DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty firmy PETROF, spol. s r.o.

Determination of the Value of the Firm PETROF, spol. s r.o.

STUDIJNÍ PROGRAM

Projektové řízení inovací

VEDOUCÍ PRÁCE

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.

SALMAJ

VASYL

2020

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Salmaj Jméno: Vasyl Osobní číslo: 460837

Fakulta/ústav: Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)

Zadávající katedra/ústav: Oddělení ekonomických studií

Studijní program: Projektové řízení inovací

Studijní obor: -

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty firmy PETROF, spol. s r.o.

Název diplomové práce anglicky:

Determination of The Value of The Firm PETROF, spol. s r.o.

Pokyny pro vypracování:

Cíl: Stanovení celkové hodnoty sledované firmy a návrh optimálního finančního plánu

Přínos: Determinace hodnoty firmy pro společníka zadané firmy za účelem budoucího odprodeje podílu

Osnova:
1. Úvod (obsah, seznámení s tématem)
2. Teoretická část (teoretický základ klíčových nástrojů a metod řešení)
3. Praktická část (strategická analýza, finanční analýza, analýza generátorů hodnoty, finanční plán, ocenění firmy)
4. Závěr (interpretace výsledků)

Seznam doporučené literatury:

ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. Praha: Grada Publishing, 2018. Prosperita firmy.
KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi.
KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté vydání. Praha: Ekopress, 2018.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

Ing. Dagmar Čámská, Ph.D.; ČVUT v Praze, MÚVS, Oddělení ekonomických studií

Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: 27. listopadu 2019 Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2020

Platnost zadání diplomové práce: 30. září 2021

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

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

31. března 2020

Datum převzetí zadání

Podpis studenta(ky)

Salmaj, Vasyl. Stanovení hodnoty firmy PETROF, spol. s. r.o. Praha: ČVUT 2020. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.

MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v přiloženém 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: 10. 05. 2020 Podpis:

Poděkování

Na tomto místě chci poděkovat paní Ing. Dagmar Čámské, Ph.D., za její ochotu tuto práci vést, za nevyčíslitelnou míru pozornosti při opravování a připomínkování a za neustálou podporu v průběhu tvorby této diplomové práce. Díky její široké expertíze v oboru a bohatým zkušenostem mohla daná práce nabýt své finální podoby.

Abstrakt

Obsahem práce je vymezení teoretické metodologie sloužící ke komplexnímu ocenění podniku, z níž vycházejí praktické části strategické a finanční analýzy, analýzy generátorů hodnot, tvorba finančního plánu a následné finální ocenění podniku. Cílem práce bylo stanovení hodnoty podniku PETROF, spol. s r.o., pro potřeby jednoho z jeho vlastníků za účelem odprodeje podílu ve firmě. Tohoto cíle bylo dosaženo za pomoci každé ze tří metod ocenění firmy, tedy metoda výnosová, tržní a majetková.

Klíčová slova

Hodnota firmy, strategická analýza, SWOT analýza, finanční analýza, poměrové ukazatele, vertikální analýza, finanční plán, generátory hodnoty, výnosová metoda, tržní metoda, majetková metoda.

Abstract

The contents of this master thesis is definition of theoretical concepts used in the determination of the firm value. This theoretical framework is then used in the practical part, which is divided into strategical analysis, financial analysis, analysis of value generators, construction of a financial plan and finally the valuation itself. The goal of the thesis was to determine the value of PETROF, spol. s r.o. company for further purposes of one of its co-owners. This goal has been met by using all of the three valuation models, which are earnings approach, asset based approach ,and market value approach.

Key words

Firm value, strategical analysis, SWOT analysis, financial analysis, ratio indices, vertical analysis, financial plan, value generators, earnings approach, market value approach, asset based approach.

Obsah

Úvod **5**

1 Hodnota podniku **8**

1.1 Typy hodnot 9

1.1.1 Tržní hodnota 10

1.1.2 Objektivizovaná hodnota 10

1.1.3 Hodnota optikou Kolínské školy 11

1.2 Metody stanovení hodnoty 11

1.2.1 Majetkové metody 12

1.2.2 Tržní metody 13

1.2.3 Výnosové metody 13

1.3 Postup ocenění podniku 14

1.3.1 Strategická analýza 14

1.3.2 Finanční analýza 17

1.3.3 Finanční plán 24

1.3.4 Analýza generátorů hodnoty 25

1.3.5 Ocenění podniku 31

1.4 Metodický postup ocenění podniku 36

2 Stanovení hodnoty PETROF **39**

2.1 Strategická analýza 39

2.1.1 Vnější prostředí 39

2.1.2 Vnitřní prostředí 42

2.1.3 SWOT analýza 46

2.2 Finanční analýza 48

2.2.1 Horizontální analýza 49

2.2.2 Vertikální analýza 52

2.2.3 Poměrová analýza rentability 54

2.2.4 Poměrová analýza likvidity 55

2.2.5 Poměrová analýza zadluženosti 56

2.2.6 Poměrová analýza aktivity 57

2.2.7 Vyhodnocení finanční analýzy 57

2.3 Analýza generátorů hodnoty 58
2.3.1 Tržby organizace 59
2.3.2 Marže provozního zisku 60
2.3.3 Investice do čistého pracovního kapitálu 61
2.3.4 Investice do dlouhodobého majetku 63
2.3.5 Kapitál a způsob financování 64
2.3.6 Diskontní sazba 66
2.3.7 Doba existence podniku 70
2.3.8 Vyhodnocení analýzy generátorů hodnoty 70
2.4 Finanční plán 71
2.5 Ocenění organizace 76
2.5.1 FCFF 76
2.5.2 FCFE ..... **Error! Bookmark not defined.**
2.5.3 EVA 78
2.5.4 EV/EBITDA ..... **Error! Bookmark not defined.**
2.5.5 Účetní hodnota 79
2.5.6 Syntéza výsledků 80
Závěr 82
Seznam použité literatury 83
Seznam obrázků 88
Seznam tabulek 89
Seznam příloh 90

Úvod

Tato práce se zabývá problematikou stanovení hodnoty podniku PETROF, spol. s r.o. Definování hodnoty organizace je stále aktuálnějším tématem, které přitahuje pozornost nejen odborné veřejnosti, ale také vlastníků podniků, manažerů, věřitelů, investorů či dalších zainteresovaných skupin, které mají zájem na zjištění hodnoty organizace. Tato hodnota je přitom subjektivním pojmem, a proto existují různé metody, jak ke stanovení hodnoty přistoupit.

Přitom je hodnota velmi podstatnou informací, protože poskytuje pohled na výkonnost organizace a hodnotí i její budoucnost v souvislostech s růstovým potenciálem. Z tohoto důvodu by každá organizace měla věnovat pozornost řešení této problematiky.
Tato práce se orientuje na představení základních způsobů, kterými lze určit hodnotu organizace.

Primárním cílem práce je stanovení celkové hodnoty sledované firmy a návrh optimálního finančního plánu. Jak bylo uvedeno, tak touto firmou je společnost s ručením omezeným PETROF, která patří mezi globální tržní lídry v oblasti výroby pianin a klavírů.
Dílčím cílem práce je sestavit teoretický základ klíčových nástrojů a metod řešení, následně provést praktické zkoumání v podobě strategické a finanční analýzy vybraného podniku.

Struktura práce je rozdělena do dvou klíčových kapitol, a to teoretické a praktické části. Teoretická část se věnuje pojmům stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza a plánování, dále se věnuje metodickému postupu zpracování ocenění. Praktická část práce využívá reálných informací z podniku PETROF za účelem sestavení strategické analýzy, finanční analýzy a analýzy generátorů hodnoty. Následně dochází k návrhu optimálního finančního plánu podniku a z něj plynoucí ohodnocení firmy.

Stanovení hodnoty organizace je realizováno pro společníka, který uvažuje o odprodeji svého podílu v organizaci. Ambicí práce je stanovit hodnotu podniku ke dni 1. března 2020 na základě předpokládaného vývoje finančních ukazatelů v období let 2019 až 2023 (ke dni zpracování práce nebyl znám hospodářský výsledek z roku 2019, takže je nezbytné odhadovat i tento rok včetně vývoje vnějšího prostředí).

Přínosem zpracování práce je určení hodnoty podniku v rámci komplexní analýzy, která zvažuje nejen aktuální stav v oblasti finanční, ale hodnotí také další faktory, které ovlivňují či budou ovlivňovat tržní postavení vybrané organizace. Výstupy z praktické části práce budou předložené zmíněnému vlastníkovi, ale také jsou užitečné pro stávající management organizace, další vlastníky nebo jiné zájmové skupiny.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Hodnota podniku

Kovář a kol. (2016, s. 137) uvádí, že se v současném tržním prostředí stále více projevuje fenomén podnikových fúzí a akvizic, který je navíc velmi podstatným prvkem ekonomiky. To zároveň vede k poptávce po ocenění podniku, po získání přehledu o hodnotě podniku. Tyto hodnoty se běžně pohybují v řádech až desítek milionů korun, v nestandardních případech i v řádech stovek milionů korun.

Z výše zmíněného nutně vyplývá, že celý proces oceňování je netriviální záležitostí. Toto potvrzuje Čižinská a Marinič (2010, s. 11), kteří tvrdí, že pojem hodnota podniku je sám o sobě velmi komplexním a v podstatě nelze jednoduše odpovědět na otázku: co je hodnota podniku? Hodnota podniku je vždy do určité míry subjektivní a souvisí s tím, kdo danou hodnotu posuzuje. Vlastník, který hodlá podnik prodat, bude na jeho hodnotu pohlížet odlišně, než vlastník, který hodlá v podnikatelské činnosti dále pokračovat apod. Režňáková (2010, s. 16) popisuje, že *„cílem podnikání je hodnota podniku, která je závislá na jeho schopnosti generovat budoucí výnosy. To znamená, že závisí na oboru podnikání a schopnostech managementu inovovat produkty podniku, vyhledávat nové investiční příležitosti, efektivně využívat disponibilní zdroje, tj. řídit procesy a činnosti v podniku.*"

Jak doplňuje Krabec (2009, s. 182-183), tak hodnota je ekonomickým konceptem, který se vztahuje k ceně, která by byla nejspíše akceptována kupujícími a prodávajícími statku nebo služby dostupné ke koupi. Tato myšlenka je na místě z toho důvodu, že pokud vlastník, na emoční bázi, přecení hodnotu svého podnikání, pak potenciální kupující, který k podniku nechová žádný emoční vztah, nemusí s takovou cenou souhlasit.

Odlišný pohled na pojem hodnota podniku lze pozorovat z perspektivy potenciálního investora, který, v případě vstupu do organizace, nese určité riziko spojené s investováním; bude tedy přirozeně hledat podniky s co nejvyšší očekávanou hodnotu. Tento pohled blíže definuje Čižinská a Marinič (2010, s. 11), a to následujícím způsobem: *„Moderní teorie chápou podnik jako hodnotový řetězec (value chain), v jehož rámci opětovná proměna peněz ve formě vstupního kapitálu je spojená s jeho zhodnocením v procesu tvorby výsledné hodnoty podniku. Výsledná hodnota je oproti hodnotě vstupující do procesu transformace zvýšená o dodatečnou hodnotu (přidanou hodnotu), která*

představuje odměnu investora za riziko a náklady spojené s investováním."

1.1 Typy hodnot

V praxi se podniky liší právní formou, majetkovou strukturou, ale také aktuální fází životního cyklu. Například ve fázi růstu bude mít zásadně jinou hodnotu, než firma, které bezprostředně hrozí ukončení činnosti. Tyto skutečnosti musí nutně reflektovat i jednotlivé typy hodnot podniku. Níže je výčet základního rozlišení kategorií hodnot podniku dle Čižinské (2018, s. 21):

- tržní hodnota - jde o odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery,
- reálná hodnota - jde o odhadovanou cenu za převod aktiva mezi identifikovanými, znalými a ochotnými stranami, který reflektuje zájmy těchto stran,
- investiční hodnota - tato hodnota plyne z držení aktiva (podniku) konkrétním subjektem s konkrétními cíli, kdy nemusí být nutně spojena s jeho prodejem, takže může být vyšší či nižší než tržní hodnota,
- likvidační hodnota - jde o částku, která by měla být dosažena při prodeji aktiva či skupiny aktiv na samostatném základě. Popisuje například situaci, kdy nelze stanovit hodnotu organizace jako celku, ale hodnotu, kterou by bylo možné realizovat postupným rozprodejem jednotlivých aktiv.

Podstatě stanovení hodnoty, kterou se bude tato práce zabývat v praktické části, odpovídá z výše uvedených definic právě hodnota investiční.

Jiný způsob kategorizace, který popisuje další možné důvody ocenění, nabízí Kovář a kol. (2016, s. 140):

- tržní hodnota - důvodem ocenění je v tomto případě uvedení podniku na burzu, odhad hodnoty podniku v rámci prodeje, když ještě není znám konkrétní kupující,
- subjektivní hodnota – důvodem ocenění je získání poznatku, jestli je koupě či prodej podniku výhodný pro daný subjekt, dále se rozhoduje mezi sanací a likvidací organizace,

- objektivizovaná hodnota – důvodem ocenění je například žádost o poskytnutí úvěru, zjištění současné reálné bonity organizace.

Toto rozdělení na rozdíl od minulého nerozlišuje možnost odstoupení vlastníka z podniku, na druhou stranu poskytuje pohled pro bankovní instituce, které se rozhodují o bonitě konkrétního právnického subjektu.

1.1.1 Tržní hodnota

Podstatu tržní hodnoty definuje Mařík (2018, s. 26) jako odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Z definice tedy vyplývá, že tržní hodnota nemusí nutně reflektovat přidanou hodnotu, kterou by podnik měl například ve vztahu k jinému trhu. Další faktor, se kterým tento koncept pracuje, je zainteresovanost obou stran; kupujícího i prodávajícího. To v praxi často znamená, že prodávající bude inklinovat ke zkreslení hodnoty směrem nahoru, naopak kupující směrem dolů.

1.1.2 Objektivizovaná hodnota

Zásadně odlišný pohled na ocenění podniku poskytuje koncept objektivizované hodnoty. Ten předpokládá, že osoba zodpovědná za ocenění zaujme neutrální pozici jak vůči firmě, tak i vůči kupujícímu. Konkrétně píšou Janíček a Marek (2013, s. 377) o objektivizované hodnotě podniku, což je typizovaná hodnota budoucích výsledků, která se získá, když bude organizace pokračovat v činnosti při nezměněné strategii, a také v případě, že bude přihlédnuto ke všem realistickým budoucím očekáváním v rámci jeho šancí a rizik na trhu, či finančních možností, nebo dalších faktorů vnějšího vlivu. Jinými slovy se nejedná o objektivní hodnotu ve standardním smyslu slova. Stanovení hodnoty pracuje s prognózami budoucího vývoje, které přirozeně nemohou nabýt charakter jistoty, a z tohoto důvodu ani hodnota podniku nemůže být nikdy objektivní, pouze objektivizovaná.

Objektivizace hodnoty v praxi probíhá dle Janíčka a Marka (2003, s. 377) tak, že se využívá ve třech stupních. V rámci prvního stupně

se reflektují všeobecně uznávané skutečnosti relevantní k datu ocenění. Ve druhém stupni je přihlíženo k obecně známým faktorům, které ovlivní ocenění v dalším horizontu v budoucnosti, ale jejichž působení není zcela jednoznačné. Ve třetím stupni se reflektují zejména subjektivní hlediska. Tato myšlenka dále rozvíjí koncept, který byl definován v odstavci výše, o to, že existují data, která lze odhadnout s vyšší a nižší mírou jistoty. Lze tedy shrnout, že míra objektivizace bude záležet na individuální schopnosti experta stanovit významnost jednotlivých faktorů, které ovlivňují budoucí vývoj podniku.

1.1.3 Hodnota optikou Kolínské školy

Koncept Kolínské školy, který vznikl v Německu, předpokládá, že odhadce zastává více rolí, podle kterých následně určí hodnotu podniku. Teorii blíže rozvíjí Mařík (2018, s. 38-39), který uvádí, že Kolínská škola vychází z myšlenky, že ocenění podniku je vhodné modifikovat v závislosti na obecných funkcích oceňování, mezi které se řadí funkce poradenská (poskytuje informace o maximální a minimální ceně podniku, tj. hraniční hodnotě kupujícího a prodávajícího), funkce rozhodčí (jde o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodovatele), funkce argumentační (hledá argumenty pro zlepšení pozice dané strany), funkce komunikační (poskytuje podklady pro komunikaci se zájmovými skupinami) a funkce daňová (poskytuje podklady pro daňové účely).

Tato teorie společně s objektivizovanou hodnotou stojí proti tržnímu pojetí hodnoty z podkapitoly 1.1.1, která stanovuje hodnotu ve srovnání s tímto konceptem velice izolovaně. Kolínská škola tak poskytuje širší kontext a hledá nejlepší možné řešení pro obě zainteresované strany.

1.2 Metody stanovení hodnoty

Čižinská (2018, s. 22) definuje, že stanovit hodnotu podniku lze prostřednictvím tří základních přístupů, tj. majetkový přístup, tržní přístup a výnosová metoda. Volba konkrétního přístupu a metody je závislá na kategorii zvolené hodnoty. Zároveň platí, že se výsledná hodnota velmi často opírá o více oceňovacích metod.

1.2.1 Majetkové metody

Čižinská (2018, s. 22) chápe majetkové metody jako přístupy orientující se na identifikaci majetkové podstaty organizace (substance). Majetková hodnota organizace je chápána jako souhrn individuálně oceněných položek majetku organizace, od kterého se odečítá suma individuálně oceněných závazků. Z definice tedy vyplývá, že tato metoda zohledňuje pouze účetní situaci podniku, tedy jinými slovy nepředpokládá, že by podnik v budoucnu tvořil přidanou hodnotu. Naopak předpokladu o tom, že firma bude v budoucnu generovat hodnotu, se říká going concern. Často se tedy jedná o podniky v konkurzu na konci jejich životního cyklu.

Standardně se v rámci této metody stanovuje likvidační hodnota. V tomto případě se jedná o podnik, kterému hrozí bezprostřední zánik, nebo se plánuje jeho ozdravení; je tedy nutné co nejpřesněji odhadnout hodnotu veškerého majetku v podniku. Petřík (2009, s. 302) popisuje likvidační hodnotu organizace jako samostatné a specifické majetkové ocenění, kdy nedochází k ocenění společnosti jako takové (jako jednoho funkčního celku), ale oceňují se jednotlivé majetkové složky organizace, které se mají v rámci likvidace organizace co nejvýhodněji prodat na dostupném trhu. Jde zejména o případy, kdy už nelze očekávat, že bude organizace efektivně pokračovat ve své činnosti, její životnost je omezená, nebo dlouhodobě generuje ztrátu. Jako variantu pro výpočet likvidační hodnoty jednotlivých aktiv Čižinská (2018, s. 22) považuje definici hodnoty, za kterou lze tato aktiva při jejich postupném rozprodeji zpeněžit. Po odečtu závazků organizace a nákladů na rozprodej aktiv se získá hodnota netto – equity.

Janíček a Marek (2013, s. 384) mezi další majetkové metody stanovení hodnoty zařazují:

- účetní hodnotu – předpokládá, že hodnotu pro vlastníka představuje suma vlastních zdrojů, a hodnotu pro věřitele představuje suma cizích zdrojů,
- substanční hodnotu na principu reprodukčních cen – předpokládá, že se podnik se stejnou majetkovou strukturou bude budovat znovu k datu ohodnocení,
- substanční hodnotu na principu úspory nákladů – předpokládá, že celková hodnota podniku je nižší, tedy pro kupujícího výhodnější, než alternativa nákupu jednotlivých položek samostatně.

Z jednotlivých definic vyplývá, že nejsnadnější, ale zároveň nejvíce zkreslující hodnota je právě účetní, která nereflektuje aktuální hodnotu aktiv, protože jsou evidované v pořizovacích cenách, což jsou historická data. Na druhou stranu slouží jako relevantní komplementární výpočet, který lze porovnat s výsledky dalších metod ohodnocení, o kterých tato práce pojednává dále.

1.2.2 Tržní metody

V rámci tržního přístupu se dle Čižinské (2018, s. 22) odvozuje hodnota organizace buď přímo dle dat kapitálového trhu (tržní kapitalizace, pokud jsou akcie podniku kótovány na akciovém trhu), nebo metodou tržní komparace, kdy se hodnota odvozuje od tržních cen obdobných (srovnatelných) aktiv. Příkladem je využití odvětvového násobitele P/S, kdy se zjistí, že akcie podobného podniku se obchodují za pětinásobek tržeb. Indikativní hodnota oceňovaného podniku by byla rovna pětinásobku tržeb. Další alternativní násobitele mohou být EBITDA nebo EBIT.

Vzhledem k tržní podstatě této metody se v tuzemsku, a obecně na území Evropy, nevyužívá v takové míře jako na území USA, kde je historicky mnohem vyšší zastoupení akciových společností. Stejně jak v určitých situacích majetkovou, i tuto metodu lze použít jako doplňkový výpočet, který poskytne širší pohled při oceňování podniku.

1.2.3 Výnosové metody

Čižinská (2018, s. 22) popisuje, že výnosové metody chápou organizaci jako funkční celek, jehož hodnota je ovlivněna schopností přinášet v budoucnosti finanční užitky věřitelům a vlastníkům (zejména v rámci hodnoty brutto, entity). Pokud podnik splňuje princip going concern, tak se předpokládá, že tyto užitky bude organizace generovat po nekonečně dlouhou dobu. Často se využívají metody diskontovaného volného cash flow (DCF), či ekonomické přidané hodnoty (EVA). Petřík (2009, s. 303) hovoří o tom, že aplikace výnosových metod ocenění podniku předpokládá *„podrobnou strategickou analýzu, finanční analýzu i strukturálně zpracovaný věrohodný agregovaný syntetizující finanční plán respektující klíčové generátory hodnoty. Pracují s vhodně strukturovanými časovými řadami, jejichž dostupnost a věrohodná prognózovatelnost do budoucna je dále zásadně podmiňuje.“*

Ve srovnání s majetkovými metodami, které vycházely primárně z účetních podkladů podniku nebo ze současných cen trhu, je výnosová metoda viditelně komplexnější a časově náročnější. Uvažuje i kvalitativní faktory, které mohou zásadně ovlivnit budoucí výnosový potenciál podniku. Mezi tyto faktory se mohou například řadit budoucí kontrakty, makroekonomická situace území, na kterém podnik působí, nebo i činnost konkurence. Z těchto a dalších důvodu je právě tato metoda v praxi nejvyužívanější.

1.3 Postup ocenění podniku

Doporučený postup při oceňování podniku má dle Maříka (2018, s. 43-44) následující podobu:

- Realizace strategické a finanční analýzy, aby mohl být posouzen celkový stav podniku, jeho tržní postavení, konkurenční síla a potenciál pro dlouhodobé přežití, či tvorbu hodnoty v budoucnosti.
- Volba vhodných metod ocenění, na kterou navážou další konkrétní kroky, které souvisí s realizací vybrané metody.

Podobný postup nabízí také Kovář a kol. (2016, s. 140-141):

- souhrnné hodnocení (tj. odhad potenciálu trhu a potenciálu podniku),
- realizace finanční analýzy současného stavu podniku,
- využití konkrétní metody ocenění podniku – například ocenění podniku dle principu going concern – ocenění za předpokladu, že organizace bude i nadále samostatně pokračovat ve svojí činnosti.

Na rozdíl od Maříka přesně nedefinuje krok strategické analýzy, avšak definice kroku souhrnného hodnocení napovídá, že obsahově bude zahrnovat stejné parametry hodnocení. Následující kapitoly této práce popisují blíže jednotlivé analýzy a s nimi související kroky.

1.3.1 Strategická analýza

Hanzelková a kol. (2013, s. 34-35) popisuje, že strategická analýza slouží pro systematické zmapování a vyhodnocení všech významných faktorů, které mají na organizaci významný vliv a ke kterým je nutné

přihlédnout při formulaci strategie organizace. Konkrétně je strategická analýza realizována prostřednictvím soustavy dílčích analýz. Na toto navazuje Fotr a kol. (2012, s. 39) a dále definuje, že strategická analýza zkoumá podnikatelské prostředí organizace, které rozděluje na externí a interní prostředí. Externí prostředí se sestává z makroprostředí (existujícího nezávisle na vůli organizace) a mezoprostředí (které může organizace částečně ovlivňovat). Interní prostředí je pak prostředím, které podnik může přímo ovlivnit svojí činností.

Strategickou analýzu tedy lze shrnout jako nedílnou a kritickou součást každého procesu oceňování, jejíž jednotlivé faktory souvisí s finanční základnou podniku a přímo ji ovlivňují. Cílem této analýzy je na základě syntézy dat z externího a interního prostředí co nejpřesněji zhodnotit rostoucí potenciál daného podniku v dlouhodobém hledisku.

Mezi dílčí analýzy pro účely strategické analýzy Hanzelková a kol. (2013, s. 34-35) řadí:

- analýzu nadřazené strategie,
- specifickou business strategii ve formě společenského okolí podniku typu SLEPT analýzy, analýzu odvětví v podobě Porterova modelu (5P), případně další externí analýzy,
- analýzu očekávání nejvýznamnějších stakeholderů,
- analýzu interního prostředí organizace z hlediska business strategie,
- sumární SWOT analýzu.

Analýza nadřazené strategie

Jak popisují Hanzelková a kol. (2013, s. 38), tak cílem analýzy nadřazené strategie je zjistit, jaké mantinely a směry vymezuje nadřazená korporátní strategie pro podnikovou strategii (tj. například strategie mateřské organizace pro dceřinou organizaci). Zohledňuje se zejména, jak podniková strategie tento směr respektuje.

SLEPT analýza

Modifikace obecně známé PEST analýzy, SLEPT slouží jako nástroj ke zhodnocení aktuálních změn v okolí jak pro podnik, tak i pro jiné zájmové skupiny. Oblasti vstupující do analýzy definuje Hanzelková a kol. (2013, s. 43-44) následujícím způsobem:

- sociální faktory – jako příklad lze uvést velikost populace, pracovní preference, rozdělení příjmů, míru nezaměstnanosti, životní úroveň, diversitu pracovní síly,
- legislativní faktory – jako příklad lze uvést daňové zákony, právní úpravu pracovních podmínek,
- ekonomické faktory – jako příklad lze uvést míru inflace, úrokovou míru, měnovou stabilitu, výši daňových sazeb,
- politické faktory – jako příklad lze uvést formu a stabilitu vlády, postoj vlády vůči privátnímu sektoru, regionální stabilitu,
- technologické faktory – jako příklad lze uvést nové vynálezy a objevy, podporu vlády v oblasti výzkumu, obecnou technologickou úroveň.

Stabilní a zdravý budoucí vývoj podniku bude přirozeně předpokládat kladnou interpretaci všech relevantních faktorů, které vstupují do analýzy.

Porterův model pěti sil

Fotr a kol. (2012, s. 40) definují jako další dílčí část strategické analýzy využití odvětvové analýzy, která zkoumá základní faktory a charakteristiky působící v daném odvětví, k čemuž je nejvhodnější využití Porterova modelu pěti sil, resp. Porterovy analýzy. Konkrétně tento nástroj slouží pro zmapování konkurenčního prostředí firmy a také odběratelsko-dodavatelských vztahů. Interpretace výsledků odhaluje buď případné hrozby, nebo může v opačné situaci indikovat podnikatelské příležitosti, které by jinak zůstaly skryté.

Faktory, nebo síly, které do modelu vstupují, přehledně definuje Hanzelková a kol. (2013, s. 68-70):

- vyjednávací síla zákazníků,
- vyjednávací síla dodavatelů,
- hrozba vstupu nových konkurentů,
- hrozba vstupu substitutů,
- rivalita organizací působících na daném trhu.

SWOT analýza

Po realizaci strategických analýz doporučují Fotr a kol. (2012, s. 43) přikročit k realizaci interní analýzy, která má objektivně zhodnotit aktuální postavení organizace na trhu, potenciál pro realizaci uvažovaného strategického záměru. Zároveň platí, že má každá organizace specifické funkční oblasti, a tedy i interní analýza, by měla být přizpůsobena podmínkám podniku.

Konkrétně doporučuje Hanzelková a kol. (2013, s. 126-127) realizaci sumární SWOT analýzy, která se soustředí na sumarizaci závěrů strategické analýzy v podobě definování silných a slabých stránek organizace, příležitostí a hrozeb. Klíčové faktory jsou potom verbálně charakterizovány, ohodnoceny dle jejich významu a celkově slouží pro strategické rozhodování. Silné a slabé stránky pracují s interním prostředím, naopak příležitosti a hrozby zahrnují faktory z externího prostředí. Dochází tak tedy k propojení obou rovin a SWOT analýza tak poskytne komplexní a zároveň přehledný pohled na budoucí vývoj podniku z hlediska strategie.

1.3.2 Finanční analýza

Jáčová a Ortová (2011, s. 90) chápou klíčový úkol finanční analýzy jako komplexní posouzení aktuální finanční a ekonomické situace organizace prostřednictvím specifických postupů a metod. Jejím prostřednictvím lze identifikovat jak silné stránky organizace v rámci finanční situace, tak odhalit slabé stránky v této oblasti. Výsledky a poznatky jsou určené zejména pro tvorbu koncepce rozvoje, volbu strategie a její realizaci pro plánování samotné finanční situace, tj. pro plánování peněžních příjmů a výdajů v různých časových horizontech.

Kislingerová a Hnilica (2008, s. 1) tvrdí, že na finanční analýzu nelze pohlížet pouze jako na aplikaci několika dobře známých postupů, ale spíše jako na cyklus, kdy se v rámci každého kroku objevují nějaké nové a důležité souvislosti, které umožňují pohlížet na organizaci jiným způsobem a nutí management k hodnocení předcházejících kroků.

Úkoly finanční analýzy shrnují Martiničová, Konečný a Vavřina (2019, s. 172-173) následujícím způsobem:

- komplexní posouzení úrovně a vývoje finanční situace organizace, jejích příčin, zhodnocení úrovně finanční důvěryhodnosti a spolehlivosti organizace, úrovně finančního zdraví,
- posouzení vyhlídek na finanční situaci organizace v budoucnosti,
- navržení konkrétních opatření ke zlepšení ekonomické situace organizace, zajištění další prosperity organizace za účelem přípravy a zkvalitnění rozhodovacích procesů.

Zdrojem informací pro finanční analýzu jsou podle Jáčové a Ortové (2011, s. 90) finanční výkazy ve formě rozvahy, výkazu zisku a ztráty, přehledu o cash flow, které zároveň umožňují nastínit budoucí vývojové trendy.

Rozvaha

Definice rozvahy dle Fibírové (2003, s. 14) zní tak, že zachycuje ke konkrétnímu datu celkovou výši aktiv organizace a zdroje jejich financování, a to včetně detailnějších informací o členění aktiv dle jejich likvidnosti a účelu použití. V případě pasiv pak podává detailnější informace o vlastnících kapitálu, tj. o vlastním a cizím kapitálu, a také o lhůtě splatnosti dluhů, tj. krátkodobých a dlouhodobých závazcích.

Výkaz zisku a ztráty

Fibírová (2003, s. 14) komentuje, že výkaz zisku a ztráty definuje hospodářský výsledek (zisk nebo ztrátu) za sledované účetní období, kdy toto detailněji rozděluje na provozní a finanční výsledek. Je obecně známo, že hospodářský výsledek lze zvýšit snížením nákladů, zvýšením výnosů nebo kombinací obojího. Existují však i další faktory, které ovlivňují hospodářský výsledek. Martiničová, Konečný, Vavřina (2019, s. 52) poskytují následující seznam:

- spokojenost zákazníků,
- schopnost proniknutí na nové trhy,
- změny struktury sortimentu prodávaných výrobků,
- prodej nových výrobků vysoce konkurenceschopných s vysokou úrovní užitnosti, vyšší hodnotou pro různé náročné zákazníky,
- flexibilní reakce na změny v tržním prostředí,
- zrychlování obratu oběžného majetku,
- finanční restrukturalizace organizace, která má vést ke zvýšení ziskovosti vlastního kapitálu.

Přehled o cash flow

Jak popisuje Fibírová (2003, s. 14), tak výkaz cash-flow poskytuje informace o klíčových příčinách vývoje peněžních prostředků v rámci sledovaného účetního období, a to s rozdělením na provozní, investiční a finanční činnost.

Z popisu plyne, že hospodářský výsledek z výkazu zisku a ztráty nemusí nutně reflektovat aktuální stav disponibilních peněžních prostředků firmy. V praxi dodavatelé a odběratelé nehradí faktury okamžitě. Ne všechny náklady, které účetně snižují zisk, představují odtok peněžních prostředků z podniku. Opačná situace platí i u výnosů, z tohoto důvodu je nutné pracovat i s tímto výkazem.

Horizontální a vertikální analýza

Kislingerová a Hnilica (2008, s. 9-10) považují za výchozí bod finanční analýzy vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. Oba postupy zprostředkovávají možnost pohledu na původní absolutní údaje z účetních výkazů v určitých relacích, v určitých souvislostech. Horizontální analýza se soustředí na vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji ve vztahu k nějakému minulému účetnímu období. Matematický zápis pro diferenci (změnu) v rámci horizontální analýzy má dle Kislingerové a Hnilici (2008, s. 9-11) následující podobu:

$$D_{t/t_1i} = B_i(t) - B_i(t-1),$$

kde
$D_{t/1-1i}$ = změna oproti minulému období,
t = čas,
B_i = hodnota bilanční položky i.

Kislingerová a Hnilica (2008, s. 11) pokračují s definicí vertikální analýzy, která klade důraz na strukturu finančního výkazu vztahující se k nějaké smysluplné veličině (např. celkové bilanční sumě). Matematicky jde o zápis v následující podobě (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 9-11):

$$P_i = B_i / \sum B_i,$$

kde
P_i = hledaný vztah,
B_i = velikost položky bilance,
ΣB_i = suma hodnot položek v rámci určitého celku.

Poměrová analýza

Kislingerová a Hnilica (2008, s. 29) popisují, že poměrová analýza dává mezi sebou do poměru položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Tímto je popsána finanční situace organizace v dalších souvislostech, a to v rámci určité soustavy ukazatelů. Organizace je složitým organismem, jehož finanční situaci nelze charakterizovat jenom jedním ukazatelem, takže je použití soustavy ukazatelů vhodnějším přístupem. I v praxi je podmínkou dlouhodobé existence organizace zajištění stavu, kdy bude podnik nejen rentabilní, ale také likvidní a přiměřeně zadlužený.

Rousek (2017) shrnuje, že *„ukazatele rentability zobrazují schopnost společnosti tvořit zisk a efektivitu, s jakou jsou aktiva, vlastní kapitál, investice a tržby transformovány v čistý zisk"*.
K základním ukazatelům rentability, které se využívají v rámci finanční analýzy, se řadí:

- rentabilita tržeb

$$ROS = zisk/tržby$$

- rentabilita aktiv

$$ROA = zisk/aktiva$$

- rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = zisk/vlastní\ kapitál$$

- rentabilita investovaného kapitálu

$$rentabilita\ investovaného\ kapitálu = zisk/dlouhodobý\ kapitál$$

Následují ukazatele likvidity, které dle Jáčové a Ortové (2011, s. 91) definují schopnost organizace přeměnit svoje aktiva na peněžní prostředky, které organizace potřebuje pro úhradu svých aktuálních závazků. V praxi se nejčastěji jedná o tyto ukazatele:

- běžná likvidita

$$běžná\ likvidita = oběžná\ aktiva/krátkodobé\ cizí\ zdroje$$

- pohotová likvidita

$$pohotová\ likvidita = (OA - zásoby)/kr.cizí\ zdroje$$

- okamžitá likvidita

$$okamžitá\ likvidita = (kr.finanční\ majetek + peněžní\ prostředky)/kr.cizí\ zdroje$$

Intervaly pro jednotlivé formy likvidit poskytuje Synek (2011, s. 58):

- běžná likvidita: 1,5 – 2,5
- pohotová likvidita: 0,7 – 1,5
- okamžitá likvidita: 0,2 – 0,5

Dobrou praxí je standardně udržovat meze převážně v pohotové a běžné likviditě. Naopak je zbytečné dlouhodobě udržovat okamžitou hodnotu vychýlenou směrem nahoru, protože by to znamenalo, že podnik neefektivně hospodaří s peněžními prostředky. Výjimku představují firmy, které mají obchodní byznys model, a tedy běžně pracují s vysokými obnosy peněžních prostředků v reálném čase.

Další skupinou jsou ukazatele zadluženosti; ty Jáčová a Ortová (2011, s. 91) popisují jako poměr mezi cizím a vlastním kapitálem. To znamená, že identifikují, do jaké míry je majetek organizace financován z cizích zdrojů.
Knápková, Pavelková a Šteker (2013, s. 83-86) navazují tím, že ukazatele zadluženosti lze považovat za indikátory výše rizika, které organizace nese při daném poměru a struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Z obecného hlediska platí, že čím vyšší zadluženost organizace vykazuje, tak tím vyšší riziko na sebe přebírá, čili organizace musí být schopna svoje závazky splácet bez ohledu na to, jakou právě generuje výkonnost.

V praxi neexistuje správný interval hodnot, který by měl podnik dodržovat; záleží na individuální strategii a přístupu finančního managementu nebo požadavků vlastníka. Obecně však platí, že cizí kapitál je levnější než vlastní a finanční řízení podniku by mělo směřovat směrem k optimálnímu poměru vlastního a cizího kapitálu, při kterém jsou průměrné vážené náklady na kapitál (WACC) nižší než míra zátěže vlastního kapitálu (r_e). V rámci analýzy zadluženosti se nejčastěji pracuje s následujícími ukazateli:

- celková zadluženost

$$celková\ zadluženost = cizí\ zdroje / celková\ aktiva$$

- míra zadluženosti

$$míra\ zadluženosti = cizí\ zdroje / vlastní\ kapitál$$

- úrokové krytí

$$úrokové\ krytí = EBIT / nákladové\ úroky,$$

kde
EBIT = zisk před zdaněním a úroky.

Absence standardizovaných intervalů pro tyto ukazatele však neznamená, že by se firma měla neustále zadlužovat. Z výše uvedených ukazatelů má nejvyšší vypovídající hodnotu právě úrokové krytí, které by vždy mělo nabýt hodnoty minimálně 1. Pokud se tento požadavek splní, lze tvrdit, že je firma schopná dostát svým závazkům vůči věřitelům, ale nedostane se na stát ani vlastníka.

Poslední významnou skupinou jsou ukazatele aktivity, které Jáčová a Ortová (2011, s. 91) popisují tak, že jsou určené pro hodnocení organizace z hlediska její schopnosti efektivně hospodařit s vlastními aktivy. Jejich podoba vyjadřuje, jak se určitý druh majetku v organizaci obrací za daný časový interval. Rousek (2017) shrnuje, že *„ukazatele aktivity jsou odrazem schopnosti podniku generovat tržby. Za generátory tržeb jsou nejčastěji považována aktiva či zásoby.*"

Mezi nejpoužívanější ukazatele se řadí zejména:

- obrat aktiv

$$obrat\ aktiv = tržby/aktiva$$

- doba obratu zásob

$$doba\ obratu\ zásob = (zásoby/tržby) * 360$$

- průměrná doba inkasa

$$průměrná\ doba\ inkasa = (pohledávky/tržby) * 360$$

- průměrná doba splatnosti

$$průměrná\ doba\ splatnosti = (kr.závazky/tržby) * 360$$

Pro tyto ukazatele také nejsou standardizované optimální intervaly hodnot, avšak z podstaty každého ukazatele jde odvodit, že doba obratu zásob by měla být co nejnižší, aby se v nich nevázaly zdroje podniku. Průměrná doba inkasa by měla být co nejkratší; indikuje to silnou vyjednávací pozici firmy a stimuluje pozitivní stav cash flow. Naopak vysoká průměrná doba splatnosti znamená, že firma může déle vynakládat své zdroje do hodnototvorných procesů.

1.3.3 Finanční plán

Kislingerová (2010, s. 131) chápe finanční plánování jako proces rozhodování organizace o rizicích, která mohou ovlivnit činnost organizace, ale také mohou být určitou formou příležitosti. Dále rozděluje rizika, která jsou nezbytná, a ta, která jsou pro organizaci nezajímavá.

Finanční plán je vyústěním a syntézou podnikového plánu. Identifikuje, jakým způsobem se reflektují jednotlivé dílčí podnikové plány v rámci aktiv, pasiv, výnosů, nákladů, výsledku hospodaření či peněžního toku. Finanční plán má tedy podobu pro forma účetních výkazů. Na toto lze navázat teorií o strategické analýze, o které tato práce pojednává výše. Rizika lze odhadnout i z finanční analýzy, ale v mnoha případech je nutné ve finančním plánu zohlednit také kvalitativní rizika, která lze odhalit pouze strategickou analýzou.

Kislingerová (2010, s. 131) doporučuje realizovat finanční plánování následujícím postupem:

- analýza finančních a investičních možností, které má organizace k dispozici,
- reflektování budoucích důsledků současných rozhodnutí s cílem vyhnout se případným překvapením,
- volba určitých alternativ, které se následně vkládají do konečného finančního plánu,
- měření výsledné výkonnosti finančního plánu v komparaci s cíli stanovenými plánem.

Kislingerová (2010, s. 131) shrnuje, že finanční plánování má vytvářet předpoklady pro zajištění finančního zdraví a dlouhodobě stabilní činnosti organizace, a to prostřednictvím definice finančních cílů a prostředků, kterými těchto cílů dosahují. Obsahuje rozhodnutí o způsobu financování, investicích a peněžním hospodaření.

Tímto nabývá finanční plánování specifické postavení v systému plánování organizace.

Z výše uvedené teorie plyne závěr, že finanční plánování je dobrá praxe, kterou není nutné omezovat pouze pro potřeby ohodnocení podniku, protože správně navržený finanční plán pomůže zvýšit šance podniku dosáhnout interních dlouhodobých cílů. Tuto úvahu potvrzují Šiman a Petera (2010, s. 156-157), kteří poskytují další argumenty ve prospěch běžného užívání finančních plánů pro podnikatelskou činnost:

- tvorba strategie a taktik, které mají vést k dosažení cílů organizace,
- pravidelné zpracovávání analýz vnějších a vnitřních podmínek podnikatelské činnosti, preventivních reakcí podnikového řízení, tedy aktivní předcházení problémům, které mohou nastat,
- minimalizace riskantního jednání manažerů, tj. odhalení případných negativních jevů v budoucnosti, plynoucích z optimistických či nereálných předpokladů budoucích výsledků,
- modelování dopadů současných rozhodnutí managementu do budoucnosti v číselném vyjádření,
- zajištění věcného a peněžního souladu dílčích plánů podniku a činností podniku,
- kvantifikace hodnoty, struktury a doby splatnosti kapitálových zdrojů pro realizaci plánovaných věcných podnikových činností, v rámci prověření možností zajištění chybějících zdrojů kapitálu.

1.3.4 Analýza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty identifikuje Mařík (2018, s. 149) soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Fibírová (2003, s. 11) navazuje tím, že dává pojem do souvislosti s reportingem. Tvorba komplexního systému ukazatelů a informací je základním úkolem reportingu. Ten by měl vytvořit přehledný systém pro vyhodnocení vývoje organizace jednak jako celku, ale také jako jejích dílčích částí, které jsou z hlediska řízení rozhodující.

Lze tedy shrnout, že jednotlivé ukazatele generátorů hodnot by měly obsáhnout všechny významné oblasti finančního zdraví podniku. Tím lze zajistit vysokou vypovídající hodnotu a pevnou bázi pro následný

proces oceňování. Čižinská (2018, s. 23) definuje 7 klíčových finančních generátorů hodnoty z pohledu výnosového přístupu k ocenění:

1) tržby a jejich růst
2) marže provozního zisku
3) investice do čistého pracovního kapitálu
4) investice do dlouhodobého majetku
5) způsob financování (poměr mezi vlastním a cizím kapitálem)
6) diskontní sazba
7) doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku, tedy doba existence podniku

Tržby podniku

Mařík (2018, s. 150) se věnuje souvislostem odhadu budoucích tržeb podniku s tím, že jejich odhad by měl vycházet z výsledků strategické analýzy. Dále může být odhad korigován kapacitními možnostmi podniku. Lze zde tedy pozorovat určitou návaznost na kvalitativní faktory, které popisuje a identifikuje strategická analýza, což potvrzuje dřívější teorii o vzájemné závislosti finančních a nefinančních ukazatelů.

Marže provozního zisku

Výpočet generátoru marže provozního zisku Mařík (2018, s. 151-152) definuje následovně:

$$marže\ provozního\ zisku = korigovaný\ provozní\ VH/tržby,$$

kde
VH = výsledek hospodaření.

V rámci tohoto výpočtu se doporučuje využít korigovaného provozního výsledku před daní a před odpočtem odpisů. Vzorec Mařík (2018, s. 174) definuje jako:

$$\begin{aligned}&marže\ provozního\ VH\ z\ výkazu\ zisku\ a\ ztráty\\&-provozní\ výnosy\ jednorázové\ a\ nesouvisející\ s\ provozním\ majetkem\\&+provozní\ náklady\ jednorázové\ a\ nesouvisející\ s\ provozním\ majetkem\\&+výnosy\ z\ finančních\ investic\ a\ výnosové\ úroky\ z\ provozně\ nutného\ majetku\\&-finanční\ náklady\ související\ s\ provozně\ nutným\ majetkem\\&=korigovaný\ provozní\ výsledek\ hospodaření\ před\ daní\ a\ před\ odpočtem\ odpisů\end{aligned}$$

Kalkulace provozní ziskové marže se potom počítá prostřednictvím následujícího postupu (Mařík, 2018, s. 151-152):

- dopočet korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daní za minulé roky,
- dopočet ziskové marže před odpisy a daní za minulé roky,
- analýza minulého vývoje ziskové marže, určení faktorů, které na ni působí a prognóza působení těchto faktorů v budoucnosti,
- prognóza ziskové marže pro budoucí roky,
- dopočet korigovaného provozního výsledku před odpisy a daní pro budoucí období.

Investice do čistého pracovního kapitálu

Čižinská (2018, s. 197) chápe čistý pracovní kapitál jako ukazatel poskytující informace o výši oběžných aktiv, kterou je nutné financovat dlouhodobými zdroji financování. Pokud je čistý pracovní kapitál záporný, tak lze hovořit o tzv. agresivní strategii financování, která souvisí s nižšími náklady kapitálu, ale také s rizikem, že organizace nebude schopna krátkodobě splácet cizí zdroje.

Pro účely využití čistého pracovního kapitálu v rámci analýzy generátorů hodnoty je však vhodnější provést úpravu ukazatele čistého pracovního kapitálu. Od oběžných aktiv je vhodné odečítat pouze krátkodobý cizí kapitál, takže kritériem není prioritně doba splatnosti tohoto kapitálu, ale skutečnost, jestli je podnik schopen na tento kapitál explicitně stanovit náklady. Vzorec je následující (Mařík, 2018, s. 157-158):

$$
\begin{aligned}
& \textit{peněžní prostředky} \\
& + \textit{zásoby} \\
& + \textit{pohledávky} \\
& - \textit{neúročené závazky} \\
& + \textit{časové rozlišení aktiv} \\
& - \textit{časové rozlišení pasiv} \\
= \; & \textit{upravený čistý pracovní kapitál}
\end{aligned}
$$

Investice do dlouhodobého majetku

Jak uvádí Mařík (2018, s. 161-164), tak v rámci analýzy generátorů hodnoty se pracuje s dlouhodobým majetkem, který je provozně nutný, tedy nezbytný pro základní obchodní zaměření organizace. Klíčové pro existenci a dlouhodobou hodnotu organizace je, jestli si dokáže vydělat na investice, které nutně potřebuje pro svoje přežití. Nicméně, plánování investiční činnosti je nejsložitější částí analýzy generátorů hodnoty podniku. Investice se nevyvíjí plynulým způsobem a jejich chápání se mění, protože se sem začínají zařazovat i investice do výzkumu a vývoje, popř. investice do lidského kapitálu.

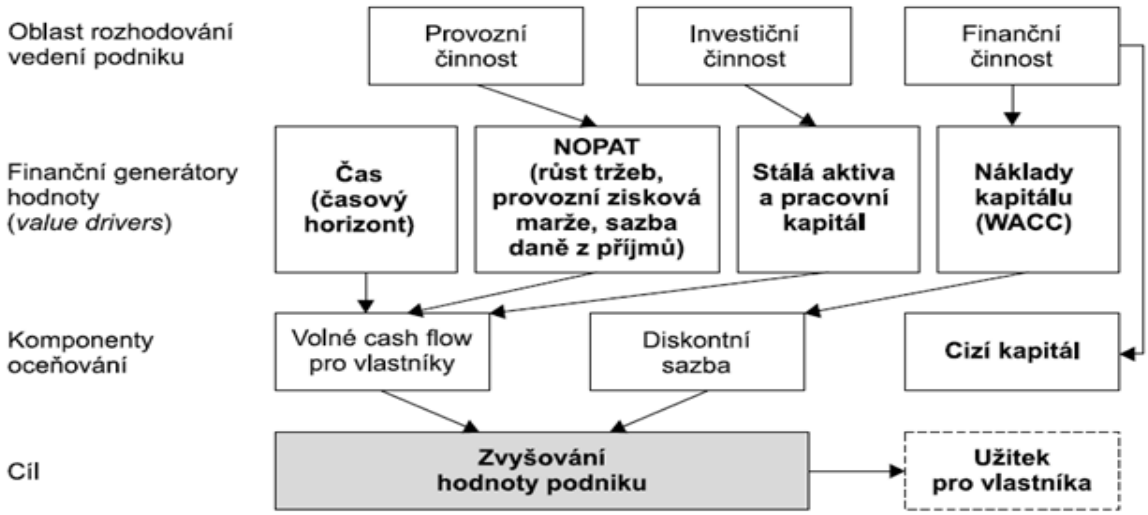
Mařík (2018, s. 161-164) komentuje, že pro hodnocení a plánování investic do dlouhodobého majetku lze využít například globální přístup, který je vhodný, když organizace investuje do dlouhodobého majetku průběžně. Při tomto přístupu se zkoumá relace mezi investicemi brutto, tedy reálnými investičními výdaji do provozně nutného dlouhodobého majetku, a tržbami. Toto lze realizovat prostřednictvím koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto:

$$koeficient\ náročnosti\ tržeb = brutto\ investice\ do\ provozně\ nutného\ DM/tržby$$

Zároveň platí, že by tento koeficient měl být kalkulován za delší časové období, aby přinesl přesnější výsledek.

Vztahy mezi generátory hodnoty podniku zobrazuje následující obrázek. Jednotlivé generátory v tomto modelu integrují provozní, investiční a finanční činnost za účelem zvyšování hodnoty podniku, což má vést k vyššímu užitku pro vlastníka.

Obrázek 1: Vazby mezi generátory



Zdroj: Čižinská (2018, s. 220)

Kapitál a způsob financování

Čižinská (2018, s. 217) píše o kapitálu jako o investovaném kapitálu na počátku roku, tj. hodnota vázáná v aktivech nutných pro dosažení provozního výsledku hospodaření. Tato hodnota je zároveň definována jako čistá operační aktiva – NOA. Alternativně kapitál definuje Kislingerová (2010, s. 120) jako hodnotu všech finančních zdrojů, které do organizace vložili investoři. Kalkulace tohoto objemu pak probíhá dvěma základními způsoby, a to následovně:

$$kapitál = dlouhodobý\ majetek + čistý\ pracovní\ kapitál$$

a

$$kapitál = pasiva - krátkodobé\ závazky\ z\ obchodního\ styku$$

Diskontní sazba

Základní diskontní míru, kterou je pro potřeby ocenění vymezit, je WACC (weighted average cost of capital). Čižinská (2018, s. 156) chápe WACC jako ukazatel průměrných vážených nákladů kapitálu, který je váženým aritmetickým průměrem nákladů jednotlivých druhů kapitálu, kdy vahami jsou podíly jednotlivých druhů kapitálu na celkovém

kapitálu. Jindřichovská (2013, s. 129) dále popisuje, že informace o vážených průměrných nákladech kapitálu patří mezi velmi významné pro investory, vlastníky nebo manažery podniků, protože poskytují relevantní informace pro zjištění skutečného zisku. Průměrné vážené náklady na kapitál lze vypočítat prostřednictvím následujícího vzorce:

$$WACC = N_{ck} * (CK/K) + N_{vk} * (VK/K),$$

kde

N_{ck} = náklady na cizí kapitál vyjádřené úrokovou sazbou (r_d),
CK = objem úročeného cizího kapitálu,
K = objem celkového kapitálu (VK + úročený CK),
VK = objem vlastního kapitálu,
N_{vk} = náklady na vlastní kapitál vyjádřené úrokovou sazbou (r_e).

Pro výpočet WACC je nutné správně odhadnout výši nákladů na cizí a vlastní kapitál, stejně jako váhu jednotlivých položek kapitálu, jak zdůrazňuje Kiseľáková a Šoltés (2017, s. 35-36). Růčková (2019, s. 52-54) upozorňuje, že v rámci běžného postupu identifikace nákladů vlastního kapitálu se má vycházet z bezrizikové úrokové sazby, kterou navyšuje přirážka za riziko.

Jak se však v praxi prokazuje, tak se názory na zjišťování nákladů vlastního kapitálu velmi výrazně odlišují a jsou předmětem odborné diskuze a sporů mezi analytiky uplatňujícími tento způsob zjišťování ekonomické hodnoty. Tato práce právě z důvodu standardizace postupu však využije pro zjištění nákladů na vlastní kapitál (r_e) metodu CAPM (capital asset pricing model), jejíž vzorec Kislingerová (2010, s. 94) definuje následovně:

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

kde

r_f = bezriziková úroková míra (například statní dluhopis),
β = parametr systematického rizika,
r_m = tržní úroková míra.

1.3.5 Ocenění podniku

Dále se lze zabývat konkrétními metodami, které se využívají v rámci oceňování organizace. Z podstaty právní formy podniku, který se bude v praktické části ohodnocovat, se tato práce zaměří na popis především výnosových metod ocenění FCFF (free cash flow to the firm), FCFE (free cash flow to the equity) a EVA (economic value added). Tyto přístupy jsou nejvhodnější a zároveň mají nejvyšší vypovídající hodnotu. Metody FCFF a FCFE vycházejí z diskontovaného volného cash flow.

FCF

Čižinská (2018, s. 182) tvrdí, že metoda diskontovaného volného cash flow se zakládá na prognóze budoucích volných odnímatelných cash flow (FCF – free cash flow) a jejich diskontování na současnou hodnotu. Volné cash flow (FCF) lze vypočítat jako čistý peněžní tok z provozní činnosti po všech investicích do stálých aktiv a čistého pracovního kapitálu, které byly nezbytné k udržení jeho činnosti. Tímto ukazatel charakterizuje objem peněžních prostředků, které je možné distribuovat investorům, ať už vlastníkům (akcionářům) v podobě dividend, nebo věřitelům jako splátky úvěrů a úroků.

Dluhošová (2008, s. 31-34) k tomu dodává, že kategorie volných finančních toků FCF je zpravidla definována jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generované majetkem organizace a mají vztah ke stanovenému druhu kapitálu. Dle tohoto vymezení kapitálu se potom rozlišují volné finanční toky pro vlastníky a věřitele (FCFF) nebo volné finanční toky pro vlastníky (FCFE), případně volné finanční toky pro věřitele (FCFD).

FCFF

Dle Petříka (2009, s. 303) lze metodu FCFF doporučit jako preferovanou techniku při realizaci výnosového ocenění podniku. Zejména z důvodu svojí transparentnosti a logiky. Jak uvádí Kislingerová (2001, s. 161), tak volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele má podobu všech provozních peněžních toků, které organizace generuje prostřednictvím provozních aktiv. Z tohoto peněžního toku mají být uspokojené nároky akcionářů a věřitelů (po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku). Příliš velký vliv zde navíc nemá zadluženost, protože se nerozlišuje, pro koho jsou peněžní toky určené (Kislingerová, 2001, s. 161). Vzorec má následující podobu:

$$FCFF = NOPAT + \text{úpravy hodnot dl. majetku trvalé} - investice - \Delta NWC,$$

kde
NWC = čistý pracovní kapitál,
NOPAT = čistý provozní zisk po zdanění.

Položku NOPAT (net operating profit after tax) je nutné blíže komentovat. Pracuje s hypotetickou daní z příjmu. Z toho vyplývá, že vyjádřit NOPAT lze zápisem:

$$NOPAT = EBIT * (1 - \mathrm{t}),$$

kde
EBIT = simplifikace provozního zisku, se kterou se standardně pracuje,
t = daň z příjmu právnických osob.

Na základě těchto informací lze shrnout, že parametr NOPAT má pouze ilustrační charakter, který se v praxi jako takový nevyužívá; standardně se pracuje s výpočtem, který je zobrazený výše.

FCFF, stejně jako FCFE, lze využít pro ocenění podniku s využitím dvoufázového modelu, který definuje hodnotu podniku v rámci dvou fází, jejichž součet dává celkovou hodnotu organizace. Kovář (2016, s. 144) uvádí, že dvoufázová metoda využívá dvou základních etap. V rámci první etapy se pracuje s volným peněžním tokem v letech, ve kterých lze tento tok spočítat. Druhá etapa potom začíná následujícím rokem po konci první etapy. Finanční plány se zde již nesestavují, ale vychází se pouze z předpokládaného vývoje. Kislingerová (2001, s. 169-170) uvádí, že pro podmínky České republiky se tento model jeví jako nejvhodnější. Zároveň definuje vzorce pro jednotlivé fáze:

$$hodnota\ podniku_{1.\ fáze} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t},$$

kde
n = délka první fáze,
t = časové období,
FCFF = volné finanční toky pro vlastníky a věřitele,
WACC = průměrné vážené náklady na kapitál.

Vzorec pro druhou fázi má následující podobu:

$$hodnota\ podniku_{2.\ fáze} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} * (1+WACC)^{-n},$$

kde
n = délka první fáze,
t = časové období,
FCFF = volné finanční toky pro vlastníky a věřitele,
WACC = průměrné vážené náklady na kapitál,
g_n = tempo růstu podniku.

Kislingerová (2001, s. 169-170) dále vysvětluje, že g_n udává tempo růstu udržitelné do nekonečna. Za tempo růstu lze považovat například předběžný odhad růstu ekonomiky země, ve které podnik působí.

FCFE

Čižinská (2018, s. 220) definuje, že v případech, kdy se volné cash flow pro vlastníky a věřitele upraví o prvky, které reflektují úhradu „odměn" pro všechny investory kromě kmenových akcionářů, tak se získá volný peněžní tok pro vlastníky, tj. FCFE. Jde o částku, kterou mohou vlastníci v určitém období z organizace odebrat, aniž by došlo k ohrožení budoucí existence a podstaty organizace. Vzorec pro kalkulaci FCFE definuje Čižinská (2018, s 220):

$$FCFE = EAT + úpr.\ hodnot\ dl.\ m.\ trvalé - investice - \Delta NWC - splátka\ jistiny - výplata\ pr.\ dividend$$

FCFE má úzkou spojitost s generátory tvorby hodnoty podniku, protože čím vyšší je provozní výsledek hospodaření, tak tím vyšší je i volné cash flow pro vlastníky. Růst tržeb a vysoká provozní zisková marže jsou zase podmínkou pro generování pozitivního provozního výsledku hospodaření. Naopak, stálá aktiva a pracovní kapitál vyžadují investice, které odčerpávají peněžní toky vytvořené provozní činností. Zároveň však platí, že čím vyšší je obrat aktiv, tak tím jsou generovány vyšší tržby (díky stálým aktivům a pracovnímu kapitálu). Efektivní investice do stálých aktiv a pracovního kapitálu pak mohou v konečném důsledku vést k růstu provozního výsledku hospodaření, tedy i volného cash flow pro vlastníky a věřitele (Čižinská, 2018, s. 220).

I zde je možnost aplikace dvoufázové metody, která již byla vymezená v podkapitole o FCFF. Vzorce pro obě fáze definuje Kislingerová (2001, s. 172):

$$hodnota\ podniku_{1.\ fáze} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t},$$

kde
n = délka první fáze,
t = časové období,
FCFE = volné finanční toky pro vlastníky,
r_e = náklady na vlastní kapitál dle CAPM.

Vzorec pro druhou fázi má podobu analogickou FCFF:

$$hodnota\ podniku_{2.\ fáze} = \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g_n} * (1+r_e)^{-n},$$

kde
n = délka první fáze,
t = časové období,
FCFE = volné finanční toky pro vlastníky,
r_e = náklady na vlastní kapitál dle CAPM.

EVA

Poslední analyzovanou metodou v rámci této práce je metoda na základě ukazatele EVA (economic value added). Čižinská (2018, s. 215) popisuje, že ukazatel ekonomické přidané hodnoty vychází z požadavku na nutnost měření tzv. ekonomického zisku, který je dosahován, když jsou uhrazené nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu (včetně nákladů na vlastní kapitál), což klasický účetní zisk nezohledňuje. Organizace sice může vykazovat účetní zisk, ale pokud není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale ztráty. Z pohledu vlastníka se tak jedná o jeden z nejdůležitějších ukazatelů výkonnosti podniku a je přirozené, že požadují jeho maximalizaci.

Využití metody EVA více vyhovuje současnému převládajícímu pohledu na problematiku oceňování podniku a jeho hodnotovému řízení, ve kterém se preferuje právě pohled investorů, ale v praxi stále převládá užití metod FCFE a FCFF. Metoda EVA tak dle Petříka (2009, s. 375) splňuje charakteristiku ukazatele a měřítka výkonnosti a hodnoty, které je vnímáno jako ekonomicky a investorsky důvěryhodné. Obecná podoba vzorce pro výpočet ukazatele EVA má následující podobu (Čižinská, 2018, s. 217):

$$EVA_t = NOPAT_t - kapitál_{t_1} * WACC,$$

kde
t = časové období,
NOPAT = čistý provozní zisk po zdanění,
kapitál = celkový objem kapitálu,
WACC = průměrné vážené náklady kapitálu.

Stejně jako u metod FCFF a FCFE, i zde lze aplikovat dvoufázový model ocenění podniku. Kislingerová (2001, s. 225) definuje vzorec následovně:

$$celková\ hodnota\ podniku = K + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{n+1}}{WACC_n - g_n} * (1+WACC)^{-n},$$

kde
n = délka první fáze,
t = časové období,
K = celkový objem kapitálu,
EVA = ekonomická přidaná hodnota,
WACC = průměrné vážené náklady kapitálu,
g = tempo růstu podniku.

1.4 Metodický postup ocenění podniku

Tato práce je zpracována prostřednictvím deskripce odborných zdrojů, analýzy primárních údajů, analýzy sekundárních údajů, vlastních kalkulací a syntézy poznatků. Po definici cíle práce a návrhu struktury práce došlo k deskripci odborných zdrojů ve formě rešerše odborných zdrojů. Bylo využito zejména odborných publikací, které se problematikou oceňování podniku zabývají a které podávají přehled o moderních metodách a způsobech stanovení hodnoty podniku. Informace jsou doplněné o poznatky z oblasti strategické a finanční analýzy podniku.

K využití dalších metod došlo v rámci zpracování praktické části práce. V této části je nejprve provedena strategická analýza organizace PETROF. Je využito nejen veřejně dostupných informací, ale také veřejně dostupných dokumentů organizace; zejména jde o výroční zprávy, které jsou dostupné na webových stránkách justice.cz.

Na strategickou analýzu navazuje rámcová finanční analýza, která zhodnotí celkové finanční zdraví podniku a zanalyzuje veškeré finanční aspekty výkonnosti podniku. Před stanovením hodnoty je důležité zjistit, zda má podnik pozitivní perspektivu růstu. Na tuto otázku odpoví právě finanční analýza, která zahrne standardně využívané ukazatele.

Dále je v rámci praktické části provedena samostatná analýza generátorů hodnoty podniku PETROF. Pozornost je kladena na vybrané generátory hodnoty detailně popsaných v příslušném oddíle teoretické části. Tato kapitola již využívá jistou formu vlastních odhadů au-

tora, které jsou založeny na syntéze poznatků ze strategické a finanční analýzy. Tyto predikce jsou nutné pro relevantní odhad dalšího vývoje analyzovaných generátorů.

Následně dochází k návrhu souvislého finančního plánu podniku PETROF, k jehož sestavení je využito vlastních syntetických závěrů z jednotlivých analýz. V tomto kroku je důležité nepřecenit, ale také nepodhodnotit budoucí výkonnost podniku. Finanční plán má sám o sobě striktně fiktivní charakter a v této práci je využit výlučně pro potřeby ocenění.

Práce pokračuje ke klíčovému kroku, kterým je stanovení hodnoty podniku PETROF. Mezi stěžejní metody patří FCFF, FCFE a EVA, které se řadí mezi výnosové přístupy k ocenění. Podpůrnou roli plní majetkové ocenění založené na účetní hodnotě a tržní ocenění založené na odvětvových multiplikátorech, stručně popsané v kapitole o metodách stanovení hodnoty. Tyto dvě doplňkové metody poskytnou odlišnou perspektivu a poslouží jako relevantní srovnání vůči primárnímu výnosovému přístupu.

Závěrečná část praktické části obsahuje syntézu klíčových poznatků. Shrnuje jednotlivé výstupy ocenění a komentuje rozdíly ve výsledcích. Zahrnuje také autorovo obecné zhodnocení analyzovaného podniku jako celku nejen na základě kvantitativních, ale i kvalitativních dat.

PRAKTICKÁ ČÁST

2 Stanovení hodnoty PETROF

Praktická část práce se zabývá strategickou a finanční analýzou firmy PETROF, spol. s r.o. Dále odhaduje optimální finanční plán, který plyne ze syntézy poznatků strategické a finanční analýzy a také z analýzy generátorů hodnot. Posledním krokem je samotné stanovení hodnoty na základě výnosového přístupu, který slouží jako základ pro ocenění společnosti. Další ocenění využitá jako podpůrná budou stanovena na základě majetkové a tržní metody. Tato část práce čerpá data převážně z veřejně dostupných zdrojů, dále z interních informací a analýz organizace, z interních směrnic a předpisů. Ve finální části práce se nachází vlastní závěry a poznatky.

2.1 Strategická analýza

Společnost PETROF (2020) uvádí, že se v současnosti řadí k největším výrobkům akustických klavírů a pianin v Evropě. Se svými produkty obchoduje na pěti kontinentech a exportuje je do více než 65 zemí celého světa. Historie značky PETROF se píše od roku 1864, kdy Antonín PETROF sestavil svůj první klavír. Do dnešní doby bylo pod touto značkou vyrobeno přes 630 000 nástrojů a řada dalších pak vznikla v rámci PETROF Brand Family. Představitelé páté generace PETROF dál s hrdostí pokračují v poctivém řemeslu a rodinné tradici. Posláním organizace je pečovat o neustálý rozvoj podniku a rodinné značky, aby mohla být předána zdravé a silné příští generaci. Spolu s tímto cítí organizace velkou odpovědnost vůči všem, kteří jsou propojení s organizací osobními či obchodními zájmy, nebo společnou láskou ke krásným věcem z českých rukou a k dobré hudbě (PETROF, spol. s r.o., 2019). Nyní se lze zaměřit na realizaci strategické analýzy této organizace.

2.1.1 Vnější prostředí

Vnější strategická analýza prostředí podniku PETROF je realizována formou STEP analýzy a využití Porterova modelu.

STEP analýza

Do sociálních faktorů lze zařadit faktory sociálního prostředí, kam patří zejména přístup společnosti k hudbě jako takové, protože na poptávce po hudebních dílech je organizace v podstatě závislá. U mladších generací hrozí, že nebudou mít takový zájem o klasickou

hudbu a všeobecně o hudbu, která využívá klavírů a pianin. Dlouhodobá existence samotného odvětví klavírů a pianin však ukazuje, že dostatečná poptávka vždy existuje a že i mladší generace mají zájem o klavíry.

Do kategorie technologických faktorů patří zejména přístup organizace k inovacím, který je velmi aktivní. Velký podíl ruční práce ve výrobě pak neumožňuje širší využití technologických novinek v rámci organizace. Rozvoj moderních technologií však ovlivňuje i hudební průmysl, protože existují levnější produkty (s nižší kvalitou) nebo naopak hudební nástroje elektrické, které jsou substitutem. Do kategorie technologických faktorů patří i faktory ochrany životního prostředí. Organizace PETROF má definovanou politiku ochrany životního prostředí, která se snaží respektovat její hlavní zásady a usilovat o trvale udržitelný rozvoj své činnosti.

Z faktorů ekonomického prostředí působí na organizaci zejména ekonomický růst či pokles, a to nejen v České republice, ale také na dalších trzích, kde působí – zejména v Číně, či v dalších asijských zemích. V době ekonomické recese klesá poptávka po luxusních statcích, které organizace vyrábí. Dále se jedná o nezaměstnanost a dostupnost kvalifikované pracovní síly, protože organizace potřebuje manuálně zručné pracovníky, kterých je nedostatek. Dalším faktorem je vývoj měnového kurzu. Organizace hradí většinu nákladů v českých korunách, ale tržby generuje v zahraničních měnách, takže jí mohou vznikat kurzové rozdíly, které potom ovlivňují její hospodaření.

Politické prostředí v České republice lze považovat za stabilní a založené na demokratických principech. Jedná se o základní politický faktor, který výrazně ovlivňuje stabilitu makroekonomického prostředí. Zároveň je Česká republika členem Evropské unie, což klade požadavky na přijetí směrnic a nařízení, které stát implementuje. Veškerá politická rozhodnutí pak ovlivňují podnikatelskou činnost organizace. Sazba daně z příjmů právnických osob je v České republice na úrovni 19 %, a to dlouhodobě od roku 2010, takže momentálně nelze předpokládat její další změny. Z této sazby se tedy vychází i při finančním plánování v rámci této práce.

Porterova analýza konkurenčních sil (5P)

Vzhledem k tomu, že organizace působí celosvětově, by měla být konkurenční analýza zaměřena na globální pohled, tedy nikoliv pouze na Českou republiku.

Z hlediska rivality současné konkurence lze hovořit o vysoce konkurenčním prostředí. Na globálním trhu se pohybuje několik strategických konkurentů, mezi které lze zařadit zejména firmy Steinway & Sons, Yamaha, Bechstein a Fazioli. Oproti konkurenci má organizace PETROF ojedinělý přístup k výrobě a kvalitě, který tuto organizaci odlišuje od konkurenčních subjektů.

V rámci ohrožení ze strany substitutů lze hovořit o velkém množství různých substitučních výrobků či aktivit, které nahrazují hru na klavír, resp. klavír či pianino, které vyrábí organizace PETROF. Pokud už zákazník hledá klavír nebo pianino, tak je možné, že jako substitut zvolí méně kvalitní výrobek jiné značky. Prezidentka organizace PETROF v rozhovoru s Tesařovou a Vopálenskou (2019) uvádí, že výrobky organizace jsou produkty pro radost a hobby (pokud si je nekupují profesionální umělci, kterých je ovšem minimum), tedy poskytující určitou formu zábavy. To znamená, že substitutem jsou v širším pojetí všechny produkty a služby, které lidem dopřávají zábavu. Digitalizace, počítačové hry apod. jsou stále oblíbenější aktivitou trávení volného času, a tedy hra na klavír ustupuje do pozadí (Tesařová, Vopálenská, 2019).

Vyjednávací síla ze strany dodavatelů je omezenějšího charakteru, protože část materiálů a komponentů si vyrábí organizace samostatně. Klíčovým materiálem je v případě výroby klavírů a pianin zejména dřevo, takže právě s dodavateli dřeva musí organizace udržovat nadstandardní vztahy.

Vstup nové konkurence na trhu lze považovat za méně pravděpodobnou hrozbu. Takový vstup vyžaduje nejen know-how a vysoce kvalifikovanou pracovní sílu, ale také vysokou kapitálovou náročnost. V neposlední řádě je zde nutnost vybudování dodavatelsko-odběratelských vztahů v globálním prostředí, což je pro novou firmu velice obtížný úkol.

Vyjednávací síla odběratelů a zákazníků je na nižší úrovni, i když je většina produktů vyráběna dle jejich individuálních požadavků, tak si organizace dokázala vybudovat propracovanou distribuční síť,

kterou při obchodování využívá a jejímž prostřednictvím získává neustále nové zákazníky.

2.1.2 Vnitřní prostředí

Vnitřní analýza prostředí podniku PETROF popisuje jeho jednotlivé součásti, které jsou vybrané individuálně dle vlastního uvážení.

Vlastnická struktura společnosti

Na základním kapitálu se podílí (PETROF, spol. s r.o., 2019):

- PETROF PIANOS GROUP, s.r.o. ze 77 %,
- Hynek Jarmil z 10 %,
- Lukášková Gabriela z 9 %,
- JUDr. František Loskot ze 4 %.

Produkty PETROF

Primární podnikatelskou činnost organizace PETROF spol. s r.o. (2020) definuje jako výrobu pianin a klavírů včetně komponent (vytváří 90 % až 95 % produkce). K dalším činnostem podnikatelské činnosti se řadí početné kooperace a dokončování nástrojů v sortimentu v nižších cenových kategoriích jiných značek. Dále organizace provozuje PETROF Gallery, reprezentativní prostory PETROF Café a multifunkční PETROF halu, kde probíhají kulturní, společenské a vzdělávací akce.

Mezi zákazníky jsou výrobky značky PETROF oblíbené zejména pro neobyčejně měkký, něžný, kulatý a romantický tón. Značka si zakládá na precizní ruční výrobě, pečlivém výběru materiálů, aby si každý nástroj zachoval svůj nezaměnitelný romantický zvuk. Až 80 % výrobních procesů je založeno na ruční práci (PETROF, 2020). Prezidentka PETROF v rozhovoru s Kainem (2019) říká, že každé piano má až sedm tisíc součástek, většinu z nich nelze vyrobit strojově, musí se tedy vyrábět ručně s využitím lidské manuální práce. PETROF (2020) dále informuje, že poskytuje i další služby pro zákazníky, a to například servis, renovaci starých nástrojů, půjčování pian, či zajištění přepravy pian, a to takovým způsobem, aby byla zajištěna co nejlepší péče o piano a zákazníka.

Prezidentka PETROF Zuzana Ceralová Petrofová v rozhovoru s Kainem (2019) říká, že hrozbou pro organizaci je nedostatek kvalitního

materiálu v budoucnosti, který hrozí v důsledku kůrovcové kalamity v České republice. Rezonanční smrky jsou nutné pro výrobu rezonanční desky (duše celého nástroje). K jejich výrobě potřebuje organizace smrky, které rostou 800 metrů nad mořem a jsou osmdesát let staré. Přesně takové stromy však ničí kůrovcová kalamita, což zvyšuje výrobní náklady.

Organizace PETROF (2020) se věnuje i popisu své značkové politiky. Značková politika organizace je v souladu s cílem nabídnout zákazníkům širokou škálu možností tak, aby si každý mohl vybrat svůj nástroj. To znamená, že je portfolio značek širší a nesestává se pouze ze značky PETROF. Integrujícím prvkem všech značek je bohatá historie a nadčasovost konstrukce. Také obsahuje československou historii své výroby. Portfolio značek se sestává z následujících produktů:

- **Ant. PETROF** – jde o prémiovou značku pian, která je zároveň poctou zakladateli značky Antonínu Petrofovi. Tvoří ji dva modely klavírů a jednoho pianina. Na jejich vývoji se podílela skupina nejzkušenějších odborníků při využití nejkvalitnějších evropských materiálů a technologií. Výstupem je nadčasový vzhled a unikátní zvuk, který ocení zejména nejnáročnější zákazníci.

- **PETROF** – jde o tradiční značku, pod kterou již bylo prodáno více než 626 000 pian. Značka se vyznačuje kulatým, romantickým zvukem, který je podpořen variabilitou designu a provedení. Značka zároveň obsahuje několik výrobkových řad.

- **Ant. Dalibor** – výroba pod touto značkou navazuje na tradici od roku 1905. Výrobky se vyznačují vysokou úrovní zpracování.

- **Weinbach** – světově proslulá značka, která od roku 1956 spadá do portfolia organizace PETROF. Piana se vyznačují zejména kultivovaným tónem.

- **Rösler** – výroba pod touto značkou byla zahájena v roce 1878 a dodnes patří mezi nejoblíbenější značky pian, které dokáží vytvořit nezaměnitelnou atmosféru. Značka dosahuje významných obchodních úspěchů.

- **Scholze** – značka byla založena v roce 1876 a patří mezi optimální volby pro zákazníky, kteří hledají skvělý poměr mezi kvalitou a cenou.

- **Fibich** – výroba pod touto značkou byla zahájena v roce 1948 a nyní patří tato piana mezi produkty vyznačující se moderním designem a vlastnostmi, které nejlépe vyhoví začínajícím a středně pokročilým hráčům.

- **Akord** – výroba pian pod touto značkou byla zahájena v roce 1919 a svojí robustní konstrukcí a výrazným zvukem jsou vhodná pro různé hudební produkty děl takových skladatelů či zpěváků, jako jsou Kurt Weill, Marlene Dietrich a Edith Piaf.

Prezidentka organizace PETROF Zuzana Ceralová Petrofová popisuje, že výroba klavíru trvá přibližně 9 měsíců. Pokud jde o speciální výrobní zakázku, tak může doba výroby trvat až 1 rok, například je klavír vyložen perletí nebo má třeba speciální barvu. Výroby pianina zabere čtyři až šest měsíců dle složitosti skříně (Kain, 2019).

Cenová politika a náklady (z obecného hlediska)

Dle paní Ceralové Petrofové (Kain, 2019) stojí na českém trhu nejlevnější piano společnosti přibližně 160 000 Kč, zatímco nejdražší 4,3 milionu korun. Z toho vyplývá, že cenové rozpětí je vskutku široké, a PETROF tak obsluhuje nejrůznější příjmové segmenty. Standardně se však jedná o drahé výrobky.

Společnost PETROF (2019) uvádí, že v roce 2018 organizace PETROF skončila hospodaření s ročním obratem tržeb 247 mil. Kč a čistým ziskem 12,4 mil. Kč. V rámci dosažených tržeb došlo k překročení obratu o 30 mil. Kč oproti roku 2017 a také plánovaného výsledku pro rok 2018. Jako problematické se jeví, že neustále dochází ke zdražování všech činností organizace, zejména těch, které souvisí s vysokým podílem ruční práce. To potom zvyšuje náklady organizace a vede k nutnosti nákladové obezřetnosti.

Paní Ceralová Petrofová v rozhovoru s Kainem (2019) vysvětluje, že růst tržeb byl způsoben zejména zvýšenou cenovou hladinou, kdy se tato úroveň pohybovala na úrovni 5 až 6 %. Cenový růst byl způsoben růstem nákladů v posledních letech. K růstu tržeb dále přispěla i poptávka po dražších nástrojích, vyšších modelech pianin a koncertních křídel. Prezidentka Ceralová Petrofová komentuje (Kain, 2019),

že v České republice velmi výrazně rostou mzdy (zejména v posledních letech), což navyšuje mzdové náklady nejen organizaci PETROF, ale také dodavatelům této organizace. Tento vývoj vede k nutnosti zvyšování cen. V důsledku tohoto vývoje také materiálové náklady firmy PETROF vzrostly o 10 % až 15 % od roku 2017. Růst mzdových nákladů pak byl na úrovni 35 %.

Řízení kvality a inovací

Organizace PETROF (2020) uvádí, že je známa jako inovátor v odvětví stavby akustických pian. Oddělení výzkumu a vývoje zde bylo založeno již v roce 1954, a tedy tradice inovací je zde velmi dlouhá. Soustavné úsilí odborníků a technologických pracovníků vedlo k získání široké řady různých ocenění a patentů, a to nejen v rámci hudební akustiky pian, ale také vibrací, analýzy signálů, měření vlastností dřeva a kovů, vývoje speciálních měřících metod a podobně. Prezidentka organizace přibližuje, že oddělení výzkumu a vývoje také například testuje nové materiály, protože kvůli různým ekologickým normám a pravidlům nemůže organizace využívat ty, které v minulosti obvykle využívala.

Dále se zde testuje zvuk nástrojů a vyvíjejí se produkty přizpůsobené vlhkostním podmínkám na asijských trzích apod. PETROF aktivně spolupracuje s řadou různých odborných institucí, ať už se jedná o univerzity či výzkumné ústavy typu Dřevařské fakulty Technické univerzity Zvolen, Fakulty strojní ČVUT v Praze, Mendelovy univerzity v Brně (PETROF, 2020).

Kvalita produktů PETROF, jak tato společnost uvádí, je uznávaná po celém světě, a to také prostřednictvím různých oficiálních ocenění, typu medaile krále Jiřího z výstavy v Londýně, cenou Grand Prix z Paříže, Barcelony, či Bruselu. Každý nástroj je označen pečetí European Excellence, která upozorňuje na evropský původ a kvalitu využívaných materiálů (PETROF, 2020). Společnost PETROF umožňuje ověřit originalitu zakoupeného produktu prostřednictvím opusového čísla, jehož prostřednictvím se může zákazník přesvědčit, jestli byl nástroj certifikován organizací PETROF. Tímto získá jistotu, že je produkt značkový, má špičkovou kvalitu provedení a zvuku (PETROF, 2020).

Marketing a obchod PETROF

Prezidentka Ceralová Petrofová v rozhovoru s Kainem (2019) vysvětluje, že obchodní úspěch organizace je silně ovlivněn hospodářským cyklem. V době recese klesá poptávka a objem prodejů. Nicméně pokud dochází k poklesům na některých trzích, tak to může organizace kompenzovat vyššími prodeji na trzích jiných. Paní Ceralová Petrofová popisuje, že se obchodně-marketingová strategie společnosti PETROF soustřeďuje na využití online marketingu a marketingové komunikace v zemích, kde existuje potenciálně vysoká poptávka po produktech společnosti. Zejména se jedná o Čínu a další asijské trhy (Kain, 2019).

Z hlediska zahraničního obchodu je klíčovým trhem Čína, která vytváří až 35 % objemu tržeb. V rámci tohoto trhu jde o pět klíčových obchodních partnerů. Dále je Čína strategická z toho hlediska, že na tamním trhu PETROF vyrábí některé značky klavírů v rámci licenční výroby. Druhým největším trhem je pro organizaci Hongkong, kde momentálně panuje nestabilní politická situace, což je hrozbou pro organizaci (Kain, 2019).

Zaměstnanci a management PETROF

Dle prezidentky Ceralové Petrofové je získávání lidských zdrojů pro organizaci složitým úkolem. Uchazeči o zaměstnání absolvují testy zručnosti a organizace také nabízí možnost pracovní zkoušky – nezávazné práce zdarma, aby si uchazeč potvrdil, jestli jej bude práce bavit a jestli s ním bude organizace spokojená. Tato alternativa je vhodnější a rychlejší než tříměsíční zkušební doba (Kain, 2019).

Počet zaměstnanců firmy PETROF ke konci roku 2018 dosáhl 267 osob, což byl meziroční růst o 48 zaměstnanců (z 219 na konci roku 2017). Tým managementu organizace je tvořen finančním a výkonným ředitelem, obchodním ředitelem, výrobním ředitelem, ředitelem inovací, ředitelem muzea, vedoucími provozu, vedoucími oddělení a mistry (PETROF, spol. s r.o., 2019).

2.1.3 SWOT analýza

SWOT analýza organizace vychází z informací, které se podařilo nashromáždit v rámci předcházejících kapitol. Představuje tedy sumární výstup strategické analýzy, externího i interního charakteru.

Silné stránky

K silným stránkám organizace lze zařadit následující faktory:

- prozákaznický přístup – organizace se orientuje na plnění individuálních přání klientů, sleduje a vyhodnocuje zpětnou vazbu,
- ocenění kvality – produkty jsou oceňované pro svoji kvalitu, ať už ze strany různých nezávislých institucí, nebo zákazníků,
- přístup k vývoji a inovacím – organizace se aktivně zaměřuje na inovace a výzkum, aby si udržela svoji tržní pozici,
- spolupráce s klíčovými zájmovými skupinami – kromě zákazníků klade podnik důraz na spolupráci se zaměstnanci, dodavateli, místní samosprávou atd.,
- širší portfolio značek – do portfolia podniku spadají tradiční, ověřené značky,
- know-how – podnik vykazuje vysokou výkonnost díky know-how, které je založené na faktorech typu zručnosti zaměstnanců, výběru materiálů, zkušenostech,
- výrobní a technologické postupy – využívá se unikátních výrobních a technologických postupů,
- globální působení – organizace působí na globálních trzích a nevykazuje závislost pouze na jednom teritoriu,
- růst tržeb a finanční výkonnost – průběžně dochází ke generování zisku a činnost organizace je rentabilní.

Slabé stránky

Ke slabým stránkám organizace se řadí zejména:

- růst nákladů a cen – v rámci sledovaného období bylo zaznamenáno, že dochází k růstu nákladů, na což organizace reaguje i zvýšením ceny svých produktů,
- prémiový segment zaměření – organizace svoji pozornost orientuje zejména na prémiový segment produktů, takže ostatní segmenty a cílové skupiny opomíjí.

Příležitosti

Jako příležitost pro organizaci lze vnímat následující:

- růst poptávky v ekonomicky méně výkonných zemích – na trzích, kde aktuálně panuje nižší poptávka (například některé evropské trhy).

Hrozby

Mezi základní identifikované hrozby pro organizaci patří:

- padělky, kopírování produktu – organizace čelí různým padělkům a pokusům o kopírování produktů,
- ohrožení ze strany substitutů – zákazníci mají možnost využití širokého množství substitutů, a to nejen ve formě hudebních nástrojů,
- pokles poptávky v Číně a Hongkongu – jedná se o strategické trhy, kdy v případě poklesu ekonomické výkonnosti dojde k poklesu poptávky po prémiovém zboží,
- přírodní vlivy (kůrovec atd.) – přírodní kalamity mohou znehodnotit materiál nutný pro výrobu produktů,
- legislativa (zejména v oblasti ekologie) – legislativní opatření mohou vést ke zhoršení efektivity podniku, například vzniknou nadstandardní náklady.

Vyhodnocení SWOT analýzy

Při pohledu na SWOT analýzu je zřejmé, že má podnik větší množství silných stránek, ale zároveň v externím prostředí existuje jen malé množství příležitostí, které by mohl využít pro svůj další růst. Lze tedy navrhnout strategii, která povede k eliminaci hrozeb a slabých stránek a také k dalšímu využití silných stránek pro zajištění růstu tržeb.

Konkrétní návrh řešení je předmětem strategického řízení, a tedy není účelem zpracování této práce. SWOT analýza poskytuje relevantní informace pro návrh finančního plánu podniku PETROF, protože poukazuje na to, v jaké tržní situaci bude organizace v budoucnosti.

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza podniku PETROF využívá vybraných metod finanční analýzy, zejména vertikální a horizontální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Dále pracuje zejména s vybranými poměrovými ukazateli rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity.

2.2.1 Horizontální analýza

Z horizontální analýzy rozvahy (viz následující tabulka) vyplývá, že docházelo ke stabilnímu růstu dlouhodobého hmotného majetku (průměrný meziroční růst o 9 %). Nehmotný majetek firma permanentně nenavyšuje, jak plyne z tabulky. Toto je pochopitelné, jelikož činnost firmy nepředpokládá nutnost významných investic do tohoto druhu majetku. Nelze však předpokládat neustálý pokles a z toho plyne, že v určitém období proběhnou investice do obnovy.

Oběžná aktiva rostou v průměru o 4 % ročně, což lze považovat za mírný nárůst. V rámci oběžných aktiv lze pozorovat neobvyklou situaci v oblasti peněžních prostředků. Stav mezi lety 2014 a 2015 vykazuje snížení cash flow, naopak v dalším srovnání mezi roky 2015/2016 ukazuje významné navýšení, následující období 2016/2017 pak dokonce více, než desetinásobné navýšení cash flow. Poslední porovnávané období 2017/2018 nakonec indikuje snížení položky na stav zhruba odpovídající konci období 2015. Kumulaci peněz v roce 2017 lze považovat za jednorázovou z toho důvodu, že v dalším roce proběhlo významné snížení dlouhodobých závazků. Ostatní položky oběžných aktiv vykazují stálý udržovací trend.

V oblasti pasiv z tabulky vyplývá, že PETROF udržuje trvalý meziroční růst vlastního kapitálu, a to v průměru o 2 %. Významná část zisku za účetní období je ve firmě kumulována. Firma nemá politiku vyplácení podílů na zisku společníkům, veškeré vytvořené zisky jsou tedy dále reinvestovány. Naopak firma aktivně pracuje s cizím kapitálem, který do roku 2017 vykazuje prudký růst, v posledním roce však již mírnější, a to pouze o 7 %. Horizontální analýza dále napovídá, že podnik průběžně střídá využití dlouhodobých a krátkodobých cizích zdrojů; v roce 2017 se výrazně zvýšilo využití dlouhodobých zdrojů, naopak krátkodobé závazky byly ponížené. Opačný průběh je v dalším roce. Podobný trend je sledovatelný i v minulosti, avšak v jiných proporcích.

Tabulka 1: Horizontální analýza rozvahy - zkrácený rozsah

Položka	**2015/ 2014**	**2016/ 2015**	**2017/ 2016**	**2018/ 2017**
AKTIVA CELKEM	**101%**	**106%**	**112%**	**103%**
Dlouhodobý majetek	**100%**	**119%**	**118%**	**97%**
Dlouhodobý nehmotný majetek	96%	90%	84%	83%
Dlouhodobý hmotný majetek	98%	120%	121%	97%
Dlouhodobý finanční majetek	232%	109%	42%	80%
Oběžná aktiva	**102%**	**99%**	**109%**	**108%**
Zásoby	98%	98%	99%	122%
Pohledávky	137%	99%	110%	100%
Peněžní prostředky	9%	191%	1105%	18%
Časové rozlišení	81%	93%	58%	163%
PASIVA CELKEM	**101%**	**106%**	**112%**	**103%**
Vlastní kapitál	**102%**	**102%**	**103%**	**102%**
Základní kapitál	100%	100%	100%	100%
Ážio	104%	101%	95%	99%
Fondy ze zisku	100%	100%	100%	100%
Výsledek hospodaření minulých let	104%	103%	104%	106%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	92%	125%	190%	78%
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku	0%	0%	0%	0%
Cizí zdroje	**97%**	**124%**	**148%**	**107%**
Rezervy	200%	50%	367%	118%
Závazky	93%	131%	140%	106%
Dlouhodobé závazky	**17%**	**335%**	**245%**	**86%**
Krátkodobé závazky	**229%**	**104%**	**96%**	**127%**
Časové rozlišení	116%	109%	103%	110%

Zdroj: vlastní zpracování

Následující horizontální analýza se týká výkazu zisku a ztráty za jednotlivá období. Pozitivní skutečností je to, že podnik generuje průměrný 6% meziroční růst tržeb za prodané výrobky a služby. Tržby za zboží vykazují nestabilní charakter a meziročně se významně mění.

Ve složce výkonové spotřeby lze sledovat průměrný meziroční nárůst o 8 %; toto způsobuje převážně situace v posledním sledovaném roce 2018. Tato skutečnost je jako taková alarmující, ale je potřeba vztáhnout růst nákladů také k růstu tržeb za výrobky, které ve stejném roce rostly o 12 %. Relevantní závěr tedy může znít, že

firma navýšila výrobu, do čehož se promítly i zvýšené ceny materiálu, jak vyplývá z komentáře paní Ceralové Petrofové o vývoji nákladů na materiál. Lze předpokládat mírný růst nákladové spotřeby i v dalších letech.

Osobní náklady vykazují obdobný vývoj jako náklady na materiál. Poslední rok znovu potvrzuje tvrzení prezidentky firmy PETROF ohledně zvýšení hladiny mezd v České republice. Průměrný růst za analyzované období pak odpovídá hodnotě 11 % za rok. Do budoucna již nelze předpokládat stejně rychlý růst.

Úpravy hodnot do roku 2017 včetně vykazovaly prudký pokles, naopak v roce 2018 je zjevný extrémně vysoký nárůst (5 478 % oproti roku 2017), což indikuje intenzivní investice do dlouhodobého majetku společnosti v roce 2017, které se projevily již zmíněným nárůstem úprav hodnot v dalším roce.

Další nákladovou položkou, která vykazuje nezvyklé změny, jsou ostatní provozní náklady, mezi které lze započítat náklady nezařaditelné mezi ostatní nákladové položky. Samotná podstata těchto nákladů v sobě nese jednorázový charakter; pětinásobný nárůst v roce 2018 na hodnotu 80,02 milionů oproti roku 2017 pak dále potvrzuje významnou krátkodobou odchylku. Absence znalosti interních informací organizace nedovoluje blíže specifikovat fyzickou podstatu těchto nákladů. Jako jednoznačný závěr však lze konstatovat, že tyto náklady významně snížily jinak velice silný potenciál čistého zisku.

Provozní výsledek hospodaření roste meziročně v průměru o 58 %, i přes to se však vyskytují významné poklesy; jedná se o roky 2016 a 2018. Situace v roce 2018 již byla popsaná výše; pokles v roce 2016 byl naopak způsobený ojedinělou stagnací samotných tržeb za prodej výrobků.

Firma má nestabilní průběh finančního hospodářského výsledku převážně kvůli vysoké položce ostatních finančních nákladů, kam lze zařadit například nejrůznější poplatky bankovním institucím. Toto však nijak nebrání firmě tvořit zisk, jelikož provozní výsledek hospodaření je v každém období dostatečně vysoký. Ukazatel výsledku hospodaření před zdaněním (EBT) vykazuje průměrný meziroční růst o 17 %.

Tabulka 2: Horizontální analýza VZZ – zkrácený rozsah

Položka	**2015/ 2014**	**2016/ 2015**	**2017/ 2016**	**2018/ 2017**
Tržby z prodeje výrobků a služeb	**103%**	**100%**	**109%**	**112%**
Tržby za prodej zboží	82%	240%	69%	172%
Výkonová spotřeba	**105%**	**98%**	**102%**	**127%**
Náklady vynaložené na prodané zboží	91%	224%	50%	252%
Spotřeba materiálu a energie	107%	93%	102%	126%
Služby	98%	111%	106%	127%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	59%	91%	223%	-132%
Aktivace	37%	73%	188%	9%
Osobní náklady	**105%**	**98%**	**108%**	**135%**
Úpravy hodnot dlouhodobého majetku - trvalé	104%	98%	118%	111%
Úpravy hodnot pohledávek	0%	42%	-341%	686%
Ostatní provozní výnosy	59%	175%	231%	81%
Ostatní provozní náklady	28%	289%	87%	509%
Provozní výsledek hospodaření	**166%**	**84%**	**339%**	**43%**
Výnosové úroky a podobné výnosy	123%	98%	83%	139%
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0%	0%	n/a	n/a
Nákladové úroky a podobné náklady	87%	55%	144%	181%
Ostatní finanční výnosy	70%	57%	28%	833%
Ostatní finanční náklady	78%	45%	825%	16%
Finanční výsledek hospodaření	**-80%**	**-68%**	**-1460%**	**-16%**
Výsledek hospodaření před zdaněním	**98%**	**118%**	**123%**	**129%**
Daň z příjmů za běžnou činnost	131%	90%	37%	516%
Výsledek hospodaření po zdanění	**92%**	**125%**	**149%**	**99%**
Výsledek hospodaření za účetní období	**92%**	**125%**	**149%**	**99%**
Čistý obrat za účetní období	101%	100%	109%	115%

Zdroj: vlastní zpracování

2.2.2 Vertikální analýza

Dále byla v rámci finanční analýzy provedena vertikální analýza aktiv a pasiv společnosti PETROF. U aktiv převyšuje poměr oběžných aktiv hodnotu dlouhodobého majetku. Firma má tendenci dlouhodobě udržovat stejný poměr jednotlivých položek na celkových aktivech. Naopak u pasiv lze v letech 2017 a 2018 vysledovat změnu v poměru zdrojů; dochází k navýšení cizích zdrojů ve zhruba stejném poměru,

jako o snížení na úkor vlastních zdrojů. Celkově lze s jistotou říci, že firma postupně navyšuje objem cizích zdrojů.

Tabulka 3: Vertikální analýza rozvahy – zkrácený rozsah

Položka	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
AKTIVA CELKEM	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Dlouhodobý majetek	**36%**	**36%**	**40%**	**42%**	**39%**
Dlouhodobý nehmotný majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Dlouhodobý hmotný majetek	35%	34%	38%	41%	39%
Dlouhodobý finanční majetek	0%	0%	0%	0%	0%
Oběžná aktiva	**63%**	**64%**	**60%**	**58%**	**60%**
Zásoby	47%	45%	42%	37%	43%
Pohledávky	14%	19%	17%	17%	16%
Peněžní prostředky	3%	0%	0%	4%	1%
Časové rozlišení	1%	1%	0%	0%	0%
PASIVA CELKEM	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Vlastní kapitál	**81%**	**82%**	**79%**	**73%**	**71%**
Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%
Ážio	15%	15%	15%	12%	12%
Fondy ze zisku	27%	27%	25%	22%	22%
Výsledek hospodaření minulých let	37%	38%	37%	34%	35%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	2%	2%	2%	3%	3%
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Cizí zdroje	**18%**	**18%**	**21%**	**27%**	**28%**
Rezervy	1%	1%	1%	2%	3%
Závazky	18%	16%	20%	25%	25%
Dlouhodobé závazky	**11%**	**2%**	**6%**	**13%**	**11%**
Krátkodobé závazky	**6%**	**14%**	**14%**	**12%**	**15%**
Časové rozlišení	0%	1%	1%	0%	1%

Zdroj: vlastní zpracování

Na závěr této podkapitoly bude provedena vertikální analýza výkazu zisku a ztráty. Na celkových tržbách organizace se podílejí jednoznačně převážně tržby za výrobky, což je vzhledem k výrobní povaze dané firmy naprosto běžné. Výkonová spotřeba se mezi lety 2014 a 2017 podílí na celkových tržbách stabilně, zjevný nárůst na 50 % nastal právě kvůli dříve zmíněnému nárůstu nákladů na materiál a služby. Osobní náklady sledují obdobný průběh; v posledním roce je opět zjevný růst, především kvůli tomu, že vzrostla mzdová hladina

v rámci České republiky. Organizaci PETROF se daří držet konstantní průměrný podíl položky EBT na hladině 5 %. Obecný závěr je, že firma má stabilní nákladovou strukturu a dlouhodobě si ji udržuje.

Tabulka 4: Vertikální analýza VZZ – zkrácený rozsah

Položka	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Tržby z prodeje výrobků a služeb	**100%**	**100%**	**99%**	**100%**	**99%**
Tržby za prodej zboží	0%	0%	1%	0%	1%
Výkonová spotřeba	**47%**	**48%**	**47%**	**44%**	**50%**
Náklady vynaložené na prodané zboží	0%	0%	0%	0%	0%
Spotřeba materiálu a energie	35%	37%	34%	32%	36%
Služby	12%	11%	12%	12%	14%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	4%	2%	2%	4%	-5%
Aktivace	-3%	-1%	-1%	-1%	0%
Osobní náklady	**37%**	**37%**	**37%**	**36%**	**43%**
Úpravy hodnot dlouhodobého majetku - trvalé	3%	3%	3%	3%	3%
Úpravy hodnot pohledávek	n/a	3%	1%	-4%	-23%
Ostatní provozní výnosy	1%	1%	1%	2%	2%
Ostatní provozní náklady	10%	3%	8%	6%	28%
Provozní výsledek hospodaření	**3%**	**5%**	**4%**	**13%**	**5%**
Výnosové úroky a podobné výnosy	0%	0%	0%	0%	0%
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	n/a	1%	n/a	n/a	1%
Nákladové úroky a podobné náklady	1%	1%	0%	0%	1%
Ostatní finanční výnosy	5%	3%	2%	0%	4%
Ostatní finanční náklady	3%	2%	1%	8%	1%
Finanční výsledek hospodaření	**1%**	**-1%**	**1%**	**-8%**	**1%**
Výsledek hospodaření před zdaněním	**4%**	**4%**	**5%**	**5%**	**6%**
Daň z příjmů za běžnou činnost	1%	1%	1%	0%	2%
Výsledek hospodaření po zdanění	**3%**	**3%**	**4%**	**5%**	**4%**
Výsledek hospodaření za účetní období	**3%**	**3%**	**4%**	**5%**	**4%**
Čistý obrat za účetní období	106%	104%	103%	103%	105%

Zdroj: vlastní zpracování

2.2.3 Poměrová analýza rentability

Další část finanční analýzy se věnuje rozboru vybraných poměrových ukazatelů rentability, konkrétně ukazatele ROE, ROA, ROS a ROCE. Interpretace bude vycházet ze souhrnné tabulky níže.

Tabulka 5: Poměrové ukazatele rentability

Ukazatel	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	2,28%	2,05%	2,52%	3,64%	3,54%
ROA	2,79%	2,73%	2,78%	3,06%	3,93%
ROS	3,23%	2,90%	3,61%	4,96%	4,37%
ROCE	3,00%	3,21%	3,28%	3,52%	4,68%

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE – return on equity) meziročně roste z hodnoty 2,28 % až na hladinu 3,64 % v roce 2017. V posledním roce 2018 lze sledovat mírný pokles na 3,54 %. Toto způsobil nižší čistý hospodářský výsledek, než v předchozím roce 2017. Nicméně v delším pohledu lze jednoznačně pozorovat stabilní růst.

Ukazatel rentability aktiv (ROA – return on assets) naopak mezi lety 2014 a 2016 stagnoval na průměrné hodnotě 2,77 %. Významný růstový trend nastal až v roce 2017, ve kterém dosáhl hodnoty 3,06 % a v dalším roce potom 3,93 %. Důvodem byl významný růst celkových tržeb v letech 2017 a 2018, což tento ukazatel pozitivně nepřímo ovlivnilo.

Dalším analyzovaným ukazatelem je rentabilita tržeb (ROS – return on sales), která roste mezi lety 2015 (2,90 %) až 2017 (4,96 %). Mezi rokem 2014 a 2015 pak došlo k propadu z 3,23 % na 2,90 %. Růst z roku 2017 byl zastaven snížením hladiny ukazatele na 4,37 %. Z tabulky vyplývá, že vývoj rentability tržeb je podobný ukazateli ROE.

Posledním ukazatelem v rámci této podkapitoly je rentabilita investovaného kapitálu (ROCE – return on capital employed), která nepřetržitě roste napříč všemi měřenými obdobími. Toto je pozitivní hlavně pro věřitele, kteří firmě poskytli část svých zdrojů. Původní hodnota 3 % z roku 2014 postupně roste až na hladinu 4,68 % v roce 2018. Tento jev také indikuje racionální hospodaření firmy s cizími zpoplatněnými zdroji.

2.2.4 Poměrová analýza likvidity

Následující tabulka poskytuje přehledný vývoj třech typů likvidity za sledované období. Na ní navazuje stručná interpretace dosažených hodnot.

Tabulka 6: Poměrové ukazatele likvidity

Likvidita	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Běžná	10,05	4,49	4,25	4,82	4,08
Pohotová	2,61	1,32	1,27	1,77	1,16
Okamžitá	0,44	0,02	0,03	0,35	0,05

Zdroj: vlastní zpracování

Rok 2014 se vyznačuje extrémně vysokou běžnou likviditou, která je na hladině 10,05. Vývoj v dalších letech však nasvědčuje tomu, že se firma snaží vázat nižší objem oběžných aktiv (především zásob), což zvyšuje efektivitu. Za alarmující lze považovat vývoj okamžité likvidity, která se za analyzované období od roku 2015 pohybovala pod minimální doporučenou hranicí 0,2. Jedinou výjimku tvoří rok 2017, ve kterém se rovnala hodnotě 0,35. Vývoj veličin lze shrnout jako nejednoznačný především v oblasti okamžité likvidity. V ostatních dvou se firmě daří tvořit nadbytek, který má ovšem klesající charakter.

2.2.5 Poměrová analýza zadluženosti

Mezi poměrové ukazatele zadluženosti, které jsou využity v této podkapitole, se řadí celková zadluženost, míra zadlužení a úrokové krytí. Následující tabulka poskytuje souhrnný přehled meziročního vývoje příslušných ukazatelů. Na tabulku navazuje slovní interpretace.

Tabulka 7: Poměrové ukazatele zadluženosti

Ukazatel	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Zadluženost	18,37%	17,58%	20,53%	27,72%	28,04%
Míra zadlužení	22,63%	21,47%	26,01%	38,60%	39,24%
Úrokové krytí	8	8	16	14	10

Zdroj: vlastní zpracování

Z dat v tabulce jednoznačně plyne, že organizace stabilně navyšuje zadluženost, ovšem v proměnlivém tempu. Nejvýznamnější změnu dle ukazatele zadluženosti lze pozorovat mezi lety 2016 a 2017, kdy došlo k nárůstu o 7,19 procentních bodů. Na počátku sledovaného období, tedy v roce 2014, tento ukazatel nabýval hodnoty 18,37 %, lze tedy hovořit o bezmála 10% růstu celkového zadlužení. Vývoj míry zadlužení indikuje rychlejší nárůst cizích zdrojů, než vlastních. Na počátku období se cizí kapitál rovnal 22,63 % kapitálu vlastního, v roce 2018 tato hodnota dosáhla 39,24 %.

I přes viditelný růst zadlužení se firmě PETROF daří udržovat relativně vysoké úrokové krytí, což potvrzuje vývoj příslušného ukazatele. V roce 2016 dosáhl hodnoty 16. I když lze v dalších letech pozorovat klesající trend, ukazatel neklesl pod hodnotu 10. Na základě těchto skutečností lze vyvodit pozitivní závěr o zadluženosti podniku.

2.2.6 Poměrová analýza aktivity

Poslední složku poměrové analýzy tvoří ukazatele aktivity, mezi něž patří obrat aktiv, obrat zásob, průměrná doba inkasa a průměrná doba splatnosti. I zde pro interpretaci poslouží souhrnná tabulka vývoje ukazatelů.

Tabulka 8: Poměrové ukazatele aktivity

Ukazatele	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Obrat aktiv	0,57	0,58	0,55	0,53	0,58
Obrat zásob	1,22	1,28	1,32	1,45	1,34
Průměrná doba inkasa	86	115	114	115	103
Průměrná doba splatnosti	40	88	92	86	92

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj hodnot ukazatelů obratu aktiv a zásob lze za dané období hodnotit jako vyrovnané a rigidní. Nedochází zde k významným odchylkám, což z podstaty odvětvového zaměření firmy PETROF lze hodnotit jako nadstandardní situaci. Průměrná doba inkasa dále indikuje relativně dlouhé období, po kterém firma čeká na peníze z pohledávek. Konkrétně se jedná o období mezi 103 až 115 dny v období 2015 až 2018. Na druhou stranu své závazky organizace splácí v průměru nejdéle za 92 dnů. Stejně jako i obraty, i tyto ukazatele vykazují dlouhodobě neměnný trend. Po roce 2015 lze celkově hovořit o vyvážené situaci, která svědčí o stabilitě podniku.

2.2.7 Vyhodnocení finanční analýzy

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty odhalila významný nárůst nákladových položek spojených s materiálem a zaměstnanci. Firma však i přes tuto skutečnost generovala dostatečné tržby, takže daným vývojem v nákladové struktuře nebyla ohrožena. V rámci výkazů zisku a ztráty má dále nestandardní průběh položka ostatních provozních nákladů, která v roce 2018 dokonce vzrostla tak, že omezila ziskový

potenciál firmy. Toto se však dá považovat za ojedinělý jev a nelze předpokládat jeho opakování v budoucnu. Naopak jako ryze pozitivní jev lze považovat meziroční vývoj tržeb za výrobky, které až na výjimku v roce 2015 rostou. V letech 2017 a 2018 se jedná dokonce o 10 procentních bodů meziročně.

Horizontální analýza rozvahy indikuje stálý růst cizích zdrojů, ovšem nejedná se o uniformní navyšování pouze dlouhodobých či krátkodobých zdrojů. Naopak vlastní kapitál roste stabilně, ovšem v nižší míře než kapitál cizí. To však není alarmující, jelikož firma stále primárně využívá za zdroj financování vlastní zdroje. Postupný přechod k cizím zdrojům pouze indikuje záměr podniku snížit celkové náklady na kapitál.

Poměrová analýza neodhalila zásadní problém či odchylku v žádné z klíčových oblastí. Výjimku tvoří okamžitá likvidita, která je v určitých letech na kriticky nízké úrovni. Ukazatele rentability meziročně rostou, naopak nadstandardně vysoká běžná likvidita klesá. Ukazatel celkové zadluženosti roste v souladu s výsledky horizontální analýzy rozvahy, stejně tak i ukazatel úrokového krytí.

Firmu lze na základě výše uvedených závěrů hodnotit jako finančně zdravou s rostoucím potenciálem. Nákladová struktura zcela jistě poroste, to je však ošetřeno mnohonásobně vyšším přírůstkem tržeb za vlastní výrobky. Toto podporují poznatky ze strategické analýzy, která indikuje úspěšné proniknutí na lukrativní čínský trh.

2.3 Analýza generátorů hodnoty

Tato kapitola popisuje jednotlivé generátory hodnoty podniku PETROF. Je využito koncepce, kterou popisuje odborná literatura. V rámci analýzy generátorů hodnoty je nutné rozdělit aktiva organizace na potřebná a nepotřebná. Z veřejně dostupných informací však nelze odvodit, která aktiva momentálně organizace potřebuje, či nikoliv. Zároveň existuje předpoklad, že organizace žádná nepotřebná aktiva nevlastní – v minulosti došlo k realizaci úsporných aktivit, v jejichž rámci organizace prováděla úsporná opatření a zbavovala se právě takových aktiv. Je tedy pravděpodobné, že skutečně nedisponuje nepotřebnými aktivy a lze pracovat s jejich celkovou hodnotou.

2.3.1 Tržby organizace

Prvním analyzovaným generátorem jsou tržby. Následující tabulka poskytuje souhrnný pohled na meziroční vývoj souhrnných tržeb za výrobky i zboží.

Tabulka 9: Historický vývoj tržeb organizace

Tržby organizace (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
	226 545	232 411	233 582	253 986	284 743

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky vyplývá, že celkový vývoj tržeb udržuje rostoucí trend. V roce 2014 se organizaci podařilo dosáhnout tržeb ve výši 226 454 tis. Kč. V roce 2015 bylo dosaženo celkových tržeb ve výši 232 411 tis. Kč. V dalším roce 2016 se jednalo o 233 582 tis. Kč a růst pokračoval i v roce 2017, kdy došlo ke generování tržeb na úrovni 253 986 tis. Kč. V roce 2018 bylo dosaženo maximální hodnoty ve výši 284 743 tis. Kč. Od roku 2014 se jedná o nárůst o 52 332 tis. Kč. Z dřívější horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty je průměrný růst mezi lety 2016 až 2017 a 2017 až 2018 roven 10 %.

Tento generátor hodnoty lze u organizace hodnotit velmi pozitivně. Růst tržeb je pozitivním jevem, který zvyšuje hodnotu organizace. Investoři budou zpravidla více preferovat takové organizace, u kterých k růstu tržeb dochází. Na základě této informace lze vyvodit realistický závěr o jejich budoucím vývoji, který popisuje následující tabulka.

Tabulka 10: Odhad vývoje tržeb

Tržby organizace (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
	313 235	341 466	368 850	394 767	422 510

Zdroj: vlastní zpracování

Tento scénář očekává, že bude zachován pozitivní trend ve vývoji tržeb z období 2016 až 2018 a že se organizaci bude dlouhodobě dařit navyšovat tržby o 10 % v roce 2019, 9 % v roce 2020, 8 % v roce 2021 a o 7 % v letech 2022 a 2023. Dle výsledků z minulých období a závěrů strategické analýzy, zejména s ohledem na budování prodejní sítě v zahraničí a aktivní přístup k inovacím, není tento cíl (resp. plán) nereálného charakteru.

2.3.2 Marže provozního zisku

Generátor hodnoty marže provozního zisku je kalkulován prostřednictvím korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy. Od provozního výsledku hospodaření jsou odečtené tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. K výsledné hodnotě je přičtena zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu. Ke korigovanému provoznímu výsledku jsou následně přičtené ještě odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku (tj. úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku trvalé). Tímto je získán korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy, který je dán do poměru s celkovými tržbami ve sledovaném období. Následující tabulka poskytuje souhrnný pohled na vývoj marže provozního zisku.

Tabulka 11: Historický vývoj provozní marže

Marže prov. zisku (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Provozní VH	6 998	11 589	9 730	33 017	14 330
Tržby z prodeje DM a mat.	1 339	950	1 061	2 848	2 228
Zůst. cena prod. DM a mat.	1 039	717	765	2 605	1 649
Korigovaný provozní VH (I.)	6 698	11 356	9 434	32 774	13 751
Odpisy DM hmotného a nehm.	7 114	7 398	7 216	8 533	9 486
Korigovaný provozní VH (II.)	13 812	18 754	16 650	41 307	23 237
Celkové tržby	226 545	232 411	233 582	253 986	284 743
Marže provozního zisku	**6,10%**	**8,07%**	**7,13%**	**16,26%**	**8,16%**

Zdroj: vlastní zpracování

Provozní zisková marže před odpisy ve sledovaném období až do roku 2016 stagnovala. Maximální hodnoty za toto období bylo dosaženo v roce 2015 (8,07 %). Výrazný růst lze zaznamenat v dalším roce 2017, kdy provozní marže zisku vzrostla na úroveň 16,26 %. Toto lze vysvětlit počátkem rychlého růstu tržeb, což bylo vysvětleno v minulé podkapitole. Rok 2018 pak indikuje pokles na poloviční hodnotu 8,16 %. Očividným důvodem je dosažený nižší provozní výsledek hospodaření (14 330 tisíc) oproti loňskému roku, i přes vyšší generované tržby (284 743 tisíc).

Situaci roku 2018 lze však považovat za ojedinělou, a tedy i vývoj provozní marže je označován jako stabilizovaný s potenciálem dalšího růstu. Toto popisuje blíže následující tabulka odhadu vývoje provozní marže zisku v dalších letech 2019 až 2023.

Tabulka 12: Odhad vývoje provozní marže

Marže prov. zisku (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Provozní VH	31 195	35 300	39 282	43 050	47 084
Tržby z prodeje DM a mat.	1 772	1 772	1 772	1 772	1 772
Zůst. cena prod. DM a mat.	1 434	1 434	1 434	1 434	1 434
Korigovaný provozní VH (I.)	30 857	34 962	38 944	42 712	46 746
Odpisy DM hmotného a nehm.	10 086	10 995	11 877	12 712	13 605
Korigovaný provozní VH (II.)	40 944	45 957	50 821	55 424	60 351
Celkové tržby	313 235	341 466	368 850	394 767	422 510
Marže provozního zisku	**13,07%**	**13,46%**	**13,78%**	**14,04%**	**14,28%**

Zdroj: vlastní zpracování

Kalkulace se již opírá o konkrétní odhady jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty pro roky 2019 až 2023. Blíže se tomuto rozboru věnuje samostatná kapitola o finančním plánu. Pro rok 2019 platí významný nárůst provozní marže oproti roku 2018, a to na hodnotu 13,07 %. Předpokládá se, že se již nebude opakovat nákladová situace loňského roku, a tedy firma dosáhne svého ziskového potenciálu. V dalších letech pak hodnota provozní marže roste plynulým tempem až na hodnotu 14,28 % v roce 2023. Dle odhadu sice organizace nedosáhne své maximální hodnoty marže provozního zisku z roku 2017 (16,26 %), na druhou stranu se však v odhadu vyvíjí mnohem stabilněji, což je žádané.

2.3.3 Investice do čistého pracovního kapitálu

V rámci analýzy generátoru hodnoty v podobě čistého pracovního kapitálu je opět nutné pracovat s jeho upravenou verzí, která více zohledňuje podíl ukazatele na tvorbě hodnoty organizace. Je zejména nutné eliminovat vliv provozně nepotřebných položek čistého pracovního kapitálu, krátkodobých závazků, krátkodobých bankovních úvěrů a finančních výpomocí (jako položek úročených cizích zdrojů). Upravený ukazatel čistého pracovního kapitálu potom přičítá položky časového rozlišení aktiv a odečítá položky časového rozlišení pasiv. Pro výpočet je využito vzorce, který uvádí teoretická část práce. Výsledky ukazatele korigovaného pracovního kapitálu se nachází v následující tabulce.

Tabulka 13: Historický vývoj korigovaného čistého pracovního kapitálu

Korigovaný ČPK (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Zásoby	185 550	181 115	177 243	174 848	212 469
Pohledávky	54 098	74 231	73 793	81 247	81 197
Peněžní prostředky	10 953	950	1 811	20 011	3 578
Časové rozlišení - aktiva	2 511	2 032	1 895	1 093	1 787
Krátkodobé závazky	24 932	21 760	30 269	26 992	38 792
Časové rozlišení - pasiva	1 751	2 029	2 220	2 292	2 527
Korigovaný ČPK	**226 429**	**234 539**	**222 253**	**247 915**	**257 712**

Zdroj: vlastní zpracování

Z vyhodnocení vyplývá, že hodnota ukazatele ve sledovaném období vykazovala až na výjimky v roce 2016 stabilní růst. Korigovaný čistý pracovní kapitál byl v roce 2014 na úrovni 226 429 tis, poté vzrostl na hodnotu 234 539 tis. Kč. V roce 2016 došlo k poklesu převážně kvůli tomu, že klesl objem zásob organizace. V dalších letech již docházelo k pravidelnému růstu. Poslední rok 2018 (257 712 tis.) indikuje rozdíl oproti roku 2014 o přibližně 30 000 tisíc Kč.

Na základě těchto údajů lze vytvořit relevantní odhad dalšího vývoje tohoto generátoru. Kalkulace se opět opírá o odhadnuté budoucí hodnoty jednotlivých složek daného generátoru. Následující tabulka poskytuje souhrnný pohled na období mezi lety 2019 až 2023.

Tabulka 14: Odhad vývoje korigovaného čistého pracovního kapitálu

Korigovaný ČPK (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Zásoby	193 710	187 806	177 048	172 855	161 104
Pohledávky	100 204	109 235	117 995	126 286	135 161
Peněžní prostředky	14 142	18 718	24 343	32 789	32 834
Časové rozlišení - aktiva	1 702	1 702	1 702	1 702	1 702
Krátkodobé závazky	37 303	39 168	41 127	43 184	45 341
Časové rozlišení - pasiva	2 267	2 267	2 267	2 267	2 267
Korigovaný ČPK	**270 188**	**276 026**	**277 694**	**288 181**	**283 193**

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky plyne předpoklad toho, že bude firma v budoucnu optimalizovat objem zásob, který v průběhu odhadovaného období postupně klesá. Na druhou stranu s vyššími tržbami porostou zcela jistě pohledávky a krátkodobé závazky provozního charakteru. Na ty se pak váže krátkodobý finanční majetek, který představuje de facto peníze. Objem peněz musí nutně růst, aby firma splňovala předpoklad okamžité

likvidity alespoň 0,2. Výsledná hodnota korigovaného ČPK tedy plynule roste, což je v souladu s vývojem tržeb. Jeho výsledná hodnota dosahuje maxima v roce 2022, kdy je rovna 288 181 tis. Kč.

2.3.4 Investice do dlouhodobého majetku

Dále se lze zabývat generátorem hodnoty v podobě investic do dlouhodobého majetku. Je využito dlouhodobého majetku jako takového, protože jsou k dispozici informace pouze o odpisech dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku jako jedné sumy a také je podíl dlouhodobého nehmotného majetku na velmi nízké úrovni oproti dlouhodobému hmotnému majetku. K souhrnnému vyhodnocení poslouží koeficient náročnosti investic. Následující tabulka popisuje vývoj tohoto ukazatele.

Tabulka 15: Historický vývoj koeficientu náročnosti investic na tržby

Rok	Tržby (v tis. Kč)	DHM (v tis. Kč)	Investice DM (v tis. Kč)	Koeficient náročnosti	Úp. hodnot DM (v tis. Kč)	Úp. hodnot/DM
2014	226 545	142 086	/	/	/	/
2015	232 411	142 292	206	0,09%	7 398	5,20%
2016	233 582	169 594	27 302	11,69%	7 216	4,25%
2017	253 986	200 159	30 565	12,03%	8 533	4,26%
2018	284 743	193 405	-6 754	-2,37%	9 486	4,90%
		/	**Průměr**	**5,36%**	**Průměr**	**4,66%**

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti tržeb na investice se pohybuje na průměrné hodnotě 5,63 %. V roce 2016 byl na úrovni 11,69 %, dále v roce 2017 šlo o hodnotu 12,03 % a v roce 2018 o zápornou hodnotu -2,37 %. Z ukazatele poměru mezi odpisy a stavem DHM vyplývá, že dosáhl průměrné hodnoty 4,66 %. Tato hodnota v roce 2015 dosáhla 5,20 %, dále v roce 2016 se jednalo o 4,25 % a v roce 2017 o 4,26 %. V posledním sledovaném roce byla hodnota ukazatele na úrovni 4,90 %. Z těchto informací lze vyvodit, že organizace realizuje investiční činnost do dlouhodobého majetku.

Nyní lze přesněji odhadnout vývoj investic do dlouhodobého majetku firmy PETROF v období 2019 až 2023. V praxi nelze přesně stanovit hodnotu budoucích investic. Kalkulace se tedy opírá o předpoklad, že investice budou do výše průměrného koeficientu náročnosti investic na tržby za období 2014 až 2018 vynásobeného tržbami za rok

2018. Tato hodnota bude meziročně konstantní a neměnná proto, aby reflektovala expanzní úsilí organizace. V takovém scénáři jsou pravidelné investice do dlouhodobého majetku přirozenou součástí existence společnosti. Další podpůrný odhad se týká úpravy hodnot dlouhodobého majetku. Zde byl odhad realizován vynásobením průměrné hodnoty poměru odpisy/DM s odpisy za rok 2018 – tímto byly tedy odhadnuty úpravy hodnot pro rok 2019. Hodnota v dalších letech následuje stejný postup, ovšem výchozím rokem již bude rok minulý, nikoliv 2018. Souhrnný pohled na vývoj jednotlivých složek propočtu poskytuje následující tabulka.

Tabulka 16: Odhad vývoje investic do dlouhodobého majetku

Rok	Tržby (v tis. Kč)	DHM (v tis. Kč)	Investice DM (v tis. Kč)	Koeficient náročnosti	Úp. hodnot DM (v tis. Kč)	Úp. hodnot/DM
2019	313 235	222 987	29 582	9,44%	10 086	4,52%
2020	341 466	235 857	12 870	3,77%	10 995	4,66%
2021	368 850	246 915	11 058	3,00%	11 877	4,81%
2022	394 767	257 150	10 235	2,59%	12 712	4,94%
2023	422 510	268 608	11 458	2,71%	13 605	5,06%
/	/	/	**Průměr**	**4,30%**	**Průměr**	**4,80%**

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti investic na tržby tedy v průměru klesl na 4,30 % z původních 5,36 %. Důvodem je růst tržeb, což je nepopíratelně pozitivní stav. Podíl úprav hodnot na dlouhodobý majetek v průměru vzrostl na 4,80 % z původních 4,66 %. Toto naopak reflektuje vyšší zastoupení dlouhodobého majetku jako takového spojeného s investiční činností firmy. Vývoj tohoto generátoru lze považovat za pozitivní; firmě se dle odhadu bude dařit navyšovat nutný dlouhodobý majetek, celková náročnost se však sníží kvůli vysokým tržbám, kterých bude firma dosahovat.

2.3.5 Kapitál a způsob financování

Kapitálový generátor je kalkulován postupem, který je vysvětlen v teoretické části této práce. Výpočet probíhá tak, že se k dlouhodobému majetku přičte hodnota čistého pracovního kapitálu (ČPK). V tomto případě se pro jednotnost práce pracuje s korigovaným ČPK kalkulovaným v předminulé kapitole. Tabulka níže popisuje vývoj mezi lety 2014 až 2018.

Tabulka 17: Historický vývoj kapitálu

Kapitál (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Dlouhodobý majetek	142 086	142 292	169 594	200 159	193 405
Korigovaný ČPK	226 429	234 539	222 253	247 915	257 712
Korekce	/	-791	2 836	2 652	3 370
Kapitál	**368 515**	**376 040**	**389 011**	**445 422**	**447 747**

Zdroj: vlastní zpracování

Z dat v tabulce plyne závěr o vývoji celkového kapitálu organizace, který v daném případě lze hodnotit jako rostoucí. Jelikož organizace v minulosti tvořila položky odloženého daňového závazku, je nutné od celkové hodnoty kapitálu tyto částky očistit. V odhadovaném plánu se tyto položky dále neuvažují. V roce 2018 je viditelné zpomalení, ke kterému došlo snížením hodnoty dlouhodobého majetku. Vzhledem k dřívějším závěrům ohledně investic do dlouhodobého majetku však lze vyvodit, že budoucí vývoj bude nabývat ryze rostoucí povahy. Toto indikuje následující tabulka, která popisuje pohyb hodnoty generátoru od roku 2019 do roku 2023.

Tabulka 18: Odhad vývoje kapitálu

Kapitál (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Dlouhodobý majetek	222 987	235 857	246 915	257 150	268 608
Korigovaný ČPK	270 188	276 026	277 694	288 181	283 193
Kapitál	**493 175**	**511 883**	**524 609**	**545 332**	**551 801**

Zdroj: vlastní zpracování

Konkrétní data dokazují, že očekávaný rostoucí průběh hodnoty kapitálu je realistický. Tento jev je očekávaný a žádoucí, protože pokud firma plánuje růst a expanzi na asijské trhy, musí zaměstnat více kapitálu. Oproti roku 2018, ve kterém nabýval hodnoty 451 857 tis. Kč, by se pak jeho odhadovaný objem měl rovnat 552 366 tis. Kč v roce 2023.

Způsob financování je v podstatě poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Tato veličina již byla analyzována podrobněji v oddílu věnovanému finanční analýze, pro úplnost je však souhrnná tabulka uvedena i zde.

Tabulka 19: Historický vývoj způsobu financování

Způsob financování (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Vlastní kapitál	320 848	328 150	334 983	342 757	351 838
Cizí zdroje	72 600	70 441	87 133	132 309	138 071
Poměr	**22,63%**	**21,47%**	**26,01%**	**38,60%**	**39,24%**

Zdroj: vlastní zpracování

Je patrné, že firma v posledních letech (2017 a 2018) začala financovat svoji činnost vyšším podílem cizích zdrojů. Nicméně v souvislosti s probíhající expanzí a růstem lze toto považovat za dočasný stav. Relevantní odhad je tedy takový, že v budoucnu cizí zdroje porostou ještě dále, avšak po zakončení rozšiřujících opatření se jejich poměr stabilizuje z důvodu navyšování vlastního kapitálu dosaženými zisky z minulých let. Tabulka níže zkoumá budoucí vývoj na základě odhadnutých dat.

Tabulka 20: Odhad vývoje způsobu financování

Způsob financování (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Vlastní kapitál	377 407	405 217	436 322	470 540	508 338
Cizí zdroje	153 071	145 834	129 414	117 976	88 804
Poměr	**40,56%**	**35,99%**	**29,66%**	**25,07%**	**17,47%**

Zdroj: vlastní zpracování

Daný vývoj odpovídá odhadnutému předpokladu o postupném snižování podílu cizích zdrojů na vlastním kapitálu. V roce 2019 by poměr cizích a vlastních zdrojů měl dosáhnout na hodnotu 40,56 %, v dalších letech by však mělo dojít k navyšování vlastních zdrojů dosaženými zisky z minulých let. Konečná hodnota poměru vlastního kapitálu k cizímu by se v roce 2023 měla rovnat 17,47 %. Tento jev je standardní pro rodinné firmy, které preferují financování vlastními zdroji před cizími.

2.3.6 Diskontní sazba

Generátor diskontní sazby zahrnuje dva pomocné výpočty, které je nutné předem vyřešit. Jedná se o sazbu nákladů na vlastní (r_e) a cizí kapitál (r_d). R_e slouží jako samostatná diskontní míra při oceňování metodou FCFE, ale také jako vstup do kalkulace WACC, což jsou průměrné vážené náklady kapitálu organizace. WACC je tak druhou

klíčovou diskontní sazbou. Prvním krokem je stanovení jednotné sazby r_d.

Pro výpočet úrokové míry cizího kapitálu byl využit postup vztažení nákladových úroků z výkazu zisku a ztráty k celkovým bankovním krátkodobým i dlouhodobým úvěrům z rozvahy, jinými slovy se jedná o zpoplatněný cizí kapitál. Tímto se získají přibližné úrokové míry všech jednotlivých období. Dalším krokem je agregace těchto pěti dílčích sazeb do jedné za využití průměrného vážení. Následující tabulka poskytuje souvislý přehled kvantifikace míry r_d.

Tabulka 21: Kalkulace úrokové míry za cizí kapitál

Úroková míra	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Bankovní úvěry (tis.)	40 526	42 681	53 864	94 317	86 279
Nákladové úroky (tis.)	1 520	1 320	725	1 044	1 889
Úroková míra (r_d)	**3,75%**	**3,09%**	**1,35%**	**1,11%**	**2,19%**
Vážený průměr (r_d)	2,05%				

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky lze jednoznačně vyvodit, že firma má dobrou vyjednávací pozici u bankovních institucí. Toto přirozeně souvisí s částkami poskytnutých výpomocí, kdy konkrétně v roce 2017 tento obnos přesáhl hranici 90 milionů korun. Očekávaný závěr je také to, že s rostoucí jistinou klesá úroková sazba. Agregovaná historická úroková míra za cizí kapitál je tedy rovna hodnotě 2,05 % p.a.

Kalkulace budoucích hodnot je však méně přesná kvůli tomu, že plánované hodnoty bankovních výpomocí a z nich plynoucí nákladové úroky mají ryze odhadnutý charakter. Na druhou stranu daný odhad je postaven na historickém vývoji těchto položek a dále vztažen na budoucí pravděpodobný průběh hospodaření podniku. Interpretace vývoje odhadované sazby r_d je spojená s následující tabulkou.

Tabulka 22: Odhad vývoje úrokové míry za cizí kapitál

Úroková míra	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Bankovní úvěry (tis.)	102 768	93 666	75 287	61 792	30 463
Nákladové úroky (tis.)	2 101	1 699	1 387	1 099	509
Úroková míra (r_d)	**2,04%**	**1,81%**	**1,84%**	**1,78%**	**1,67%**
Vážený průměr (r_d)	1,87%				

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě předpokladu o výši financování a splácení plyne, že se roční sazba r_d bude pohybovat mezi 1,67 % a 2,04 %. Vážený průměr pak hraje pouze orientační roli, neboť konečné WACC se bude kalkulovat pro každý rok zvlášť.

Nyní je na řadě vyjádřit náklady na kapitál pro vlastníky, kteří podstupují riziko tím, že do podniku investovali. Toto je vyjádřeno sazbou r_e, která jinými slovy udává, kolik firmu stojí financovat svůj majetek za pomoci vlastních zdrojů. Pro tyto účely se využije již v teorii zmíněný model CAPM (capital asset pricing model). V rámci něj je nutné kalkulovat $beta_{levered}$, což je beta odvětví zábavy v podmínkách evropského trhu dále doplněná o daňové zatížení a konkrétní zadlužení firmy. Následující tabulka kombinuje vstupní data o bezrizikové úrokové míře (ČNB, 2020), koeficientu beta a tržní prémii za riziko (Damodaran, 2020).

Tabulka 23: Kalkulace nákladů na vlastní kapitál

Úroková míra	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
r_f	0,67%	0,49%	0,53%	1,50%	2,01%
$r_m - r_f$	6,80%	7,36%	6,69%	5,89%	6,94%
$\beta_{unlevered}$ (entertainment)	0,78	0,81	0,58	0,74	0,96
1-t	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
CK/VK	13,92%	13,01%	16,08%	27,52%	24,52%
$\beta_{levered}$	0,87	0,90	0,66	0,90	1,15
r_e	**6,57%**	**7,08%**	**4,92%**	**6,83%**	**10,00%**
Průměr	7,08%				

Zdroj: vlastní zpracování

Z kalkulací plynou jednotlivé míry r_e, jejichž průběh lze označit za nepravidelný. V roce 2018 náklady dosáhly hranice 10 %. Po zprůměrování jednotlivých hodnot se agregovaná hodnota nákladů na vlastní kapitál rovná 7,53 %.

Odhad pro roky 2019 až 2023 je stejně jako u sazby r_d pouze orientační a slouží výhradně pro potřeby dané práce. Pracuje se s předpokladem, že hodnoty sazby $r_m - r_f$ a koeficientu $beta_{unlevered}$ se budou rovnat svým aritmetickým průměrům za období 2014 až 2018. Výše bezrizikové úrokové míry 10letého státního dluhopisu r_f se bude rovnat současnému stavu, který je dle ČNB (2020) roven 1,51 %. Poměr mezi vlastním a zpoplatněným cizím kapitálem sleduje odhad uplatněný v dřívějších výpočtech. Poslední předpoklad je o sazbě daně z příjmu právnických osob, který do budoucna uvažuje současnou hodnotu, tedy 19 %. Sazby r_e jednotlivých let prezentuje následující tabulka.

Tabulka 24: Odhad vývoje nákladů na vlastní kapitál

Úroková míra	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
r_f	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%	1,51%
r_m-r_f	6,74%	6,74%	6,74%	6,74%	6,74%
$\beta_{unlevered}$ (entertainment)	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
1-t	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
CK/VK	27,23%	23,12%	17,25%	13,13%	5,99%
$\beta_{levered}$	0,94	0,92	0,88	0,86	0,81
r_e	**7,87%**	**7,70%**	**7,45%**	**7,28%**	**6,98%**
Průměr	7,46%				

Zdroj: vlastní zpracování

Meziroční vývoj sazby r_e lze považovat za stabilizovaný, ovšem toto je zkreslující závěr, který vychází z 5letého průměrování. Průměrná hodnota je rovna 7,46 %, což je nárůst o 0,38 % oproti období 2014 až 2018 (7,08 %). Mírný nárůst nákladů na vlastní kapitál je způsoben jak přechodem k vlastnímu financování, tak i tím, že odhad pracuje s vyšší sazbou bezrizikové míry (1,51 %). Nyní jsou již všechny nutné vstupy pro výpočet hodnoty sazby WACC zjištěny, dalším krokem tedy bude její kvantifikace. Následující tabulka popisuje vývoj WACC jak za historické období, tak i za odhadované.

Tabulka 25: Kalkulace sazby WACC

WACC	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
r_d	3,75%	3,09%	1,35%	1,11%	2,19%
r_e	6,57%	7,08%	4,92%	6,83%	10,00%
CK (v tis. Kč)	44 667	42 681	53 864	94 317	86 279
VK (v tis. Kč)	320 848	328 150	334 983	342 757	351 838
Celkem (v tis. Kč)	365 515	370 831	388 847	437 074	438 117
1-t	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
$WACC_{historické}$	**6,14%**	**6,55%**	**4,39%**	**5,55%**	**8,38%**
/	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
r_d	2,04%	1,81%	1,84%	1,78%	1,67%
r_e	7,87%	7,70%	7,45%	7,28%	6,98%
CK (v tis. Kč)	102 768	93 666	75 287	61 792	30 463
VK (v tis. Kč)	377 407	405 217	436 322	470 540	508 338
Celkem (v tis. Kč)	480 175	498 883	511 609	532 332	538 801
1-t	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%	81,00%
$WACC_{odhadované}$	**6,54%**	**6,53%**	**6,58%**	**6,60%**	**6,66%**

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě provedených výpočtů lze popsat vývoj WACC v odhadovaném období za stabilizovaný. Nejvyšší hodnoty nabývá v roce 2023, ve kterém se rovná 6,66 %. Ve srovnání s průměrem 6,20 % za roky 2014 až 2018 se jedná o mírný růst, protože průměr za roky 2019 až 2023 je roven 6,58 %. Toto je nepochybně způsobené již zmíněným přechodem k financování vlastními zdroji.

2.3.7 Doba existence podniku

Předpokládanou dobu existence podniku lze určit spíše subjektivními postupy. Organizace vychází z více než 150leté existence, tedy z historicky letité tradice, ve které chce dále pokračovat. Lze předpokládat, že doba existence bude poměrně dlouhá a lze uvažovat například o minimálně 40letém období. Organizaci se dlouhodobě daří využívat příležitostí na trhu a případně efektivně reagovat na vznik různých hrozeb, což podporuje předpoklad jejího dalšího dlouhodobého působení na trhu. Tato práce však využívá primárně výnosové metody ocenění založené na dvoufázovém modelu. Do první fáze tedy patří interval od 1. března 2020 do 31. prosince 2023, další fáze potom nabývá formu perpetuity předpokládající neomezenou existenci firmy.

2.3.8 Vyhodnocení analýzy generátorů hodnoty

Provedená analýza sleduje pozitivní závěry jak v provozní, tak i v investiční oblasti. Odhadovaný vývoj předpovídá stabilní růst tržeb a s tím spojené investice do dlouhodobého majetku, který firma nepochybně potřebuje pro plánovanou expanzi. Marže provozního zisku bude růst relativně pomalým, avšak stabilním tempem. Zvýšená výroba s sebou ponese přirozeně také zvýšené investice do čistého pracovního kapitálu, který bude meziročně růst.

Naopak úrokové míry sledují spíše pomalejší vývoj a lze jak r_d, tak i r_e považovat za stabilizované. Odhaduje se, že firma bude v budoucnu snižovat objem zpoplatněného cizího kapitálu. Celková hodnota WACC by se v budoucnu měla pohybovat na hladině přibližně 6,5 %. I přes odhadovanou povahu sazeb, převážně pak u r_e, je možné jejich hodnoty považovat za relevantní, protože odrážejí jak strategické směřování podniku, tak i historický vývoj trhu.

2.4 Finanční plán

Finanční plán společnosti je definován od začátku roku 2019 do roku 2023 včetně, tedy období pěti let. Rok 2019 nebyl v době zpracování této práce dostupný, proto je nutné do plánování zahrnout i jej. V rámci odhadu je vytvořen plánovaný výkaz zisku a ztráty a také plánovaná rozvaha. Níže je představena jedna z možných verzí finančního plánu z pohledu výkazu zisku a ztráty.

Tabulka 26: Finanční plán výkazu zisku a ztráty za roky 2019–2023 (zkrácený rozsah)

VZZ (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Tržby za výrobky	**311 245**	**339 257**	**366 398**	**392 045**	**419 489**
Tržby za zboží	1 990	2 209	2 452	2 722	3 021
Výkonová spotřeba	**138 262**	**150 723**	**162 810**	**174 250**	**186 496**
N na prodané zboží	1 244	1 357	1 465	1 568	1 678
Spotřeba materiálu/energie	98 857	107 767	116 409	124 589	133 345
Služby	38 160	41 600	44 936	48 093	51 473
Změna stavu zásob vl. čin.	7 039	7 039	7 039	7 039	7 039
Aktivace	-2 138	-2 138	-2 138	-2 138	-2 138
Osobní náklady	**119 343**	**130 099**	**140 532**	**150 406**	**160 976**
Úpravy hodnot DHM a DNM	10 086	10 995	11 877	12 712	13 605
Ostatní provozní výnosy	3 492	3 492	3 492	3 492	3 492
Tržby z prodeje DM	489	489	489	489	489
Tržby z prodeje mat.	1 283	1 283	1 283	1 283	1 283
Jiné provozní výnosy	1 720	1 720	1 720	1 720	1 720
Ostatní provozní náklady	12 940	12 940	12 940	12 940	12 940
Zůstatková cena prod. DM	386	386	386	386	386
Daně a poplatky	2 009	2 009	2 009	2 009	2 009
Rezervy/kompl. nákl.	1 457	1 457	1 457	1 457	1 457
Jiné provozní náklady	8 040	8 040	8 040	8 040	8 040
Provozní VH	**31 195**	**35 300**	**39 282**	**43 050**	**47 084**
Výnosové úroky	189	189	189	189	189
Nákladové úroky	2 101	1 699	1 387	1 099	509
Ostatní finanční výnosy	5 729	5 729	5 729	5 729	5 729
Ostatní finanční náklady	3 616	3 616	3 616	3 616	3 616
Finanční VH	**201**	**603**	**915**	**1 203**	**1 793**
VH před zdaněním	**31 396**	**35 903**	**40 197**	**44 253**	**48 877**
Daň z příjmu PO	5 965	6 822	7 637	8 408	9 287
VH po zdanění	**25 431**	**29 082**	**32 559**	**35 845**	**39 590**
VH za účetní období	**25 431**	**29 082**	**32 559**	**35 845**	**39 590**
Čistý obrat	322 645	350 876	378 260	404 177	431 920

Zdroj: vlastní zpracování

Z hlediska tržeb z prodeje výrobků a služeb lze očekávat jejich růst, a to o 10 % v roce 2019, 9 % v roce 2020, 8 % za rok 2021 a o 7 % v letech 2022 a 2023. Lze očekávat, že postupem času narazí růst tržeb na svoje maximum, což je dáno kapacitními možnostmi ve výrobě organizace a tržními podmínkami. Podle interních informací je však tato kapacita ještě reálného charakteru, také lze očekávat, že bude pokračovat trend v růstu cen produktů, který zvýší tržby. I vývoj v předcházejících letech naznačuje, že stále existuje prostor pro růst tržeb z prodeje výrobků a služeb. Tržby za prodej zboží tvoří v organizaci pouze menší výnosovou položku, ale jejich růst lze také očekávat. Je využito odhadu ve výši 11% ročního růstu.

Výkonová spotřeba je tvořena náklady vynaloženými na prodané zboží, spotřebou materiálu a energií, či službami. V budoucích letech lze očekávat růst nákladů. Už ve sledovaném období čelila organizace tomuto trendu a nelze očekávat, že dojde ke zpomalení tempa růstu nákladů. U spotřeby materiálu a energií a služeb se využívá vertikálního poměru celkové výkonové spotřeby na celkové tržby. Ta se po výpočtu rovná průměrně 44 %. Tato proporce je zachována i v budoucnu. Organizace tak bude čelit zvyšující se výkonové spotřebě i v dalších letech právě kvůli rostoucím tržbám, což je standardní jev.

Další položkou v plánovaném výkazu zisku a ztráty je změna stavu zásob vlastní činností. Tuto hodnotu je velmi složité prognózovat, a proto bude využito průměru hodnot z let 2015 až 2018. Pro roky 2019 až 2023 je hodnota stanovena na 7 039 tis. Kč. Stejného přístupu je využito v případě odhadu položky aktivace.

Položka osobních nákladů je tvořena mzdovými náklady a náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady. Ze strategické analýzy vyplývá, že organizace musí v dalších letech očekávat růst mzdových nákladů, protože existuje nedostatek kvalifikované pracovní síly a musí nabízet zajímavé mzdové ohodnocení, aby přilákala kvalifikovanou pracovní sílu. Znovu se využije poměru osobních nákladů na celkové tržby organizace, který se rovná 38 %.

Jako další je odhadován vývoj položek v rámci úpravy hodnot v provozní oblasti. Tuto položku tvoří úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, a také úpravy hodnot pohledávek. V tomto případě se například úprava hodnot pohledávek vyvíjí různorodě a nelze jednoznačně odhadovat, jakým způsobem se bude vyvíjet. Z tohoto důvodu není v dalších letech uvažována. Růst odpisů se

odvíjí od investičního plánu, který byl podrobně popsán v příslušné podkapitole.

Položka ostatních provozních výnosů se sestává z tržeb z prodeje dlouhodobého majetku, tržeb z prodeje materiálu a jiných provozních výnosů. Vývoj těchto položek v jednotlivých letech je v podstatě nahodilého charakteru, a tedy i v tomto případě dojde k využití průměrných hodnot, které potom budou využité jako prognózovaná hodnota. Pokud byla některá z hodnot výrazně odlišná oproti vývoji v předcházejících letech, tak není do výpočtu průměru zařazena (to platí i u dalších položek).

Položka ostatních provozních nákladů obsahuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku, zůstatkovou cenu prodaného materiálu, daně a poplatky, rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období a jiné provozní náklady. Z výše uvedených důvodů se lze opět přiklonit k využití průměrných hodnot z let 2015 až 2018 jako základu pro odhad hodnot v dalším období (v roce 2018 došlo k výraznému meziročnímu růstu položky jiných provozních nákladů a lze se domnívat, že šlo o ojedinělý efekt, a tedy bude využit pouze průměr z let 2015 až 2017).

Na základě těchto informací lze kalkulovat provozní výsledek hospodaření organizace. Za účelem zjištění výsledku hospodaření za účetní období je nutné kalkulovat i další položky a ukazatele. S položkou nákladů vynaložených na prodané podíly nebude nijak pracováno, protože není jasné, jestli dojde ke vzniku tohoto druhu nákladů. Případné rozhodnutí o prodeji podílu prozatím nebylo vykonáno.

Položka výnosových úroků a podobných výnosů je tvořena ostatními výnosovými úroky a podobnými výnosy. Tato položka se ve sledovaném období vyvíjela různorodě, a tedy lze opět pracovat s průměrnou hodnotou, která bude využita jako hodnota v dalších prognózovaných letech. Úprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti vznikají spíše jednorázově, než pravidelně, a tedy nebude s jejich vznikem uvažováno v rámci dalších let.

Položka nákladových úroků a podobných nákladů je tvořena ostatními nákladovými úroky a podobnými náklady. Při pohledu na jejich vývoj ve sledovaném období je zřejmé, že jejich hodnota průběžně roste. S rostoucím trendem však nelze počítat i do budoucna kvůli splácení jistiny, jejich dílčí hodnoty tedy budou průběžně klesat. Hodnota ostatních finančních výnosů se v rámci sledovaného období průběžně

proměňuje a nevykazuje jednoznačně rostoucí či klesající charakter. Lze opět využít průměrných hodnot ze sledovaného období. Stejně jako v případě ostatních finančních nákladů.

Na základě těchto informací lze finálně kalkulovat finanční výsledek hospodaření v jednotlivých letech. Jako další lze potom určit výsledek hospodaření před zdaněním v jednotlivých plánovaných letech. Z tohoto zisku lze spočítat i daň z příjmů za běžnou činnost, kdy sazba daně z příjmů činí 19 %. Z tohoto už vyplývá hodnota výsledku hospodaření po zdanění v uvažovaném období.

Z plánovaného výkazu zisku a ztráty v letech 2019 až 2023 vyplývá, že lze očekávat rostoucí trend, ať už v oblasti výnosů, nebo nákladů. Provozní výsledek hospodaření a výsledek hospodaření za účetní období by však měl v dalších letech vykazovat růstový potenciál. Lze očekávat, že se podniku podaří využít svoje silné stránky pro upevnění tržního postavení, pro lepší uplatnění na trhu, ať už v důsledku inovací, know-how nebo eliminací slabých stránek, popř. využitím příležitostí.

Finanční plán rozvahy

Dále lze prognózovat vývoj jednotlivých položek v rámci rozvahy společnosti. Přitom lze reálně odhadovat vývoj pouze klíčových položek rozvahy. Následující tabulka představuje jednu z mnoha přípustných alternativ vývoje aktiv a pasiv v příslušných letech.

Tabulka 27: Finanční plán rozvahy za roky 2019-2023 (zkrácený rozsah)

Rozvaha (v tis. Kč)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
AKTIVA CELKEM	**532 745**	**553 318**	**568 003**	**590 782**	**599 409**
Dlouhodobý majetek	**222 987**	**235 857**	**246 915**	**257 150**	**268 608**
Oběžná aktiva	**308 056**	**315 759**	**319 386**	**331 930**	**329 099**
Zásoby	193 710	187 806	177 048	172 855	161 104
Pohledávky	100 204	109 235	117 995	126 286	135 161
Peněžní prostředky	14 142	18 718	24 343	32 789	32 834
Časové rozlišení	1 702	1 702	1 702	1 702	1 702
PASIVA CELKEM	**532 745**	**553 318**	**568 003**	**590 782**	**599 409**
Vlastní kapitál	**377 407**	**405 217**	**436 322**	**470 540**	**508 338**
Základní kapitál	500	500	500	500	500
Ážio	60 557	60 557	60 557	60 557	60 557
Fondy ze zisku	106 409	106 409	106 409	106 409	106 409
VH minulých let	184 510	208 670	236 297	267 228	301 281
VH běžného úč. období	**25 431**	**29 082**	**32 559**	**35 845**	**39 590**
Cizí zdroje	**153 071**	**145 834**	**129 414**	**117 976**	**88 804**
Rezervy	13 000	13 000	13 000	13 000	13 000
Závazky	140 071	132 834	116 414	104 976	75 804
Dlouhodobé závazky	67 223	59 542	42 988	30 723	1 922
Krátkodobé závazky	72 848	73 292	73 426	74 253	73 882
Krátkodobé úvěry	35 545	34 124	32 299	31 069	28 541
Závazky z obch. vztahů	37 303	39 168	41 127	43 184	45 341
Časové rozlišení	2 267	2 267	2 267	2 267	2 267

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek bude i nadále tvořen zejména hmotným majetkem, kdy se očekává jeho meziroční růst dle hodnot vycházejících z kapitoly o příslušném generátoru hodnoty.

Položka zásob patřící do oběžných aktiv průběžně klesá z důvodu již zmíněné optimalizace v oblasti skladování. Očekává se plynulý roční pokles o přibližně 5,5 %.

U odhadu peněžních prostředků se vycházelo z principu okamžité likvidity, kdy je její doporučená hodnota na hladině minimálně 0,2 % objemu krátkodobých závazků. Plánování této položky tak bylo sestaveno tak, aby tento předpoklad splňovala. Plánování položky časového rozlišení naopak staví na bázi průměrování, která ovšem nezahrnuje období roku 2014, protože se jedná o vzdálenější časové období.

Z plánovaného vývoje financování organizace PETROF je zřejmé, že převážná část činnosti podniku bude stále financována prostřednictvím vlastních zdrojů. V roce 2019 sice dojde k finálnímu navýšení celkového objemu cizích zdrojů, v dalších letech již však budou činnost firmy financovat primárně zdroje vlastní.

Z plánovaného vývoje aktiv organizace PETROF lze odvodit, že i nadále bude větší část majetku uložena v rámci oběžných aktiv a nebude docházet ke kolísavému vývoji některých složek. Účetní hodnota společnosti bude na první pohled každoročně stoupat, což je v souladu s očekávaným vývojem trhu. Z hlediska pasiv je opět u některých složek využito průměru ze sledovaného období jako podkladu pro hodnotu budoucí. Dále do položky vlastního kapitálu vstupuje očekávaný výsledek hospodaření a také předpoklad, že bude navyšována položka výsledku hospodaření minulých let.

2.5 Ocenění organizace

Na základě všech zjištěných a uvedených informací se nyní lze věnovat ocenění podniku PETROF. Jako primární metoda ocenění se využije metoda výnosová ve dvou různých variantách, a sice FCFF a na základě EVA. Sekundární metoda je majetková na základě stanovení účetní hodnoty k roku 2018 a také metoda tržní, která pro ocenění využije přístup tržních multiplikátorů.

2.5.1 FCFF

První přístup ocenění bude na základě volného toku peněz do firmy, neboli FCFF. Využije se vzorec pro dvoufázové období uvedený v příslušné kapitole teoretické části práce. Je nutné zmínit, že do ocenění nebude vstupovat rok 2019, protože ten je z faktického hlediska již minulostí. Kvůli absenci výročních zpráv však bylo nutné jej uvést do plánování, do ocenění ale nevstupuje. Tento předpoklad platí pro všechny další výnosové přístupy ocenění. Dále je nutné zohlednit skutečnost, že diskontovaný výsledek pro rok 2020 je nutné očistit o již uplynulé 2 měsíce (leden a únor). S těmito přijatými předpoklady je nyní možné provést ocenění. Následující tabulka prezentuje souhrnný postup řešení včetně výsledků.

Tabulka 28: Stanovení hodnoty dle FCFF

FCFF (v tis. Kč)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
EBIT(1-t)	30 458	33 683	36 735	40 003
+ úpravy hodnot	10 995	11 877	12 712	13 605
- investice	23 865	22 935	22 947	25 063
- růst ČPK	5 839	1 668	10 486	-4 988
FCFF (I.)	**11 749**	**20 957**	**16 014**	**33 532**
Trvání období	0,83	1	1	1
FCFF (II.)	**9 791**	**20 957**	**16 014**	**33 532**
WACC	6,53%	6,58%	6,60%	6,66%
Diskont	1,054	1,123	1,198	1,277
FCFF (III.)	**9 288**	**18 654**	**13 372**	**26 252**
ΣFCFF (1. fáze)				**67 566**
g				2,00%
WACC (pokr.)				6,75%
FCFF (2. fáze)				**563 718**
Hodnota				**631 284**

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky plyne, že hodnoty jednotlivých volných toků peněz do firmy mají až na výjimku v roce 2022 ryze rostoucí charakter, což je pozitivní. Důvodem stagnace v roce 2022 bude vysoký nárůst čistého pracovního kapitálu, což rychlým pohledem na minulý vývoj této veličiny není nereálného charakteru.

Položka trvání období v tabulce existuje z již zmíněného důvodu uplynutí 2 měsíců v roce 2020. Hodnota 0,83 tedy představuje zaokrouhlenou hodnotu 10/12. Tímto se očistí diskontování hodnoty FCFF, jejíž dílčí výsledek je v řádku FCFF (II.) Dále následuje zjištění finálního diskontu, do kterého vstupuje také WACC. Diskontovaná hodnota dílčích toků peněz jsou v řádku FCFF (III.)

Součtem byla získána celková hodnota firmy PETROF v 1. fázi ocenění, která se rovná 67 566 tis. Kč. Pro další fázi je nutné odhadnout faktor růstu g, který se v této práci rovná odhadovanému vývoji světové ekonomiky, což jsou 2 %. Hodnota WACC pro 2. fázi je mírně vyšší (6,75 %), než v roce 2023, a to z toho důvodu, že se zde pracuje s předpokladem, že firma bude i nadále financovat svoji činnost převážně vlastními zdroji, WACC tedy musí v čase nutně růst.

Po kalkulaci vyšla hodnota 2. fáze rovna 563 718 tis. Kč a po finálním sečtení se celková objektivizovaná hodnota firmy PETROF rovná 631 284 tis. Kč.

2.5.2 EVA

Dalším využitým přístupem vycházejícím z výnosové metody je tok peněz na základě ekonomické přidané hodnoty. Platí zde veškeré předpoklady uvedené u FCFF. Struktura výpočtu je však mírně odlišná. Následující tabulka shrnuje postup výpočtu.

Tabulka 29: Stanovení hodnoty dle EVA

EVA (v tis. Kč)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
EBIT(1-t)	30 458	33 683	36 735	40 003
- kapitál	511 883	524 609	545 332	551 801
WACC	6,53%	6,58%	6,60%	6,66%
EVA (I.)	**-2 968**	**-812**	**740**	**3 259**
trvání období	0,83	1	1	1
EVA (II.)	**-2 474**	**-812**	**740**	**3 259**
WACC	6,53%	6,58%	6,60%	6,66%
diskont	1,054	1,123	1,198	1,277
EVA (III.)	**-2 347**	**-723**	**618**	**2 552**
ΣEVA (1. fáze)				**100**
g				2,00%
WACC (pokr.)				6,75%
EVA (2. fáze)				**54 793**
Provozní hodnota				**54 893**
Kapitál				447 747
Hodnota				**502 640**

Zdroj: vlastní zpracování

Výpočet hodnoty dle EVA zahrnuje položku kapitál, kterou lze chápat jako součet kapitálu vlastního a zpoplatněných cizích zdrojů. Ten společně s hodnotou NOPAT, neboli EBIT(1-t), rostl. Z tabulky vyplývá, že byla hodnota diskontovaného volného toku peněz roku 2020 a 2021 záporná (-2 347 tis. Kč a -723 tis. Kč). V dalších letech pak dochází k mírnému nárůstu a maxima dosahuje v posledním roce (2 552 tis. Kč). Celková hodnota EVA v 1. fázi se rovná 100 tis. Kč.

Hodnota WACC pro 2. fázi je rovna 6,75 %, což je stejné jako u výpočtu FCFF. Provozní hodnota (54 893 tis. Kč) představuje součet hodnoty 1. a 2. fáze. K této hodnotě se musí následně přičíst již definovaný kapitál, jehož hodnota byla vyjmuta z roku 2018 z důvodu objektivizace ocenění. Po sečtení plyne, že je hodnota firmy dle EVA rovna 502 640 tis. Kč.

2.5.3 Odvětvový násobitel EBITDA

Následující ocenění na základě průmyslového násobitele patří mezi metody tržní. Kalkulace hodnoty tímto přístupem je relativně snadná, je však nutné nejdříve zjistit správnou hodnotu odvětvového multiplikátoru. Tabulka níže zahrnuje kromě výpočtu také konkrétní hodnotu aplikovaného tržního multiplikátoru EV/EBITDA (Damodaran, 2020).

Tabulka 30: Stanovení hodnoty dle EV/EBITDA

EV/EBITDA (v tis. Kč)	**2018**
EBITDA	28 831
Multiplikátor	18,47
Hodnota	**532 509**

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet bylo využito aktuálního násobitele EV/EBITDA (EV = enterprise value) pro evropský trh zábavy. Ve srovnání s násobitelem pro americký trh, který zahrnuje 107 firem, evropský zahrnuje 152, z čehož plyne vyšší vypovídající hodnota. Z důvodu objektivizace byla pro výpočet využita hodnota EBITDA za rok 2018, která je rovna 28 831 tis. Kč. Celková hodnota podniku PETROF je tak po vynásobení rovna 532 509 tis. Kč.

2.5.4 Účetní hodnota

Poslední užitý přístup patří mezi metody majetkové, jímž je hodnota účetní. Ta je v tomto případě rovna hladině aktiv. Znovu bude z důvodu objektivizace využita hodnota roku 2018. Výsledky jsou shrnuty v následující tabulce.

Tabulka 31: Stanovení hodnoty dle účetní hodnoty

Účetní hodnota (v tis. Kč)	**2018**
Aktiva	492 436
Hodnota	**492 436**

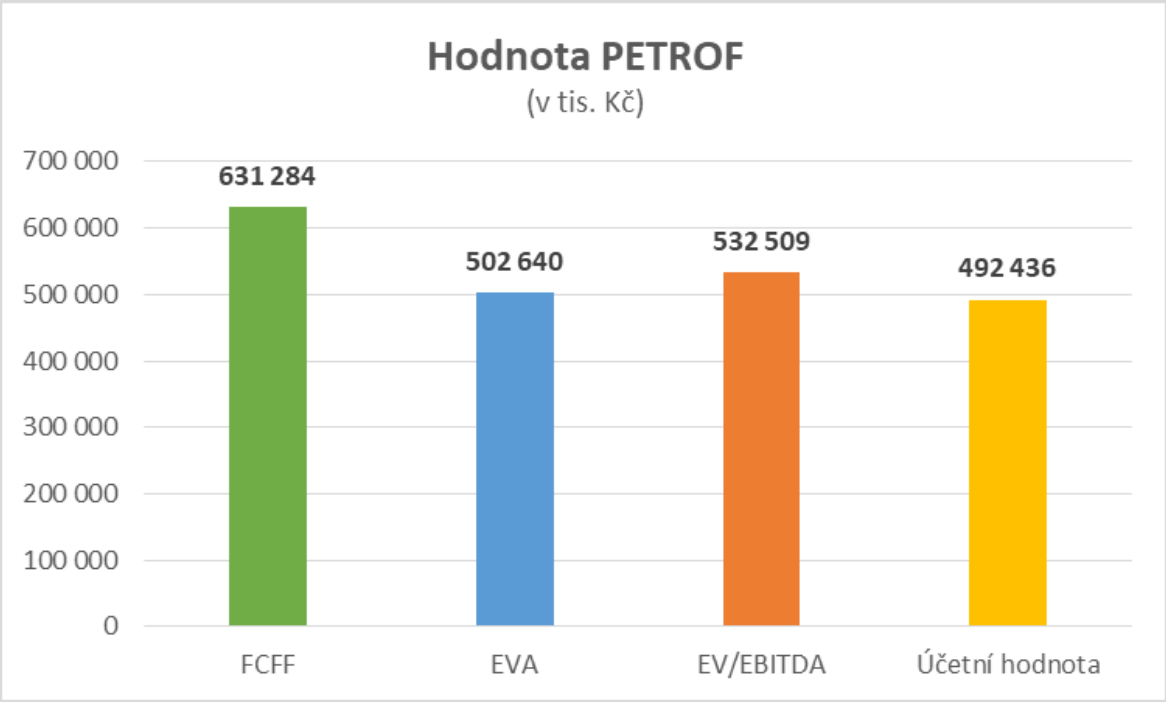
Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky plyne, že se celková hodnota firmy na základě účetního ocenění rovná 492 436 tis. Kč. V dalších odhadovaných letech by měla dále růst v souladu s rostoucí hladinou aktiv.

2.5.5 Syntéza výsledků

K ocenění firmy PETROF, spol. s r.o., byly využity tři základní metody, jimiž jsou metoda výnosová, tržní a majetková. V rámci výnosových metod bylo užito dvoufázového přístupu dle FCFF a EVA. Tržní metoda zahrnuje přístup na základě EV/EBITDA podle odvětvového násobitele. Majetková metoda využila přístupu ocenění dle účetní hodnoty firmy. Následující graf poskytuje jednotný pohled na všechny výsledky ocenění.

Obrázek 2: Souhrnný pohled na jednotlivé výsledky ocenění



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že nejnižší hodnotu (492 436 tis. Kč) zastupuje účetní ocenění. Toto je v souladu s tvrzením, že firma splňuje předpoklad going concern a není tedy v krizové situaci. Pokud by byla majetková hodnota firmy vyšší než ostatní, bylo by to alarmující.

Hodnota firmy dle EVA (502 640 tis. Kč) a EV/EBITDA (532 509 tis. Kč) se pohybuje přibližně na stejné hladině, což vypovídá jak o kvalitě odhadnutého finančního plánu, jehož část vstupuje do výpočtu hodnoty dle EVA, tak o tom, že je firma PETROF v souladu s evropským trhem zábavy.

Hodnota, která je v grafu nejvyšší (631 284 tis. Kč) patří ocenění dle FCFF. Toto je pozitivní, protože ocenění dle FCFF má pro firmu tohoto typu nejvyšší vypovídající charakter. Skutečnost, že výpočet dle tohoto přístupu zahrnuje výhradně odhadované budoucí hodnoty, dále pouze potvrzuje silný výnosový potenciál společnosti. Hodnotu 631 284 tis. Kč lze tedy považovat za definitivní.

Závěr

Tato práce se zabývala stanovením hodnoty podniku PETROF, spol s r.o. Definování hodnoty organizace je užitečnou informací, i když je její stanovení vždy do jisté míry spojené se subjektivitou, protože je nutné odhadovat budoucí vývoj trhu. V tomto případě je ocenění společnosti prováděno pro společníka, který uvažuje o prodeji svého podílu, a tedy potřebuje mít přehled o hodnotě organizace. Za účelem ohodnocení společnosti bylo nutné představit konkrétní postupy a přístupy oceňování v teoretické části. Metody a modely definované v teoretické části práce byly dále aplikované na praktickou situaci organizace PETROF.

Primárním cílem práce byl návrh optimálního finančního plánu a stanovení celkové hodnoty sledované firmy. Hodnota společnosti byla zjištěna prostřednictvím tří metod: výnosové (FCFF, EVA), tržní (EV/EBITDA) a majetkové (účetní hodnota). Hodnota firmy na základě majetkového ocenění vyšla jako nejnižší, což je žádaný stav. Ocenění dle EVA a EV/EBITDA jsou přibližně na stejné úrovni, což potvrzuje racionalitu celkového odhadu budoucí činnosti firmy. Jako klíčovou a optimální hodnotu se pro danou firmu považuje ocenění dle FCFF. Tento přístup firmě PETROF přiřazuje ke dni 1. března 2020 definitivní hodnotu rovnou 631 284 tis. Kč. Hlubší rozdíly mezi jednotlivými přístupy v ocenění popisuje předchozí kapitola.

Dílčím cílem práce bylo sestavit teoretický základ klíčových nástrojů a metod řešení a následně provést praktické zkoumání v podobě strategické a finanční analýzy a analýzy generátorů hodnot vybraného podniku. V rámci sestavení teoretické části práce bylo zjištěno, že se v praxi využívá různých teoretických přístupů ke stanovení hodnoty podniku a také že samotný pojem hodnota podniku je často vymezován různorodým způsobem.

To vše potom ovlivňuje chápání pojmu hodnota podniku jako takového. Z tohoto důvodu došlo v praktické části práce k využití různých metod a přístupů pro posouzení hodnoty podniku. Například strategická a finanční analýza odhalila, že by měla v budoucnosti hodnota podniku růst, protože má řadu silných stránek, které může využít pro generování vyšších tržeb. Také analýza generátorů hodnoty podniku identifikovala jejich pozitivní vývoj, což naznačuje prostor pro další růst hodnoty této organizace. To se potom odrazilo i na odhadu budoucích tržeb a výsledku hospodaření. Podnik by měl prosperovat a měl by dokázat plnit svoje strategické cíle.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. Praha: Grada Publishing, 2018. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0194-8.

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. ISBN 978-80-86929-44-6.

FIBÍROVÁ, Jana. Reporting: moderní metoda hodnocení výkonnosti uvnitř firmy. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2003. Účetnictví a daně . ISBN 80-247-0482-X.

FOTR, Jiří a kol. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. Praha: Grada, 2012. Expert. ISBN 978-80-247-3985-4.

GLADIŠ, Daniel. Naučte se investovat. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2005. Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-1205-9.

HANZELKOVÁ, Alena a kol. Business strategie: krok za krokem. Praha: C.H. Beck, 2019. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-455-1.

JÁČOVÁ, Helena a Martina ORTOVÁ. Finanční řízení podniku v příkladech. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-724-7.

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. Praha: Grada, 2013. Expert. ISBN 978-80-247-4127-7.

JINDŘICHOVSKÁ, Irena. Finanční management. Praha: C.H. Beck, 2013. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-052-2.

KISEĽÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS. Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků. Praha: Grada Publishing, 2017. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0680-6.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. Finanční analýza: krok za krokem. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-717-9529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.

KOVÁŘ, František a kol. Konkurenceschopný podnik: Ekonomika konkurenceschopného podniku. Dubnica nad Váhom: E-knihy jedou, 2016. ISBN 978-80-7512-608-5.

KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

MARTINOVIČOVÁ, Dana, Miloš KONEČNÝ a Jan VAVŘINA. Úvod do podnikové ekonomiky. 2., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Expert. ISBN 978-80-271-2034-5.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2011. ISSN 1213-8223.

PETŘÍK, Tomáš. Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-3024-0.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. Řízení platební schopnosti podniku. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.

ROUSEK, Pavel. Základní komparace finančních metod soukromého a veřejného sektoru. Mladá Veda [online]. 2017, vol. 5, no. 7, s. 77-86.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 6., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2019. ISBN 978-80-271-2633-0.

SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. Expert. ISBN 978-80-247-3494-1.

ŠIMAN, Josef a Petr PETERA. Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi. Praha: C.H. Beck, 2010. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-117-8.

Internetové zdroje

ARAD - Systém časových řad - Česká národní banka. [online]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=22049&p_uka=1%2C2%2C3&p_strid=

AEBA&p_od=201401&p_do=202004&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C. Bezriziková úroková míra (r_f).

DAMODARAN, Aswath. Damodaran Online. Pages.stern.nyu.edu [online]. 2020 [cit. 2020-03-08]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/. Tržní riziková přirážka (rm-rf), $\beta_{unlevered}$, EV/EBITDA.

KAIN, Petr. Kůrovec nám žere rezonanční smrky, ze kterých vyrábíme piana. Je to noční můra, říká Zuzana Ceralová Petrofová. Archiv.ihned.cz/ [online]. 2019 [cit. 2020-02-25]. Dostupné z: https://archiv.ihned.cz/c1-66632520-kurovec-nam-zere-rezonancni-smrky-ze-kterych-vyrabime-piana-je-to-nocni-mura-rika-zuzana-ceralova-petrofova.

MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND. Růst světové ekonomiky letos kvůli koronaviru zpomalí. Www.fxstreet.cz [online]. 2020 [cit. 2020-03-13]. Dostupné z: https://www.fxstreet.cz/rust-svetove-ekonomiky-letos-kvuli-koronaviru-zpomali.html.

PETROF. PETROF. www.PETROF.cz [online]. 2020 [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.PETROF.cz/o-PETROFu.

PETROF, SPOL. S R. O. Výroční zpráva 2018. Hradec Králové, 2019. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

PETROF, SPOL. S R. O. Výroční zpráva 2017. Hradec Králové, 2018. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

PETROF, SPOL. S R. O. Výroční zpráva 2016. Hradec Králové, 2017. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

PETROF, SPOL. S R. O. Výroční zpráva 2015. Hradec Králové, 2016. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

PETROF, SPOL. S R. O. Výroční zpráva 2014. Hradec Králové, 2015. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

PETROF, SPOL. S R.O. Charakteristika společnosti. Hradec Králové, 2020. [cit. 2020-02-06]. Dostupné z: https://www.justice.cz

TESAŘOVÁ, Kateřina a Lucie VOPÁLENSKÁ. Na proniknutí na čínský trh bylo nejsložitější do té země jezdit a vnímat potenciální partnery, říká šéfka firmy PETROF. Plus.rozhlas.cz [online]. 2019 [cit. 2020-02-25]. Dostupné z: https://plus.rozhlas.cz/na-proniknuti-na-cinsky-trh-bylo-nejslozitejsi-do-te-zeme-jezdit-a-vnimat-8113353

Seznam obrázků

Obrázek 1: Vazby mezi generátory 29
Obrázek 2: Souhrnný pohled na jednotlivé výsledky ocenění 80

Seznam tabulek

Tabulka 1: Horizontální analýza rozvahy - zkrácený rozsah 50
Tabulka 2: Horizontální analýza VZZ - zkrácený rozsah 52
Tabulka 3: Vertikální analýza rozvahy - zkrácený rozsah 53
Tabulka 4: Vertikální analýza VZZ - zkrácený rozsah 54
Tabulka 5: Poměrové ukazatele rentability 55
Tabulka 6: Poměrové ukazatele likvidity 56
Tabulka 7: Poměrové ukazatele zadluženosti 56
Tabulka 8: Poměrové ukazatele aktivity 57
Tabulka 9: Historický vývoj tržeb organizace 59
Tabulka 10: Odhad vývoje tržeb 59
Tabulka 11: Historický vývoj provozní marže 60
Tabulka 12: Odhad vývoje provozní marže 61
Tabulka 13: Historický vývoj korigovaného čistého pracovního kapitálu 62
Tabulka 14: Odhad vývoje korigovaného čistého pracovního kapitálu 62
Tabulka 15: Historický vývoj koeficientu náročnosti investic na tržby 63
Tabulka 16: Odhad vývoje investic do dlouhodobého majetku 64
Tabulka 17: Historický vývoj kapitálu 65
Tabulka 18: Odhad vývoje kapitálu 65
Tabulka 19: Historický vývoj způsobu financování 66
Tabulka 20: Odhad vývoje způsobu financování 66
Tabulka 21: Kalkulace úrokové míry za cizí kapitál 67
Tabulka 22: Odhad vývoje úrokové míry za cizí kapitál 67
Tabulka 23: Kalkulace nákladů na vlastní kapitál 68
Tabulka 24: Odhad vývoje nákladů na vlastní kapitál 69
Tabulka 25: Kalkulace sazby WACC 69
Tabulka 26: Finanční plán výkazu zisku a ztráty za roky 2019-2023 (zkrácený rozsah) 71
Tabulka 27: Finanční plán rozvahy za roky 2019-2023 (zkrácený rozsah) 75
Tabulka 28: Stanovení hodnoty dle FCFF 77
Tabulka 30: Stanovení hodnoty dle EVA 78
Tabulka 31: Stanovení hodnoty dle EV/EBITDA 79
Tabulka 32: Stanovení hodnoty dle účetní hodnoty 80

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha PETROF, spol. s r.o. (2014-2018) - zkrácený rozsah

Rozvaha (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
AKTIVA CELKEM	**395,198**	**400,620**	**424,336**	**477,358**	**492,436**
Pohledávky za upsaný základní kapitál	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Dlouhodobý majetek	**142,086**	**142,292**	**169,594**	**200,159**	**193,405**
Dlouhodobý hmotný majetek	138,203	135,915	163,009	196,668	190,560
Pozemky a stavby	119,740	116,669	113,985	162,899	159,602
B.II.1.1. Pozemky	25,818	25,818	25,818	25,594	25,594
B.II.1.2. Stavby	93,922	90,851	88,167	137,305	134,008
Hmotné movité věci a soubory movitých věcí	18,279	17,604	28,883	33,705	30,812
B.II.5.1. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.5.2. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	184	1,642	20,141	64	146
Dlouhodobý finanční majetek	1,942	4,513	4,906	2,085	1,676
Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	1,942	4,513	4,906	2,085	1,676
Oběžná aktiva	**250,600**	**256,296**	**252,847**	**276,106**	**297,244**
Zásoby	185,550	181,115	177,243	174,848	212,469
Pohledávky	54,098	74,231	73,793	81,247	81,197
Peněžní prostředky	10,953	950	1,811	20,011	3,578
Časové rozlišení	2,511	2,032	1,895	1,093	1,787
PASIVA CELKEM	**395,198**	**400,620**	**424,336**	**477,358**	**492,436**
Vlastní kapitál	**320,848**	**328,150**	**334,983**	**342,757**	**351,838**
Základní kapitál	500	500	500	500	500
Ážio	59,196	61,766	62,160	59,339	58,963
Fondy ze zisku	106,409	106,409	106,409	106,409	106,409
Výsledek hospodaření minulých let	147,435	152,743	157,475	163,913	173,510
Výsledek hospodaření běžného účetního období	**7,308**	**6,732**	**8,439**	**12,596**	**12,456**
Cizí zdroje	**72,600**	**70,441**	**87,133**	**132,309**	**138,071**
Rezervy	3,000	6,000	3,000	11,000	13,000
Ostatní rezervy	3,000	6,000	3,000	11,000	13,000
Závazky	69,599	64,441	84,133	121,309	125,071
Dlouhodobé závazky	44,667	7,372	24,691	60,561	52,223
Závazky k úvěrovým institucím	40,526	4,440	21,855	57,909	48,853
Krátkodobé závazky	24,932	57,069	59,442	60,748	72,848
Závazky k úvěrovým institucím	0	35,309	29,173	33,756	34,056
Krátkodobé přijaté zálohy	0	346	748	2,861	751
Závazky z obchodních vztahů	9,959	7,399	17,077	10,526	18,406
Časové rozlišení	1,751	2,029	2,220	2,292	2,527

Zdroj: justice.cz (2020, online)

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty PETROF, spol. s r.o. (2014-2018) – zkrácený rozsah

Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Tržby z prodeje výrobků a služeb	**225,777**	**231,781**	**232,072**	**252,943**	**282,950**
Tržby za prodej zboží	768	630	1,510	1,043	1,793
Výkonová spotřeba	**106,960**	**111,953**	**109,536**	**112,109**	**142,551**
Náklady vynaložené na prodané zboží	501	454	1,019	505	1,275
Spotřeba materiálu a energie	79,537	85,240	79,324	80,545	101,889
Služby	26,922	26,259	29,193	31,059	39,387
Změna stavu zásob vlastní činnosti	9,487	5,610	5,098	11,375	-15,044
Aktivace	- 7,244	- 2,660	-1,937	-3,640	-318
Osobní náklady	**83,216**	**86,984**	**85,495**	**92,019**	**123,842**
Úpravy hodnot v provozní oblasti	7,114	14,059	10,017	-1,024	-56,097
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	7,114	7,398	7,216	8,533	9,486
Ostatní provozní výnosy	2,361	1,386	2,429	5,606	4,545
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	496	0	253	1,642	62
Tržby z prodeje materiálu	843	950	808	1,206	2,166
Jiné provozní výnosy	1,022	436	1,368	2,758	2,317
Ostatní provozní náklady	22,375	6,262	18,072	15,735	80,024
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	375	139	92	1,313	0
Zůstatková cena prodaného materiálu	664	578	673	1,292	1,649
Daně a poplatky	1,932	2062	2,014	1,960	2,002
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	16,578	476	-2,649	8,000	0
Jiné provozní náklady	2,826	3007	17,942	3,171	76,373
Provozní výsledek hospodaření	**6,998**	**11,589**	**9,730**	**33,017**	**14,330**
Výnosové úroky a podobné výnosy	156	192	189	157	219
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0	192	189	157	219
Nákladové úroky a podobné náklady	1,520	1,320	725	1,044	1,889
Ostatní finanční výnosy	10,613	7,451	4,264	1,201	10,001
Ostatní finanční náklady	6,809	5,280	2,396	19,766	3,171
Finanční výsledek hospodaření	**2,440**	**-1,957**	**1,332**	**-19,452**	**3,126**
Výsledek hospodaření před zdaněním	**9,520**	**9,632**	**11,062**	**13,565**	**17,456**
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,212	2,900	2,623	969	5,000
Výsledek hospodaření po zdanění	**7,308**	**6,732**	**8,436**	**12,596**	**12,456**
Výsledek hospodaření za účetní období	**7,308**	**6,732**	**8,439**	**12,596**	**12,456**
Čistý obrat za účetní období	239,675	241,440	240,464	260,950	299,508

Zdroj: justice.cz (2020, online)

Evidence výpůjček

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

Jméno a příjmení: Vasyl Salmaj
V Praze dne: 10. 05. 2020 Podpis:

Jméno	**Oddělení/ Praco-viště**	**Datum**	**Podpis**