděleny body na stupnici od 0 do 6 (0 – negativní, 3 – průměr, 6 – pozitivní), dle posouzení jednotlivých aspektů. Atraktivita trhu je následně stanovena na bázi výsledného hodnocení, které je určeno váženým podílem dosaženého počtu bodů a maximálního počtu bodů. Logicky platí, že čím vyšší hodnocení je, tím se trh považuje za atraktivnější. Výsledky provedené analýzy atraktivity relevantního trhu zobrazuje tabulka na nadcházející straně, stručný komentář s odůvodněním přiděleného bodového ohodnocení se nachází v textu níže.

Tabulka 18 Analýza atraktivity relevantního trhu

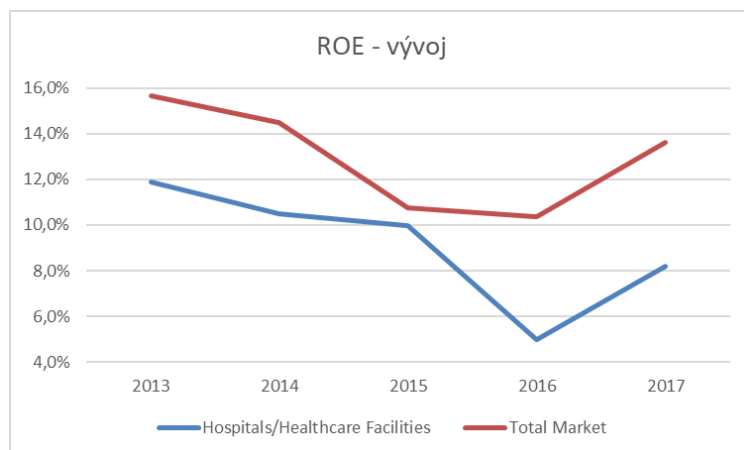
Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3					x			4	12
Velikost trhu	2						x		5	10
Intenzita konkurence	2				x				3	6
Průměrná rentabilita	2			x					2	4
Bariéry vstupu	1						x		5	5
Možnosti substituce	2					x			4	8
Citlivost na konjunkturu	1				x				3	3
Struktura zákazníků	2				x				3	6
Vlivy prostředí	1		x						1	1
<b>Celkem</b>	<b>16</b>									<b>55</b>

Maximální počet bodů:	96
Dosažený počet bodů:	55
<b>Hodnocení:</b>	<b>57%</b>

Zdroj: Mařík (2011a, s.66), vlastní zpracování

Růst a velikost trhu byla popsána v rámci klíčových charakteristik relevantního trhu. Obě kritéria jsou hodnocena mírně pozitivně, i když třeba nestálý růst trhu by se mohl zdát jako negativní, tak v budoucím období je očekáván velký potenciál pro růst z hlediska uvedených faktorů, jako jsou zvyšující se průměrný věk obyvatelstva, nebo nedostatečný počet lůžek v zemích s nižší kvalitou zdravotnické péče a v zemích s vysokým potenciálem ekonomického růstu. Co se týče intenzity konkurence, tak ta je hodnocena průměrně, stejně jako na každém trhu najdeme silné hráče a firmy, které se naopak snaží využít mezer na trhu. Průměrná rentabilita byla posouzena na základě dat z databáze prof. Damodarana o výnosnosti vlastního kapitálu za celou skupinu firem zařazených do odvětví Hospitals/Healthcare Facilities. Rentability v rámci relevantního trhu se mezi roky 2013-2017 pohybuje pod úrovní průměrné rentability napříč celým trhem, proto je z hlediska kritéria atraktivity trhu hodnocena negativně. Porovnání průměrné rentability celého trhu a relevantního trhu oceňovaného podniku zobrazuje následující graf:

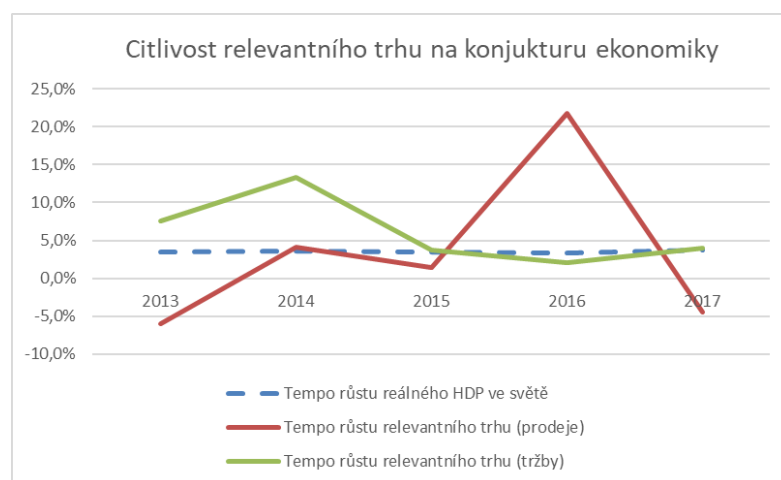
Graf 9 Porovnání rentability relevantního trhu s rentabilitou za trh jako celek



Zdroj: Damodaran (2014–2019), vlastní zpracování

Bariéry vstupu na relevantní trh jsou hodnoceny pozitivně, z pohledu stávajících firem na trhu. Současné společnosti, které na trhu působí, mají již značně propracovanou síť obchodních partnerů nebo dceřiných společností po celém světě. Právě síť obchodních kontaktů mezi zákazníky je považována za největší bariéru vstupu do odvětví, protože většina zakázek probíhá v rámci výběrového řízení, v němž zákazníci spíše zvolí osvědčenou firmu na trhu, se kterou mají letité zkušenosti než úplně nového hráče. Dále jako faktory bariér vstupu do odvětví uvažují především vysokou kapitálovou náročnost, vysoké vstupní investice při vstupu na trh a zároveň know-how ve výrobě. Možnosti substituce pro zákazníky plynou především v podobě levnějších ale prokazatelně méně kvalitnějších produktů. Volba závisí čistě na potřebě klientů, možnosti substituce jsou přesto hodnoceny mírně pozitivně, jelikož v posledních letech je převážně vyšší zájem o produkty s vysokou kvalitou a s vyšší přidanou hodnotou. Struktura zákazníků v rámci relevantního trhu se dělí mezi soukromé klienty a zdravotnická zařízení. Právě zdravotnická zařízení jako jsou nemocnice, domovy důchodců nebo pečovatelské domy tvoří majoritu. Dále se struktura zákazníka na relevantním trhu dělí v rámci regionů světa, do kterých spadají. Toto kritérium je hodnoceno průměrně, jelikož soukromá klientela zatím není rozvinutou skupinou odběratelů firem na relevantním trhu, což souvisí zejména s vysokými pořizovacími cenami produktů, které si můžou pořídit zatím spíše jen movitější lidé. Firmy na trhu se tudíž musí zaměřovat nejvíce jen na skupiny odběratelů v podobě zdravotnických zařízení. Dále jsou velké rozdíly mezi odběrateli napříč regiony světa, v každém region je trh na různé úrovni rozvoje. Citlivost relevantního trhu na konjunkturu je hodnocena průměrně, neboť prokazatelně nelze určit, zda se jedná cyklicky, či anticyklicky vzhledem k hospodářskému cyklu. Zpravidla se produkty, které zajišťují zdravotní a sociální standardy považují za méně citlivé na konjunkturu ekonomiky. (Politická ekonomie, 2011) Následující graf zobrazuje vývoj tempa růstu reálného HDP ve světě v porovnání s tempem růstu relevantního trhu v rámci prodejů i tržeb.

Graf 10 Citlivost relevantního trhu na konjunkturu ekonomiky



Zdroj: Ministerstvo financí ČR (2019), vlastní zpracování

Posledním kritériem k posouzení atraktivity trhu jsou vlivy prostředí. Toto kritérium hodnotím mírně negativně, jelikož situace na relevantním trhu je významně ovlivněna politikou vlád v oblasti financování zdravotnického sektoru. Významnou roli hraje i technologický vývoj v oblasti průmyslu jako celku v souvislosti s trendem Průmyslu 4.0, a firmy na trhu na něj musí být řádně připraveny, aby nezaspaly vývoj. Dále je nutné zmínit možné negativní dopady BREXITU, které zatím nejdou relevantně předpokládat, ale firmy by měly být vždy připraveny na ten nejhorší scénář. Mírně pozitivní vliv prostředí je demografická situace ve světě, zejména zvyšující se průměrný věk a očekávaná střední délka života. Tyto faktory by mohly relevantní trh v budoucnu velmi pozitivně ovlivnit, ale dopady těchto aspektů budou působit spíše až ve vzdálenější budoucnosti, než je v rámci této práce uvažovaných 5 let.

Závěr analýzy atraktivity – atraktivita relevantního trhu se pohybuje na úrovni mírného nadprůměru – 57 %. Z analýzy atraktivity lze vyvodit nejvýznamnější aspekty v rámci příležitostí a hrozeb, které podnikům na relevantním trhu v budoucnu plynou z výše uvedených analýz makroekonomické situace a analýzy atraktivity trhu. Tyto nejvýznamnější příležitosti a hrozby shrnuje následující tabulka:

Tabulka 19 Příležitosti a hrozby na relevantním trhu

SWOT Analýza		
	O - příležitosti	T - hrozby
Externí analýza	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Velký trh s potenciálně vysokým růstem</li> <li>- Stárnutí populace</li> <li>- Expanze na nové trhy</li> <li>- Růst na méně rozvinutých trzích (USA, Čína, JV Asie, Latinská Amerika)</li> <li>- Celosvětový růst počtu zdravotnických lůžek</li> <li>- Rozšíření produktového portfólia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zpomalování ekonomického růstu</li> <li>- Vývoj měnových kurzů</li> <li>- Omezení financování zdravotnického sektoru</li> <li>- Politická a ekonomická nestabilita zahraničních trhů</li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování

### 5.3.3 Analýza vnitřního potenciálu

#### Analýza konkurence

Společnost LINET spol. s r.o. má na českém trhu ve svém oboru působnosti naprosto dominantní postavení. Do stejné kategorie CZ-NACE můžeme zařadit podniky jako např. Gumárny Zubří, a.s., ÚAMK, a.s. nebo Jihostroj, a.s. Produktovým portfoliem je podniku LINET přímým konkurentem společnost PROMA REHA, s.r.o., která se taktéž zabývá výrobou zdravotnického vybavení a nábytku. Hlavní skupinu výrobků pak tvoří především lůžka pro urgentní péči, nemocniční lůžka, pečovatelská lůžka, speciální lůžka atd. (PROMA REHA, s.r.o., 2019) Ovšem společnost dosáhla v hospodářském roce 2017 dokonce záporného hospodářského výsledku ve výši zhruba 3 mil. Kč, tržby činily cca 175 mil. Kč a výše aktiv byla ve výši 180 mil. Kč, tedy ve všech uvedených faktorech významně méně než oceňovaný podnik LINET. (Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2019c) Z tohoto hlediska je tedy zřejmé, že PROMA REHA, s.r.o. není žádnou velkou hrozbou pro společnost LINET na českém trhu. Do roku 2016 se za konkurenci na českém trhu dala považovat také společnost BORCAD Medical, a.s., která se zabývá především vývojem, konstrukcí a výrobou porodních postelí, gynekologických nebo transportních křesel. Ovšem právě v roce 2016 se společnost stala součástí stejného holdingu LINET Group SE, z toho důvodu jí nyní nelze považovat za konkurenci, ale za obchodního partnera, který rozšiřuje produktové portfolio celého holdingu. (LINET spol. s r.o. , 2019f) Z důvodu, že na českém trhu chybí srovnatelný přímý konkurent v oblasti výroby nemocničních a pečovatelských lůžek je potřeba se soustředit především na konkurenci v celosvětovém měřítku.

V kontextu celosvětového trhu výroby nemocničních lůžek se LINET řadí mezi největší firmy na světě. Mezi nejvýznamnější konkurenty oceňovaného podniku na relevantním celosvětovém trhu patří především Hill-Rom Holdings, Inc. (USA), Stryker Corp. Inc. (USA), Invacare Corporation (USA), Arjo Huntleigh (Švédsko), Handicare Group AB (Švédsko) nebo Paramount Bed Holdings Co., Ltd. (Japonsko). Konkrétnímu detailnímu srovnání s vymezenou konkurencí se věnuje následující kapitola o analýze vnitřního potenciálu podniku. Srovnání klíčových parametrů firmy LINET s těmito zahraničními konkurenty za rok 2017 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 20 Srovnání podniku LINET s konkurencí

FY 2017 v tis. Kč	Provozní Tržby - celkem	Aktiva	Vlastní kapitál	Cizí zdroje	EBIT	EAT	Počet zaměstnanců
LINET spol. s.r.o.	2 964 181	4 799 242	914 185	3 879 147	568 554	480 382	829
Hill-Rom Inc. (USA)	62 301 196	102 833 191	30 840 647	71 824 512	7 720 380	3 033 655	10 000
Stryker Corp. Inc. (USA)	282 565 908	504 027 279	226 297 962	277 411 419	62 716 734	23 161 140	36 000
Invacare Corporation (USA)	21 946 247	24 206 411	9 611 737	14 594 674	-624 147	-1 738 016	4 200
Arjo Huntleigh (Švédsko)	18 853 282	29 942 583	12 442 970	17 499 613	689 096	289 371	6 000
Handicare Group AB (Švédsko)	7 295 880	8 384 155	4 224 857	4 159 298	7 295 880	-89 473	1 190
Paramount Bed Holdings Co., Ltd. (Japonsko)	15 648 865	28 204 434	20 833 134	7 371 300	2 160 889	1 695 395	2 925

Zdroj: Yahoo! Finance (2019), vlastní zpracování

Při tomto porovnání se dá konstatovat, že uvedené konkurenční podniky jsou významně větší než LINET. Ovšem je nutné podotknout, že uvedené firmy podnikají i v jiných segmentech trhu než oceňovaný podnik LINET, který se soustředí především na oblast nemocničních lůžek. Zatímco pro některé z těchto společností, představují nemocniční lůžka pouze doplňkový sortiment ve svém produktovém portfoliu. Dle výroku samotné oceňované společnosti LINET z její výroční zprávy za fiskální rok 2017 se společnost sama řadí mezi TOP 4 světové výrobce v oblasti nemocničních lůžek. (LINET spol. s r.o., 2019c)

#### Odhad tržeb na relevantním trhu

Odhad tržeb zmíněných hlavních konkurentů na relevantním trhu společnosti LINET – segmentu nemocničních lůžek vychází z podílu tržeb v tomto segmentu uvedeného ve výročních zprávách uvažované konkurence na celkových tržbách. Podíl tržeb na relevantním trhu se na celkových tržbách u jednotlivých firem analyzované konkurence pohyboval zhruba takto: Hill-Rom okolo 50-70 % se snižujícím se trendem, Stryker okolo 15 %, Paramount Bed cca 80 %, Handicare 30 %, Arjo Huntleigh okolo 18 % a podíl u Invacare byl zhruba 7 %. Vývoj odhadu tržeb za období hospodářských roků 2012-2017 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 21 Odhad tržeb na relevantním trhu podniku LINET vs. konkurence

Tržby - Medical/Hospital Beds (odhad v tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
LINET spol. s r.o.	1 908 155	2 215 367	2 506 589	3 164 954	2 747 121	2 964 181
Hill-Rom Inc. (USA)	27 461 437	27 278 827	31 394 744	32 505 161	33 160 395	32 396 622
Stryker Corp. Inc. (USA)	29 486 175	28 677 579	32 953 534	33 876 573	36 001 949	39 559 227
Invacare Corporation (USA)	2 250 429	2 121 182	2 018 911	1 815 735	1 664 949	1 536 237
Arjo Huntleigh (Švédsko)	2 644 070	3 032 514	3 340 621	3 582 075	3 446 561	3 393 591
Handicare Group AB (Švédsko)	1 359 491	1 519 698	1 724 849	1 825 319	1 820 587	2 115 805
Paramount Bed Holdings Co., Ltd. (Japonsko)	5 250 658	10 816 320	11 801 538	12 202 953	12 011 486	12 519 092
<b>Celkem</b>	<b>70 360 414</b>	<b>75 661 488</b>	<b>85 740 786</b>	<b>88 972 770</b>	<b>90 853 047</b>	<b>94 484 755</b>

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet

Z uvedeného odhadu vyplývá, že dominantní postavení na relevantním trhu mají americké společnosti Hill-Rom a Stryker, které zaujímají cca 75% podíl všech tržeb v segmentu nemocničních lůžek. Třetí největší společností na trhu je japonský Paramount Bed a ostatní uvedené firmy dosahují relativně srovnatelných výsledků v oblasti tržeb. Dle mého odhadu oceňovaná společnost LINET v roce 2017 zaujímala 5. místo na trhu.

#### Vymezení tržního podílu podniku

V závislosti na stanovení odhadu uvedených tržeb v segmentu nemocničních lůžek je vhodné ještě definovat vývoj tržních podílů v období mezi hospodářskými roky 2012-2017.



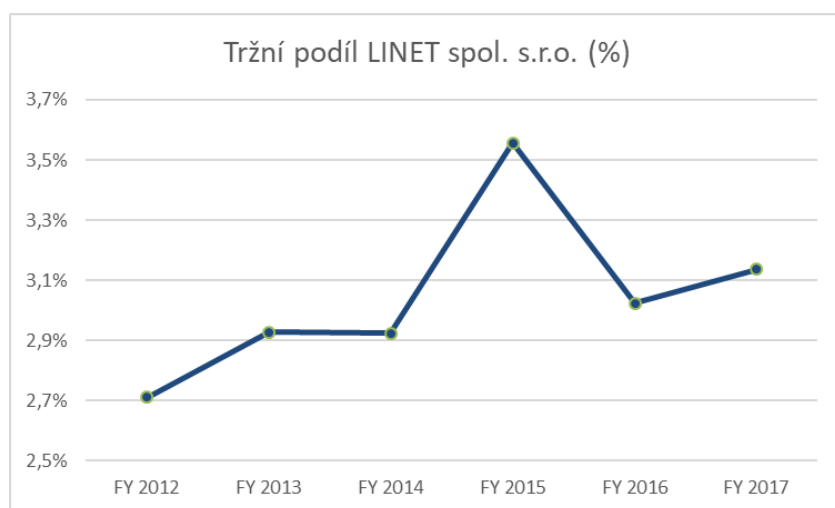
Tabulka 22 Vývoj tržních podílů na relevantním trhu

Tržní podíl - Medical/Hospital Beds (odhad v %)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
LINET spol. s.r.o.	2,7%	2,9%	2,9%	3,6%	3,0%	3,1%
Hill-Rom Inc. (USA)	39,0%	36,1%	36,6%	36,5%	36,5%	34,3%
Stryker Corp. Inc. (USA)	41,9%	37,9%	38,4%	38,1%	39,6%	41,9%
Invacare Corporation (USA)	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%	1,8%	1,6%
Arjo Huntleigh (Švédsko)	3,8%	4,0%	3,9%	4,0%	3,8%	3,6%
Handicare Group AB (Švédsko)	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,0%	2,2%
Paramount Bed Holdings Co., Ltd. (Japonsko)	7,5%	14,3%	13,8%	13,7%	13,2%	13,2%

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet

Nejvyšší podíl na trhu v roce 2017 zaujímá společnost Stryker (42 %), následuje Hill-Rom s 34 % a Paramount se 13 %. O 4. místo bojuje oceňovaný podnik LINET (3,1 %) se švédskou společností Arjo Hunthleigh (3,6 %). Vývoj tržního podílu oceňovaného podniku LINET během analyzovaného období sleduje následující graf:

Graf 11 Vývoj tržního podílu LINET v letech 2012–2017



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené analýzy konkurence vyplývá, že společnost LINET by se z důvodu svého postavení na trhu měla snažit soustředit především na vyplňování mezer, které na relevantním trhu zůstanou po obsazení její značně větší konkurencí. Toho si je oceňovaná společnost velmi dobře vědoma, a sama svou konkurenční výhodu hledá na základě strategie maximální customizace produktů šitých přímo na míru svým zákazníkům. Účelně se snaží působit především na tzv. opinion leadery při nákupu produktů pro nemocnice, především se snaží komunikovat benefity pro samotný personál. Sama se profiluje jako společnost, která není v žádném případě konkurenčně zaměřena, ale soustředí se právě spíše na využití nových příležitostí v rámci svého segmentu.

## Analýza konkurenční síly podniku

Pro komplexní posouzení vnitřního potenciálu oceňovaného podniku je na závěr vhodné provést analýzu konkurenční síly podniku, která je zpracována na základě hodnocení 7 přímých a 5 nepřímých faktorů, které ovlivňují postavení oceňovaného podniku na relevantním trhu. Přímé faktory jsou kritéria, která jsou přímo vnímána zákazníky. Nepřímé faktory jsou na druhou stranu kritéria, které zákazník nevnímá, ale pro podnik jsou důležitá zejména v zabezpečení samotné existence a provozu. Jednotlivým kritériím jsou, podobně jako při analýze atraktivity trhu, přiděleny váhy významnosti na stupnici od 1 do 3 (1 – méně důležité, 3 – více důležité), jelikož každé z níže uvedených kritérií má rozdílnou důležitost pro posouzení konkurenční síly oceňovaného podniku. Dále jsou jednotlivým kritériím přiděleny body na škále od 0 do 6 (0 – negativní, 3 – průměr, 6 – pozitivní), dle posouzení jednotlivých aspektů. Konkurenční síla je následně stanovena na základě výsledného hodnocení, které je určeno váženým podílem dosaženého počtu bodů a maximálního počtu bodů. Logicky opět platí, že čím vyšší hodnocení je, tím větší konkurenční silou oceňovaný podnik disponuje v porovnání se svou relevantní konkurencí. Výsledky analýzy konkurenční síly společnosti LINET zobrazuje následující tabulka, stručný komentář s odůvodněním přiděleného bodového ohodnocení a závěrečné shrnutí analýzy se objevuje v textu níže.

Tabulka 23 Analýza konkurenční síly podniku

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body	
		Negativní			Průměr		Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků							x		5	15
	2 Technická úroveň výrobků						x			4	12
	3 Cenová úroveň			x						2	4
	4 Intenzita reklamy			x						2	2
	5 Výhody místa a distribuce				x					3	6
	6 Image firmy						x			4	4
	7 Servis a služby						x			4	8
Nepřímé faktory	8 Kvalita managementu						x			4	8
	9 Výkonný personál						x			4	8
	10 Výzkum a vývoj							x		5	15
	11 Majetek a investice				x					4	8
	12 Finanční situace						x			4	4
<b>Celkem</b>	<b>24</b>										<b>94</b>

Maximální počet bodů:	144
Dosažený počet bodů:	94
<b>Hodnocení:</b>	<b>65%</b>

Zdroj: Mařík (2011a, s. 89-90), vlastní zpracování

Kvalita a technická úroveň výrobků – LINET je společnost, která klade vysoký důraz na kvalitu a technickou úroveň zpracování. Je to především cesta k tomu, aby zákazníci nepřešli k levnější konkurenci, která má konstrukčně a technologicky jednodušší výrobky. V oblasti výroby si LINET dlouhodobě udržuje pozici technologického lídra na trhu, podnik pravidelně inovuje vlastnosti svých výrobků, které doplňuje návaznými službami. Tyto inovativní vlastnosti a funkce se zaměřují především na snížení fyzické námahy personálu nemocnic, čímž zvyšují efektivitu poskytované péče a zároveň zvyšují komfort pacientů. Na vývoji těchto produktů LINET intenzivně spolupracuje jak se zdravotníky, tak s předními odborníky napříč vědními obory, což podniku umožňuje držet krok s nejmodernějšími trendy v oblasti zdravotní a lékařské péče. LINET má také velmi propracovaný systém řízení kvality, který v souladu se všemi potřebnými normami a certifikacemi. (LINET spol. s r.o., 2019b) Zároveň LINET v roce 2017 minimalizoval celkové náklady na nekvalitu na 1,1 % obrátu. V otázce kvality produktů musí společnost čelit především hrozbě v podobě plagiátorství. Kopie produktů LINET se objevují v mnoha zemích světa, především v Číně, Turecku, ale i v zemích EU. Tento faktor je tudíž hodnocen velmi pozitivně – 5 body. Cenovou úroveň podniku je hodnocena negativně, společnost se zaměřuje především na kvalitu, a nikoliv na prodej levnějších řešení. Proto se řadí mezi dražší firmy na relevantním trhu. Servis a služby – LINET nabízí svým odběratelům nejen kvalitní lůžka, ale snaží se jim zajistit i návazné a doplňkové služby, které jsou navrženy tak, aby zákazník mohl využít vysoký technologický a funkční potenciál výrobků. LINET dále nabízí i zákaznickou podporu, optimalizaci lůžkového fondu, zaškolení obsluhy produktů, vzdělávání personálu, či poradenství v oblasti vybavení interiéru zdravotnických zařízení. (LINET spol. s r.o., 2019e) Tento faktor je ohodnocen také pozitivně – 4 body.

V oblasti marketingové komunikace se zákazníkům a reklamy je postavení podniku vůči konkurenci hodnoceno spíše negativně. Výhody místa a distribuce podniku je hodnocena průměrně, jelikož stejně jako ostatní konkurenční podniky je LINET propojen sítí obchodních partnerů a dceřiných společností napříč celosvětovým trhem. Tudíž pozice konkurenčních podniků je v tomto aspektu srovnatelná. Posledním přímým faktorem, který ovlivňuje konkurenční sílu oceňovaného podniku je image firmy. LINET je dlouhodobě zavedenou firmou s dobrou pověstí, která patří mezi největší podniky v oblasti výroby nemocničních lůžek. Pověst firmy pozitivně ovlivňuje především snaha působit na opinion leadery při výběru nemocničního vybavení a tím si buduje širokou síť relativně stálých odběratelů, proto je tento faktor hodnocen pro společnost LINET pozitivně – 4 body.

Prvními z nepřímých faktorů, které ovlivňují konkurenční sílu podniku, jsou kvalita managementu a výkonný personál. Oba faktory jsou hodnoceny pozitivně, management podniku je relativně stálý během celého analyzovaného období. Problémy má firma především s obsazením pozice obchodního a marketingového ředitele, kde se každý rok obsazení této pozice měnilo. Vzhledem k tomu, že má podnik jasně definovanou vizi a strategii a jeho podnikání po většinu let roste, tak kvalita managementu je hodnocena 4 body. Jeho kvalitu prokazuje i fakt, že společnost LINET byla několikrát vybrána jako jedna z TOP 100 (v roce 2016 dokonce v TOP 10) nejobdivovanějších firem v ČR dle žebříčku sdružení CZECH TOP 100 (2019). Výkonný personál podniku je hodnocen také mírně pozitivně – společnost se profiluje jako stabilní zaměstnavatel, který má propracovaný systém řízení talentů a klíčových zaměstnanců. Klíčoví zaměstnanci na technických a dělnických, ale i na administrativních pozicích jsou pravidelně vzděláváni a školeni. Věková a vzdělanostní struktura podniku je vzhledem k aktuálním potřebám firmy optimální. Jako mírný nedostatek lze hodnotit, že firma využívá v období zvýšené poptávky agenturní zaměstnance, které musí složitě zaučovat. (LINET spol. s r.o. , 2019c) Dalším vhodným indikátorem k posouzení personální oblasti podniku jsou osobní a mzdové náklady. Oba ukazatele v průběhu období rostly, stejně jako průměrná mzda zaměstnanců.

Dalším významným faktorem jsou inovace a vývoj – v této oblasti je podnik velmi aktivní, neustále se snaží vyvíjet nové produkty a služby, které mají obohatit produktové portfolio a pomoci s dalším růstem firmy. Firma zároveň drží velké množství patentů, užitečných vzorů a ochranných známek. Společnost se tím snaží nejen uspokojovat požadavky svých odběratelů, ale zároveň reagovat na turbulentní změny v prostředí neustálé technologické inovace, vyšší kvality zpracování a produktů tvořených na míru zákazníka, což pro konečného spotřebitele přináší nejvyšší přidanou hodnotu. V roce 2012 společnost dokonce zvítězila v prestižní soutěži, které uděluje poradenská společnost A. T. Kearney – Best Innovator 2012 v kategorii velkých firem. (Dřevořský magazín, 2012) Tento faktor konkurenční síly je tedy hodnocen výrazně pozitivně 5 body. Kritérium majetek a investice je hodnocen průměrně, dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek podniku tvoří pouze zhruba 18% podíl na celkových aktivech firmy. Podnik sice disponuje velkou výrobní halou v sídle firmy, která byla nedávno rozšířena, nicméně v dalších letech by měl podnik zvážít její další rozvoj, aby výrobní kapacity podniku mohly reagovat na predikovaný růst relevantního trhu v budoucnosti. LINET právě i proto spustil projekt na modernizaci a rozšíření vývojového centra, který má právě pokrýt potřebný kapacitní nárůst. Finanční situaci firmy je oproti konkurenci hodnocena pozitivně, firma sice vykazuje vysokou zadluženost (až 80 %), ale zároveň je mnohem rentabilnější než ostatní konkurenti na trhu a je schopna dlouhodobě dosahovat jak provozního, tak čistého zisku, což se o některých z konkurenčních firem říct nedá. Více bude finanční situace podniku popsána v rámci finanční analýzy oceňovaného podniku.

Závěr analýzy konkurenční síly podniku – konkurenční síla oceňovaného podniku je hodnocena – 65 %. Z analýzy konkurenční síly lze vyvodit silné a slabé stránky podniku v porovnání s konkurencí na relevantním trhu. Tyto aspekty shrnuje následující tabulka:

Tabulka 24 Silné a slabé stránky podniku LINET vůči relevantní konkurenci

SWOT Analýza		
	S - silné stránky	W - slabé stránky
Interní analýza	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dominantní postavení na evropském trhu</li> <li>- Kvalita produktů, inovace</li> <li>- Stabilní odběratelé</li> <li>- Investice do R&amp;D - inovace, vývoj, patenty</li> <li>- Kvalita produktů</li> <li>- Finanční výkonnost (rentabilita vůči konkurenci)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Konkurenční pozice vůči globálním leaderům</li> <li>- Závislost na zahraničních trzích</li> <li>- Omezené produktové portfólio ostatních zdravotnických produktů vůči relevantní konkurenci</li> <li>- Omezené výrobní kapacity</li> <li>- Vysoká zadluženost</li> </ul>

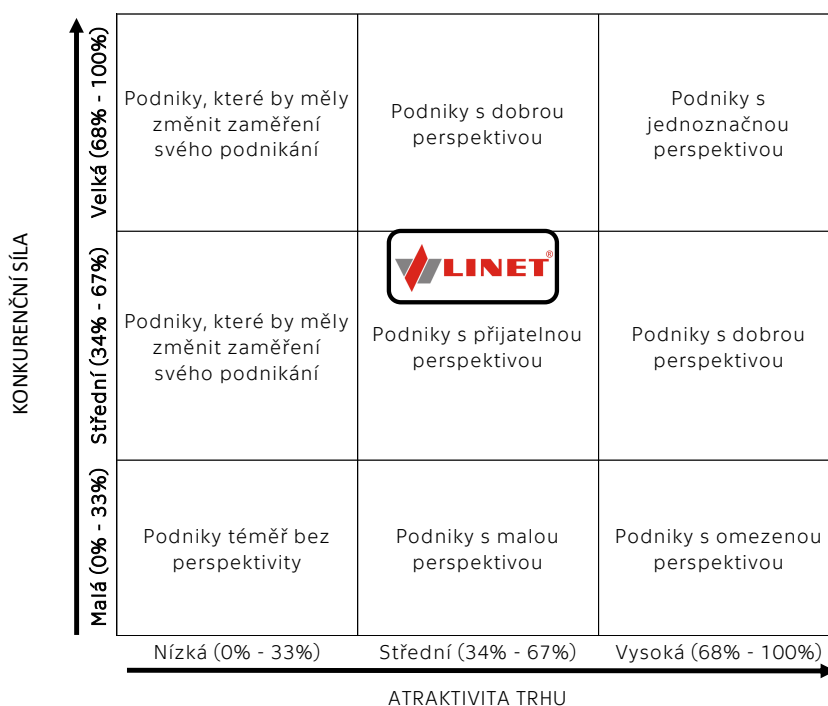
Zdroj: vlastní zpracování

Z toho lze vyvodit klíčové konkurenční výhody oceňovaného podniku. Mezi ně řadím především vysokou kvalitu produktů a důraz na vývoj a inovace. Dále i technologickou úroveň výrobků, zavedení návazných a doprovodných služeb, či kvalitu managementu a výkonného personálu firmy.

### 5.3.4 Hodnocení perspektivnosti podniku a prognóza tržeb

Ke shrnutí poznatků získaných v rámci strategické analýzy slouží zhodnocení o perspektivě oceňovaného podniku. Výchozím bodem k posouzení perspektivy podniku jsou atraktivita relevantního trhu a relativní konkurenční síla podniku oproti relevantní konkurenci. Oba tyto aspekty byly analyzovány v předchozím textu, atraktivita relevantního trhu byla ohodnocena 57 % a konkurenční síla podniku byla taktéž hodnocena jako mírně nadprůměrná – 65 %. Nyní můžeme faktory spojit a zanést do přehledné bostonské matice, která zhodnotí perspektivu oceňovaného podniku LINET:

Obrázek 13 Perspektivnost podniku LINET – bostonská matice



Zdroj: Mařík (2011a, s. 93), vlastní zpracování

Dle bostonské matice označíme LINET za podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou do budoucna a splňuje předpoklady going concern, a proto je možné prognózovat jeho tržby pro období let 2018 až 2023. Podnik má k dispozici mnoho silných stránek, kterými můžeme zhodnotit příležitosti, které se na jeho trhu nabízí a vývoj v posledních letech naznačuje, že by LINET měl minimálně udržovat svojí pozici na světovém trhu, případně svůj tržní podíl zvyšovat.

#### Prognóza vývoje relevantního trhu

Prvním krokem v prognóze tržeb oceňovaného podniku je prognóza celkového vývoje relevantního trhu, na kterém firma působí. Před touto prognózou je nutné vymezit faktory, které by mohly mít zásadní vliv na vývoj tržeb relevantního trhu. Mezi tyto faktory řadím především vývoj hlavního ukazatele ekonomické výkonnosti – HDP. HDP zde budeme uvažovat v běžných cenách, kdy v sobě ukazatel obsahuje i vliv inflace, protože obvyklá prognóza tržeb se taktéž stanovuje v běžných cenách. HDP budeme uvažovat ve variantách světového HDP, HDP vyspělých ekonomik<sup>4</sup>, HDP EU a HDP USA. Vývoj relevantního trhu nemocničních lůžek může být významně ovlivněn také nákupními zvyklostmi odběratelů, které jsou však výrazně nestálé a lze je nejlépe formulovat faktorem času. Vývoj výše zmíněných faktorů od roku 2012 do roku 2017 včetně jejich prognózy pro období 2018-2024 je vyčíslen v následující tabulce.

<sup>4</sup> HDP vyspělých ekonomik je ukazatel, který agreguje HDP 39 nejvyspělejších ekonomik dle Mezinárodního měnového fondu

Tabulka 25 Vývoj a prognóza vybraných faktorů ovlivňujících relevantní trh v čase

	Rok	HDP b.c - Svět		HDP b.c - Vyspělé ekonomiky		HDP b.c - EU		HDP b.c - USA		Tržby - Relevantní trh	
		mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)
Minulost	2012	1 694 833	/	1 050 359	/	393 396	/	367 786	/	70,36	/
	2013	1 743 211	2,85%	1 059 567	0,88%	410 063	4,24%	381 133	3,63%	75,66	7,53%
	2014	1 790 500	2,71%	1 084 668	2,37%	424 438	3,51%	397 866	4,39%	85,74	13,32%
	2015	1 695 973	-5,28%	1 026 520	-5,36%	373 569	-11,99%	413 706	3,98%	88,97	3,77%
	2016	1 719 706	1,40%	1 053 672	2,65%	376 056	0,67%	424 783	2,68%	90,85	2,11%
	2017	1 819 843	5,82%	1 097 933	4,20%	394 300	4,85%	442 455	4,16%	94,48	4,00%
Prognóza	2018	1 924 198	5,73%	1 159 641	5,62%	425 757	7,98%	465 358	5,18%		
	2019	1 981 531	2,98%	1 184 729	2,16%	424 737	-0,24%	484 673	4,15%		
	2020	2 096 089	5,78%	1 237 926	4,49%	444 045	4,55%	504 053	4,00%		
	2021	2 212 911	5,57%	1 290 077	4,21%	462 213	4,09%	523 616	3,88%		
	2022	2 335 267	5,53%	1 345 366	4,29%	482 158	4,32%	543 216	3,74%		
	2023	2 464 332	5,53%	1 402 233	4,23%	502 314	4,18%	563 428	3,72%		
	2024	2 601 706	5,57%	1 462 584	4,30%	524 372	4,39%	584 222	3,69%		

Průměrný roční růst	HDP b.c. - Svět	HDP b.c. - Vyspělé ekonomiky	HDP b.c. - EU	HDP b.c. - USA	Tržby - relevantní trh
Minulost	1,50%	0,95%	0,25%	3,77%	6,15%
Prognóza	5,12%	4,15%	4,14%	4,19%	

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); International Monetary Fund (2019); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet

Pro prognózu vývoje relevantního trhu budou využity statistické metody – analýza časového trendu a regresní analýza. Výběr vhodné proměnné a regresní funkce pro zjištění míry závislosti relevantního trhu mezi vývojem relevantního trhu a vývojem kvantitativních znaků (HDP v b. c. ve všech uvažovaných variacích) bude proveden pomocí tzv. Pearsonova korelačního koeficientu. Logicky bychom jako nejvhodnější ukazatel pro vývoj relevantního celosvětového trhu zvolili celkové HDP světa, ovšem tento ukazatel vykazuje s relevantním trhem korelační závislost pouze 47 %. Podobnou výši korelačního koeficientu vykazují i ukazatele HDP vyspělých ekonomik (30 %) a HDP EU (- 32 %). Z toho důvodu byla pro prognózu vývoje relevantního trhu zvolena jako vysvětlující proměnná vývoj HDP v USA (korelační koeficient 97 %). Tento ukazatel taktéž považuji za velmi vhodný, jelikož nejsilnější firmy na trhu pochází právě z USA a ostatní firmy v zemi působí prostřednictvím svých dceřiných společností. Dále bude sledována závislost vymezeného relevantního trhu na čase, pro potřeby zjištění vývoje nákupních zvyklostí odběratelů, a dalších faktorů, které se obtížně kvantifikují. Vzájemné korelační koeficienty mezi vývojem relevantního trhu a vysvětlujícími proměnnými tak umožňují aplikaci následujících statistických metod:

- Analýza časového trendu,
- jednoduchá regresní analýza se zvoleným regresorem HDP USA v b. c.

Analýza časového trendu je uvažována v lineární podobě, jejíž testování pomocí korelačního koeficientu (96,6 %) a indexu determinace (93 %) se prokázalo jako statisticky nejvhodnější varianta pro analýzu časového trendu. Výsledná prognóza vývoje tržeb na relevantním trhu bude vypočítána na základě lineární rovnice ve tvaru:

$$TRŽBY\ RELEVANTNÍ\ TRH\ (mld.\ Kč) = -9667,467 + 4,841 * rok.$$

Jednoduchá regresní analýza se zvoleným regresorem HDP USA v b. c., je uvažována jak v lineární podobě (korelační koeficient – 97,1 %, index determinace – 94 %), tak pomocí logaritmické funkce (korelační koeficient – 97,6 %, index determinace – 95 %). Obě podoby regresní funkce lze z tohoto důvodu považovat za statisticky vhodné pro zkoumání závislosti vývoje tržeb na relevantním trhu s vývojem HDP USA v b. c. Výsledná prognóza tržeb na relevantním trhu bude stanovena na základě níže uvedených rovnic pro jednoduchou regresní analýzu:<sup>5</sup>

$$TRŽBY\ RELEVANTNÍ\ TRH\ (mld.\ Kč) = -47,919 + 0,001 * HDP\ b.c.\ USA,$$

$$TRŽBY\ RELEVANTNÍ\ TRH\ (mld.\ Kč) = -1627,921 + 132,644 * \ln(HDP\ b.c.\ USA).$$

Výsledné prognózy vývoje tržeb na relevantním trhu pomocí uvedených statistických metod pro období mezi roky 2018-2024 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 26 Prognóza vývoje relevantního trhu – časový trend, regresní analýza

		SKUTEČNOST		TEORETICKÉ HODNOTY					
Rok		Tržby - Relevantní trh		Čas (lineární fce)		HDP b.c - USA (lineární fce)		HDP b.c - USA (logaritmická fce)	
		mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)	mld. Kč	Tempo růstu (%)
Minulost	2012	70,36	/	72,24	/	72,30	/	71,95	/
	2013	75,66	7,53%	77,08	6,70%	76,67	6,03%	76,68	6,57%
	2014	85,74	13,32%	81,93	6,28%	82,14	7,13%	82,37	7,43%
	2015	88,97	3,77%	86,77	5,91%	87,31	6,30%	87,55	6,29%
	2016	90,85	2,11%	91,61	5,58%	90,94	4,15%	91,06	4,00%
	2017	94,48	4,00%	96,45	5,28%	96,71	6,35%	96,46	5,94%
Prognóza	2018			101,29	5,02%	104,20	7,74%	103,16	6,94%
	2019			106,13	4,78%	110,51	6,06%	108,55	5,23%
	2020			110,97	4,56%	116,85	5,73%	113,75	4,79%
	2021			115,81	4,36%	123,24	5,47%	118,80	4,44%
	2022			120,65	4,18%	129,65	5,20%	123,68	4,10%
	2023			125,49	4,01%	136,26	5,10%	128,52	3,92%
	2024			130,33	3,86%	143,05	4,99%	133,33	3,74%
		Korelační koeficient		96,6%		97,1%		97,6%	
		Průměrný roční růst	Skutečnost	Časový trend	HDP b.c. - USA (lineární fce)	HDP b.c. - USA (logaritmická fce)			
			6,15%	5,95%	5,99%	6,05%			
				4,58%	6,04%	5,10%			

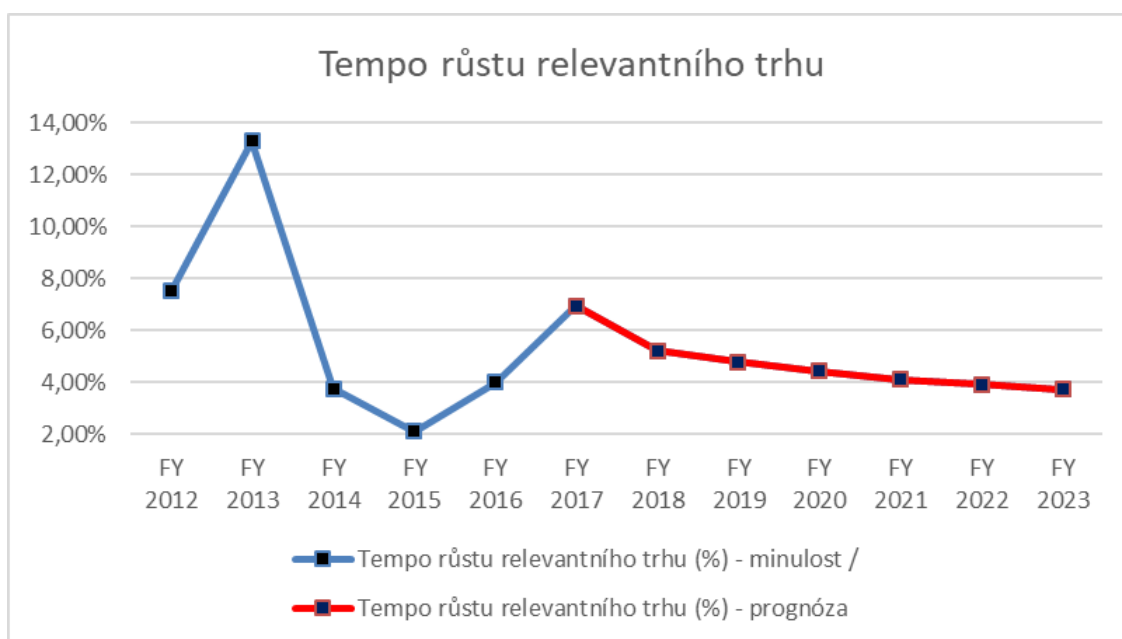
Zdroj: International Monetary Fund (2019), vlastní výpočet

<sup>5</sup> Veškeré výsledky uvedených statistických analýz jsou uvedeny v příloze této DP



Výsledky těchto analýz jsou velmi podobné a pohybují se v odchylkách mezi 1 % až 2,7 %. Vzhledem k tomu, že všechny uvedené statistické metody se ukazují jako věrohodné díky míře korelačního koeficientu i indexu determinace, tak volba výsledné prognózy tržeb je složitá. Přesto z důvodu, že analýza časového trendu je všeobecně využívána především pro krátkodobější predikce, je vhodnějším modelem pro odhad budoucího vývoje tržeb na relevantním trhu regresní analýza. Já preferuji k predikci využití regresní analýzy pomocí logaritmické funkce, která predikuje menší průměrný roční růst než lineární funkce a při porovnání se skutečnými historickými výsledky dosáhla nejvyšší podobnosti. Navíc má vyšší jak korelační koeficient, tak index determinace. Proto pro potřeby prognózy budoucích tržeb oceňovaného podniku bude jako hlavní vstup sloužit prognóza vývoje relevantního trhu pomocí logaritmické varianty regresní analýzy. Zvolené predikované tempo růstu relevantního trhu pro jednotlivé roky (průměrné tempo růstu – 5,1 %) v návaznosti na tempo růstu v minulosti zobrazuje následující graf:

Graf 12 Tempo růstu relevantního trhu – minulost a prognóza



Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); International Monetary Fund (2019); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní zpracování

### Prognóza vývoje tržního podílu podniku

Druhým krokem v prognóze tržeb oceňovaného podniku je prognóza vývoje tržního podílu firmy na relevantním trhu. Vývoj tržního podílu budeme predikovat na základě výsledků analýzy vnitřního potenciálu oceňovaného podniku a jeho relativní konkurenční síly. Tržní podíl se v minulosti mezi roky 2012-2017 pohyboval na úrovni okolo 3 % s průměrným meziroční tempem růstu 0,09 %. Na základě hodnocení konkurenční síly podniku LINET (65 %), lze předpokládat, že společnost si tento tržní podíl na celosvětovém trhu minimálně udrží a v horizontu budoucích let 2018-2023 je potenciál pro jeho růst vůči svým konkurentům na trhu. Prognóza vývoje tržního podílu v návaznosti na historický vývoj zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 27 Vývoj a prognóza vývoje tržního podílu

	MINULOST					
Odhad tržního podílu	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Tržní podíl LINET(%)	2,71%	2,93%	2,92%	3,56%	3,02%	3,14%
Tempo růstu (%)	/	0,22%	0,00%	0,63%	-0,53%	0,11%

Průměrný růst tržního podílu LINET	0,09%
------------------------------------	-------

	PROGNÓZA					
Odhad tržního podílu	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
Tržní podíl LINET(%)	3,30%	3,46%	3,64%	3,83%	4,02%	4,22%
Tempo růstu (%)	0,16%	0,17%	0,18%	0,19%	0,19%	0,20%

Průměrný růst tržního podílu LINET	0,18%
------------------------------------	-------

Zdroj: Arjo Huntleigh (2012–2018); Handicare Group AB (2012–2018); Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018); Invacare Corporation (2012–2018); Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b); Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018); Stryker Corp. Inc. (2012–2018), vlastní výpočet a odhad

V rámci této predikce předpokládám pozvolný nárůst tržního podílu s průměrným tempem růstu tržního podílu 0,18 %. Dále predikuji, že tržní podíl společnosti LINET bude v roce ocenění podniku (rok 2019) zhruba na úrovni 3,46 % a v závěru uvažovaného období v roce 2023, kdy se očekává mírné zpomalení růstu relevantního trhu, bude tržní podíl LINETu na úrovni 4,22 % ze všech prognózovaných tržeb na relevantním trhu. Tento tržní podíl by měl dle mého názoru nadále pozvolně růst i po tomto období a společnost by měla i nadále růst v závislosti na uvažovaných příležitostech (především spojených s demografickým vývojem světové populace a rozvojem dalších dílčích regionálních trhů), které nahrávají vysokému potenciálu relevantního trhu s nemocničními lůžky.

### Prognóza tržeb podniku

Z výše uvedených prognóz pro vývoj relevantního trhu a prognózy vývoje tržního podílu podniku je možné vyvodit prognózu tržeb pro uvažované období let 2018 až 2023, která bude klíčovým vstupem pro sestavení finančního plánu pro uvedené roky. Výsledná prognóza tržeb je stanovena pomocí vztahu, který predikuje tempo růstu tržeb v jednotlivých letech:

$$\text{Tempo růstu tržeb (\%)} = (\text{Index růstu trhu} * \text{Index změny tržního podílu}) - 1.$$

Prognózané tempo růstu tržeb poté vynásobíme s hodnotou tržeb v předešlém období. Vývoj prognózovaných tržeb v návaznosti na historické tržby podniku LINET zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 28 Vývoj a prognóza tržeb podniku

Odhad tržeb LINET spol. s.r.o.	MINULOST					
	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Provozní tržby LINET (tis. Kč)	1 908 155	2 215 367	2 506 589	3 164 954	2 747 121	2 964 181
Tempo růstu (%)	/	16,1%	13,1%	26,3%	-13,2%	7,9%
Průměrné tempo růstu	10,0%					
Celkový růst tržeb LINET	9,2%					
Odhad tržeb LINET spol. s.r.o.	PROGNÓZA					
	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
Provozní tržby LINET (tis. Kč)	3 174 946	3 346 567	3 513 066	3 675 840	3 834 101	3 992 471
Tempo růstu (%)	7,11%	5,41%	4,98%	4,63%	4,31%	4,13%
Průměrné tempo růstu	5,1%					
Celkový růst tržeb LINET	4,7%					

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet a odhad

Historické tržby podniku rostly průměrně o 10 % ročně, konkrétně v uvažovaném období 2012-2017 celkově vzrostly o 9,2 %. V budoucnu naopak budeme předpokládat mírně zpomalený trend růstu, predikované průměrné tempo růstu je 5,1 % a celkově by měly tržby podniku v období mezi roky 2018-2023 vzrůst o 4,7 %. Tempo růstu tedy predikujeme nižší než v minulosti, a to s ohledem na předpoklad zpomalení růstu trhu jako celku a zároveň z důvodu zachování opatrnosti prognózy.

## 5.4 Finanční analýza

Cílem finanční analýzy pro potřeby ocenění podniku je zjistit vývoj finanční situace podniku v předcházejících obdobích hospodářských let 2012-2017. Při této finanční analýze, která slouží, jako podklad pro stanovení hodnoty podniku zhodnotím jen nejdůležitější aspekty finančního zdraví firmy, které jsou klíčové pro další postup ocenění podniku. Budou využity metody horizontální a vertikální analýzy základních účetních výkazů, přičemž při této analýze budu vycházet z jejich zkrácené podoby, kdy analýze podrobím jen klíčové součásti rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Dále zhodnotím vývoj bilančních pravidel a čistého pracovního kapitálu. Klíčovou analýzou je část, která pojednává o poměrových ukazatelích. Na závěr posoudím vývoj ekonomické přidané hodnoty. Tyto dílčí analýzy pomohou v doplnění otázky ze strategické analýzy, zda je podnik i dle finanční situace schopen dlouhodobě prosperovat, a zároveň vývoj účetních položek a finančních ukazatelů slouží jako důležitý vstup pro sestavení následného finančního plánu.

Při finanční analýze vycházím z faktu, že účetní závěrky byly podrobeny auditu. Nezávislý auditor vydal pro dílčí účetní závěrky v uvažovaných letech 2012-2017 tzv. výrok bez výhrad a dále, že účetní závěrky podniku LINET podávají věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv podniku, jeho nákladů, výnosů a výsledků hospodaření.

### 5.4.1 Analýza rozvahy

Tabulka 29 Horizontální analýza aktiv

Horizontální analýza - ROZVAHA	Podílová metoda					Celkem růst
	FY 2013/2012	FY 2014/2013	FY 2015/2014	FY 2016/2015	FY 2017/2016	
AKTIVA CELKEM	0,11	0,26	0,08	0,18	0,04	13%
DLOUHODOBÝ MAJETEK	0,12	0,48	0,03	0,34	-0,02	17%
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK	0,47	0,87	0,30	0,81	0,44	56%
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK	-0,02	0,18	-0,02	0,57	-0,03	11%
Pozemky a stavby	-0,05	0,00	0,08	0,63	-0,04	10%
Hmotné movité věci a jejich soubory	-0,08	0,33	-0,03	0,57	0,06	15%
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	0,19	0,61	0,04	0,27	-0,03	20%
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,26	0,68	0,04	0,24	-0,01	22%
Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,02	-0,27	0,06	0,97	-0,42	-2%
OBĚŽNÁ AKTIVA	0,11	0,01	0,18	-0,07	0,17	7%
ZÁSOBY	0,17	0,23	0,33	0,08	0,01	16%
Materiál	0,13	0,23	0,27	0,04	0,05	14%
Nedokončená výroba a polotovary	0,20	0,30	0,12	-0,14	0,25	13%
Výrobky a zboží	0,25	0,18	0,67	0,29	-0,14	22%
POHLEDÁVKY	0,09	-0,19	0,29	-0,04	0,19	5%
DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY	0,74	-0,51	-1,00	---	---	65%
KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY	0,09	-0,19	0,30	-0,04	0,13	5%
Pohledávky z obchodních vztahů	0,16	-0,14	0,19	0,05	0,13	7%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	-0,52	-0,75	4,37	-1,00	---	---
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY	0,63	4,35	-0,50	-0,89	2,73	13%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	-0,03	-0,05	0,26	0,45	0,29	17%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Při analýze rozvahy nejprve shrneme pomocí horizontální analýzy (v podílové variantě) vývoj jednotlivých klíčových položek aktiv a pasiv v čase, resp. budeme sledovat případné meziroční odchylky v tomto vývoji. Cílem horizontální analýzy je zhodnotit, zda a jak podnik roste, či neroste.

Tabulka na předcházející straně zobrazuje horizontální analýzu aktiv, ze které lze vyčíst, že bilanční suma aktiv ve sledovaném období vzrostla o 13 % a její hodnota se zvýšila o zhruba 2,2 miliardy Kč. Na růstu aktiv se nejvíce podílel růst dlouhodobého majetku, který vzrostl o 17 % (cca 1,7 miliardy Kč). Růst dlouhodobého majetku byl doprovázen také růstem oběžného majetku, který sice nebyl tak výrazný – 7 %, ale podílel se na růstu aktiv sumou 490 mil. Kč. Nejvýznamněji rostly položky aktiv, doprovázené růstem dlouhodobého majetku mezi roky 2014-13 a 2016-15, naopak v závěru analyzovaného období začal jejich růst zpomalovat (dlouhodobý majetek dokonce zaznamenal zhruba 2% pokles).

Celkový růst dlouhodobého majetku byl ovlivněn jak růstem hmotného majetku v podobě staveb a hmotných movitých věcí, které souvisí se stavbou nové výrobní haly a investicemi do nových výrobních strojů, tak zejména růstem dlouhodobého finančního majetku. Dlouhodobý finanční majetek firmy představuje zejména majetkové účasti (podíly na vlastním kapitálu) v dceřiných společnostech, které jsou ovládané podnikem LINET, nebo jsou pod jeho podstatným vlivem. Dlouhodobý finanční majetek vzrostl během analyzovaného období o 20 %, což představuje zhruba 1,3 miliardy Kč. O 56 % vzrostl také dlouhodobý nehmotný majetek, ale v celkové sumě to představuje jen zanedbatelných 46 mil. Kč.

Oběžná aktiva celkově vzrostla jen o 7 %, ale v závěru období je možné pozorovat výraznější rostoucí trend po výrazném poklesu mezi roky 2016-15. Nejvýše rostla položka zásob (16 %) a to zejména zásoby materiálu, výrobků a zboží. V peněžním vyjádření nejvíce rostla položka krátkodobých pohledávek, a to zejména z obchodních vztahů (314 mil. Kč). Největší vliv na tento růst měl zejména růst pohledávek spojených se spřízněnými osobami v podobě dceřiných firem. Suma peněžních prostředků v pokladně a na bankovních účtem vzrostla během období o 13 % (19,5 mil. Kč).

Časové rozlišení aktiv vzrostlo během analyzovaného období o 17 %, zhruba o 70 mil. Kč. Časové rozlišení aktiv je spojeno s vývojem položek nákladů v příštím období a zejména s komplexními náklady příštích období, které se skládají zejména z nákladů na vývoj výrobních projektů podniku.

Nyní přikročíme k zhodnocení vývoje položek pasiv, který je zobrazen v následující tabulce:

Tabulka 30 Horizontální analýza pasiv

Horizontální analýza - ROZVAHA	Podílová metoda					Celkem růst
	FY 2013/2012	FY 2014/2013	FY 2015/2014	FY 2016/2015	FY 2017/2016	
PASIVA CELKEM	0,11	0,26	0,08	0,18	0,04	13%
VLASTNÍ KAPITÁL	0,05	0,22	-0,73	0,44	0,32	-8%
ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
ÁŽIO a KAPITÁLOVÉ FONDY	0,02	0,06	-0,25	0,03	-0,07	-5%
FONDY ZE ZISKU	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0%
VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET	0,05	0,18	-0,10	-0,78	0,74	-15%
Nerozdělený zisk minulých let	0,05	0,18	-0,07	-0,74	0,62	-13%
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ	0,03	0,32	-0,60	1,95	-0,05	9%
ROZHODNUTO O ZÁLOHOVÉ VÝPLATĚ PODÍLU NA ZISKU	---	---	---	-1,00	---	---
CIZÍ ZDROJE	0,18	0,31	0,86	0,15	-0,01	27%
REZERVY	-0,34	0,97	-0,27	-0,18	0,44	2%
ZÁVAZKY	0,21	0,29	0,92	0,15	-0,01	28%
DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY	0,23	0,50	-0,59	2,00	0,14	21%
Závazky k úvěrovým institucím	-0,37	0,57	-0,38	1,02	0,45	12%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	---	0,51	-0,82	5,63	-0,23	---
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	0,20	0,13	2,39	-0,07	-0,07	32%
Závazky z obchodních vztahů	0,59	-0,01	1,75	-0,50	0,02	17%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	---	8,38	6,91	-0,29	-0,01	---
Závazky ke společníkům	1,57	-0,52	0,02	12,91	6,74	167%
Krátkodobé finanční výpomoci	-0,31	0,39	3,57	0,30	-0,19	36%
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	6,08	-0,54	0,21	-0,12	0,05	29%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Hodnota pasiv samozřejmě roste v závislosti na růstu majetku podniku a potřebě jeho kapitálového krytí. Bilanční suma v případě pasiv vzrostla zejména z důvodu nárůstu cizích zdrojů o 2,6 miliardy Kč (27 %). Naopak vlastní kapitál podniku během období poklesl o půl milionu (-8 %). Velmi vysoký nárůst cizích zdrojů o zhruba 80 % oproti předchozímu roku nastal mezi hospodářskými roky 2015-14. Zatímco vlastní kapitál mezi těmito roky o 70 % poklesl. Tento vývoj je spojen se změnou kapitálové struktury podniku, kdy došlo k vyplacení téměř 1 miliardy Kč ze zisku a byla vyvolána potřeba jiného (cizího) zdroje financování jako náhrada za tyto vyplacené podíly.

Cizí zdroje rostly zejména díky vysokému nárůstu krátkodobých závazků o 1,9 miliardy (32 %). Tento nárůst byl významně spojen s růstem krátkodobých finančních výpomocí o 36 % (1,1 miliardy Kč), tento nárůst byl největší právě mezi zmiňovanými roky 2015-14, kdy nárůst činil zhruba 390 %. Poměrně výrazně rostly i krátkodobé závazky z obchodních vztahů o 17 %, což představuje asi 320 mil. Kč, i této položky se dotkl masivní nárůst v období mezi roky 2015-14, kdy krátkodobé závazky z obchodních vztahů vzrostly o 737 mil. Kč. Mezi uvedenými roky nastal také prudký nárůst krátkodobých závazků k dceřným firmám LINETu. Dlouhodobé závazky rostly méně nežli krátkodobé, zhruba o 21 % (750 mil. Kč). Na růstu dlouhodobých závazků se v závěru období také podepsala změna ve struktuře financování a mezi roky 2016-15 vzrostly téměř o 200 %, zejména v podobě závazků k úvěrovým institucím a závazkům k ostatním podnikům ze skupiny LINET.

Změna struktury financování se projevila poklesem vlastního kapitálu podniku, zejména v podobě výrazného poklesu v otázce reinvestic výsledku hospodaření z minulých let. Do roku 2015 firma pravidelně reinvestovala nerozdělený zisk z minulých let v hodnotě mezi 1,2-1,5 miliardy Kč. V roce 2015 podnik rozhodl o zálohové výplatě podílu ze zisku v hodnotě zhruba 1 miliardy Kč. Od této doby činí reinvestice nerozděleného zisku v hospodářském roce 2017 zhruba jen 534 mil. Kč.

Druhá část analýzy rozvahy se věnuje vertikální analýze jejich položek, která sleduje strukturu majetku a zdrojů jeho krytí. Totožně jako při horizontální analýze, budu sledovat pouze klíčové položky aktiv a pasiv. Výsledné hodnoty jednotlivých položek jsou vztaženy k bilanční sumě a jsou vyjádřeny jejich procentuálním podílem. Vývoj struktury aktiv podniku sleduje následující tabulka:

Tabulka 31 Vertikální analýza aktiv

Vertikální analýza - ROZVAHA	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	52,7%	53,1%	62,6%	59,3%	67,3%	63,0%
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,8%	1,1%
DLOUHODOBÝ HMTNÝ MAJETEK	18,0%	15,8%	14,8%	13,4%	17,8%	16,6%
Pozemky a stavby	11,9%	10,2%	8,1%	8,1%	11,1%	10,3%
Hmotné movité věci a jejich soubory	5,5%	4,5%	4,8%	4,3%	5,7%	5,8%
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	34,5%	37,0%	47,3%	45,4%	48,7%	45,4%
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	30,2%	34,2%	45,7%	43,8%	45,9%	43,9%
Zápůjčky a úvěry - ostatní	3,1%	2,9%	1,7%	1,6%	2,7%	1,5%
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	44,9%	44,8%	35,9%	38,9%	30,5%	34,3%
<b>ZÁSoby</b>	6,1%	6,4%	6,3%	7,7%	7,0%	6,8%
Materiál	3,3%	3,4%	3,3%	3,9%	3,4%	3,4%
Nedokončená výroba a polotovary	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,1%	1,3%
Výrobky a zboží	1,5%	1,6%	1,5%	2,4%	2,6%	2,1%
<b>POHLEDÁVKY</b>	38,0%	37,1%	23,9%	28,6%	23,2%	26,5%
DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY	0,2%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	1,3%
KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY	37,8%	36,8%	23,8%	28,6%	23,2%	25,3%
Pohledávky z obchodních vztahů	30,3%	31,6%	21,6%	23,8%	21,0%	22,8%
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	3,6%	1,6%	0,3%	1,5%	0,0%	0,0%
<b>PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY</b>	0,9%	1,3%	5,7%	2,7%	0,3%	0,9%
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	2,3%	2,0%	1,5%	1,8%	2,2%	2,7%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Struktura majetku podniku je v analyzovaném období relativně stabilní. Mírně se zvyšuje podíl dlouhodobé majetku vůči oběžným aktivům. V roce 2017 tvořil dlouhodobý majetek 63% podíl a oběžný majetek 34% podíl na aktivech, zbytek podílu připadal na časové rozlišení aktiv.

Nárůst podílu dlouhodobého majetku je způsoben zejména již zmiňovaným vysokým nárůstem dlouhodobého finančního majetku, který tvoří v roce 2017 až 45 % veškerého majetku podniku. Naopak mírně poklesl podíl dlouhodobého hmotného majetku.

Struktura dlouhodobého majetku se dá považovat také za relativně stabilní. V roce 2017 tvoří dlouhodobý hmotný majetek 26% podíl, dlouhodobý nehmotný majetek 2% podíl a dlouhodobý finanční majetek 72% podíl na celkové struktuře stálého majetku.

Z oběžných aktiv v roce 2017 tvoří největší podíl 25 % na aktivech krátkodobé pohledávky. Největší část těchto pohledávek je spojena se spřízněnými osobami v podobě dceřiných firem. Na celkových pohledávkách firmy se pohledávky z obchodních vztahů ve skupině LINET podílí zhruba 60 %. Zásoby tvoří zhruba 7% podíl na celkovém majetku a peněžní prostředky asi jen 1 %, což je vzhledem k peněžní likviditě velmi málo. Firma nedrží peněžní prostředky po většinu analyzovaného období, s výjimkou v roce 2014, kdy peněžní prostředky tvořily 6% podíl na aktivech.

Struktura oběžného majetku podniku je až na rok 2014 také velmi stabilní. V závěru období tvoří 77% podíl pohledávky, 20% podíl zásoby a 3% podíl peněžní prostředky. Jediný výkyv ve struktuře oběžných aktiv nastal právě ve zmiňovaném roce 2014, kdy firma vzhledem k jejímu trendu držela větší množství peněžních prostředků, než je u ní obvyklé.

Na závěr kapitoly o analýze rozvahy posoudíme strukturu zdrojů oceňovaného podniku. Vertikální analýzu pasiv zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 32 Vertikální analýza pasiv

Vertikální analýza - ROZVAHA	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>PASIVA CELKEM</b>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	53,7%	50,5%	48,9%	12,3%	15,0%	19,0%
<b>ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b>	1,9%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%
<b>ÁŽIO a KAPITÁLOVÉ FONDY</b>	-11,2%	-10,2%	-8,6%	-6,0%	-5,2%	-4,6%
<b>FONDY ZE ZISKU</b>	2,8%	2,5%	2,0%	1,8%	1,5%	1,5%
<b>VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET</b>	47,7%	45,0%	42,2%	35,0%	6,7%	11,1%
Nerozdělený zisk minulých let	47,8%	45,1%	42,2%	36,1%	8,0%	12,4%
<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ</b>	12,4%	11,5%	12,0%	4,4%	10,9%	10,0%
<b>ROZHODNUTO O ZÁLOHOVÉ VÝPLATĚ PODÍLU NA ZISKU</b>	0,0%	0,0%	0,0%	-24,3%	0,0%	0,0%
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	46,2%	49,1%	50,9%	87,5%	84,9%	80,8%
<b>REZERVY</b>	2,4%	1,4%	2,2%	1,5%	1,0%	1,4%
<b>ZÁVAZKY</b>	43,9%	47,7%	48,7%	86,1%	83,8%	79,4%
<b>DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b>	18,3%	20,2%	24,1%	9,1%	23,2%	25,4%
Závazky k úvěrovým institucím	17,9%	10,1%	12,6%	7,1%	12,2%	17,0%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	9,6%	11,5%	1,9%	10,7%	7,9%
<b>KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b>	25,5%	27,5%	24,6%	76,9%	60,6%	54,0%
Závazky z obchodních vztahů	10,4%	14,9%	11,7%	29,7%	12,5%	12,3%
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,1%	1,1%	8,0%	4,8%	4,6%
Závazky ke společníkům	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,3%	2,5%
Krátkodobé finanční výpomoci	12,8%	7,9%	8,8%	37,0%	40,9%	31,6%
<b>ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>	0,1%	0,4%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet



Kapitálová struktura podniku během analyzovaného období vykazala razantní změnu ve struktuře financování podniku, která byla způsobena, jak již bylo řečeno, masivní výplatou podílu ze zisku v roce 2015. Do roku 2015 byl poměr struktury kapitálu zhruba 50%:50%. Po roce 2015 se kapitálová struktura velmi proměnila a poměr mezi cizím a vlastním kapitálem byl v závěru období 81:19 procentům. Ovšem je nutné podotknout, že od zmiňované změny v roce 2015 podíl vlastního kapitálu v letech 2016 a 2017 mírně roste.

V souvislosti s výplatou podílu ze zisku se proměnila také struktura vlastních zdrojů podniku, který byl z kraje analyzovaného období tvořen z 89 % výsledkem hospodaření z minulých let v podobě nerozděleného zisku a z 23 % výsledkem hospodaření běžného účetního období, tak v roce 2017 byl tento poměr zhruba vyrovnaný.

Nejvýznamnějšími položkami cizích zdrojů byly v roce 2017 krátkodobé a dlouhodobé závazky, které mají celkově zhruba 80% podíl na pasivech podniku (vzrostl z původních 44 % v roce 2012). Struktura cizích zdrojů je po celé období tvořena zhruba z 95-98 % právě závazky. Přičemž struktura závazků byla během analyzovaných hospodářských let výrazně pozměněna. Od roku 2012, kdy krátkodobé závazky tvořili zhruba 55% podíl na cizích zdrojích a dlouhodobé závazky cca 40%, se v roce 2017 tento rozdíl v podílu zvýšil na 67% podíl krátkodobých závazků vůči 31% podílu závazků dlouhodobých. To bylo zejména způsobeno preferencí krátkodobých finančních výpomocí oproti dlouhodobým závazkům k úvěrovým institucím. Tyto krátkodobě načerpané úvěry, které představují zejména vklady do vlastního kapitálu dceřiných společností a slouží k následnému financování provozu celé skupiny LINET GROUP. V hospodářském roce 2017 začala společnost postupně opět přefinancovávat své úvěry do dlouhodobých úvěrů. Ovšem v současné době je zatím pro podnik stále výhodnější financování krátkodobými úvěry na úkor dlouhodobých úvěrů. Společnost LINET se domnívá, že tyto skutečnosti však nemají žádný negativní vliv na hrazení vzniklých závazků vůči svým dodavatelům. V příštím období se očekává pokles ve struktuře závazků na úkor těch krátkodobých (zejména krátkodobých úvěrů), které by měly pokračovat v klesající tendenci ze závěru období roku 2017. To potvrzuje fakt, že společnost LINET má pro fiskální rok 2018 sjednaný dlouhodobý provozní úvěr ve výši 10 mil. EUR a bude načerpán během tohoto hospodářského roku 2018.

## 5.4.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Prvním krokem při analýze výkazu zisku a ztráty je jeho horizontální analýza (v podílové variantě), která sleduje vývoj výnosů, nákladů a výsledků hospodaření v čase.

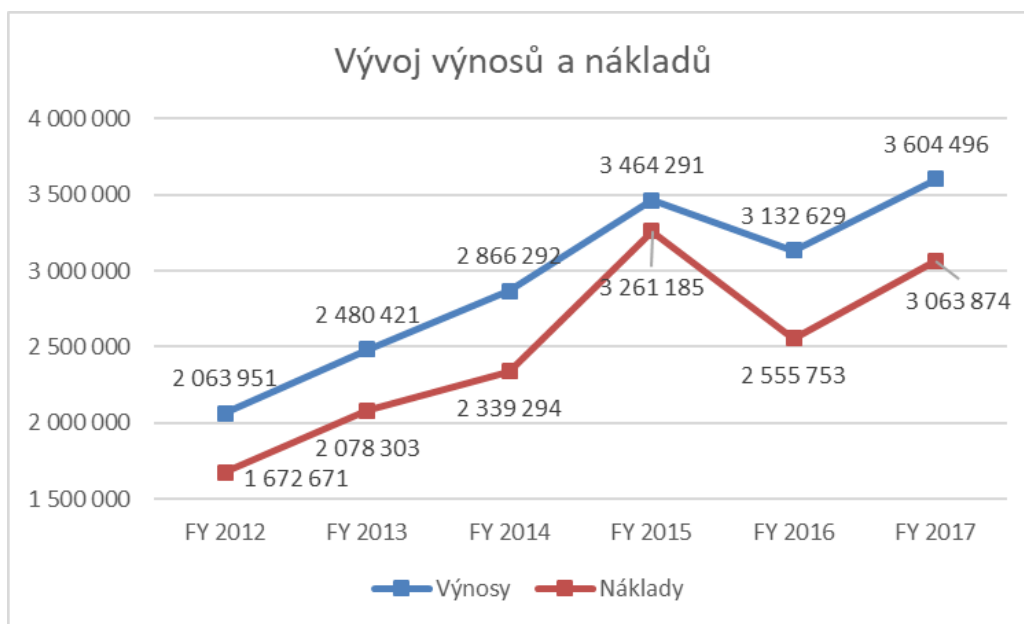
Tabulka 33 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza - VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	Podílová metoda					Celkem růst
	FY 2013/2012	FY 2014/2013	FY 2015/2014	FY 2016/2015	FY 2017/2016	
<b>Provozní Tržby celkem</b>	0,16	0,13	0,26	-0,13	0,08	9%
Tržby z prodeje výrobků a služeb	0,16	0,14	0,26	-0,13	0,00	8%
Tržby za prodej zboží	0,21	0,04	0,26	-0,13	0,96	22%
<b>Výkonová spotřeba</b>	0,22	0,17	0,56	-0,28	0,09	12%
Náklady vynaložené na prodané zboží	0,19	0,09	0,18	-0,14	1,31	25%
Spotřeba materiálu a energie	0,22	0,21	0,20	-0,06	-0,02	10%
Služby	0,23	0,10	1,79	-0,59	0,00	9%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,50	2,56	0,38	-0,73	-3,43	10%
Aktivace	0,05	0,01	-0,29	0,29	0,23	3%
Osobní náklady	0,09	0,13	0,12	0,10	0,15	12%
Mzdové náklady	0,06	0,16	0,14	0,09	0,17	12%
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	0,17	0,08	0,08	0,12	0,12	11%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,03	0,03	0,17	0,09	0,30	12%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0,03	0,03	0,17	0,08	0,33	12%
Ostatní provozní výnosy	0,49	0,12	0,48	0,23	0,48	35%
Ostatní provozní náklady	0,13	0,39	-0,08	0,09	0,94	25%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	0,20	0,00	-0,53	1,24	-0,16	1%
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	9,83	-0,10	0,34	0,41	-0,34	65%
Náklady vynaložené na prodané podíly	24,91	-1,00	---	---	---	---
Výnosové úroky a podobné náklady	-0,40	0,20	-0,48	-0,50	0,26	-25%
Nákladové úroky a podobné náklady	1,40	0,41	-0,48	-0,43	0,31	6%
Ostatní finanční výnosy	0,67	0,82	-0,73	0,47	2,14	30%
Ostatní finanční náklady	1,87	-0,35	-0,13	-0,64	3,09	19%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-12,05	-2,08	-1,24	-6,47	0,51	89%
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	0,03	0,31	-0,61	1,84	-0,06	7%
Daň z příjmů	0,03	0,27	-0,66	1,27	-0,18	-4%
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	0,03	0,32	-0,60	1,95	-0,05	9%
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	0,03	0,32	-0,60	1,95	-0,05	9%
<b>Čistý obrát za účetní období</b>	0,20	0,16	0,21	-0,10	0,15	12%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Na úvod analýzy vývoje výsledovky v čase je vhodné zobrazit vývoj celkových výnosů a nákladů podniku. Z grafu níže je patrné, že vývoj položek výnosů a nákladů je přibližně podobný. Ve fiskálním roce 2015 ovšem dochází k vysokému nárůstu nákladů – o 40 % oproti předchozímu roku, zatímco celkové výnosy v témže roce rostou jen o 20 %. V tomto roce firma zároveň dosáhla nejnižšího výsledku hospodaření před zdaněním i čistého zisku z celého analyzovaného období i přesto, že výnosy byly ve zkoumaném období druhé nejvyšší v celé historii firmy. V dalších letech se situace opět přizpůsobila trendu z období mezi roky 2012-2014. Nejvyšších výnosů firma dosáhla v závěru analyzovaného období, v roce 2017.

Graf 13 Vývoj výnosů a nákladů



Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní zpracování

Podnik LINET je výrobním podnikem, tudíž se za klíčové položky, které ovlivňují vývoj celé firmy, dají označit položky, které s touto provozní činností souvisejí. Proto se při analýze výkazu zisku a ztráty zaměřím pouze na ně. Celkové provozní tržby vzrostly mezi roky 2012-17 o zhruba 1 miliardu Kč, celkově asi o 9 %. Na tomto nárůstu se nejvíce podílel růst tržeb z prodeje výrobků a služeb, který vzrostl o 785 mil. Kč (8 %), tržby za prodej zboží vzrostly o 270 mil. (téměř 22 %). Celkově růst tržeb považuji za celkem stabilní s mírným výkyvem v roce 2016, kdy došlo k poklesu o 13 % v porovnání s předchozím rokem. Tento pokles byl způsoben poklesem zahraničních tržeb podniku, z důvodu, který společnost LINET uvádí ve své výroční zprávě, nepříznivé politické situaci v nejvýznamnějších obchodních regionech podniku – USA, Francie a Blízký východ. Zhruba 88 % všech tržeb podniku, pochází ze zahraničí, i z tohoto důvodu můžeme konstatovat, že LINET je firma, která se významně orientuje na export svých produktů a služeb a je do velké míry ovlivněna různými faktory zahraničních trhů. V roce 2017 se situace opět stabilizoval a firma dosáhla meziročního nárůstu o 8 % na celkovou hodnotu tržeb necelé 3 miliardy Kč. Nejvyšších provozních tržeb v analyzovaném období dosáhla firma v hospodářském roce 2015, kdy jejich suma činila 3,1 miliardy Kč.

Růst tržeb logicky zapříčinil růst výkonové spotřeby podniku, celkově o 12 %, což činí mezi roky 2012-17 zhruba 870 mil. Kč. Největší procentní nárůst zaznamenala položka nákladů vynaložených na prodané zboží – 25 %, což činilo zhruba 236 mil. Kč. Největší nárůst v peněžním vyjádření dosáhla položka spotřeby materiálu a energie – 481 mil. Kč (celkový nárůst o 10 %). O 9 % celkově vzrostla také položka služeb, což celkově činilo zhruba 150 mil. Kč.

Vývoj výkonové spotřeby je relativně stabilní, až na nepříznivý výkyv hodnoty, který nastal v roce 2015, kdy jeho hodnota vzrostla o téměř 1 miliardu Kč. Tento prudký nárůst nastal z důvodu růstu služeb v témže roce – ten byl ve výroční zprávě zdůvodněn s nárůstem poskytovaných služeb v rámci skupiny LINET GROUP a díky vzniku jednorázových nákladů spojených s likvidací dceřiné firmy PSPT. V příštích letech 2016 a 2017 se situace opět stabilizovala v trendu přiměřeného vývoje k tržbám.

Osobní náklady podniku celkově vzrostly o 12 %, což je nárůst 223 mil. Kč, tento nárůst je spojen s růstem počtu zaměstnanců, kterých v analyzovaném období přibýlo 284, což svědčí o rychlém růstu společnosti zejména v posledních čtyřech hospodářských letech. Zároveň byl tento nárůst spojen s růstem průměrné měsíční hrubé mzdy v podniku, která v roce 2017 činila bezmála 39 tis. Kč a od začátku období vzrostla o 5,5 tis. Kč. Tento trend je zároveň spojen se situací na českém pracovním trhu, který se potýká s rekordně nízkou mírou nezaměstnanosti.

Ostatní provozní výnosy v podobě tržeb z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, jiných provozních výnosů spojených s postoupením pohledávek také významně vzrostly o 35 %, což činilo 288 milionů Kč. Ostatní provozní náklady spojené naopak se zůstatkovou cenou prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a jiných provozních nákladů v podobě nákladů spojených s postoupením pohledávek vzrostly v analyzovaném období o 25 % (170 mil. Kč).

Horizontální analýza výsledovky by byla vhodná doplnit o analýzu zisků podniku. Rozhodl jsem se, že pro zachování přehlednosti celkovou analýzu (horizontální i vertikální) výsledků hospodaření shrnu jednotně v závěru kapitoly, která se věnuje analýze výkazu zisku a ztráty.

V druhé části analýzy výsledovky se zaměříme na strukturu tohoto výkazu pomocí vertikální analýzy. Podnik LINET, jakožto výrobní podnik se zaměřuje především na provozní činnost podniku, z toho vyplývá, že největší podíl na struktuře výsledovky mají především položky, které jsou úzce spojeny s výrobní a provozní činností. To jsou zejména tržby z prodeje výrobků a služeb, tržby za prodej zboží, výkonová spotřeba a osobní náklady. Výsledné hodnoty, které zobrazuje následující tabulka, jsou vztaženy právě k sumě tržeb z prodeje výrobků a služeb a tržeb za prodej zboží. Hodnoty položek jsou vyjádřeny jejich procentuálním podílem.

Tabulka 34 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza - VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>Provozní Tržby celkem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Tržby z prodeje výrobků a služeb	91,7%	91,3%	92,0%	92,1%	92,0%	85,5%
Tržby za prodej zboží	8,3%	8,7%	8,0%	7,9%	8,0%	14,5%
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>60,6%</b>	<b>63,6%</b>	<b>65,9%</b>	<b>81,5%</b>	<b>67,6%</b>	<b>68,3%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	6,0%	6,1%	5,9%	5,6%	5,5%	11,8%
Spotřeba materiálu a energie	39,9%	41,9%	44,9%	42,6%	46,4%	41,9%
Služby	14,7%	15,6%	15,1%	33,4%	15,7%	14,5%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	0,8%	-0,3%	-1,1%	-1,2%	-0,4%	0,8%
Aktivace	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,3%	-0,5%	-0,6%
Osobní náklady	15,6%	14,7%	14,7%	13,0%	16,4%	17,6%
Mzdové náklady	11,5%	10,5%	10,7%	9,7%	12,1%	13,1%
Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	4,1%	4,1%	4,0%	3,4%	4,4%	4,5%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	3,5%	3,1%	2,9%	2,6%	3,3%	4,0%
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3,5%	3,1%	2,9%	2,6%	3,3%	4,0%
Ostatní provozní výnosy	4,3%	5,5%	5,5%	6,4%	9,1%	12,5%
Ostatní provozní náklady	4,4%	4,3%	5,2%	3,8%	4,8%	8,6%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,9%</b>	<b>18,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>17,8%</b>	<b>13,8%</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0,2%	1,6%	1,3%	1,4%	2,2%	1,4%
Náklady vynaložené na prodané podíly	0,0%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výnosové úroky a podobné náklady	0,5%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Nákladové úroky a podobné náklady	1,1%	2,3%	2,9%	1,2%	0,8%	0,9%
Ostatní finanční výnosy	3,2%	4,6%	7,3%	1,6%	2,6%	7,7%
Ostatní finanční náklady	2,4%	5,9%	3,4%	2,4%	1,0%	3,7%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>0,3%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,4%</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,2%</b>	<b>21,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>21,0%</b>	<b>18,2%</b>
Daň z příjmů	3,8%	3,4%	3,8%	1,0%	2,7%	2,0%
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>18,3%</b>	<b>16,2%</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>16,7%</b>	<b>14,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>18,3%</b>	<b>16,2%</b>
<b>Čistý obrát za účetní období</b>	<b>108,2%</b>	<b>112,0%</b>	<b>114,4%</b>	<b>109,5%</b>	<b>114,0%</b>	<b>121,6%</b>

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Struktura tržeb se během analyzovaného období po celkem stabilním vývoji mírně změnila v závěru období, kdy vzrostl podíl tržeb za prodej zboží. V roce 2017 byl podíl těchto tržeb 14,5%, zatímco v celém období se pohyboval na úrovni 8% podílu na tržbách. Majoritu provozních tržeb ovšem zaujímají hlavně tržby z prodeje výrobků a služeb, ty po celé analyzované období tvořily zhruba 90% podíl na celkových provozních tržbách. V roce 2017 pak zaujímaly 85,5% podíl. Vysoký podíl tržeb zaujímají tržby od spřízněných osob podniku, které vychází z prodeje výrobků a služeb dceřiným společnostem ze skupiny LINET GROUP. To je způsobeno tím, že dva ze tří výrobních závodů LINET GROUP se nachází v České republice a společnost prostřednictvím svých partnerů ze skupiny přeprodává své produkty konečným odběratelům na zahraničních trzích.

Výkonová spotřeba celkem stabilně během analyzovaného období, mimo výkyvu v roce 2015, zaujímala čím dál tím vyšší podíl na provozních tržbách. Zatímco v roce 2012 byl podíl jen 61 %, v roce 2017 již 68 %. Tento trend je spojen především s růstem nákladů na prodej zboží a mírně rostoucím významem podílu spotřeby materiálu a energie. To je důsledkem především rostoucího množství produkce firmy, jež byla v roce 2012 na úrovni 38 tis. vyrobených ks za rok, ale v roce 2017 již vzrostla na 50 tis. ks/rok. Struktura výkonové spotřeby je v zásadě celkem stabilní, kromě již zmiňovaného výkyvu v roce 2015, kdy neočekávaně vzrostly náklady na služby v rámci skupiny LINET a jednorázové náklady v souvislosti s likvidací dceřiné firmy. V roce 2017 naopak mírně vzrostl význam vynaložených nákladů na prodej zboží, a jeho podíl na výkonové spotřebě cca 17%, z původního 8% podílu. Služby v roce 2017 zaujímaly 21% podíl a spotřeba materiálu a energií 62% podíl na celkové výkonové spotřebě podniku.

S růstem produkce dále souvisí růst počtu zaměstnanců podniku, kteří zároveň při dnešní situaci na trhu práce požadují lepší mzdové podmínky, tím pádem během analyzovaného období rostl podíl osobních nákladů na provozních tržbách podniku. Osobní náklady mají v roce 2017 takřka 18% podíl na provozních tržbách, oproti původním 16 % v roce 2012.

Důležitým výstupem účetního výkazu zisku a ztráty jsou výsledky hospodaření v různých modifikacích. V následující tabulce uvádím tyto modifikace zisku včetně jejich historického vývoje, z nichž některé druhy ve výkazu přímo najdeme a některé musíme z výsledovky odvodit. Druhy zisku v těchto různých podobách slouží jako klíčový vstup pro další metody finanční analýzy, či následné ocenění podniku.

Tabulka 35 Vývoj modifikací výsledku hospodaření

Druhy zisku (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
EBITDA - Zisk před zdaněním, úroky a odpisy	480 058	522 790	670 841	324 394	689 851	687 966
EBIT - Zisk před zdaněním a úroky	412 637	453 289	599 009	240 607	598 161	568 554
Provozní zisk	385 797	462 710	461 590	218 946	490 234	409 782
Finanční zisk	5 483	-60 592	65 408	-15 840	86 642	130 840
EBT - Zisk před zdaněním	391 280	402 118	526 998	203 106	576 876	540 622
NOPAT - Čistý provozní zisk po zdanění	334 236	367 164	485 197	194 892	484 510	460 529
EAT - Čistý zisk	318 782	327 484	432 038	170 704	503 338	480 382

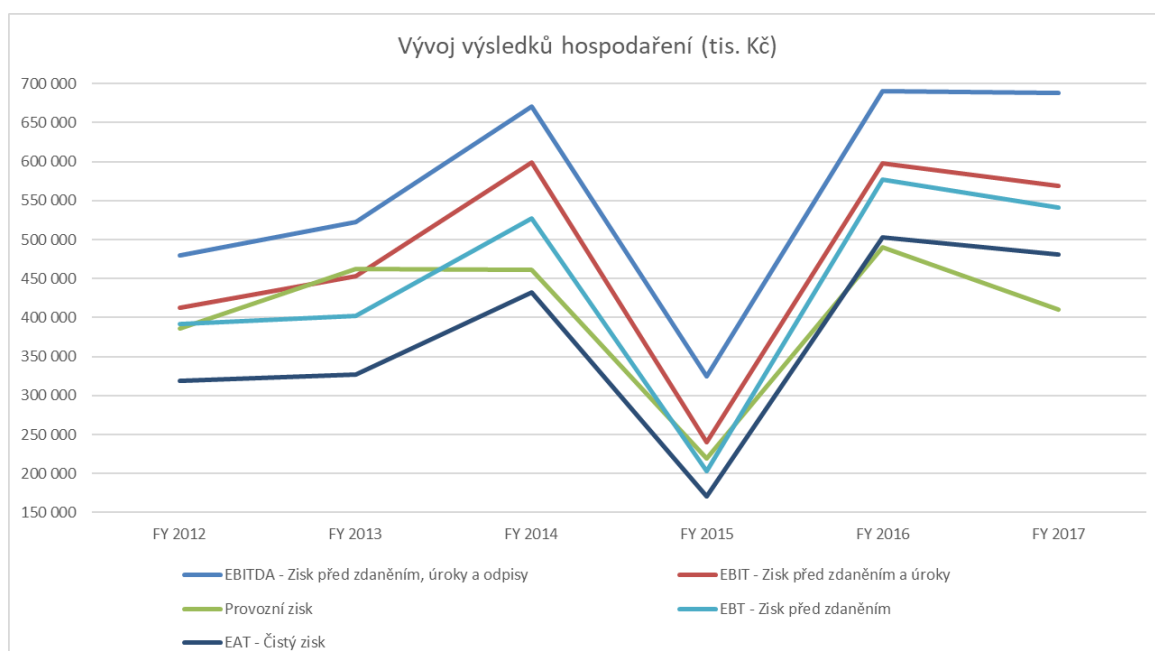
Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

V analýze výsledků hospodaření se zaměřím především na druhy zisků, které jsou pro další části této práce klíčové. Provozní zisk se logicky vyvíjí na základě jeho hlavních složek – provozních tržeb a výkonové spotřeby. Z důvodů výše zmíněných nastal největší výkyv ve vývoji provozního zisku v roce 2015, kdy výkonová spotřeba rostla významněji nežli tržby. Tento trend se opakoval i v roce 2017, kdy byl provozní zisk podniku na úrovni 410 mil. Kč a meziročně poklesl zhruba o 16 %. Tento fakt byl spojen opět s rychlejším růstem výkonové spotřeby oproti tržbám, což bylo způsobeno mj. i vlivem změny kurzu EUR/CZK.

EBIT, který mimo provozní zisk absorbuje ještě zisk finanční a nákladové úroky se vyvíjel po většinu období obdobně, ovšem s výkyvy, které byly ovlivněny nepravidelným vývojem finančního výsledku hospodaření, který plyne především z výnosů z podílů v dceřiných společnostech ze skupiny LINET Group.

Čistý zisk společnosti LINET po odečtení daní z příjmu právnických osob byl ovlivněn všemi výše zmíněnými důsledky. Následující graf shrnuje vývoj nejdůležitějších uvedených druhů zisku v období 2012-17, z něhož jsou patrné důsledky, které byly uvedeny v předchozím textu o analýze účetních výkazů a negativně ovlivnily hospodářské výsledky na všech úrovních v hospodářském roce 2015.

Graf 14 Vývoj výsledků hospodaření



Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní zpracování

### 5.4.3 Analýza bilančních pravidel

Analýza bilančních pravidel je vhodným doplněním k analýze rozvahy. Ovšem je nutno podotknout, že bilanční pravidla slouží pouze jako doporučení a jejich dodržení, či nedodržení nemusí vždy znamenat finanční rovnováhu (resp. nerovnováhu), protože kapitálové struktury podniků se výrazně liší napříč různými odvětvími, a tudíž není možné je hodnotit pomocí těchto unifikovaných pravidel. Přesto je vhodné si je uvést z důvodu doplnění analýzy rozvahy. Propoččet základních bilančních pravidel zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 36 Bilanční pravidla

Zlaté bilanční pravidlo (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Dlouhodobý majetek	1 352 780	1 519 409	2 253 720	2 314 342	3 103 050	3 025 478
Dlouhodobé zdroje	1 847 600	2 021 083	2 628 251	835 639	1 762 050	2 133 518
Převaha zdrojů	494 820	501 674	374 531	-1 478 703	-1 341 000	-891 960
Krytí dlouhodobými zdroji (%)	137%	133%	117%	36%	57%	71%
Krytí krátkodobými zdroji (%)	-37%	-33%	-17%	64%	43%	29%
Pravidlo vyrovnaní rizika (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Vlastní kapitál	1 377 742	1 443 673	1 761 937	479 557	692 305	914 185
Dlouhodobý cizí kapitál	469 858	577 410	866 314	356 082	1 069 745	1 219 333
Převaha VK	907 884	866 263	895 623	123 475	-377 440	-305 148
Pari pravidlo (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Vlastní kapitál	1 377 742	1 443 673	1 761 937	479 557	692 305	914 185
Dlouhodobý majetek	1 352 780	1 519 409	2 253 720	2 314 342	3 103 050	3 025 478
Převaha dlouhodobého majetku	-24 962	75 736	491 783	1 834 785	2 410 745	2 111 293

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Zlaté bilanční pravidlo sleduje časovou sladěnost struktury majetku a zdrojů. Přičemž dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji v podobě vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu. Oceňovaný podnik toto pravidlo splňoval v období mezi roky 2012-2014. Po tomto období však přišla radikální změna ve struktuře financování podniku, kdy podnik začal namísto vlastního kapitálu využívat především krátkodobý cizí kapitál. V období mezi roky 2015-2017 se poměr krytí majetku krátkodobými zdroji sice snižoval, ale tato situace značí agresivní způsob financování majetku podniku, se kterým výrazně roste riziko, ale zároveň se jedná o levnější variantu financování podniku. Podnik tuto strategii v roce 2015 zřejmě zvolil z důvodu potřeby využívat levnější zdroje kapitálu pro potřeby rozšíření dlouhodobého majetku podniku, nicméně z důvodu velkého rizika tento trend v závěru období opadá a firma zvyšuje poměr krytí dlouhodobými zdroji.

Pravidlo vyrovnaní rizika doporučuje podniku mít vyrovnaný poměr ve struktuře kapitálu mezi vlastními a dlouhodobými cizími zdroji, přičemž by měl převažovat spíše vlastní kapitál. Společnost LINET toto pravidlo opět sleduje na začátku sledovaného období. V závěru období opět firma vzhledem k nastavení riskantnějšího způsobu financování preferovala především dlouhodobé cizí zdroje. Nicméně nesplnění tohoto pravidla nepřikládám větší váhu, protože jeho dodržování by bylo v rozporu s pozitivním účinkem finanční páky, kdy přiměřené využití cizího kapitálu zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu.

Pari pravidlo je určeno k posouzení poměru mezi vlastním kapitálem a dlouhodobým majetkem podniku. Přičemž dlouhodobý majetek by měl vlastní kapitál převyšovat, čímž se vytváří prostor pro efektivní využití dlouhodobých cizích zdrojů. Toto pravidlo je u oceňovaného podniku splněno po většinu analyzovaných let, to znamená, že podnik výrazně neplýtvá vlastním kapitálem a využívá levnější způsob pro financování svých investic do dlouhodobého majetku.



## 5.4.4 Analýza pracovního kapitálu

Ukazatel čistého pracovního kapitálu sleduje, jaká část dlouhodobých zdrojů podniku, kryje oběžná aktiva, a slouží jako doplněk pro hodnocení likvidity oceňovaného podniku. Výpočet čistého pracovního kapitálu včetně jeho jednotlivých složek zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 37 Čistý pracovní kapitál a jeho složení

Složení NWC (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
+ zásoby	155 392	182 529	225 024	299 533	324 030	327 983
+ dlouhodobé pohledávky	4 947	8 608	4 246	0	0	60 327
+ krátkodobé pohledávky	969 604	1 052 503	856 244	1 114 239	1 071 498	1 212 481
+ peněžní prostředky	23 523	38 355	205 386	103 478	11 541	43 062
- krátkodobé závazky	-655 410	-785 928	-886 014	-3 000 871	-2 795 523	-2 591 546
<b>NWC</b>	<b>498 056</b>	<b>496 067</b>	<b>404 886</b>	<b>-1 483 621</b>	<b>-1 388 454</b>	<b>-947 693</b>

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Čistý pracovní kapitál podniku LINET se vyvíjel v závislosti na struktuře financování podniku. Opět je i při této analýze možné vyzorovat měnící se trend na přelomu hospodářských let 2015-14, kdy podnik začal ke svému financování výrazně využívat především krátkodobý cizí kapitál, nejen z důvodu výplaty podílů na zisku vlastníků firmy, ale zároveň za vysokým růstem krátkodobých závazků stojí čerpání krátkodobých půjček, kterými LINET financuje provoz skupiny LINET Group SE. V období mezi roky 2012-14 se čistý pracovní kapitál pohyboval na relativně stabilní úrovni okolo 400-500 mil. Kč. Od roku 2015 se naopak pohybuje hluboko v záporných číslech, ovšem alespoň s mírným rostoucím trendem ke kladné hodnotě.

Analýza čistého pracovního kapitálu potvrzuje tezi zlatého bilančního pravidla, kdy společnost LINET v letech 2015 až 2017 využívá agresivní strategii financování, kdy je podnik podkapitalizován a dlouhodobý majetek kryje krátkodobými zdroji financování. Zároveň je však tato strategie spojena s nižšími náklady na kapitál, tudíž je pro podnik levnější variantou financování, ale na druhou stranu i s rostoucím rizikem v podobě neschopnosti plnit své závazky. To vedení podniku odmítá tvrzením ve své výroční zprávě z hospodářského roku 2017 (LINET spol. s r.o., 2019c), kde uvádí že: „současná situace nemá žádný negativní vliv na plnění závazků společnosti vůči dodavatelům.“ V příštích letech se také očekává pokračování nastoleného trendu ze závěru analyzovaného období, kdy podnik zavedl strategii postupného pře-financování krátkodobých úvěrů na úvěry dlouhodobé, což by mělo vést při stabilním růstu oběžného majetku, k růstu hodnoty čistého pracovního kapitálu v dalších letech.

Analýzu čistého pracovního kapitálu je vhodné doplnit o vývoj tzv. potřeby čistého pracovního kapitálu, kdy je tato spotřeba vyjádřena součinem obrátového cyklu peněz a průměrných denních výdajů podniku. Výpočet této potřeby zachycuje následující tabulka:

Tabulka 38 Potřeba čistého pracovního kapitálu

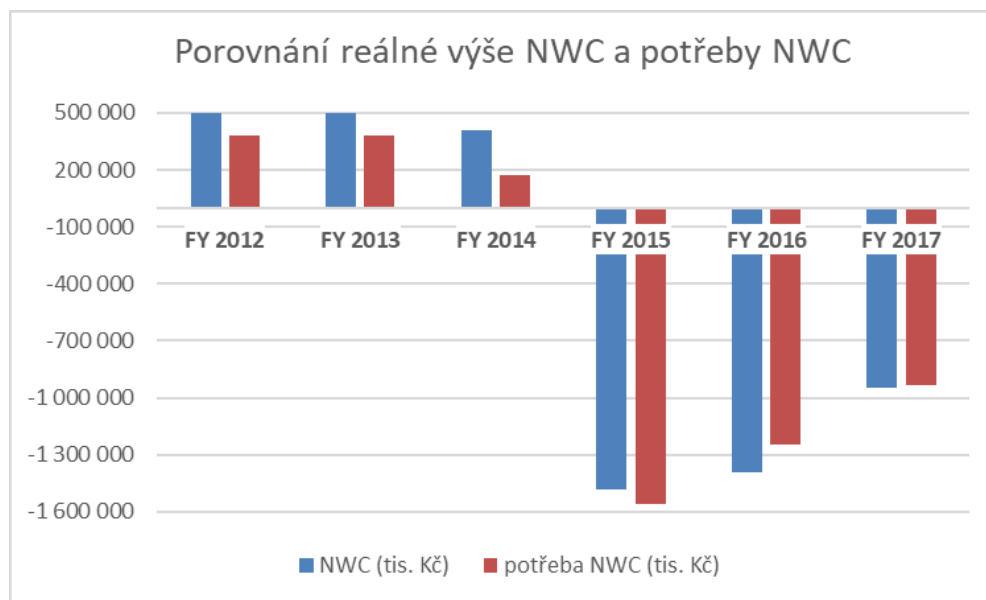
Potřeba NWC	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
OCP (dny)	88	74	29	-181	-183	-120
denní výdaje (tis. Kč)	4 269	5 080	5 979	8 648	6 777	7 773
<b>potřeba NWC (tis. Kč)</b>	<b>374 824</b>	<b>377 813</b>	<b>171 313</b>	<b>-1 561 167</b>	<b>-1 243 402</b>	<b>-935 294</b>

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Potřeba čistého pracovního kapitálu se odvíjí od výše obrátového cyklu peněz. S obrátovým cyklem peněz opět nastává obdobný trend úplného otočení vývoje, kdy od roku 2015 je doba kdy jsou peněžní prostředky podniku zadrženy v nepeněžní formě záporná, tudíž podnik hojně využívá tzv. dodavatelský úvěr. Tato situace může značit buď silnou vyjednávací pozici oceňovaného podniku vůči svým dodavatelům anebo predikovat neschopnost hradit své krátkodobé závazky. Vývoj průměrných denních výdajů je plně závislý na vývoji tržeb podniku a jeho výše je vcelku stabilní.

Následující graf porovnává reálnou výši pracovního kapitálu s jeho uvažovanou potřebou:

Graf 15 Porovnání NWC a potřeby NWC



Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní zpracování

Z grafu je možné vypožorovat, že reálné situace se od výše potřeby nijak výrazně neliší.

## 5.4.5 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrových ukazatelů oceňovaného podniku LINET je uskutečněna prostřednictvím rozboru klíčových ukazatelů výnosnosti, likvidity, aktivity a zadluženosti firmy. Konstrukce níže uvedených poměrových ukazatelů je definována v první části této práce, včetně jejich optimálních hodnot, ze kterých budu při hodnocení vycházet.

### Ukazatele rentability

První skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele výnosnosti, resp. rentability podniky, které zkoumají schopnost podniku zhodnotit prostředky, které byly do podnikání vloženy za účelem jejich zhodnocení. Vývoj ukazatelů rentability zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 39 Ukazatele rentability

Ukazatele Rentability	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
ROE	23%	23%	25%	36%	73%	53%
ROA	16%	16%	17%	6%	13%	12%
ROS	17%	15%	17%	5%	18%	16%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Rentabilita aktiv (ROA) se během sledovaného období vyvíjí celkem stabilně, ovšem s klesající tendencí, s výkyvy v roce 2015, který byl ovlivněn nízkou hodnotou provozního zisku před zdaněním a úroky. Rentabilita aktiv se v průběhu let snižuje zejména z důvodu vysokého růstu majetku v podniku spojených s investicemi do nové výrobní haly, či vysokým nárůstem dlouhodobého finančního majetku.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) se v počátku analyzovaného období vyvíjela vcelku stabilně s rostoucí tendencí, změnu můžeme pozorovat na přelomu hospodářských let 2015-14, kdy podnik změnil svou strukturu financování a upozadil využití vlastního kapitálu. I přes nižší čistý zisk v tomto období, dokázala vygenerovat vyšší rentabilitu vlastního kapitálu. Právě vyšší využití cizích zdrojů, které jsou zároveň využívány efektivně, měli za důsledek růst hodnoty rentability vlastního kapitálu. V závěru období v roce 2017 ukazatel ROE mírně poklesl, to souvisí s růstem zadluženosti v předchozím období a společnost se snaží tento trend mírnit opětovný vyšším zapojením vlastního kapitálu, protože by byla dlouhodobě neudržitelná.

V neposlední řadě se jako další metrika výnosnosti podniku sleduje ukazatel rentability tržeb (ROS). Výnosnost tržeb neboli schopnost podniku zhodnotit vygenerované tržby ve výsledný zisk se podniku během analyzovaného období dařilo velice dobře. Pozitivním jevem je zejména dlouhodobá stabilita, kdy se ROE pohybuje na úrovni 16-18 %, s výjimkou v již několikrát zmiňovaném problémovém roce 2015.

## Ukazatele likvidity

Další významnou skupinou jsou ukazatele likvidity, které hodnotí schopnost podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Výpočet likvidity podniku, ve třech uvažovaných stupních zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 40 Ukazatele likvidity

Ukazatele Likvidity	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Běžná likvidita	1,76	1,63	1,46	0,51	0,50	0,63
Pohotová likvidita	1,52	1,40	1,20	0,41	0,39	0,51
Peněžní likvidita	0,04	0,05	0,23	0,03	0,00	0,02

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Běžná likvidita oceňovaného podniku vyhověla doporučení pouze v prvních dvou letech. V dalším období dochází k sestupnému trendu. V roce 2017 se běžná likvidita pohybuje na úrovni pouze 0,63, to v překladech znamená, že i kdyby v okamžiku, kdy by musela dostát všem svým krátkodobým závazkům, tak i v případě že by dokázala všechna svá oběžná aktiva přeměnit v peněžní hotovost, tak by to firmě k pokrytí těchto dluhů nestačilo. Oběžná aktiva kryjí jen zhruba 63 % krátkodobých závazků a v případě nečekaných výdajů, by společnost mohla mít vážné problémy s jejich úhradou. Mírně pozitivním zjištěním je, že v závěru období hodnota ukazatele mírně vzrostla a společnosti doporučuji tento trend zachovat i v budoucnu.

Pohotová likvidita takřka kopíruje průběh likvidity 1. stupně, to souvisí především se strukturou oběžného majetku, který je převážně tvořen pohledávkami. Zásoby, které se považují za nejméně likvidní součást oběžného majetku podniku, sice v průběhu analyzovaného období rostou, ale jejich význam pro likviditu je vedlejší. Nicméně pohotová likvidita se drží doporučených hodnot v prvních třech analyzovaných letech, poté její úroveň klesá pod hodnotu 1, což je obecně dost rizikové. Ale zároveň i zde nastává rostoucí trend v roce 2017.

Peněžní likvidita, která je nejpřísnějším měřítkem likvidity podniku, poměřuje pouze nejlikvidnější část oběžného majetku – peněžní prostředky s krátkodobými závazky. Doporučené hodnoty ukazatele okolo 0,2, podnik LINET splňuje pouze v roce 2014. Jinak se v průběhu období pohybuje na úrovni 0,00-0,05, kdy firma prakticky drží jen zanedbatelné množství peněz.

Ovšem je nutné podotknout, že z hlediska toho, že dlouhodobý trend vývoje likvidity podniku se pohybuje pod doporučenými hodnotami a firma v minulosti neměla potíže s hrazením svých závazků, jedná se nejspíš o potřebu, která je adekvátní pozici firmy na relevantním trhu. Zároveň jsou hodnoty velmi významně ovlivněny předmětem činnosti podniku a zvolenou strategií v oblasti finančního řízení firmy, která se v závěru období jeví jako agresivní.

## Ukazatele aktivity

Třetí skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatelé aktivity a doby obratu, které zkoumají, jak efektivně podniku využívá svá aktiva, resp. dobu, po kterou je kapitál firmy zadržen ve formě aktiv nebo pasiv – za kolik dní se peněžní prostředky vložené do podniku přemění v tržby. Výpočet ukazatelů aktivity zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 41 Ukazatele aktivity

Ukazatele Aktivity	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Obrat aktiv	0,7	0,8	0,7	0,8	0,6	0,6
Doba obratu aktiv	484	465	517	444	604	583
Doba obratu zásob	29	30	32	34	42	40
Průměrná doba inkasa	184	172	124	127	140	155
Průměrná doba splatnosti	125	128	127	341	366	315
OCP	88	74	29	-181	-183	-120

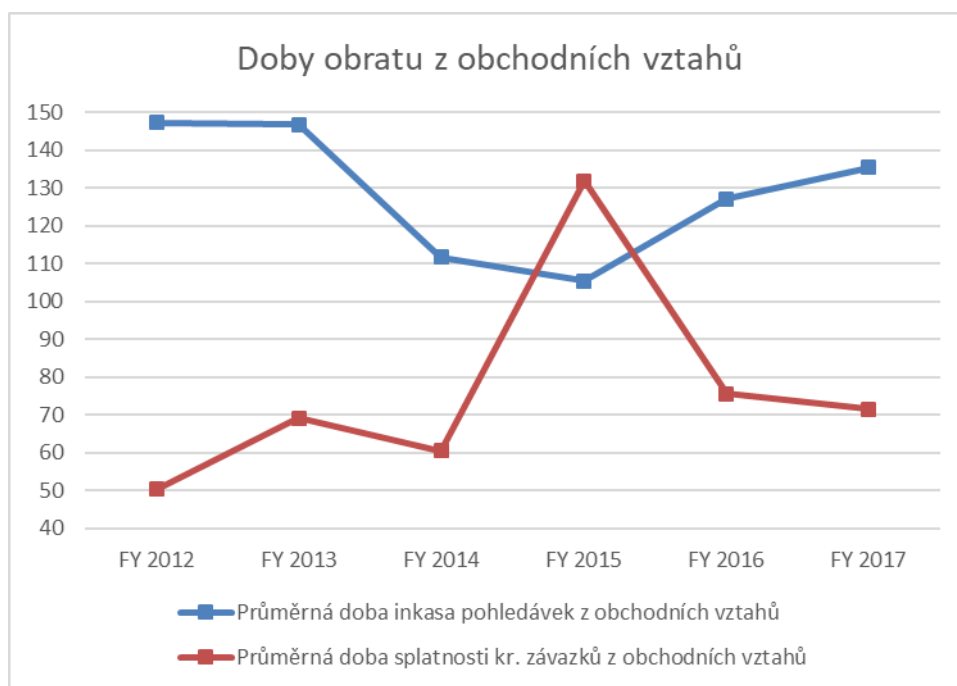
Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Obrat aktiv oceňovaného podniku se po celou sledovanou dobu pohybuje pod úrovní doporučené hodnoty 1. Hodnoty aktiv tedy významně převyšuje hodnotu tržeb, což je způsobeno zejména výrobní činností podniku LINET, který se pohybuje na relevantním trhu s vysokou investiční náročností. Dále je majoritní součástí aktiv dlouhodobý finanční majetek, v podobě podílů v dceřiných firmách, který se navíc každoročně navyšuje. Tento trend podtrhuje ukazatel doby obratu aktiv, který se v závěru období pohybuje okolo 600 dnů, po kterou trvá, než se majetek podniku obrátí v jeho tržbách.

Doba obratu zásob v závislosti na růstu zásob (celkově během období o 16 %) roste během celého analyzovaného období. Ovšem tento vývojový trend může být pro podnik nepříznivý, protože značí delší dobu, po kterou jsou peněžní prostředky zadržovány v zásobách v podobě materiálu, což je znak neefektivního řízení pracovního kapitálu. Doba, po kterou jsou zásoby vázány v nepeněžní formě, se pohybuje na úrovni 30-40 dní, což ale na druhou stranu nejsou žádné výrazné odchylky.

Při porovnání průměrné doby inkasa pohledávek s průměrnou dobou splatnosti krátkodobých závazků, můžeme konstatovat opačný vývojový trend, zatímco doba inkasa se po většinu období snižuje, tak doba splatnosti roste. Zejména vysoký růst doby splatnosti výrazně ovlivňuje nesoulad mezi těmito ukazateli. Společnost od roku 2014 využívá dodavatelského úvěru pro financování provozu svého podniku, což značí negativní hodnotu ukazatele obchodního deficitu, čímž podnik dále zvyšuje své volné peněžní toky. Ovšem vhodnější by bylo porovnávat pouze pohledávky a krátkodobé závazky z obchodních vztahu podniku – porovnání doby obratovosti pouze z obchodních vztahů zobrazuje následující graf.

Graf 16 Doby obratu pohledávek a krátkodobých závazků z obchodních vztahů



Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní zpracování

V tomto případě můžeme konstatovat, že doba obratu krátkodobých závazků z obchodních vztahů se po celé období pohybuje pod úrovní průměrné doby inkasa pohledávek z obchodních vztahů. Je to z důvodu, že byl odstraněn vliv ostatních pohledávek a krátkodobých závazků, které přímo nesouvisí s hlavní provozní činností podniku a snižují vypovídací schopnost předchozích ukazatelů. Oceňovaný podnik během sledovaného období hradí závazky z obchodních vztahů průměrně za 76 dní, zatímco pohledávky inkasuje za 129 dní, což naopak prokazuje, že firma svým odběratelům poskytuje obchodní úvěr, což pro podnik v této oblasti značí neefektivní řízení financí. V další součásti této práce, ale budeme vycházet z klasické konstrukce doby obratu pro tyto položky, které je hodnotí agregovaně. Obrátový cyklus peněz (OCP) byl popsán v části věnující se analýze pracovního kapitálu, zde je v tabulce zmíněn jen pro přehlednost.

### Ukazatele zadluženosti

Poslední uvažovanou skupinou ukazatelů jsou ukazatele pro analýzu zadluženosti podniku. Výpočet ukazatelů zadluženosti je obsažen v následující tabulce:

Tabulka 42 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele Zadluženosti	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Zadluženost	46%	49%	51%	88%	85%	81%
Dlouhodobá zadluženost	18%	20%	24%	9%	23%	25%
Úrokové krytí	19	9	8	6	28	20

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Vývoj celkové zadluženosti je významně spojen se změnou kapitálové struktury podniku. V prvních třech hospodářských letech podnik držel zadluženost na úrovni doporučených hodnot okolo 50 %. Po změně kapitálové struktury, v roce 2015 byla zadluženost na úrovni velice rizikové hranici 88 %, zadluženost se poté v dalších letech mírně snižovala. V závěru analyzovaného období dosáhla hodnoty 81 %. Jelikož větší část cizího kapitálu podniku je krátkodobějšího charakteru je vhodné zmínit vývoj ukazatele dlouhodobé zadluženosti. Ta se během sledovaného období každoročně mírně zvyšuje, kromě problémového roku 2015. Přesto to potvrzuje zjištění, nalezené v předchozích částech finanční analýzy, že oceňovaný podnik využívá především levnější krátkodobý cizí kapitál, ovšem při podstoupení vyššího rizika. V roce 2017 můžeme sledovat nově nastolený trend přefinancování svých úvěrů do dlouhodobých zdrojů, který firma zahájila v roce 2016, a lze ho očekávat i v budoucnu. Zejména z důvodu snížení rizika spojeného jak se zadlužeností, tak likviditou firmy.

Ukazatel úrokového krytí, který sleduje kolikrát je podnik schopen generování provozního zisku pokrýt nákladové úroky, které plynou z využití cizího kapitálu, se ovšem pro společnost vyvíjí velmi pozitivně. V roce 2017 by to LINET zvládl dokonce 20 krát, což je dle doporučení ukazatele velmi bezpečná úroveň. Z tohoto pohledu lze tedy usuzovat, že zadluženost podniku není při dané velikosti firmy a jejího provozního výsledku hospodaření problémem.

Problematiku analýzy zadluženosti podniku můžeme dále rozšířit o analýzu působení finanční páky. Finanční páka je ukazatelem, který hodnotí vliv zadluženosti podniku, resp. jak míra využití cizího kapitálu působí na rentabilitu vlastního kapitálu. Působení finanční páky se určuje porovnáním ukazatelů rentability aktiv a nákladů na cizí kapitál spojených s platbou úroků. Toto porovnání zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 43 Působení finanční páky

Finanční páka	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
EBIT/Aktiva	16%	16%	17%	6%	13%	12%
Náklady na cizí kapitál (rd)	4,55%	8,86%	8,31%	10,53%	1,99%	2,29%
<b>Působení finanční páky</b>	<b>POZITIVNÍ</b>	<b>POZITIVNÍ</b>	<b>POZITIVNÍ</b>	<b>NEGATIVNÍ</b>	<b>POZITIVNÍ</b>	<b>POZITIVNÍ</b>

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Na základě porovnání ukazatele ROA a nákladů na cizí kapitál můžeme konstatovat, že finanční páka působí pozitivně u oceňovaného podniku LINET ve všech letech, kromě roku 2015, kdy významně klesl zisk EBIT na úroveň 240 mil. Kč. Konkrétní působení efektu finanční páky na výnosnost vlastního kapitálu v procentních bodech sleduje následující tabulka:

Tabulka 44 Efekt finanční páky

Efekt finanční páky	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
rd	4,5%	8,9%	8,3%	10,5%	2,0%	2,3%
EBIT/Aktiva	16,1%	15,9%	16,6%	6,2%	13,0%	11,8%
D/E	86,1%	40,0%	49,2%	74,3%	154,5%	133,4%
reálně placená daň (t)	18,5%	18,6%	18,0%	16,0%	12,7%	11,1%
EFP	8,09%	2,28%	3,36%	-2,72%	14,81%	11,33%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Využití cizího kapitálu dle předchozího výpočtu velmi významně působí na ROE. Zejména v závěru analyzovaného období, kdy společnost změnila strukturu financování, se efekt zadlužení promítá ve výnosnosti vlastního kapitálu 11 až 15 procentními body. Lze konstatovat, že společnost LINET je podnik, který uplatňuje ve finančním řízení velmi vysokou finanční páku, čímž sice působí velmi pozitivně na výnosnost vlastního kapitálu, ale zároveň podstupuje velké riziko v případě, že poklesne EBIT, jako se stalo v roce 2015. Poté se oceňovaný podnik může snadno dostat do problémů a to zejména, že se jedná o typický výrobní podnik, který kombinuje vysokou finanční s vysokou provozní pákou, což je opravdu velice významným rizikovým faktorem.

#### 5.4.6 Analýza ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Před samotným výpočtem ukazatele ekonomické přidané hodnoty je nutné vypočítat, její jednotlivé složky. Výpočet nákladů na vlastní kapitál ( $r_e$ ), který je stanoven pomocí metody CAPM, a dále vstupuje do výpočtu vážených nákladů na kapitál je zachycen v tabulce níže. Při výpočtu jsem postupoval dle teorie uvedené v první části této práce. Bezrizikovou úrokovou míru ( $r_f$ ) jsem stanovil na základě výnosu desetiletého státního dluhopisu ČR. Tržní rizikovou přírážku pro ČR a koeficient nezadlužené  $\beta$  pro odvětví Hospitals/Healthcare Facilities jsem získal z databáze – Damodaran (2012-2019a; 2012-2019b).

Tabulka 45 Náklady na vlastní kapitál metodou CAPM

CAPM	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
$r_f$	1,92%	2,20%	0,67%	0,49%	0,53%	1,50%
$r_m - r_f$	7,28%	7,08%	6,05%	6,80%	6,69%	5,89%
beta unlevered - Hospitals/Healthcare Facilities	0,49	0,41	0,36	0,34	0,36	0,49
beta levered	0,63	0,54	0,51	0,55	0,85	1,07
$r_e$	6,48%	6,05%	3,73%	4,24%	6,19%	7,81%

Zdroj: Damodaran (2012–2019a); Damodaran (2012–2019b); Česká národní banka (2019), vlastní výpočet



Vážené náklady na kapitál a jejich výpočet je zobrazen v další tabulce níže. Vychází se ze stanovených nákladů na vlastní kapitál a nákladů na cizí kapitál, které jsou odvozeny podílem nákladových úroků z dluhu a dlouhodobého cizího kapitálu.

Tabulka 46 Vážené náklady na kapitál

WACC	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Sazba daně z příjmu PO (t)	19%	19%	19%	19%	19%	19%
rd	4,5%	8,9%	8,3%	10,5%	2,0%	2,3%
re	6,5%	6,0%	3,7%	4,2%	6,2%	7,8%
D	469 858	577 410	866 314	356 082	1 069 745	1 219 333
E	1 377 742	1 443 673	1 761 937	479 557	692 305	914 185
C	1 847 600	2 021 083	2 628 251	835 639	1 762 050	2 133 518
WACC	5,8%	6,4%	4,7%	6,1%	3,4%	4,4%

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

V období mezi fiskálními roky 2012–2013, kdy podnik preferoval financování vlastním kapitálem, průměrné náklady kapitálu rostou. Zatímco v roce 2014 tento trend financování pokračoval, hodnota WACC klesla z důvodu poklesu nákladů na vlastní kapitál. V roce 2015, kdy podnik začal měnit svou strukturu financování, ještě průměrné náklady na kapitál vzrostly, ovšem v závěru období v hospodářských letech 2016 a 2017, již efekt využívání dlouhodobého cizího kapitálu způsobil snížení hodnoty WACC. Po výpočtu WACC, již můžeme přikročit k samotnému výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

Tabulka 47 Ekonomická přidaná hodnota

EVA	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
NOPAT	334 236	367 164	485 197	194 892	484 510	460 529
- C*WACC	-106 554	-128 766	-123 977	-50 732	-60 063	-93 992
EVA	227 682	238 398	361 220	144 159	424 447	366 537

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Z výpočtu výše lze vysledovat, že podnik LINET tvoří ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky, kdy výnos pro vlastníky firmy převyšuje, jak náklady na vlastní kapitál, tak náklady na kapitál cizí v podobě úroků. Vývoj ukazatele je významně spojen především s výkyvy čistého provozního po zdanění (aproximován vztahem  $EBIT \cdot (1-t)$ ), který byl ovlivněn již popsány událostmi zejména v letech 2015 a 2017, kdy podnik tvořil nejnižší uvažovaný zisk. Zejména pak rychlejším růstem výkonové spotřeby oproti provozním tržbám.

Výsledky ukazatele EVA dále potvrzují fakt, který prokázala jak strategická, tak finanční analýza, a to že podnik je dlouhodobě prosperující a tvoří ekonomickou hodnotu pro její vlastníky.

### 5.4.7 Vyhodnocení finanční analýzy

Finanční analýza oceňovaného podniku v období mezi hospodářskými roky 2012 až 2017 prokázala, že podnik je v rámci svých možností a s ohledem na konkurenční prostředí na relevantním trhu v dobré finanční kondici. Z tohoto důvodu je možné konstatovat, že jej lze ocenit pomocí výnosových metod pro oceňování podniku, protože je možno uvažovat nepřetržité pokračování firmy v budoucím období. Jediná odchylka ve finančním zdraví podniku nastala v hospodářském roce 2015, kdy podnik z důvodu vysokého vyplaceného podílu ze zisku firmy musel změnit svou strukturu financování a dosáhl nižších hospodářských výsledků než v průběhu celého období.

Hlavními finančními riziky firmy jsou především obchodně-tržní rizika, které vyplývají z aktivit firmy na jejím relevantním trhu a jsou podmíněny její současnou konkurenční pozicí. Dále jsou to rizika spojená s ekonomickou situací na cílových trzích, kde může v budoucnu docházet ke stagnaci, či recesi, jejíž dopady mohou na firmu působit velmi negativně. Vzhledem k tomu, že podnik LINET je vysoce zaměřen na export své produkce je značným rizikem pohyb měnových kurzů, zejména EUR/CZK a USD/CZK. Tyto kurzová rizika se firma snaží řídit prostřednictvím finančních derivátů (konkrétně měnových forwardů), které byly ke konci hospodářského roku 2017 v celkové hodnotě 67 mil. Kč.

Mezi nejsilnější stránky finanční situace podniku, které prokázala finanční analýza, patří stabilní růst firmy. Během analyzovaného období podniku vzrostly jeho aktiva o 13 %, a to z důvodu vysokého růstu dlouhodobého hmotného majetku, v podobě investic do výrobní haly a nových strojů, a zejména významného růstu dlouhodobého finančního majetku, který představuje nově nabitě podíly v dceřiných firmách. Stabilní růst podnik zaznamenal i z pohledu tržeb, tržby celkově vzrostly o 9 %. V závislosti na tržbách rostla i výkonová spotřeba, mírně negativním zjištěním je, že rostla rychleji než tržby – celkově o 12 %. Stabilní je struktura majetku podniku, a to jak dlouhodobého, tak oběžného. Pozitivním zjištěním je, že firma po celou dobu sledovaného období tvoří ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky, což je dalším znakem, který hovoří pro jeho dlouhodobou prosperitu i v dalších letech její existence. Podnik je dostatečně rentabilní, a především rentabilita vlastního kapitálu je na vysoké úrovni, a to zejména s ohledem na vysokou finanční páku podniku. Ovšem je nutné konstatovat, že kombinace vysoké finanční a provozní páky, které firma využívá je do značné míry velmi rizikovým faktorem. Protože při poklesu zisku před zdaněním a úroky by se LINET mohl dostat do vážných finančních problémů.

Za slabé stránky finančního řízení s ohledem na doporučené hodnoty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy podniku, lze považovat především nízké hodnoty likvidity a vysokou zadluženost podniku. Nízké hodnoty likvidity by mohly signalizovat problémy s plněním svých závazků, ale podnik v tomto ohledu zatím nikdy žádné problémy neměl a vždy byl schopen dostát svým vzniklým závazkům včas a v jejich plné výši. Zadluženost podniku od roku 2015 je spojena především s vysokým podílem krátkodobých závazků na struktuře zdrojů firmy, což značí, že podnik využívá agresivní strategii financování, která je sice pro podnik levnější ale více riziková. Tento nastolený trend financování potvrdila jak analýza pracovního kapitálu, tak zlaté bilanční pravidlo. Ovšem v roce 2017 můžeme sledovat nově nastolený trend přefinancování krátkodobých úvěrů firmy do dlouhodobých zdrojů. Tento vývoj je patrný od hospodářského roku 2016 a lze jeho pokračování očekávat i v budoucím období, a to zejména s ohledem na snížení rizika spojeného jak se zadlužeností, tak s likviditou podniku LINET. Podnik je tyto změny nucen dělat v závislosti na plnění bankovních kovenantů, které jsou podmínkou pro čerpání dalších bankovních úvěrů v budoucnu. Dlouhodobé bankovní úvěry budou totiž hlavním zdrojem financování investic do dalšího rozvoje podniku v budoucnu. Zároveň lze očekávat opětovné zvýšení podílu reinvestovaného zisku podniku zpět do podnikání, tento trend lze vysledovat především v závěru období a navazuje na dividendovou politiku firmy z úvodu sledovaného období.

## **5.5 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Před sestavením finančního plánu podniku je nutné ještě rozdělit aktiva podniku na provozně potřebná a nepotřebná. Toto rozdělení aktiv bylo sestaveno na základě dostupných informací z výročních zpráv podniku LINET, kde jsou jednotlivé skupiny aktiv charakterizovány. Provozně potřebná aktiva jsou ty položky, které jsou pro podnik z hlediska jeho hlavní činnosti klíčové, a bez nich by podnik tuto činnost nemohl vykonávat. Provozně nepotřebná aktiva jsou naopak položky, bez kterých by podnik hlavní činnost vykonávat mohl. Aktiva označené jako provozně nepotřebná vstupují do výsledku ocenění nepřímo až v jeho samém závěru při stanovení konečné hodnoty podniku a neovlivní hodnotu první ani pokračující fáze. Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná v uplynulém období hospodářských let 2012-2017 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 48 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná

Rozdělení AKTIV (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 566 115</b>	<b>2 859 178</b>	<b>3 599 629</b>	<b>3 900 989</b>	<b>4 610 647</b>	<b>4 799 242</b>
<b>Provozně potřebná AKTIVA</b>	<b>1 662 227</b>	<b>1 757 020</b>	<b>1 818 375</b>	<b>2 089 998</b>	<b>2 320 458</b>	<b>2 542 292</b>
DLOUHODOBÝ MAJETEK	451 274	425 859	476 712	503 351	812 861	806 176
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK	4 831	5 342	12 402	19 848	35 711	31 013
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK	446 443	420 517	464 310	483 503	777 150	775 163
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	-	-	-	-	-	-
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>1 151 084</b>	<b>1 273 387</b>	<b>1 286 654</b>	<b>1 517 250</b>	<b>1 407 069</b>	<b>1 606 205</b>
ZÁSoby	155 392	182 529	225 024	299 533	324 030	327 983
POHLEDÁVKY	972 169	1 052 503	856 244	1 114 239	1 071 498	1 235 160
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY	23 523	38 355	205 386	103 478	11 541	43 062
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	59 869	57 774	55 009	69 397	100 528	129 911
<b>Provozně nepotřebná AKTIVA</b>	<b>903 888</b>	<b>1 102 158</b>	<b>1 781 254</b>	<b>1 810 991</b>	<b>2 290 189</b>	<b>2 256 950</b>
DLOUHODOBÝ MAJETEK	901 506	1 093 550	1 777 008	1 810 991	2 290 189	2 219 302
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK	711	2 829	2 895	35	246	20 832
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK	14 819	32 007	69 943	38 771	43 453	19 508
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK	885 976	1 058 714	1 704 170	1 772 185	2 246 490	2 178 962
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>2 382</b>	<b>8 608</b>	<b>4 246</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>37 648</b>
ZÁSoby	-	-	-	-	-	-
POHLEDÁVKY	2 382	8 608	4 246	-	-	37 648
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY	-	-	-	-	-	-
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	-	-	-	-	-	-

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

Jako provozně nepotřebný majetek se pro podnik LINET klasifikují tyto součásti aktiv:

- Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek,
- Jiný dlouhodobý hmotný majetek,
- Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek,
- Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek,
- Dlouhodobý finanční majetek,
- Jiné dlouhodobé pohledávky.

Za pozornost ze skupiny provozně nepotřebných aktiv stojí zejména dlouhodobý finanční majetek, který v minulosti tvořil dominantní část majetku – až 45 % všech aktiv. Z provozně potřebného majetku je vyloučen z důvodu, že ocenění podniku LINET chci zaměřit na ocenění core businessu firmy. Všechny majetek, který je označen jako provozně nepotřebný, bude přičten k hodnotě podniku až na samotném konci ocenění, a to v jeho účetní hodnotě. Naopak jako provozně potřebný majetek jsou považovány v rámci oběžného majetku – v plné výši zásoby, celá skupina krátkodobých pohledávek, dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů a vzhledem k nízkým hodnotám ukazatele peněžní likvidity i peněžní prostředky v celé výši. Mezi provozně potřebný dlouhodobý majetek řadíme – ocenitelná práva jako složku dlouhodobého nehmotného majetku, pozemky, stavby a hmotné movité věci a jejich soubory jako klíčovou součást dlouhodobého hmotného majetku. Dále dlouhodobý finanční majetek v podobě majetkových podílů na ovládaných nebo ovládajících osobách a zároveň podíly pod podstatným vlivem. Časové rozlišení aktiv pokládáme za provozně potřebné aktivum, z důvodu, že zahrnuje komplexní náklady příštích období, které vyjadřují vynaložené náklady na vývoj výrobních projektů, a zároveň také náklady příštích období, které vyjadřují pojištění, nájem vozidel a ostatní režijní náklady podniku.

V souvislosti s rozdělením aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je vhodné si vymezit provozně nutný investovaný kapitál, jehož součástí je provozně nutný dlouhodobý majetek a provozně nutný čistý kapitál podniku. Obě tyto skupiny budou vstupovat do ocenění 1. a pokračující fáze právě ve své provozně nutné podobě s vyloučením provozně přebytečné části. Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu v minulosti sleduje následující tabulka:

Tabulka 49 Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál (tis. Kč)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
Provozně nutný Dlouhodobý majetek	451 274	425 859	476 712	503 351	812 861	806 176
+ Zásoby	155 392	182 529	225 024	299 533	324 030	327 983
+ Provozně nutné pohledávky	972 169	1 052 503	856 244	1 114 239	1 071 498	1 235 160
+ Provozně nutné peněžní prostředky	23 523	38 355	205 386	103 478	11 541	43 062
+ Ostatní provozně nutná aktiva (časové rozlišení aktiv)	59 869	57 774	55 009	69 397	100 528	129 911
- Krátkodobé závazky	655 410	785 928	886 014	3 000 871	2 795 523	2 591 546
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasiv)	1 630	11 540	5 290	6 376	5 630	5 910
Provozně nutný Čistý pracovní kapitál	553 913	533 693	450 359	- 1 420 600	- 1 293 556	- 861 340
Provozně nutný investovaný kapitál	1 005 187	959 552	927 071	- 917 249	- 480 695	- 55 164

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b), vlastní výpočet

## 5.6 Finanční plán

Finanční plán pro potřeby ocenění podniku LINET je sestaven na období následujících šesti hospodářských let – 2018 až 2023. Hospodářský rok stejně jako v minulosti začíná 1. 4. a končí 31. 3. následujícího roku. Finanční plán se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy. Údaje ve finančním plánu vycházejí z výsledků strategické a finanční analýzy. Pro plánování většiny položek finančního plánu byla využita metoda procenty z tržeb, která pracuje na principu procentuálního podílu z prognózovaných provozních tržeb podniku. Odhad procentuálního podílu jednotlivých položek na provozních tržbách je odvozen od vývoje procentuálního podílu těchto položek v minulosti. Stanovený procentuální podíl je následně vynásoben hodnotou provozních tržeb pro jednotlivé roky a tím je stanovena absolutní hodnota těchto položek pro roky, na které je sestaven finanční plán. U položek, kde nebylo vhodné využít metodu procenta z tržeb, byla položka stanovena na základě konstantní výše dle posledního roku 2017, nebo na základě expertního odhadu. Oba plánované účetní výkazy budou sestaveny v agregované podobě, která zobrazuje jen jejich hlavní součásti. Plánovaná aktiva jsou v plánu rozdělena na provozně potřebná a nepotřebná na základě jejich provozního charakteru v minulosti, které popisuje předchozí kapitola.

## 5.6.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Výchozím bodem sestavení finančního plánu je plán výkazu zisku a ztráty. Plán výkazu zisku a ztráty je postaven na prognóze provozních tržeb podniku LINET, která je základním výstupem strategické analýzy. Proto je vhodné si prognózu celkových provozních tržeb podniku uvést ještě zde:

Tabulka 50 Odhad tempa růstu tržeb společnosti LINET

Odhad tržeb LINET spol. s.r.o.	PROGNÓZA					
	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
Provozní tržby LINET (tis. Kč)	3 174 946	3 346 567	3 513 066	3 675 840	3 834 101	3 992 471
Tempo růstu (%)	7,11%	5,41%	4,98%	4,63%	4,31%	4,13%

Zdroj: vlastní výpočet

Prognóza tržeb předpokládá průměrný růst tempa růstu tržeb 5,1 % s celkovým růstem 4,7 %, což v absolutní částce představuje zhruba 817 mil. Kč. Provozní tržby jsou dále rozděleny do dvou skupin – tržeb z prodeje výrobků a služeb a tržeb za prodej zboží. Tržby za prodej zboží budou ve finančním plánu zafixovány na 87 % z celkových tržeb a tržby za prodej zboží na 13% z celkových prognózovaných tržeb, což byl zhruba podíl těchto položek v závěru fiskálního roku 2017.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro období hospodářských let 2018-2023 je zobrazen v následující tabulce:

Tabulka 51 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LINET

Plán VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY (tis. Kč)	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
<b>Provozní Tržby CELKEM</b>	<b>3 174 946</b>	<b>3 346 567</b>	<b>3 513 066</b>	<b>3 675 840</b>	<b>3 834 101</b>	<b>3 992 471</b>
Tržby z prodeje výrobků a služeb	2 762 203	2 911 513	3 056 368	3 197 981	3 335 668	3 473 450
Tržby za prodej zboží	412 743	435 054	456 699	477 859	498 433	519 021
Výkonová spotřeba	2 158 963	2 275 666	2 388 885	2 499 571	2 607 189	2 714 880
Změna stavu zásob vlastní činnosti	24 610	24 610	24 610	24 610	24 610	24 610
Aktivace	- 17 345	- 17 345	- 17 345	- 17 345	- 17 345	- 17 345
Osobní náklady	565 140	595 689	625 326	654 299	682 470	710 660
Úpravy hodnot v provozní oblasti	142 016	145 800	148 876	151 147	153 354	156 462
Ostatní provozní výnosy	396 551	417 986	438 782	459 112	478 879	498 660
Ostatní provozní náklady	285 745	301 191	316 176	330 826	345 069	359 322
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>412 367</b>	<b>438 942</b>	<b>465 321</b>	<b>491 844</b>	<b>517 633</b>	<b>542 541</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	40 021	40 021	40 021	40 021	40 021	40 021
Náklady vynaložené na prodané podíly	-	-	-	-	-	-
Výnosové úroky a podobné náklady	2 279	2 279	2 279	2 279	2 279	2 279
Nákladové úroky a podobné náklady	38 249	35 972	34 150	33 007	34 674	36 958
Ostatní finanční výnosy	227 485	227 485	227 485	227 485	227 485	227 485
Ostatní finanční náklady	111 013	111 013	111 013	111 013	111 013	111 013
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>120 523</b>	<b>122 800</b>	<b>124 622</b>	<b>125 765</b>	<b>124 098</b>	<b>121 814</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>532 890</b>	<b>561 742</b>	<b>589 943</b>	<b>617 610</b>	<b>641 732</b>	<b>664 355</b>
Daň z příjmů	101 249	106 731	112 089	117 346	121 929	126 228
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>431 641</b>	<b>455 011</b>	<b>477 854</b>	<b>500 264</b>	<b>519 803</b>	<b>538 128</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Výkonová spotřeba v minulosti stabilně zaujímal 68% podíl z tržeb, proto je tento podíl zvolen i v prognózovaném období. Položky aktivace a změna stavu zásob byly zafixovány na úrovni jejich účetních hodnot z hospodářského roku 2017, protože jejich vývoj je bez sledovatelného trendu, a proto je vhodné převzít hodnotu z posledního roku.

Podíl osobních nákladů byl v letech 2012-2017 na úrovni 16 % z provozních tržeb, vzhledem k vývoji na trhu práce a rekordně nízké nezaměstnanosti v ČR očekávám mírný nárůst procentního podílu na 18 %, který je zvolen z důvodu uvažovaného růstu průměrných mezd v podniku a zároveň rychlejšímu růstu počtu zaměstnanců firmy. V prognózovaném období očekávám nárůst podílu položky odpisů (úpravy hodnot v provozní oblasti) ze 3 % na 4 % z tržeb, a to zejména vlivem nových investic do dlouhodobého majetku, které jsou potřebné k rozšíření výrobních kapacit podniku. Predikovaný vývoj ostatních provozních výnosů a ostatních provozních nákladů očekávám na základě podílů položek v hospodářském roce 2017 na fixní úrovni procenta z provozních tržeb – 12 %, resp. 9 %.

Výše zmíněné predikované trendy ve struktuře provozních výnosů a nákladů budou mírně pozitivně působit na provozní výsledek hospodaření, který zejména díky vyššímu nárůstu osobních nákladů v roce 2018, vzroste oproti předchozímu fiskálnímu roku 2017 jen 3 mil. Kč a v dalším průběhu prognózy očekávám jeho stabilní růst, celkově až o 6 % a v roce 2023 vzroste až na úroveň 543 mil. Kč (z predikovaných 412 mil. Kč v roce 2018).

Finanční výnosy a náklady byly vzhledem ke své povaze a závislosti na vývoji dlouhodobého finančního majetku podniku, který byl označen za provozně nepotřebný a zafixován na úrovni účetní hodnoty z roku 2017, zafixovány stejným způsobem. Konkrétně se jedná o tyto položky – výnosy z podílů z dlouhodobého finančního majetku, náklady vynaložené za prodané podíly, výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady. Jedinou predikovanou složkou finančních nákladů jsou nákladové úroky, které byly na základě průměrné úrokové míry z úročeného cizího kapitálu v roce 2017 zafixovány na úrovni 2,5 % z plánovaných úročených cizích zdrojů. Vzhledem k těmto skutečnostem bude finanční výsledek hospodaření oceňované firmy v plánu výkazu zisku a ztráty prakticky neměnný, na úrovni okolo 120-125 mil. Kč po celou dobu předpovědi.

Očekávaná daňová sazba z příjmu právnických osob je predikována na úrovni roku 2017 v hodnotě 19 % z výsledku hospodaření před zdaněním. Čistý zisk podniku je predikován pro celé sledované období v kladných hodnotách se stabilním průměrným tempem růstu 4,5 % a v roce 2023 bude dosahovat výše 538 mil. Kč.

## 5.6.2 Plánovaná rozvaha

Plánovanou rozvahu podniku pro období fiskálních roků 2018-2023 rozebírá následující kapitola. Nejprve se zaměříme na plán aktiv podniku, který zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 52 Plán aktiv společnosti LINET

Plán ROZVAHA (tis. Kč)	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
<b>AKTIVA CELKEM</b>	5 272 886	5 422 197	5 562 673	5 680 413	5 799 211	5 936 168
DLOUHODOBÝ MAJETEK - provozně potřebný	936 609	1 020 703	1 089 051	1 139 510	1 188 571	1 257 628
DLOUHODOBÝ MAJETEK - provozně nepotřebný	2 219 302	2 219 302	2 219 302	2 219 302	2 219 302	2 219 302
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK - provozně potřebný	79 374	83 664	87 827	91 896	95 853	99 812
DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK - provozně nepotřebný	20 832	20 832	20 832	20 832	20 832	20 832
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK - provozně potřebný	857 235	937 039	1 001 224	1 047 614	1 092 719	1 157 817
DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK - provozně nepotřebný	19 508	19 508	19 508	19 508	19 508	19 508
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK - provozně potřebný	-	-	-	-	-	-
DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK - provozně nepotřebný	2 178 962	2 178 962	2 178 962	2 178 962	2 178 962	2 178 962
DLOUHODOBÝ MAJETEK - provozně potřebný	1 949 417	2 014 633	2 086 761	2 154 042	2 223 779	2 291 678
OBĚŽNÁ AKTIVA - provozně nepotřebná	37 648	37 648	37 648	37 648	37 648	37 648
ZÁSOBY - provozně potřebné	380 993	401 588	421 568	441 101	460 092	479 097
Materiál	190 497	200 794	210 784	220 550	230 046	239 548
Nedokončená výroba a polotovary	73 024	76 971	80 801	84 544	88 184	91 827
Výrobky a zboží	117 473	123 823	129 983	136 006	141 862	147 721
POHLEDÁVKY - provozně potřebné	1 111 231	1 171 298	1 229 573	1 286 544	1 341 935	1 397 365
DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY	47 624	50 199	52 696	55 138	57 512	59 887
KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY	1 111 231	1 171 298	1 229 573	1 286 544	1 341 935	1 397 365
POHLEDÁVKY - provozně nepotřebné	37 648	37 648	37 648	37 648	37 648	37 648
PENĚŽNÍ PROSTŘEDKY - provozně potřebné	457 192	441 747	435 620	426 397	421 751	415 217
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ - provozně potřebné	129 911	129 911	129 911	129 911	129 911	129 911

Zdroj: vlastní výpočet

Aktiva podniku byla plánována na základě jejich rozdělení na provozně potřebná a nepotřebná. Provozně nepotřebná aktiva byla zafixována na úrovni jejich účetní hodnoty z konce hospodářského roku 2017. Nejvýznamnější složkou provozně nepotřebného majetku je dlouhodobý finanční majetek, který v minulosti tvořil až 45 % všech aktiv podniku. Důvod jeho zafixování na úrovni roku 2017 je nemožnost plánování akvizic, případně zakládání nových dceřiných firem v ČR i zahraničí, z pohledu externího investora. Tudiž položku plánuji v konstantní výši 2,1 miliardy Kč a zaměřím se na ocenění podniku z pohledu jeho core businessu.

Aktiva podniku díky zafixování její největší složky rostou v prognózovaném období jen o 2,5 % a jejich hodnota v roce 2023 bude dosahovat zhruba 5,9 miliard Kč. Nárůst aktiv bude spojen zejména s růstem dlouhodobého hmotného majetku, který bude zafixován na úrovni 29 % z provozních tržeb oproti předchozímu 27% podílu v roce 2017. Rychlejší růst dlouhodobého majetku podniku v budoucnosti predikuji z důvodu potřebného rozšíření výrobní kapacity a obměny strojového vybavení firmy, které podnik v budoucnosti zhodnotí. Zároveň bylo při prognóze zohledněno pravidlo zachování going concern principu, který je podmíněn vyššími investicemi do dlouhodobého majetku, než činí úroveň odpisů. Celkově dlouhodobý hmotný majetek vzroste o 6 %.



Dále predikují vyšší procentuální podíl dlouhodobého nehmotného majetku v podniku, který dříve činil 1 % z provozních tržeb a v budoucnu ho prognózuji na úrovni 2,5 %, a to z důvodu rostoucího trendu postupné automatizace a robotizace výroby, o které se podnik zajímal již v minulosti.

Oběžná aktiva podniku během prognózovaného období zpomalí svůj růst na 3 %, což bude souviset s prognózou efektivnějšího řízení v oblasti krátkodobých pohledávek, které v minulosti tvořily největší součást oběžného majetku. V minulosti tvořily krátkodobé pohledávky 41% podíl na tržbách, v plánu pro roky 2018-2023 kalkulují s poklesem tohoto podílu na úroveň 35 %. Trend efektivnějšího řízení pohledávek se promítne i v oblasti dlouhodobých pohledávek, jejíž podíl na tržbách klesne z 2 % v roce 2017 na 1,5 % pro uvažovaný plán. Naopak mírně vzroste podíl zásob – očekávám mírný nárůst podílu materiálu a zásoby výrobků a zboží na skladě. Materiál bude tvořit 6% podíl na tržbách, oproti stávajícím 5,5 %, podíl výrobků a zboží na skladě vzroste z 3 % na 4 %. Podíl nedokončené výroby a polotovarů je ponechán na úrovni předchozích let – 2% podílu z provozních tržeb. Zároveň vzroste podíl peněžních prostředků, které v minulém období firma udržovala na velmi nízké úrovni z hlediska likvidity podniku. V rámci prognózy je kalkulováno s 20% podílem peněžních prostředků z předpokládaných krátkodobých závazků v letech 2018-2023. Díky plánu zvýšení držených peněžních prostředků v pokladně a na bankovních účtech se společnost v budoucnu vyhne hrozbě v podobě neschopnosti uhradit své vzniklé závazky včas a zmírní tak riziko z předchozích let. Peněžní prostředky budou však i nadále v celé výši považovány za provozně potřebné, jelikož budou na úrovni minimální doporučené hodnoty ukazatele peněžní likvidity. Časové rozlišení aktiv bylo ve finančním plánu zafixováno na úrovni roku 2017.

Plán zdrojů krytí plánovaného majetku – plán pasiv oceňovaného podniku pro období hospodářských let 2018-2023 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 53 Plán pasiv společnosti LINET

Plán ROZVAHA (tis. Kč)	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
PASIVA CELKEM	5 272 886	5 422 197	5 562 673	5 680 413	5 799 211	5 936 168
VLASTNÍ KAPITÁL	1 249 749	1 575 268	1 825 616	2 039 168	2 108 733	2 179 039
ZÁKLADNÍ KAPITÁL	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
ÁŽIO a KAPITÁLOVÉ FONDY	- 222 452	- 222 452	- 222 452	- 222 452	- 222 452	- 222 452
FONDY ZE ZISKU	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387	71 387
VÝSLEDEK HOSP. MINULÝCH LET	919 174	1 221 322	1 448 828	1 639 969	1 689 996	1 741 976
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ BĚŽ. ÚČETNÍHO OBDOBÍ	431 641	455 011	477 854	500 264	519 803	538 128
CIŽÍ ZDROJE	4 017 227	3 841 019	3 731 147	3 635 335	3 684 568	3 751 219
REZERVY	68 268	68 268	68 268	68 268	68 268	68 268
ZÁVAZKY	3 948 959	3 772 751	3 662 879	3 567 067	3 616 300	3 682 951
DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY	1 662 998	1 564 016	1 484 778	1 435 080	1 507 544	1 606 866
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	2 285 961	2 208 734	2 178 101	2 131 987	2 108 756	2 076 085
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ	5 910	5 910	5 910	5 910	5 910	5 910

Zdroj: vlastní výpočet

V plánu pasiv podniku predikují pokračování trendu z hospodářských let 2016 a 2017, kdy společnost z důvodu vysoké zadluženosti (okolo 80 %) zvyšovala poměr vlastního kapitálu na financování podniku. Predikují nárůst vlastního kapitálu o 12 %, celkově o 900 mil. Kč, a to zejména vzhledem k růstu položky výsledku hospodaření z minulých let. V dalším období uvažují dividendovou politiku podniku v rámci reinvestice čistého zisku z minulých let nejprve na úrovni 80 % s postupně snižujícím se trendem. V roce 2019 predikují reinvestic 70 % čistého zisku, v roce 2020 50 % a v posledních dvou letech, vzhledem k prognóze snížení zadluženosti podniku na méně rizikovou úroveň, jen 10 %. Položka výsledku hospodaření běžného účetního období je převzata z plánu výkazu zisku a ztráty. Ostatní položky vlastního kapitálu – základní kapitál, fondy ze zisku byly vzhledem ke své konstantní výši z let 2012-2017 prognózovány ve stejné hodnotě i pro období hospodářských let 2018-2023. Položka ážio a kapitálové fondy byla ponechána na úrovni posledního roku 2017.

Položka rezerv v rámci cizích zdrojů podniku byla zafixována na hodnotě ze závěru roku 2017. V rámci podílu cizích zdrojů na struktuře financování podniku, očekávám vzhledem ke zmíněné rizikové zadluženosti podniku z minulých let její celkový pokles o 1,5 %. Zároveň je v plánu pro následující období očekáván trend z let 2016 a 2017, kdy podnik postupně přefinancoval své krátkodobé bankovní úvěry do dlouhodobějších úvěrů. Z tohoto hlediska očekávám celkový pokles krátkodobých závazků o 2 %, přičemž jejich podíl na provozních tržbách uvažuji v klesající tendenci – v roce 2017 očekávám 72% podíl, který postupně klesne až na 52% podíl v roce 2023. Vzhledem k trendu přefinancování do dlouhodobých cizích zdrojů očekávám vyšší průměrný podíl dlouhodobých závazků, který v minulosti tvořil 29% podíl na tržbách a v plánu pasiv je kalkulováno s jeho podílem na průměrné úrovni 43 % z celkových provozních tržeb. Ovšem vzhledem k vysokému růstu vlastního kapitálu podniku, celkově dlouhodobé závazky během prognózovaného období 2018-2023 klesnou 1 %. Časové rozlišení pasiv je ve finančním plánu zafixováno na úrovni roku 2017.

### **5.6.3 Audit finančního plánu**

Z důvodu ověření předpokladu budoucí prosperity podniku LINET je finanční plán podroben rychlému auditu na základě stručné finanční analýzy. Stručná finanční analýza se skládá z vybraných ukazatelů rentability, likvidity, aktivity, zadluženosti a analýzy čistého pracovního kapitálu v provozně potřebné podobě. Vybrané charakteristiky finančního zdraví pro sestavený finanční plán zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 54 Audit finančního plánu

AUDIT FINANČNÍHO PLÁNU	FY 2018*	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
Ukazatele rentability						
ROE	34,5%	28,9%	26,2%	24,5%	24,6%	24,7%
ROA	10,8%	11,0%	11,2%	11,5%	11,7%	11,8%
ROS	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%
Ukazatele likvidity						
Běžná likvidita	0,85	0,91	0,96	1,01	1,05	1,10
Pohotová likvidita	0,78	0,83	0,85	0,87	0,90	0,95
Peněžní likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Ukazatele zadluženosti						
Zadluženost	76,2%	70,8%	67,1%	64,0%	63,5%	63,2%
Dlouhodobá zadluženost	31,5%	28,8%	26,7%	25,3%	26,0%	27,1%
Úrokové krytí	10,78	12,20	13,63	14,90	14,93	14,68
Ukazatele aktivity						
Doba obratu aktiv	598	583	570	556	545	535
Doba obratu zásob	43	43	43	43	43	43
Průměrná doba inkasa	131	131	131	131	131	131
Průměrná doba splatnosti	259	238	223	209	198	187
Pracovní kapitál						
Provozně nutný NWC	- 212 543	- 70 100	32 661	146 056	239 024	339 594

Zdroj: vlastní výpočet

Z finanční analýzy oceňovaného podniku pro minulé období let 2012-2017 vyplynuly dvě velmi rizikové oblasti v rámci finančního řízení podniku – zadluženost a likvidita. Finanční plán pro následující roky 2018-2023 se tedy převážně zaměřil na zmírnění a postupnou eliminaci těchto rizik, které by mohly mít nepříznivé dopady na perspektivu podniku.

Celková zadluženost podniku se díky vlivu rostoucího vlastního kapitálu postupně snižuje až na prognózovanou úroveň v roce 2023 – 63 %, která se dá označit vzhledem k hodnotě zadluženosti v roce 2017 (81 %) za stabilnější a dlouhodobě udržitelnou. Vzhledem k přeřinancování z krátkodobých do dlouhodobých zdrojů nejprve mírně oproti roku 2017 vzrostla dlouhodobá zadluženost na úroveň 32 %, ale díky trendu růstu poměru vlastních zdrojů na financování podniku postupně klesla až na stabilní hodnotu 27 %. Ukazatel úrokového krytí se i nadále pohybuje ve velmi pozitivních hodnotách okolo 11-15 po celé plánované období.

Rentabilita vlastního kapitálu, z důvodu snížení zadluženosti podniku a tím pádem snížení efektu finanční páky, v prognózovaném období klesá, což je pro vlastníky nepříznivý trend ale vzhledem k riziku spojenému se zadlužeností podniku dle mého názoru nevyhnutelná daň za budoucí prosperitu. Rentabilita aktiv se během predikovaného období drží na stabilní úrovni 11-12 %, což je víceméně pokračování trendu z minulosti. Rentabilita tržeb se bude dle finančního plánu v budoucnu pohybovat na dlouhodobě stabilní úrovni 13,6 %.

Likvidita podniku se během plánovaného období mírně zvyšuje a dosahuje mírně zlepšujících se hodnot. Přesto úroveň běžné i pohotové likvidity se během následujících let 2018-2023 budou dle prognózy stále pohybovat pod úrovní doporučených hodnot, ale už nikoliv v tak kritických hodnotách jako v minulosti. To souvisí především s poklesem krátkodobých závazků na struktuře financování podniku. Peněžní likvidita byla v minulosti na velmi nízké úrovni, ale v příštích letech dojde k jejímu zvýšení na úroveň doporučených hodnot ukazatele. V prognóze bylo totiž kalkulováno s trendem, že podnik bude udržovat peněžní prostředky na hladině 20% podílu z krátkodobých cizích zdrojů, a tudíž logicky ukazatel peněžní likvidity dosahuje úrovně doporučených hodnot.

Doba obratu aktiv se v plánovaném období mírně snižuje, což je způsobeno rychlejším růstem tržeb oproti aktivům podniku. Ukazatele doby obratu zásob a doby obratu pohledávek se drží na konstantní úrovni, což je způsobeno jejich plánováním založeným na metodě procenta z tržeb. Doba obratu zásob se stále vyvíjí na podobné úrovni jako v předchozích letech. Z důvodu předpokládaného efektivnějšího řízení pohledávek je prognózováno snížení průměrné doby inkasa pohledávek ze 155 dní v roce 2017 na konstantní hodnotu 131 dní v následujících letech 2018-2023. V závislosti na snížení významu krátkodobých závazků na struktuře financování se výrazně snižuje průměrná doba splatnosti až na úroveň 187 dní, což značí pozitivní trend vzhledem k menšímu rozdílu ukazatele obchodního deficitu.

Růst provozně nutného čistého pracovního kapitálu je vyústěním všech výše uvedených trendů vyplývajících ze sestaveného finančního plánu. Především souvisí s poklesem krátkodobých závazků a mírným růstem oběžných aktiv v podobě zásob, pohledávek a peněžních prostředků oproti minulosti.

#### **5.6.4 Vyhodnocení finančního plánu**

Finanční plán oceňovaného podniku pro období hospodářských let 2018 až 2023 prokazuje, že společnost bude v tomto období generovat kladný výsledek hospodaření a bude celkově dále růst. Na auditu finančního plánu v podobě stručné finanční analýzy byla ověřena finanční situace podniku, která bude i v následujících letech v rámci možností a konkurenčního postavení podniku na relevantním trhu stabilní. Zlepšení v oblasti likvidity a zadluženosti by mělo v budoucnu pokrýt rizika, kterým podnik v minulosti čelil. Finanční plán dále potvrzuje závěry strategické a finanční analýzy, na jejímž základě byl splněn going concern princip. Pokud nedojde v budoucím období k výrazným a neočekávaným odchylkám od sestaveného finančního plánu není trvalá existence podniku ohrožena. Díky potvrzení splnění tohoto předpokladu je možné stanovit hodnoty oceňovaného podnik LINET na základě výnosových metod.

## **5.7 Stanovení hodnoty podniku LINET na základě vybraných metod ocenění**

Na základě výstupů strategické a finanční analýzy, rozdělení provozně potřebných a nepotřebných aktiv, sestaveného finančního plánu jsou připraveny všechny potřebné podklady pro aplikaci vybraných metod oceňování podniku. Vzhledem k potvrzení předpokladu going concern principu oceňovaného podniku LINET spol. s r.o. byla jako základní metoda stanovení hodnoty firmy vybrána výnosová metoda DCF entity. Metoda diskontovaných peněžních toků ve své základní variantě entity je vybrána především z důvodu, že podnik je vhodné oceňovat jako celek. Kontrolu ocenění podniku pomocí metody DCF entity provedu pomocí porovnání s výsledky metody ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity. Jako doplňující metody ocenění byly zvoleny účetní hodnoty a metody tržního porovnání v podobě VALUE/EBITDA a VALUE/EBIT. V rámci ocenění podniku budou respektovány zásady kalkulování budoucích výnosů v běžných cenách a stanovená daňová sazba z příjmu právnických osob je kalkulována ve výši 19%. Stanovení hodnoty podniku vychází z dat obsažených v sestaveném finančním plánu pro následující období let 2018-2023. Výsledná vypočítaná hodnota podniku se určuje ke zvoleném rozhodnému dni 1. 5. 2019.

### **5.7.1 Stanovení diskontní míry**

Stanovení diskontní míry je klíčovým a výchozím bodem pro využití výnosových metod pro stanovení hodnoty podniku. Diskontní mírou se diskontují budoucí peněžní toky na jejich současnou hodnotu. Z důvodu volby výnosových metod DCF entity a EVA entity bude jako diskontní míra pro ocenění zvolena hodnota vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Hodnota WACC byla stanovena pro jednotlivá prognózovaná období následujících hospodářských let 2019-2023, která vstupují do výsledku ocenění, z důvodu měnící se kapitálové struktury podniku. Hodnoty dlouhodobého cizího kapitálu (D) a vlastního kapitálu (E) jsou převzaty ze sestaveného finančního plánu. Celková hodnota investovaného kapitálu (C) je sumou těchto položek. Náklady na cizí kapitál ( $r_d$ ) byly stanoveny na základě průměrné výše úrokové sazby z úročeného kapitálu podniku v minulých letech a stanoveny na hodnotu 2,5 %. Daň z příjmu právnických osob (t) byla predikována při současné výši daňové sazby na 19 %. Náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ ) byly stanoveny na základě propočtu metody CAPM. Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál byla jako bezriziková úroková míra zvolena aktuální výnosnost desetiletého státního dluhopisu ČR ve výši 2,01 %. Tržní riziková přírážka ( $r_m - r_f$ ) pro ČR a koeficient nezadlužené  $\beta$  pro trh „Hospital/Healthcare Facilities“ jsem získal z databáze prof. Damodarana (2012-2019a; 2012-2019b).

Aktuální tržní riziková přirážka pro ČR je ve výši 6,94 %. Koeficient pro nezadluženou  $\beta$  pro odvětví Hospitals/Healthcare Facilities je na úrovni 0,43. Výsledná prognóza vývoje nákladů na vlastní kapitál oceňovaného podniku LINET pro období let 2019 až 2023 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 55 Náklady na vlastní kapitál dle metody CAPM – odhad

Náklady vlastního kapitálu - metoda CAPM	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
rf	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%	2,01%
rm-rf	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%	6,94%
beta unlevered - Hospitals/Healthcare Facilities	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
beta levered	0,78	0,71	0,68	0,68	0,69
re	7,39%	6,96%	6,70%	6,72%	6,78%

Zdroj: Damodaran (2012–2019a); Damodaran (2012–2019b); Česká národní banka (2019), vlastní výpočet

Pokud máme prognózu vývoje nákladů na vlastní kapitál, můžeme přistoupit ke stanovení odhadu vývoje vážených průměrných nákladů na kapitál pro období hospodářských let 2019-2023. Konkrétní výpočet WACC sleduje tabulka níže:

Tabulka 56 Vážené náklady na kapitál – odhad

WACC	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
D	1 564 016	1 484 778	1 435 080	1 507 544	1 606 866
E	1 575 268	1 825 616	2 039 168	2 108 733	2 179 039
C	3 139 285	3 310 394	3 474 248	3 616 277	3 785 905
1-t	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
rd	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%	2,30%
re	7,39%	6,96%	6,70%	6,72%	6,78%
WACC	4,64%	4,67%	4,70%	4,70%	4,69%

Zdroj: vlastní výpočet

Uvedená výše stanovených vážených průměrných nákladů na kapitál vstupuje jako diskont uvažovaného cash flow pro ocenění jednotlivých let 2019-2023. Hodnota WACC pro pokračující 2. fázi ocenění byla stanovena na 5,2 %, zejména z důvodu rizik, která vyplývají z:

- Obtížnější odhadnutelnosti pokračující hodnoty vážených průměrných nákladů na kapitál,
- momentálně velmi nízkých bezrizikových úrokových sazeb, které jsou dlouhodobě neudržitelné,
- trendu menší zadluženosti cílové kapitálové struktury oceňovaného podniku.

## 5.7.2 Ocenění metodou DCF entity

Základní zvolená metoda, která bude použita ke stanovení hodnoty podniku LINET spol. s r.o. je dvoufázová výnosová metoda DCF entity. Jedná se o nejpoužívanější metodu oceňování podniku pomocí výnosů, kdy jako výnos uvažujeme volné peněžní toky do celé firmy (jak pro vlastníky, tak pro věřitele). Výpočet volných peněžních toků do firmy (FCFF) pro jednotlivé roky 1. fáze, kdy hodnoty jednotlivých položek jsou stanoveny podle sestaveného finančního plánu, zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 57 Stanovení odhadu vývoje FCFF

FCFF (tis. Kč)	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
EBIT(1-t)	484 149	505 515	526 999	547 888	568 064
+ODPISY	145 800	148 876	151 147	153 354	156 462
- RŮST NWC	- 142 443	- 102 761	- 113 395	- 92 968	- 100 570
- NOVÉ INVESTICE	- 229 894	- 217 223	- 201 606	- 202 415	- 225 519
<b>FCFF (tis. Kč)</b>	<b>257 611</b>	<b>334 406</b>	<b>363 145</b>	<b>405 859</b>	<b>398 436</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Volný peněžní tok do firmy vychází ze zisku EBIT po zdanění, ke kterému jsou přičteny odpisy, a naopak odečteny hodnoty růstu provozně nutného čistého pracovního kapitálu a růstu investic do provozně nutného dlouhodobého majetku. Prognóza volného peněžního toku do firmy pro uvažované období 1. fáze je po celou dobu kladné a do hospodářského roku 2022 přiměřeně roste. V roce 2023 je predikován mírný pokles spojeným s růstem investic.

Na základě predikce vývoje FCFF můžeme stanovit současnou hodnotu první fáze, kdy jako diskontní míru použijeme hodnotu vážených průměrných nákladů na kapitál. Z důvodu, že je podnik oceňován k rozhodnému dni 1. 5. 2019 je nutné diskontní faktor pro fiskální rok 2019 a diskontované FCFF očistit o neoceňovanou část hospodářského roku. Výpočet současné hodnoty 1. fáze zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 58 Výpočet hodnoty 1. fáze – DCF entity

1. fáze DCF entity (tis. Kč)	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
FCFF	235 732	334 406	363 145	405 859	398 436
Diskontní faktor	1,04	1,09	1,14	1,20	1,25
Diskontované FCFF	226 152	306 490	317 891	339 345	318 211
<b>Současná hodnota 1.fáze</b>	<b>1 508 089</b>				

Zdroj: vlastní výpočet

Současná hodnota oceňovaného podniku LINET pro 1. fázi je vypočtena jako suma diskontovaných peněžních toků do firmy. Hodnota pro první fázi ocenění k 1. 5. 2019 byla stanovena na 1 508 089 tis. Kč.

Pro stanovení 2. fáze je nutné odhadnout pokračující hodnotu tzv. „do nekonečna.“ Výpočet pokračující hodnoty je odhadnut na základě Gordonova růstového modelu, kdy jako tempo růstu peněžních toků (g) uvažuji dlouhodobě udržitelný růst HDP ČR ve výši 2,4 % a jako diskontní míru – WACC ve výši 5,2 %. Výpočet současné hodnoty 2. (pokračující) fáze zobrazuje tabulka níže:

Tabulka 59 Výpočet hodnoty 2. fáze – DCF entity

2. fáze DCF entity (tis. Kč)	FY 2024 - ∞
FCFF v 1. roce 2. fáze	407 999
Diskontní faktor	1,32
Diskontované FCFF pro pokr. hodnotu	309 742
WACC pro pokr. hodnotu	5,2%
Tempo růstu peněžních toků (g)	2,4%
<b>Současná hodnota 2.fáze</b>	<b>11 062 197</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Současná hodnota oceňovaného podniku LINET pro 2. fázi ocenění k 1. 5. 2019 byla stanovena na 11 062 197 tis. Kč

Výsledná hodnota oceňovaného podniku je pak stanovena jako suma současné hodnoty 1. a 2. fáze, ke které je přičtena účetní hodnota provozně nepotřebných aktiv k rozhodnému dni pro ocenění. Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázového modelu DCF entity zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 60 Ocenění podniku – DCF entity

Dvoufázový model DCF entity	tis. Kč
Současná hodnota 1.fáze	1 508 089
Současná hodnota 2.fáze	11 062 197
Hodnota provozně nepotřebných aktiv k RD	2 065 264
<b>Hodnota podniku</b>	<b>14 635 550</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Hodnota oceňovaného podniku LINET stanovená pomocí dvoufázového modelu DCF entity je k rozhodnému dni 1. 5. 2019 14 635 550 tis. Kč.

Ovšem je nutné podotknout, že největší část provozně nepotřebných aktiv – dlouhodobý finanční majetek byl přičten pouze svou účetní hodnotou, přičemž tržní hodnota tohoto majetku, který tvoří zejména podíly v dceřiných firmách, je ve skutečnosti jiná (vyšší). Ale jelikož se jedná o firmy, které by bylo nutné pro jejich správnou hodnotu ocenit stejným procesem jako oceňovaný podnik Linet, což dalece přesahuje rámec této práce. Z toho důvodu jsem se zaměřil na ocenění core businessu podniku LINET, a hodnotu dceřiných firem jsem stanovil na základě jejich spodní hranice, tedy účetní hodnotou.



### 5.7.3 Ocenění metodou EVA entity

Kontrolní metodou pro ověření reálnosti stanovení hodnoty podniku LINET spol. s r.o. pomocí výnosové metody DCF entity je další z řady výnosových metod. Konkrétně dvoufázová metoda ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity. Motivy ke zvolení této metody jsou, že i přesto že nepracuje s volnými peněžními toky, tak bere v úvahu generovaný výsledek hospodaření podniku – EBIT po zdanění a pracuje s diskontní mírou v podobě vážených průměrných nákladů na kapitál. Výnosem, zde tedy uvažujeme odhad hodnoty ekonomické přidané hodnoty pro roky, které vstupují do výsledku ocenění. Stanovení odhadu ekonomické hodnoty pro období 2019-2023 zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 61 Stanovení odhadu vývoje ekonomické přidané hodnoty

EVA (tis. Kč)	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
NOPAT = EBIT(1-t)	484 149	505 515	526 999	547 888	568 064
C	3 139 285	3 310 394	3 474 248	3 616 277	3 785 905
WACC	4,64%	4,67%	4,70%	4,70%	4,69%
EVA	338 534	350 789	363 735	378 048	390 461

Zdroj: vlastní výpočet

Výchozím bodem stanovení ekonomické přidané hodnoty je zisk NOPAT, který zde aproximujeme v podobě zisku EBIT po zdanění. Daný zisk následně ponížíme o součin průměrných vážených nákladů na kapitál a sumy celkového investovaného kapitálu. Odhad vývoje ekonomické přidané hodnoty pro uvažované období 1. fáze je po celou dobu kladný a po celou dobu přiměřeně roste.

Na základě stanoveného odhadu vývoje uvažovaného výnosu v podobě ekonomické přidané hodnoty můžeme stanovit současnou hodnotu první fáze ocenění. Jako diskontní míru využijeme hodnotu vážených průměrných nákladů na kapitál, která byla určena v předchozích krocích. Z toho důvodu, že je podnik oceňován k rozhodnému dni 1. 5. 2019 je nutné diskontní faktor pro fiskální rok 2019 a diskontovanou hodnotu EVA očistit o neoceňovanou část hospodářského roku, která nevstupuje do výsledku ocenění. Výpočet současné hodnoty 1. fáze zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 62 Výpočet hodnoty 1. fáze – EVA entity

1. fáze EVA (tis. Kč)	FY 2019*	FY 2020*	FY 2021*	FY 2022*	FY 2023*
EVA	309 781	350 789	363 735	378 048	390 461
Diskontní faktor	1,04236304	1,0910826	1,1423556	1,1960069	1,2521135
Diskontovaná EVA	297 192	321 505	318 408	316 092	311 842
Současná hodnota 1.fáze	1 565 038				

Zdroj: vlastní výpočet

Současná hodnota oceňovaného podniku LINET pro 1. fázi je vypočtena jako suma diskontovaných EVA. Hodnota pro první fázi ocenění k 1. 5. 2019 činí 1 565 038 tis. Kč.

Pro výpočet 2. fáze ocenění byl stejně jako u metody DCF entity použit Gordonův růstový model. Přičemž tempo růstu peněžních toků (g) a diskontní míru (WACC) při výpočtu uvažuji ve stejné hodnotě jako u předchozí metody. Výpočet současné hodnoty 2. fáze zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 63 Výpočet hodnoty 2. fáze – EVA entity

2. fáze EVA (tis. Kč)	FY 2024 - ∞
EVA v 1. roce 2. fáze	399 832
Diskontní faktor	1,32
Diskontovaná EVA pro pokr. hodnotu	303 542
WACC pro pokr. hodnotu	5,2%
Tempo růstu peněžních toků (g)	2,4%
<b>Současná hodnota 2.fáze</b>	<b>10 840 773</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Současná hodnota 2. fáze ocenění k rozhodnému 1. 5. 2019 byla stanovena na 10 840 773 tis. Kč

Výsledná hodnota oceňovaného podniku LINET je opět stanovena jako suma současné hodnoty 1. a 2. fáze, ke které je přičtena hodnota celkového investovaného kapitálu k rozhodnému dni pro ocenění. Výpočet hodnoty podniku dle dvoufázového modelu EVA entity zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 64 Ocenění podniku – EVA entity

Dvoufázový model EVA entity (tis. Kč)	tis. Kč
Současná hodnota 1.fáze	1 565 038
Současná hodnota 2.fáze	10 840 773
Hodnota investovaného kapitálu (C) k RD	2 872 661
<b>Hodnota podniku</b>	<b>15 278 471</b>

Zdroj: vlastní výpočet

Hodnota oceňovaného podniku LINET stanovená pomocí dvoufázového modelu EVA entity je k rozhodnému dni 1. 5. 2019 15 278 471 tis. Kč. Z důvodu, že se jedná o nejvyšší stanovenou hodnotu podniku, budeme výsledky považovat za horní mez tržní hodnoty podniku. Porovnáním výsledků ocenění pomocí metod EVA entity a DCF entity, zjistíme, že nejsou shodné, k čemuž ovšem v běžné praxi dochází často. Sladění výsledků obou metod je v oceňovatelské praxi řešeno prostřednictvím dalších úprav vstupů v podobě účetních dat. Domněnku shodnosti výsledků hodnoty podniku určených pomocí metod DCF entity a EVA entity, tak neplatí vždy, resp. platí poměrně v omezené míře.

## 5.7.4 Ocenění metodou tržního porovnání

Metody tržního porovnání jsou dalšími metodami stanovení hodnoty podniku, které slouží jako doplněk k výnosovým metodám. Konkrétně bude zvolena skupina tržních multiplikátorů v podobě P/E, VALUE/EBITDA, VALUE/SALES a VALUE/EBIT. Důvodem využití těchto metod je fakt, že hodnota oceňovaného podniku je stanovena na základě běžně dostupných informací o hodnotách podniků, které působí ve stejném odvětví. Dále se využívá především z nutnosti ověření výstupů výnosových metod diskontovaných cash flow.

Stanovení hodnoty podniku LINET spol. s r.o. pomocí tržních multiplikátorů zobrazuje následující tabulka. Pro stanovení hodnoty byly využity hodnoty koeficientů P/E, VALUE/EBITDA, VALUE/SALES a VALUE/EBIT z databáze prof. Damodarana pro skupinu „Hospitals/Healthcare Facilities“ pro rostoucí trhy, kam se řadí Česká republika. Výsledná hodnota podniku je stanovena součinem uvažovaného druhu zisku (resp. tržeb) a daného koeficientu násobitele:

Tabulka 65 Ocenění podniku pomocí tržních multiplikátorů

Metoda VALUE/EBITDA	Hodnota položky k 1. 5. 2019 (tis. Kč)	Metoda VALUE/EBIT	Hodnota položky k 1. 5. 2019 (tis. Kč)
EBITDA	680 367	EBIT	546 950
koeficient EV/EBITDA	16,41	koeficient EV/EBIT	26,35
Hodnota podniku (tis. Kč)	11 164 821	Hodnota podniku (tis. Kč)	14 412 125
Metoda VALUE/SALES	Hodnota položky k 1. 5. 2019 (tis. Kč)	Metoda P/E	Hodnota položky k 1. 5. 2019 (tis. Kč)
Tržby	3 062 338	EAT	416 366
koeficient EV/SALES	3,24	koeficient P/E	35,81
Hodnota podniku (tis. Kč)	9 921 975	Hodnota podniku (tis. Kč)	14 910 078

Zdroj: Damodaran (2019), vlastní výpočet

Výsledné hodnoty podniku kalkulované různými koeficienty násobiteli jsou poměrně odlišné. Hodnota podniku vypočítaná pomocí násobitele EV/Sales je výrazně nejnižší, což mimo jiné znamená, že LINET má nižší tržby na podobné dosažené zisky než jiné subjekty v odvětví. Výsledná hodnota oceňovaného podniku stanovená pomocí tržního porovnání se proto bude pohybovat v intervalu hodnot, které vymezují výsledky násobitelů VALUE/Sales a P/E.

Dolní mez tržní hodnoty podniku je určena metodou VALUE/SALES – 9 921 975 tis. Kč. Hodnota podniku k 1. 5. 2019 je dle výsledku metody P/E – 14 910 078 tis. Kč. Hodnota podniku dle dalších metod tržního porovnání je s využitím metody VALUE/EBITDA k 1. 5. 2019 11 164 821 tis. Kč. Dle metody VALUE/EBIT je výsledná hodnota k rozhodnému dni pro ocenění stanovena na 14 412 125 tis. Kč.

Na výsledné hodnoty podniku stanovené pomocí tržních multiplikátorů budeme dále nahlížet jako na doplňkovou metodu k metodám výnosovým. Hlavní nedostatek těchto výsledků je spojen s nedostatkem informací o vzorku podniků, pro který byl koeficient násobitelů určen.

### 5.7.5 Ocenění metodou účetní hodnoty

Majetková metoda ocenění účetní hodnotou slouží jako doplňující informace k výslednému stanovení hodnoty podniku. Metoda účetní hodnoty nám poslouží jako orientační bod a bude sloužit jako prvotní informace o hodnotě podniku, kterou je možné brát v úvahu při dalším ocenění pomocí sofistikovanějších metod stanovení hodnoty podniku. Stanovení hodnoty podniku pomocí účetní hodnoty zobrazuje následující tabulka:

Tabulka 66 Ocenění podniku metodou účetní hodnoty

Metoda účetní hodnoty	Hodnota položky k 31. 3. 2019 (tis. Kč)
AKTIVA CELKEM	5 272 886
DLOUHODOBÝ MAJETEK	3 155 911
OBĚŽNÁ AKTIVA	1 987 065
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIV	129 911
PASIVA CELKEM	5 272 886
VLASTNÍ KAPITÁL	1 249 749
CIZÍ ZDROJE	4 017 227
ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIV	5 910
<b>Účetní hodnota podniku (tis. Kč)</b>	<b>5 272 886</b>

Zdroj: vlastní výpočet

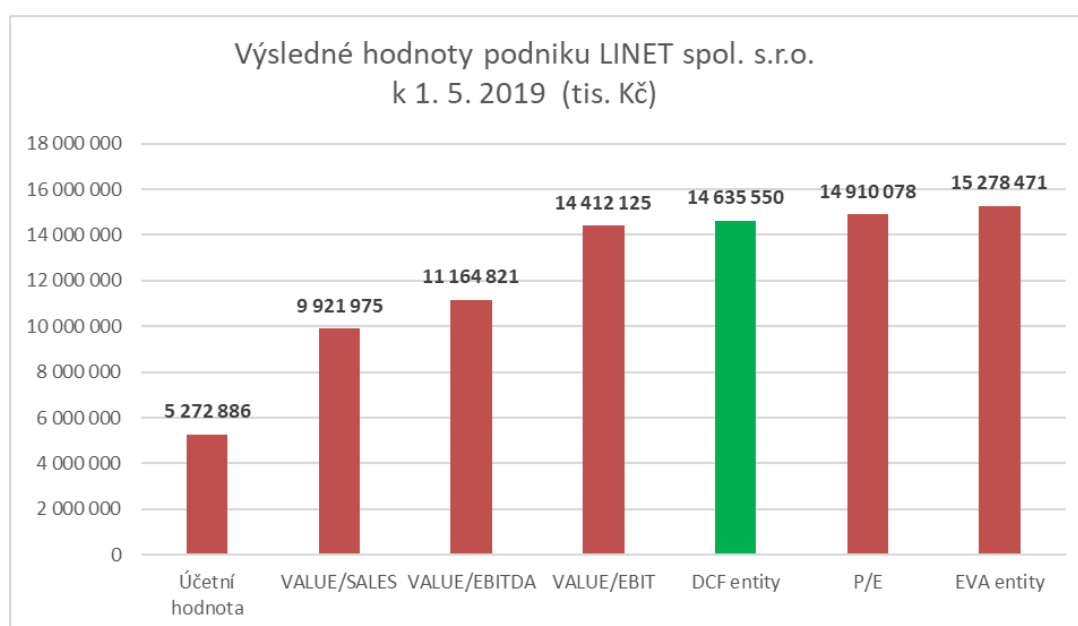
Ke stanovení účetní hodnoty podniku byly využity data z plánované rozvahy podniku za fiskální rok 2018, sestavené k 31. 3. 2019. Výsledná hodnota podniku je stanovena jako ekvivalent bilanční sumy. Hodnota podniku stanovená pomocí metody účetní hodnoty je k 1. 5. 2019 – 5 272 886 tis. Kč.

Z výsledku ocenění pomocí účetní metody je patrné, že hodnota je velmi vzdálena od skutečné tržní hodnoty podniku. Validita této metody je velmi nízká, a to především z důvodu, že bilanční suma je složena z položek, které jsou vykázány buď historickou hodnotou, která nerespektuje současnou hodnotu, nebo pouhým odhadem. Zároveň se neuvažuje možné zhodnocení majetku, ale pouze jeho opotřebení.

## 5.8 Souhrnné ocenění podniku LINET

Ke stanovení hodnoty podniku LINET byly využity 4 metody ocenění. Jako hlavní metoda pro ocenění byla zvolena dvoufázová výnosová metoda DCF entity, která byla podrobena kontrole prostřednictvím dvoufázové výnosové metody EVA entity. Pro doplnění výsledků ocenění výnosových metod byly využity metody tržního porovnání s využitím tržních multiplikátorů – P/E, VALUE/EBITDA, VALUE/SALES a VALUE/EBIT. Na závěr byla využita majetková metoda v podobě účetní hodnoty. Výstupy v podobě výsledných hodnot podniku dle využitých metod zobrazuje následující graf:

Graf 17 Výsledné hodnoty podniku LINET k rozhodnému dni – porovnání metod



Zdroj: vlastní zpracování

Je zjevné, že výsledné hodnoty podniku se napříč využitými metodami odlišují. Hlavní význam je však při ocenění podniku brán na výslednou hodnotu podniku stanovenou pomocí dvoufázového modelu výnosové metody DCF entity. Metoda DCF entity byla zvolena adekvátně k definovanému účelu ocenění, protože případný zájemce by měl zájem spíše o výnosový potenciál podniku nežli o účetní hodnotu firmy.

Výsledek ocenění stanovený metodou DCF entity byl následně podroben kontrole jeho reálnosti na základě využití další dvoufázové výnosové metody EVA entity. Přičemž hodnota stanovená pomocí této metody je o 643 mil. Kč vyšší než při využití metody DCF entity. Nicméně rozdíl mezi výsledky obou metod není nikterak výrazný. Proto lze výsledek ocenění pomocí metody EVA entity brát jako kontrolní informaci, že metoda DCF entity je základní a vhodně zvolenou metodou pro stanovení výsledné hodnoty oceňovaného podniku LINET spol. s r.o.

Zároveň budeme výslednou hodnotu stanovenou pomocí metody EVA entity považovat za horní mez tržní hodnoty podniku.

Dále byl výsledek stanovené hodnoty podniku doplněn o porovnání výsledků určených pomocí tržních multiplikátorů. Přičemž z grafu je zjevné, že výsledek metody VALUE/EBITDA, která se využívá především pro firmy působící na rostoucích trzích (jelikož eliminuje vliv investic) je nižší než stanovená hodnota pomocí výnosové metody DCF entity. Výsledek metody VALUE/EBIT je na srovnatelné úrovni s metodou DCF entity. Výsledek metody P/E je druhý nejvyšší v rámci získaných výsledků napříč metodami. Ovšem výsledky těchto metod nelze brát zcela bezpodmínečně v potaz, protože hlavní nedostatek těchto metod je spojen s nedostatkem informací o vzorku podniků, pro který byl koeficient násobitelů určen. Přesto můžeme výslednou hodnotu podniku určenou pomocí multiplikátoru VALUE/SALES určit jako dolní mez tržního ocenění podniku.

Výsledná hodnota podniku stanovená metodou DCF entity byla dále doplněna o porovnání s účetní hodnotou podniku. Účetní hodnota podniku je přibližně o 9,3 miliardy nižší, než je tržní hodnota určená metodou DCF entity. Výsledná účetní hodnota podniku tak reprezentuje dolní mez výsledného ocenění podniku LINET.

Všechny zmíněné pohledy napovídají, že výnosová metoda DCF entity byla zvolena vhodně a podává relevantní výsledek ocenění podniku, který lze považovat za konečnou hodnotu podniku LINET k rozhodnému dni pro ocenění. Konečný výrok o stanovené tržní hodnotě podniku tedy zní:

Tržní hodnota oceňovaného podniku LINET spol. s r.o. je k rozhodnému dni 1. 5. 2019 – 14 635 550 tis. Kč.
---

Ke konečnému výroku o hodnotě podniku je nutná poznámka, že součástí ocenění pomocí metody DCF entity je na konci ocenění přičtení účetní hodnoty provozně nepotřebných aktiv, které jsou z 98 % složeny z dlouhodobého finančního majetku firmy. Ten vyjadřuje zejména podíly v dceřiných firmách, přičemž tržní hodnota tohoto majetku, je ve skutečnosti zřejmě jiná, resp. vyšší než hodnota účetní. Nicméně vzhledem k ocenění z pohledu externího investora, který nemá dostatek informací o plánovaných činnostech souvisejících s tvorbou dlouhodobého finančního majetku. Zároveň se jedná o firmy, které by bylo nutné pro jejich správnou hodnotu ocenit stejným procesem jako oceňovaný podnik Linet, což dalece přesahuje rámec této práce. Z toho důvodu jsem se zaměřil na ocenění core businessu podniku LINET, a hodnotu dceřiných firem jsem stanovil na úrovni jejich spodní hranice, tedy účetní hodnotou.

## **Závěr – shrnutí výsledků**

Cílem této diplomové práce bylo stanovení odhadu tržní hodnoty podniku LINET spol. s r.o. k rozhodnému dni 1. 5. 2019, a to z pohledu blíže nespécifikovaného externího investora, který je možný použít jako podklad za účelem rozhodnutí o koupi celého, či části oceňovaného podniku.

Podnik LINET je jedním z největších světových výrobců nemocničních a pečovatelských lůžek. Jeho samotnému ocenění na základě vybraných metod předcházel postup, který se skládal z posouzení jeho konkurenční pozice na relevantním trhu v podobě strategické analýzy a zhodnocení finanční situace podniku na základě finanční analýzy uplynulých hospodářských let 2012-2017. Tyto dílčí analýzy společně s rozdělením majetku podniku na provozně potřebný a nepotřebný byly hlavním vstupem pro sestavení finančního plánu pro následující období hospodářských let 2018-2023. Hlavním cílem tohoto postupu ocenění bylo zjistit budoucí perspektivnost, zda oceňovaný podnik naplňuje going concern princip a je možné uvažovat jeho trvalou existenci pro potřeby využití výnosových metod ocenění.

Strategická analýza vymezila výnosový potenciál podniku, na základě analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu. Výstupem strategické analýzy byla analýza konkurenčního postavení podniku na relevantním trhu. Makroekonomická situace jak v ČR, tak ve světě by v dalších letech měla být pozitivní, ovšem mírně negativním zjištěním je zpomalování růstu HDP napříč zkoumanými státy. Analýza vnějšího potenciálu prokázala, že relevantní trh, na kterém se podnik pohybuje, je v rámci možností dostatečně atraktivní s potenciálním růstem v dalších letech. Vnitřní potenciál podniku je ve srovnání s konkurenčními podniky na velmi dobré úrovni. Na základě toho jsem došel k závěru, že LINET je podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou do budoucnosti a splňuje předpoklady going concern, a proto je možné prognózovat jeho tržby pro období let 2018 až 2023. Podnik má k dispozici mnoho silných stránek, kterými můžeme zhodnotit příležitosti, které se na jeho trhu nabízí a vývoj v posledních letech naznačuje, že by LINET měl minimálně udržovat svojí pozici na světovém trhu, případně svůj tržní podíl mírně zvyšovat. Na základě posouzení konkurenční pozice podniku, vývoje relevantního trhu a vývoje tržního podílu firmy byla provedena prognóza tržeb podniku pro potřeby odhadu finančního výhledu pro 1. fázi ocenění v délce šesti let s průměrným tempem růstu 5,1 %.

I finanční analýza prokázala, že podnik LINET je v rámci svých možností a s ohledem na konkurenční prostředí na relevantním trhu v dobré finanční kondici a má potenciál možný růst tržeb realizovat a podpořit ve všech ostatních podnikových činnostech. Z tohoto důvodu bylo i v tomto případě možné konstatovat, že podnik lze ocenit pomocí výnosových metod pro oceňování, protože je možno uvažovat trvalou existenci firmy. Hlavní rizika spojená s finanční situací firmy jsou především obchodně-tržní rizika, která vyplývají z aktivit firmy na jejím relevantním trhu a jsou podmíněna její současnou konkurenční pozicí. Dále jsou to rizika spojená s ekonomickou situací na cílových trzích, a vzhledem k tomu, že podnik LINET je vysoce exportně zaměřená společnost je značným rizikem pohyb měnových kurzů. Mezi nejsilnější stránky finanční situace podniku, které prokázala finanční analýza, patřil stabilní růst majetku a tržeb firmy. Pozitivním zjištěním bylo, že firma po celou dobu sledovaného období tvořila ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky, což je dalším znakem, který hovoří pro jeho dlouhodobou prosperitu a trvalé pokračování její existence. Podnik byl zároveň dostatečně rentabilní. Za slabé stránky finančního řízení s ohledem na doporučené hodnoty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy podniku, lze považovat především nízké hodnoty likvidity a vysokou zadluženost podniku. Nízké hodnoty likvidity by mohly signalizovat problémy s plněním svých závazků, ale podnik v tomto ohledu zatím neměl žádné problémy a vždy byl schopen dostát svým vzniklým závazkům včas a v jejich plné výši.

Finanční výhled pro uvažované období hospodářských let 2018-2023 byl sestaven na základě výstupů strategické a finanční analýzy a byl postaven především na základě vývoje jednotlivých klíčových položek v minulosti v procentuálním podílu k provozním tržbám. Zároveň respektoval trendy posledních let ve změně struktury financování podniku a byl sestaven za účelem omezení rizik spojeným s působením negativních vlivů nízké likvidity a vysoké zadluženosti z předchozích let. Sestavený finanční plán prokazoval, že společnost bude v následujícím období generovat kladný výsledek hospodaření a bude celkově dále růst. Audit finančního plánu ověřil finanční situace podniku, která se bude i v následujících letech v rámci možností a konkurenčního postavení podniku na relevantním trhu vyvíjet stabilně s mírným zlepšením v některých kritických aspektech. Zlepšení v oblasti likvidity a zadluženosti by mělo v budoucnu pokrýt rizika, kterým podnik v minulosti čelil. Finanční plán dále potvrdil závěry strategické a finanční analýzy, na jejímž základě byl splněn going concern princip. Pokud v budoucnu nedojde k výrazným a neočekávaným odchylkám od sestaveného finančního výhledu není dle mého soudu trvalá existence podniku ohrožena. Díky potvrzení splnění tohoto předpokladu bylo možné stanovit hodnotu oceňovaného podnik LINET na základě výnosových metod.



Na základě výstupních dat finančního plánu a potvrzení předpokladu trvalé existence podniku bylo možné provést vlastní ocenění podniku. Ke stanovení hodnoty podniku LINET byly využity 4 metody ocenění. Jako hlavní metoda pro ocenění byla zvolena dvoufázová výnosová metoda DCF entity, která byla podrobena kontrole prostřednictvím dvoufázové výnosové metody EVA entity. Pro doplnění výsledků ocenění výnosových metod byly využity metody tržního porovnání s využitím tržních multiplikátorů – P/E, VALUE/EBITDA, VALUE/SALES a VALUE/EBIT. Na závěr byla využita majetková metoda v podobě účetní hodnoty. Výsledné hodnoty napříč použitými metodami se sice odlišovaly, ale hlavní význam byl při ocenění přikládán ke stanovené hodnotě podniku pomocí dvoufázového modelu výnosové metody DCF entity. Metoda DCF entity byla zvolena adekvátně k definovanému účelu ocenění, protože případný zájemce by měl zájem spíše o výnosový potenciál podniku než o hodnotu firmy v účetním vyjádření. Stanovená hodnota pomocí metody DCF entity byla následně podrobena kontrole za pomoci výnosové metody EVA entity, přičemž rozdíl mezi výsledky obou metod nebyl nikterak výrazný, a proto byl výsledek ocenění pomocí metody EVA entity brán jako dostatečně prokazující kontrolní informaci, že metoda DCF entity je základní a vhodně zvolenou metodou pro stanovení výsledné hodnoty oceňovaného podniku LINET spol. s r.o. Zároveň výsledná hodnota stanovená pomocí metody EVA entity určila horní mez tržní hodnoty podniku. Dále byl výsledek stanovené hodnoty podniku doplněn o porovnání výsledků určených pomocí tržních multiplikátorů, kdy byla pomocí metody VALUE/SALES určena dolní mez tržní hodnoty podniku. Ovšem výsledky metod tržního porovnání nelze brát zcela bezpodmínečně v potaz, protože hlavní nedostatek těchto metod je spojen především s nedostatkem relevantních informací o vzorku podniků, pro který byl koeficient násobitelů určen. Výsledná hodnota podniku stanovená metodou DCF entity byla závěrem doplněna o porovnání s účetní hodnotou podniku. Účetní hodnota podniku byla stanovena na mnohem nižší úrovni, než jaká byla stanovená tržní hodnota metodou DCF entity. Výsledná účetní hodnota podniku tak bude pro účely ocenění reprezentovat dolní mez výsledného ocenění podniku LINET spol. s r.o. Všechny tyto porovnání byly prokazatelným důkazem, že výnosová metoda DCF entity byla zvolena vhodně a podává relevantní výsledek ocenění podniku. Tržní hodnota oceňovaného podniku LINET spol. s r.o. byla stanovena k rozhodnému dni 1. 5. 2019 na 14 635 550 tis. Kč.

Celou dobu jsem se v textu záměrně vyhýbal zmíněným spekulacím s ohledem na případný prodej oceňované firmy z veřejných publikací, které jsem nastínil v úvodu této práce, a byly jedním z hlavních motivů volby předmětu ocenění. Proto bych na závěr rád porovnal nastíněné spekulace o odhadu hodnoty se mnou stanovenou hodnotou podniku. Zatímco mnou odhadnutá hodnota podniku pomocí metody DCF entity byla stanovena na 14,6 miliardy Kč, dle zakladatele a největšího akcionáře podniku LINET pana Zbyňka Frolíka v červnu 2018 (Patria.cz, 2018) by se hodnota měla pohybovat na úrovni až 18 miliard Kč.

Toto tvrzení později zmírnil odhadem hodnoty z prosince 2018 (Reuters, 2018b), kdy hodnotu firmy odhadl na 14 miliard Kč. Naopak potenciální investoři v podobě investiční skupiny Advent a CVC ocenili v červnu 2018 LINET na 10,3 miliardy Kč. (Reuters, 2018a) Přičemž je nutné uvést, že zmíněné hodnoty jsou odhadem k jinému rozhodnému dni, ale je možné je brát v úvahu pro diskuzi o rozdílném odhadu jednotlivých zájmových skupin. Rozdílné odhady hodnoty podniku totiž potvrzují domněnku, že podnik nemá žádnou správnou, objektivní hodnotu. Hodnotu, kterou hledáme lze spíše označit za objektivizovaný odhad, který musí být podložen důkladnou analýzou a v rámci možností být považovaný za obecně přijatelný jak vlastníkem podniku, tak jeho případným kupcem. Stanovená hodnota podniku slouží především jako podklad pro obě strany k nalezení kompromisu v ceně určitého podniku. V závěru roku 2018 pověřil oceňovaný podnik LINET banku JP Morgan ke zmapování trhu a nalezení potenciálních investorů. Ze spekulací veřejných publikací vyplývá, že potenciální zájemci mohou být např. stávající konkurenti v podobě firem Stryker a Hill-Rom, nebo zmíněné investiční skupiny Advent, Blackstone a CVC. Sám jsem zvědavý, zda k prodeji podniku v dohledné době dojde a jaká případně bude jeho reálná prodejní cena.

Vzhledem ke stanovení tržní hodnoty podniku LINET spol. s r.o. k rozhodnému dni 1. 5.2019 v závěru praktické části této diplomové práce, která slouží právě jako podklad pro externího investora pro případné vyjednávání a rozhodnutí o koupi celého nebo části podniku, považuji stanovený cíl jako splněný.

# Seznam zdrojů

## Literatura

- [1] BREALEY, Richard A., Stewart C. MYERS a Franklin ALLEN. *Teorie a praxe firemních financí*. 2., aktualiz. vyd. Přeložil Vladimír GOLIK, přeložil Zdeněk MUŽÍK, přeložil Liběna STIEBITZOVÁ. Brno: BizBooks, 2014. ISBN 978-80-265-0028-5.
- [2] COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1994. ISBN 80-85605-41-4.
- [3] ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
- [4] ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2018. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0194-8.
- [5] FOTR, Jiří. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.
- [6] GRASSEOVÁ, Monika, Radek DUBEC a David ŘEHÁK. *Analýza podniku v rukou manažera: 33 nejpoužívanějších metod strategického řízení*. 2. vyd. Brno: BizBooks, 2012. ISBN 978-80-265-0032-2.
- [7] HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. *Finance podniku*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009. ISBN 978-80-7357-492-5.
- [8] *International valuation standards 2017*. London: International Valuation Standards Council, 2017. Print.
- [9] JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.
- [10] KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Petr NOVÁK. *Finanční strategie: krok za krokem*. V Praze: C.H. Beck, 2015. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-562-6.
- [11] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- [12] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.
- [13] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2., přeprac. a rozš. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7179-903-0.

- [14] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [15] KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7., aktualiz. a přeprac. vyd. Praha: Grada, 2013. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-5064-4.
- [16] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- [17] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [18] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2432-4.
- [19] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011a. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [20] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011b. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [21] MAŘÍK, Miloš. *Návrh českého standardu pro oceňování podniku*. Odhadce a oceňování majetku, 2011c, roč. XVII, č. 3-4, ISSN 1213-8223.
- [22] MATSCHKE, Manfred Jürgen a Gerrit BRÖSEL. *Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze*. 3. Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler, 2007. ISBN 978-3-8349-0613-7.
- [23] PORTER, Michael E. *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors: with a new introduction*. New York: Free Press, 1998. ISBN 0-684-84148-7
- [24] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.
- [25] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [26] SARNGADHARAN, M. a S. Rajitha KUMAR. *Financial Analysis for Management Decisions*. New Dehli: PHI Learning P.L., 2011. ISBN 978-81-203-4247-7.
- [27] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

- [28] 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.
- [29] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 2.*, aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.
- [30] SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika. 4.*, aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1992-4.
- [31] VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. Praha: Ekopress, 1997. ISBN 80-901991-6-X.
- [32] VEBER, Jaromír. *Management inovací*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-423-3.
- [33] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- [34] VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.
- [35] ZIMA, Petr. *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C. H. Beck, 2016. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-623-4.

## **Elektronické zdroje**

- [36] Arjo Huntleigh (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Arjo Huntleigh* [online]. Malmö, Arjo Huntleigh, 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://www.arjo.com/int/about-us/investors/>
- [37] ČESKO. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. © AION CS, 2012-2019 [cit. 2019-03-27]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>
- [38] Česká národní banka (2019): *Výnosy státních dluhopisů* [online]. Praha, Česká národní banka, 2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=375&p\\_uka=1&p\\_strid=AEBA&p\\_od=201204&p\\_d\\_o=201903&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=AEBA&p_od=201204&p_d_o=201903&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [39] Český statistický úřad (2019): *Registr ekonomických subjektů* [online]. Praha, Český statistický úřad, 2019 [cit. 2019-04-03]. Dostupné z: [http://apl.czso.cz/irsw/detail.jsp?prajed\\_id=19160](http://apl.czso.cz/irsw/detail.jsp?prajed_id=19160)

- [40] CZECH TOP 100 (2019): *100 OBDIVOVANÝCH*. [online]. Praha, CZECH TOP 100, 2019 [cit. 2019-04-09]. Dostupné z: <https://www.czechtop100.cz/cs/projekty/zebrický/100-obdivovanych>
- [41] DAMODARAN, Aswath. (2012–2019a): *Risk Premiums for Other Markets* [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [42] DAMODARAN, Aswath. (2012–2019b): *Levered and Unlevered Betas by Industry*. [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [43] DAMODARAN, Aswath. (2014–2019): *Return on Equity decomposition by Industry*. [online]. [cit. 2019-04-27]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [44] DAMODARAN, Aswath. (2019): *Value/EBIT & Value/EBITDA Multiples by Industry Sector* [online]. [cit. 2019-05-07]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [45] Databáze firem (2019): *Výroba lékařských a dentálních nástrojů a potřeb*. [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://www.hbi.cz/cs/NACE2/zpracovatelsky-prumysl/ostatni-zpracovatelsky-prumysl/vyroba-lekarskych-dentalnich-nastroju-potreb/>
- [46] Dřevařský magazín (2012): *Nejlépe své inovace v Česku řídí LINET*. [online]. [cit. 2019-04-29]. Dostupné z: <http://drevmag.com/cs/archiv/archiv-clanku-z-roku-2012/1815-nejlepe-sve-inovace-v-cesku-ridi-linet>
- [47] Handicare Group AB (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Handicare Group AB* [online]. Stockholm, Handicare Group AB, 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://handicaregroup.com/investors/financial-reports/>
- [48] Hill-Rom Holdings, Inc. (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Hill-Rom Holdings, Inc.* [online]. Batesville, Hill-Rom Holdings, Inc., 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://ir.hill-rom.com/financials/default.aspx#section=financials>
- [49] International Monetary Fund (2019): *World Economic Outlook Database, April 2019*. [online]. Washington, International Monetary Fund, 2019 [cit. 2019-04-28]. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>

- [50] Invacare Corporation (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Invacare Corporation* [online]. Elirya, Invacare Corporation, 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <http://www.invacare.com/cgi-bin/imhqprd/investor-relations/annual-report.jsp>
- [51] LINET spol. s r.o. (2019a): *LINET spol. s r.o. Loga a fotografie*. [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-03-03], Dostupné z: <http://www.LINET.com/cs/novinky/loga-a-fotografie/loga>
- [52] LINET spol. s r.o. (2019b): *LINET spol. s r.o. O nás*. [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-03-03], Dostupné z: <http://www.LINET.com/cs/o-nas>
- [53] LINET spol. s r.o. (2019c): *VÝROČNÍ ZPRÁVA 2017/18 LINET spol. s r.o.* [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=699361>
- [54] LINET spol. s r.o. (2019d): *LINET spol. s r.o. Produkty A-Z*. [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-03-06], Dostupné z: <http://www.linnet.com/cs/zdravotnictvi/products-a-z>
- [55] LINET spol. s r.o. (2019e): *LINET spol. s r.o. Služby - 360° Péče*. [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-03-06], Dostupné z: <http://www.linnet.com/cs/sluzby/360-pece>
- [56] LINET spol. s r.o. (2019f): *LINET spol. s r.o. BORCAD Medical*. [online]. Slaný, LINET spol. s r.o. , 2019 [cit. 2019-04-16], Dostupné z: <http://www.linnet.com/cs/borcad-medical>
- [57] Mateřská škola LINETKA s.r.o. (2019): *Mateřská škola LINETKA s.r.o. O nás*. [online]. Slaný, Mateřská škola LINETKA s.r.o., 2019 [cit. 2019-03-06], Dostupné z: <http://www.linetka.cz/services/onas/>
- [58] Ministerstvo financí ČR (2019): *Makroekonomické predikce – duben 2019* [online]. Praha, Ministerstvo financí ČR, 2019 [cit. 2019-04-17]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-duben-2019-34882>
- [59] Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019a): *Veřejný rejstřík. LINET spol. s r.o. Obchodní rejstřík*. [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=699361&typ=PLATNY>

- [60] Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019b): *Veřejný rejstřík. LINET spol. s r.o. Sběrka listin*. [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2019 [cit. 2019-03-03]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=699361>
- [61] Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019c): *Veřejný rejstřík. PROMA REHA, s.r.o. Sběrka listin*. [online]. Praha, Ministerstvo spravedlnosti ČR, 2019 [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=55975629&subjektId=103430&spis=615892>
- [62] OECD (2019): *Total hospital beds per 1 000 inhabitants*. [online]. Paříž, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2019 [cit. 2019-04-26]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/healthqt/hospital-beds.htm>
- [63] Patria.cz (2018): *Zakladatel Frolík zvažuje pustit do evropské jedničky zdravotních lůžek LINET další investory*. [online]. [cit. 2019-05-08]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/3859233/zakladatel-frolik-zvazuje-pustit-do-evropske-jednicky-zdravotnich-luzek-linet-dalsi-investory.html>
- [64] Paramount Bed Holdings Co., Ltd (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Paramount Bed Holdings Co., Ltd* [online]. Tokyo, Paramount Bed Holdings Co., Ltd, 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://www.paramountbed-hd.co.jp/english/ir/reference/annual>
- [65] Politická ekonomie (2011) *Analýza ukazatele NAIRU na sektorové úrovni*. [online]. Praha, VŠE, 2011 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/802>
- [66] PROMA REHA, s.r.o. (2019): *PROMA REHA, s.r.o. O nás*. [online]. Česká Skalice, PROMA REHA, s.r.o., 2019 [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <http://www.promareha.cz/uvod/>
- [67] Reuters (2018a): *Hospital bed maker LINET in private equity talks on stake sale*. [online]. [cit. 2019-05-08]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-m-a-linet/hospital-bed-maker-linet-in-private-equity-talks-on-stake-sale-sources-idUSKBN1JF2DE>
- [68] Reuters (2018b): *Hospital beds firm LINET may agree stake sale in first half of 2019*. [online]. [cit. 2019-05-08]. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-linet-m-a/hospital-beds-firm-linet-may-agree-stake-sale-in-first-half-of-2019-founder-idUSKBN1OD14G>
- [69] SIC CODE (2019): *SIC CODE. Linet Americas*. [online]. [cit. 2019-04-20]. Dostupné z: <https://siccode.com/business/linet-americas>



- [70] Stryker Corp. Inc. (2012–2018): *Annual reports 2012-2018 Stryker Corp. Inc.* [online]. Kalamazoo, Stryker Corp. Inc., 2019 [cit. 2019-04-24]. Dostupné z: <https://investors.stryker.com/financial-information/annual-reports/default.aspx>
- [71] UNITED NATIONS (2019): *World Population Prospects. Population. Median age of the total population (years)*. [online]. New York, United Nations, Department of Economic and Social Affairs, 2017 [cit. 2019-04-20]. Dostupné z: <https://population.un.org/wpp/DataQuery/>
- [72] Yahoo! Finance (2019): *Yahoo! Finance. Companies Database*. [online]. [cit. 2019-04-16]. Dostupné z: <https://finance.yahoo.com/recent-quotes>

# Seznam tabulek

Tabulka 1 Faktory makroprostředí – příklady .....	30
Tabulka 2 Přiřazení konkrétní diskontní míry k určitým typům výnosu.....	71
Tabulka 3 Základní informace o společnosti LINET.....	78
Tabulka 4 Dceřiné společnosti podniku LINET.....	79
Tabulka 5 Další součásti holdingu LINET Group SE .....	79
Tabulka 6 Aktiva společnosti LINET.....	83
Tabulka 7 Pasiva společnosti LINET .....	84
Tabulka 8 Výkaz zisku a ztráty společnosti LINET.....	85
Tabulka 9 Vývoj reálného HDP v ČR .....	88
Tabulka 10 Vývoj reálného HDP v ČR a jejím vnějším prostředí.....	89
Tabulka 11 Vývoj průměrné roční míry nezaměstnanosti v ČR dle VŠPS .....	90
Tabulka 12 Průměrná míra inflace v ČR.....	91
Tabulka 13 Vývoj nominálních měnových kurzů.....	92
Tabulka 14 Vývoj úrokových sazeb.....	93
Tabulka 15 Shrnutí klíčových charakteristik relevantního trhu.....	96
Tabulka 16 Odhad velikosti relevantního trhu v ks .....	97
Tabulka 17 Odhad velikosti celkových tržeb na relevantním trhu .....	98
Tabulka 18 Analýza atraktivity relevantního trhu.....	100
Tabulka 19 Příležitosti a hrozby na relevantním trhu .....	102
Tabulka 20 Srovnání podniku LINET s konkurencí .....	103
Tabulka 21 Odhad tržeb na relevantním trhu podniku LINET vs. konkurence .....	104
Tabulka 22 Vývoj tržních podílů na relevantním trhu .....	105
Tabulka 23 Analýza konkurenční síly podniku.....	106
Tabulka 24 Silné a slabé stránky podniku LINET vůči relevantní konkurenci.....	109
Tabulka 25 Vývoj a prognóza vybraných faktorů ovlivňujících relevantní trh v čase..	111
Tabulka 26 Prognóza vývoje relevantního trhu – časový trend, regresní analýza.....	112
Tabulka 27 Vývoj a prognóza vývoje tržního podílu .....	114
Tabulka 28 Vývoj a prognóza tržeb podniku .....	115
Tabulka 29 Horizontální analýza aktiv .....	116
Tabulka 30 Horizontální analýza pasiv .....	118
Tabulka 31 Vertikální analýza aktiv.....	119
Tabulka 32 Vertikální analýza pasiv.....	120
Tabulka 33 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty .....	122
Tabulka 34 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	125
Tabulka 35 Vývoj modifikací výsledku hospodaření.....	126
Tabulka 36 Bilanční pravidla .....	128
Tabulka 37 Čistý pracovní kapitál a jeho složení.....	129
Tabulka 38 Potřeba čistého pracovního kapitálu.....	130
Tabulka 39 Ukazatele rentability .....	131
Tabulka 40 Ukazatele likvidity .....	132
Tabulka 41 Ukazatele aktivity .....	133

Tabulka 42 Ukazatele zadluženosti.....	134
Tabulka 43 Působení finanční páky .....	135
Tabulka 44 Efekt finanční páky.....	136
Tabulka 45 Náklady na vlastní kapitál metodou CAPM .....	136
Tabulka 46 Vážené náklady na kapitál .....	137
Tabulka 47 Ekonomická přidaná hodnota .....	137
Tabulka 48 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná .....	140
Tabulka 49 Provozně nutný investovaný kapitál .....	141
Tabulka 50 Odhad tempa růstu tržeb společnosti LINET .....	142
Tabulka 51 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti LINET.....	142
Tabulka 52 Plán aktiv společnosti LINET .....	144
Tabulka 53 Plán pasiv společnosti LINET .....	145
Tabulka 54 Audit finančního plánu .....	147
Tabulka 55 Náklady na vlastní kapitál dle metody CAPM – odhad .....	150
Tabulka 56 Vážené náklady na kapitál – odhad.....	150
Tabulka 57 Stanovení odhadu vývoje FCFF .....	151
Tabulka 58 Výpočet hodnoty 1. fáze – DCF entity .....	151
Tabulka 59 Výpočet hodnoty 2. fáze – DCF entity .....	152
Tabulka 60 Ocenění podniku – DCF entity.....	152
Tabulka 61 Stanovení odhadu vývoje ekonomické přidané hodnoty.....	153
Tabulka 62 Výpočet hodnoty 1. fáze – EVA entity .....	153
Tabulka 63 Výpočet hodnoty 2. fáze – EVA entity .....	154
Tabulka 64 Ocenění podniku – EVA entity.....	154
Tabulka 65 Ocenění podniku pomocí tržních multiplikátorů.....	155
Tabulka 66 Ocenění podniku metodou účetní hodnoty.....	156

## Seznam grafů

Graf 1 Vývoj počtu zaměstnanců – LINET.....	80
Graf 2 Meziroční růst reálného HDP v % – ČR a její vnější prostředí .....	89
Graf 3 Rozklad meziročního růstu spotřebitelských cen v procentních bodech .....	91
Graf 4 Vývoj nominálních měnových kurzů .....	92
Graf 5 Vývoj úrokových sazeb.....	94
Graf 6 Medián populace v rozvinutých zemích 1950-2050 .....	96
Graf 7 Počet nemocničních lůžek na 1 000 obyvatel .....	97
Graf 8 Odhad vývoje cen na relevantním trhu v tis. Kč .....	99
Graf 9 Porovnání rentability relevantního trhu s rentabilitou za trh jako celek.....	100
Graf 10 Citlivost relevantního trhu na konjunkturu ekonomiky .....	101
Graf 11 Vývoj tržního podílu LINET v letech 2012–2017 .....	105
Graf 12 Tempo růstu relevantního trhu – minulost a prognóza .....	113
Graf 13 Vývoj výnosů a nákladů .....	123
Graf 14 Vývoj výsledků hospodaření.....	127

Graf 15 Porovnání NWC a potřeby NWC .....	130
Graf 16 Doby obratu pohledávek a krátkodobých závazků z obchodních vztahů.....	134
Graf 17 Výsledné hodnoty podniku LINET k rozhodnému dni – porovnání metod.....	157

## Seznam obrázků

Obrázek 1 Postup při oceňování podniku.....	24
Obrázek 2 Postup strategické analýzy .....	28
Obrázek 3 Porterův model pěti konkurenčních sil .....	32
Obrázek 4 Doporučené uspořádání syntézy výsledků pomocí SWOT analýzy.....	36
Obrázek 5 Odvození prognózy tržeb .....	38
Obrázek 6 Rozklad ukazatele EVA.....	55
Obrázek 7 Přehled metod pro oceňování podniku .....	60
Obrázek 8 Úprava výpočtu hodnoty podniku brutto na hodnotu podniku netto .....	66
Obrázek 9 Logo společnosti LINET .....	78
Obrázek 10 Organizační struktura vrcholového vedení firmy.....	80
Obrázek 11 Zdravotnické lůžko – Multicare LE.....	81
Obrázek 12 Pečovatelské lůžko – Eleganza 1 .....	82
Obrázek 13 Perspektivnost podniku LINET – bostonská matice .....	110

## Seznam příloh

Příloha 1 Úplný výpis z obchodního rejstříku – LINET.....	173
Příloha 2 Pearsonův koeficient korelace.....	174
Příloha 3 Výstupy regresní analýzy a analýzy časového trendu z MS Excel.....	175

# Přílohy

Příloha 1 Úplný výpis z obchodního rejstříku – LINET

Výpis z obchodního rejstříku L I N E T spol. s r.o., C 163 vedená u Městského soudu v Praze	
Datum zápisu:	3. září 1990
Spisová značka:	C 163 vedená u Městského soudu v Praze
Obchodní firma:	L I N E T spol. s r.o.
Sídlo:	Želevčice 5, 274 01 Slaný
Identifikační číslo:	00507814
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:	
výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona	
péče o dítě do tří let věku v denním režimu	
poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru	
Statutární orgán:	
Jednatel:	
Ing. ZBYNĚK FROLÍK, dat. nar. 26. prosince 1953 U Hvězdárny 143, 274 01 Slaný Den vzniku funkce: 3. září 1990	
Jednatel:	
Ing. TOMÁŠ KOLÁŘ, dat. nar. 23. června 1971 U Hvězdárny 144, 274 01 Slaný Den vzniku funkce: 3. listopadu 2011	
Jednatel:	
Ing. JAROSLAV CHVOJKA, dat. nar. 16. září 1975 Tuchotická 616, Újezd nad Lesy, 190 16 Praha 9 Den vzniku funkce: 11. října 2016	
Způsob jednání:	Společnost má tři jednatele. Pokud je ustanoven pouze jeden jednatel, pak zastupuje společnost a za ní podepisuje samostatně. Je-li ustanoveno více jednatelů, pak je společnost navenek zastupována dvěma jednately.
Prokura:	
Ing. PAVEL CHÝŇAVA, dat. nar. 7. března 1971 Jahodová 1863, 289 22 Lysá nad Labem	

Prokurista je oprávněn ke všem právním úkonům, k nimž dochází při provozu podniku. Prokurista není oprávněn zcizovat a zatěžovat nemovitosti společnosti. Prokurista je oprávněn zastupovat společnost a podepisovat za ni samostatně tak, že k firmě připojí dodatek označující prokuru a svůj podpis. Bude-li prokura udělena více osobám, budou prokuristé zastupovat společnost a podepisovat se za ni vždy dva prokuristé společně a to tak, že k firmě připojí dodatek označující prokuru a svoje podpisy.	
Společníci:	
Společník:	
LINET Group SE	
Dordrecht, Amstelwijckweg 2 C, Nizozemské království	
Registrační číslo: 53149629	
Podíl:	
Vklad:	50 000 000,- Kč
Splaceno:	100 %
Obchodní podíl:	100 %
Základní kapitál:	50 000 000,- Kč
Ostatní skutečnosti:	
Obchodní korporace se podřídila zákonu jako celku postupem podle § 777 odst. 5 zákona č.90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech	
Počet členů statutárního orgánu: 3	

Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti ČR (2019a), vlastní úprava

#### Příloha 2 Pearsonův koeficient korelace

Korelace - Pearsonův koef.	Tržby - relevantní trh	HDP b.c. - Svět	HDP b.c. - Vyspělé ekonomiky	HDP b.c. - EU	HDP b.c. - USA
Tržby - relevantní trh	1				
HDP b.c. - Svět	0,47609614	1			
HDP b.c. - Vyspělé ekonomiky	0,30135077	0,951098	1		
HDP b.c. - EU	-0,3236336	0,57076849	0,61594861	1	
HDP b.c. - USA	0,97056166	0,48311395	0,33747628	-0,402701	1

Zdroj: Vlastní výpočet

Příloha 3 Výstupy regresní analýzy a analýzy časového trendu z MS Excel

VÝSLEDEK - lineární REGRESE mezi relevantním trhem a HDP USA v b.c.

Regresní statistika		
Násobné R	0,970561664	koefficient korelace
Hodnota spolehlivosti R	0,941989944	index determinace
Nastavená hodnota spolehlivosti	0,927487431	
Chyba stř. hodnoty	2,524666142	
Pozorování	6	

TRŽBY RELEVANTNÍ TRH = -47,919070038166 + 0,000326884695491303 \* HDP b.c. USA

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	414,0100543	414,0100543	64,9535626	0,001287168
Rezidua	4	25,49575651	6,373939127		
Celkem	5	439,5058108			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-47,91907004	16,44360336	-2,914146552	0,04349729	-93,5738321	-2,264308	-93,5738321	-2,264308
HDP b.c. - USA	0,000326885	4,05595E-05	8,05937731	0,00128717	0,000214273	0,0004395	0,000214273	0,0004395

VÝSLEDEK - logaritmická REGRESE mezi relevantním trhem a HDP USA v b.c.

Regresní statistika		TRŽBY RELEVANTNÍ TRH = -1627,92130245955 + 132,644112976511 * ln(HDP b.c. USA)
Násobné R	0,975988522	koefficient korelace
Hodnota spolehlivosti R	0,952553594	index determinace
Nastavená hodnota spolehlivosti	0,940691993	
Chyba stř. hodnoty	2,28325267	
Pozorování	6	

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	418,6528398	418,6528398	80,3056484	0,000857905
Rezidua	4	20,85297102	5,213242754		
Celkem	5	439,5058108			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-1627,921302	191,0748683	-8,51980858	0,00104127	-2158,430185	-1097,4124	-2158,43019	-1097,4124
ln (HDP b.c. - USA)	132,644113	14,80181368	8,961341887	0,0008579	91,54768982	173,740536	91,54768982	173,740536

VÝSLEDEK - lineární REGRESE mezi relevantním trhem a časem - analýza časového trendu

Regresní statistika		TRŽBY RELEVANTNÍ TRH = -9667,46715833584 + 4,84081047493229 * rok
Násobné R	0,965950326	koefficient korelace
Hodnota spolehlivosti R	0,933060032	index determinace
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,91632504	
Chyba stř. hodnoty	2,712033592	
Pozorování	6	

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	410,0853059	410,09	55,75503322	0,001719332
Rezidua	4	29,42050482	7,3551		
Celkem	5	439,5058108			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-9667,467158	1306,000875	-7,402	0,001776642	-13293,5069	-6041,427421	-13293,5069	-6041,427421
Rok	4,840810475	0,648300028	7,4669	0,001719332	3,040841036	6,640779914	3,040841036	6,640779914

VÝSLEDEK - logaritmická REGRESE mezi relevantním trhem a časem - analýza časového trendu

Regresní statistika		TRŽBY RELEVANTNÍ TRH = -9667,46715833584 + 4,84081047493229 * ln(rok)
Násobné R	0,966027889	koefficient korelace
Hodnota spolehlivosti R	0,933209882	index determinace
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,916512353	
Chyba stř. hodnoty	2,708996351	
Pozorování	6	

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	1	410,1511659	410,15	55,88909927	0,001711553
Rezidua	4	29,35464491	7,3387		
Celkem	5	439,5058108			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-74114,59551	9925,083169	-7,467	0,00171892	-101671,0441	-46558,14693	-101671,0441	-46558,14693
ln (Čas)	9752,591057	1304,537172	7,4759	0,001711553	6130,61521	13374,5669	6130,61521	13374,5669

Zdroj: vlastní výpočet

