

**ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE**

**Fakulta elektrotechnická**

# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**2015**

**Tomáš Marousek**

České vysoké učení technické v Praze  
Fakulta elektrotechnická

Katedra ekonomiky, manažerství a humanitních věd

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Student: Tomáš Marousek

Studijní program: elektrotechnika, energetika a management  
Obor: ekonomika a řízení elektrotechniky

Název tématu: Stanovení hodnoty firmy

Pokyny pro vypracování:

- metody ke stanovení hodnoty firem
- možnosti prodeje firem v ČR
- stanovení tržní hodnoty firmy pro konkrétní zadání

Seznam odborné literatury:

Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, ISBN 978-80-86929-67-5  
Křekovský, M., Vykypěl, O.: Strategické řízení. Teorie pro praxi, 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2003, ISBN 80-7179-578-8

Vedoucí diplomové práce: Ing. Martin Dobiáš, Ph.D. – ČVUT FEL, K 13116

Platnost zadání: do konce letního semestru aka demického roku 2015/2016  
L.S.

Doc.Ing. Jaroslav Knápek, CSc.  
vedoucí katedry

Prof.Ing. Pavel Ripka, CSc.  
děkan

V Praze dne 29.1. 2015

**ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE**

**Fakulta elektrotechnická**

**Stanovení hodnoty firmy**

**Determining the value of the company**

**Vypracoval:**

Tomáš Marousek

**Vedoucí diplomové práce:**

Ing. Martin Dobiáš, Ph.D.

### ***Prohlášení***

*Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval(a) samostatně na základě uvedených pramenů (projekty, softwarové zdroje atd.) a uvedené literatury.*

*Nemám námitky proti použití tohoto školního díla ve smyslu § 60 zákona č. 121/2000 Sb., o autorských právech a právech souvisejících, ve smyslu pozdějších znění tohoto zákona.*

*V Praze dne 11. 5. 2015*

*podpis*

### ***Poděkování***

Touto cestou bych rád poděkoval panu Ing. Martinu Dobiášovi, Ph.D. za zprostředkování této práce, poskytnuté informace, pomoc, cenné rady a odborné vedení. Dále bych také tímto rád poděkoval podniku Medicton Group s.r.o. za poskytnuté informace.

### ***Abstrakt***

Předmětem této diplomové práce je ocenění podniku Medicton Group s.r.o. s použitím výnosových metod ocenění. První část práce je věnována teoretickým postupům, přístupům a definicím. Druhá část je zaměřena na charakteristiky jednotlivých metod ocenění. Třetí část se věnuje strategické a finanční analýze a analýze pomocí generátorů hodnoty. Čtvrtá praktická část, hlavní náplň práce, zde je pomocí metod DCF Entity a EVA stanovena hodnota dané společnosti.

### ***Klíčová slova***

Metody oceňování, hodnota společnosti, finanční analýza, generátory hodnoty, aktiva, pasiva, peněžní toky, DCF Entity, EVA, WACC

### ***Abstract***

The subject of this thesis is the valuation of Medicton Group Ltd. using the income approach valuation. The first part is devoted to theoretical methods, approaches and definitions. The second part focuses on the characteristics of individual valuation methods. The third part deals with strategic and financial analysis and analysis by value generators. The fourth practical part, main job here is using the methods DCF Entity and EVA to establish the value of the company.

### ***Keywords***

Valuation methods, company value, financial analysis, economic indicators, value generators, asset, liabilities cash flow, DCF Entity, EVA, WACC

### *Seznam použitých zkratk*

CAPM	- Model oceňování kapitálových aktiv (Capital asset pricing model)
CT	- Celkové tržby
DCF	- Diskontovaný peněžní tok (Discounted cash flow)
DNM	- Dlouhodobý nehmotný majetek
DHM	- Dlouhodobý hmotný majetek
EBIT	- Zisk před zdaněním a úroky (Earnings before Interest and Taxes)
EBITDA	- Zisk před zdaněním, úroky a odpisy (Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization Charges)
EVA	- Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added)
FCF	- Volný peněžní tok (Free cash flow)
FCFF	- Volný peněžní tok do firmy (Free cash flow to the firm)
HDP	- Hrubý domácí produkt
KPVH	- Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MVA	- Tržní přidaná hodnota (Market Value Added)
NOA	- Kapitál vázaný v provozně nutných aktivech (Net operation asset)
NOPAT	- Provozní výsledek hospodaření (Net operating profit after tax)
ON-C	- Celkové osobní náklady
ON-O	- Osobní náklady přepočítané na osobu
PH	- Pokračovací hodnota
ROA	- Rentabilita úhrnných vložených prostředků (Return on assets)
ROE	- Rentabilita vlastního jmění (Return on ekvity)
ROS	- Rentabilita tržeb (Return on sales)
ROI	- Rentabilita vloženého kapitálu (Return on investment)
SHPH	- Současná hodnota pokračovací hodnoty
SZZP-N	- Náklady na sociální zabezpečení a zdravotního pojištění
SZZP-Z	- Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění
TPZ	- Tržby za prodej zboží
TVS	- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb
WACC	- Průměrné náklady kapitálu (Wighted Average Cost of Capital)

# Obsah

Obsah.....	8
Úvod .....	11
1. Oceňování podniku .....	12
1.1. Definice podniku.....	12
1.2. Důvody oceňování .....	13
1.3. Hodnota podniku.....	14
1.3.1. Kategorie hodnoty .....	15
1.3.1.1. Tržní hodnota.....	15
1.3.1.2. Subjektivní hodnota.....	16
1.3.1.3. Objektivizovaná hodnota.....	16
1.3.1.4. Komplexní přístup .....	18
1.4. Postup oceňování podniku .....	20
1.5. Strategická analýza .....	21
1.1.1. Makroprostředí .....	23
1.1.2. Mikroprostředí.....	23
1.1.3. Konkurenční síly .....	24
1.1.4. Finanční analýza.....	25
1.1.5. SWOT analýza .....	27
1.1.6. Analýza generátorů hodnoty a předběžné ocenění.....	28
1.1.7. Finanční plán.....	30
2. Metody oceňování společnosti .....	32
2.1. Přehled metod .....	32
2.2. Výnosové metody .....	33
2.2.1. Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF).....	34
2.2.1. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	37



2.2.2.	Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA .....	39
2.3.	Majetkové metody .....	40
2.3.1.	Metoda účetní hodnoty .....	41
2.4.	Tržní metody.....	41
2.4.1.	Metoda srovnatelných transakcí .....	42
2.5.	Náklady kapitálu WACC a metoda CAPM .....	44
2.5.1.	Metoda CAPM.....	45
3.	Analýza společnosti .....	47
3.1.	Charakteristika firmy .....	47
3.1.1.	Historie společnosti .....	47
3.1.2.	Informace o firmě .....	48
3.2.	Strategická analýza .....	49
3.2.1.	Analýza makroekonomického prostředí.....	49
3.2.2.	Porterův pětifaktorový model.....	52
3.2.3.	SWOT analýza.....	54
3.3.	Finanční analýza .....	54
3.3.1.	Analýza absolutních ukazatelů .....	55
3.3.2.	Analýza poměrových ukazatelů .....	60
3.3.3.	Provozní ukazatele.....	66
3.3.4.	Analýza soustav ukazatelů .....	67
3.3.5.	Hodnocení stávající situace podniku .....	70
3.4.	Analýza generátorů hodnoty .....	71
3.5.	Stanovení diskontní míry .....	74
3.5.1.	Náklady na vlastní kapitál – CAPM.....	75
3.5.2.	WACC .....	76
3.6.	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....	77
4.	Ocenění podniku .....	78

4.1.	Sestavení finančního plánu .....	78
4.2.	Plánované finanční dokumenty.....	81
4.2.1.	Plán výkazu zisku a ztrát .....	82
4.2.2.	Plán rozvahy – výkazy aktiv a pasiv .....	83
4.3.	Ocenění metodou DCF Entity.....	85
4.4.	Ocenění pomocí EVA .....	87
5.	Závěr .....	90
6.	Seznam obrázků .....	94
7.	Seznam tabulek .....	95
8.	Seznam vzorců .....	97
9.	Seznam grafů.....	99
10.	Seznam použitých zdrojů .....	100
11.	Seznam příloh.....	101

# Úvod

Diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniku na základě výnosových metod, které poskytují informace o tržní hodnotě podniku. Tato tržní hodnota vychází ze skutečného postavení společnosti na trhu a stává se tak důležitým nástrojem pro rozhodování. Oceňování není oblastí statickou, naopak se neustále vyvíjí v souvislosti se změnami tržní situace dané ekonomiky. Oceňování podává srozumitelným způsobem zhodnocení ekonomické výkonosti podniku, pro investory, vlastníky i věřitele podniku.

## *Cíle práce*

V teoretické části práce jsou uvedeny potřebné teoretické základy, postupy a informace pro provedení ocenění nejen výnosovými metodami.

V praktické části je nejdříve analýze podrobena sama společnost a následně je provedena strategická a finanční analýza současného stavu společnosti Medicton Group s.r.o. Ze strategické a finanční analýzy vychází analýza generátorů hodnoty pro současný stav společnosti. Nad zjištěnými údaji je provedeno předběžné ocenění pomocí zjištěných generátorů hodnoty.

Strategická a finanční analýza společně s analýzou generátorů hodnoty tvoří východisko pro zpracování finančního plánu společnosti a prognózu výkazů rozvahy a zisku a ztrát. Následovaného určením hodnoty volných peněžních toků pro ocenění pomocí DCF Entity a hodnot NOPAT a NOA pro určení hodnoty pomocí EVA.

Závěrem práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Medicton Group s.r.o. k 31. 12. 2013.

# 1. Oceňování podniku

V České Republice neexistuje v současné době jeden komplexní právní předpis pro oceňování podniku. Oceňování přesto musí podléhat platným Českým zákonům (aktuálně – Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb.) včetně prováděcích vyhlášek, dále také Metodický pokyn ZNAL, vydaný Českou národní bankou. Dalšími předpisy, kterými by se oceňovatel měl při oceňování řídit, jsou Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy.

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Oceňování se zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazením určité hodnoty podniku. Dále je nutné zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho také plyne, že neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ univerzální ocenění. Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech.<sup>1</sup>

## 1.1. Definice podniku

Do 1. 1. 2014 bylo při definici podniku v rámci zákonů České republiky spoléhat na definici uvedenou v § 5 Obchodního zákoníku - č. 513/1991 Sb. (nyní již neplatný). Od 1. 1. 2014 vešel v platnost nový zákon – Zákon o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb., který ale již jednotnou definici pojmu „podnik“ nepřináší, ale definuje pět druhů obchodních společností:

- Veřejná obchodní společnost – § 95 Zákona o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb.,
- Komanditní společnost – § 118 Zákona o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb.,
- Společnost s ručením omezeným – § 132 Zákona o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb.,
- Akciová společnost – § 243 Zákona o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb.,
- Družstvo – § 552 Zákona o obchodních korporacích - č. 90/2012 Sb..

---

<sup>1</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1. – str. 6

Z toho to důvodu je pro definici pojmu „podnik“ nutné odkázat se na definici využívanou v evropském právu, konkrétně Nařízení Komise (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008:

*„Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, která běžně vykonávají hospodářskou činnost.“<sup>1</sup>*

Tato definice je pro potřeby práce je spíše nepraktická a zavádějící jelikož definuje podnik jako právní subjekt (společnost). Proto mi přijde lepší spokojit se se starou definicí ve smyslu § 5 Obchodního zákoníku - č. 513/1991 Sb., která chápala podnik soustavu složek a uvádí jí ve své knize například Mlčoch.

*„Podnik můžeme charakterizovat jako soubor hmotných jakož i nehmotných složek podnikání. Podnik tvoří věci, majetková práva, nehmotná práva (obchodní jméno, pověst a postaven na trhu, know-how apod.) a osobní složky (struktura a kvalifikace zaměstnanců), které patří podnikateli a slouží k provozování jeho podnikatelské činnosti, nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“<sup>2</sup>*

## 1.2. Důvody oceňování

Problematika oceňování podniku je v České republice problematikou staronovou; její potřeba se znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů. Po dlouhé odmlce trvající čtyřicet let ožila opět potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací; tržní hodnota se stala zajímavou pro investory, vlastníky (zpravidla akcionáře) i investory věřitele (zpravidla banky).<sup>3</sup>

S tímto rozvojem a transformací podnikání vznikalo klasické potřeby:

- koupit / prodat podnik,
- uvést podnik na burzu,
- zjistit hodnotu při likvidaci,

---

<sup>1</sup> Citováno z NAŘÍZENÍ KOMISE (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008, příloha 1, článek 1 – str. L 214/38. Dostupné z: [www.vyzkum.cz/Priloha.aspx?idpriloha=680306](http://www.vyzkum.cz/Priloha.aspx?idpriloha=680306)

<sup>2</sup> MLČOCH, J.: Oceňování podniku, 1. vyd., Praha, LINDE Praha a.s., 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6 – str. 9

<sup>3</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1. – str.

- zajistit podklady pro platbu daní, apod.
- fúze či jiná podniková přeměna

Motivy k ocenění lze podle Mlčocha chápat ze dvou pohledů:

#### **Z vůle vlastníků:**

- možná změna vlastnických vztahů (koupě, prodej, rozdělení, atd.),
- možná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury (emise akcií),
- rozhodování při uvádění podniku na burzu,
- garance (zajištění úvěru),
- ukončení podnikání – úvahy o sanačních opatřeních i o likvidaci podniku

#### **Nezávislé na vůli vlastníků:**

- ocenění majetkových účastí společníků (pokud jsou spory)
- ocenění pro účely zdanění
- ocenění v rámci poskytování úvěru; žádost o úvěr – bonita podniku, záruky, zástavy.<sup>1</sup>

### **1.3. Hodnota podniku**

Hodnota podniku je soubor hodnot existujících v podniku jak ve formě kvantitativních faktorů, které jsou zachyceny třeba v účetnictví. Tak i faktorů, které nelze kvantifikovat, ale které na výslednou hodnotu mají dalekosáhlejší vliv. Mezi takové to nekvantifikovatelné faktory se řadí například kvalita managementu nebo zaměstnanců, věrnost zaměstnanců firmě, R&D potenciál společnosti (research and development – výzkum a vývoj).

I přes tuto vlastnost hodnoty se v praxi často setkáváme s požadavkem, aby oceňovatel určil „objektivní“ hodnotu podniku. Je tedy třeba již na začátku zdůraznit, že něco jako objektivní hodnota podniku neexistuje.<sup>2</sup> Tento fakt říká i Mlčoch „Hodnota je ve všeobecné ekonomické interpretaci veličina vyjadřující názor, je to výsledek srovnání, představ, vlastních výpočtů na obou jednajících stranách.“<sup>3</sup> Určení hodnoty je proto závislé na kvalitě informací a zkušenosti oceňovatele v okamžiku stanovování

<sup>1</sup> MLČOCH, J.: Oceňování podniku, 1. vyd., Praha, LINDE Praha a.s., 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6 – str. 21

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 16

<sup>3</sup> MLČOCH, J.: Oceňování podniku, 1. vyd., Praha, LINDE Praha a.s., 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6 – str. 22

hodnoty. Výsledná hodnota proto vychází z predikce vývoje a k častým implicitním podmínkám patří neomezená existence podniku, která ale nemusí nastat. I tento faktor přispívá k nemožnosti určení objektivní hodnoty.

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím.<sup>1</sup>

### 1.3.1. Kategorie hodnoty

Mařík rozlišuje čtyři přístupy ke stanovení hodnoty, podle potřeb koncového zákazníka. Tyto zákazníky rozlišuje jako neznámého nebo konkrétního kupce a přístupy ke stanovení hodnoty jsou: tržní hodnota, subjektivní hodnota, objektivní hodnota a komplexní přístup.

#### 1.3.1.1. Tržní hodnota

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>2</sup>*

Východiskem stanovení tržní hodnoty je v zásadě modelování budoucí situace, tzn. vize o okolnostech obchodu, pokud proběhne.<sup>3</sup>

V pojmu tržní hodnoty se také předpokládá, že bude obrazem ceny sjednané na volném a konkurenčním trhu. Z toho důvodu se oceňování zakládá na informacích, které se týkají srovnatelných majetků, v našem případě firem. Toto vyžaduje od oceňovatele vykonání adekvátního a relevantního průzkumu trhu, tj. oceňovatel musí získat veškerá významná data a také zohlednit veškerá související fakta.

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 14

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 22

<sup>3</sup> MLČOCH, J.: Oceňování podniku, 1. vyd., Praha, LINDE Praha a.s., 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6 – str. 27

Zpráva však musí uvádět, do jaké míry oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktorech trhu, nebo zda je odhad do větší míry založen na vlastním úsudku oceňovatele z důvodu charakteru majetku a nedostatku srovnatelných údajů o trhu.<sup>1</sup>

### **1.3.1.2. Subjektivní hodnota**

Subjektivní neboli také investiční hodnota je výsledek řady teoretických názorů, že hodnota podniku se musí chápat jako jedinečný jev. Hodnota tohoto jevu se dá určit jako očekávané užitky pro konkrétní zákazníky.

*„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli anebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“<sup>2</sup>*

Významným rozdílem u stanovení subjektivní hodnoty je její vlastnost, že je založena na představách manažerů oceňovaného podniku o jeho budoucím vývoji. Diskontní míra je v tomto případě stanovena s ohledem na alternativní možnosti investování oceňovaného subjektu.

Pokud tedy oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky v rozhodující míře z podkladů (finančního plánu) poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jeho přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu.<sup>3</sup>

### **1.3.1.3. Objektivizovaná hodnota**

Odborníci (jak již bylo uvedeno v kapitole 1.2) se shodují na faktu, že objektivní hodnoty nelze dosáhnout. Z této příčiny profesionální odhadci používají a pracují s tzv. „objektivizovanou hodnotou“. Smyslem této hodnoty je určit hodnotu s co největším ohledem na všeobecně uznávaná data, čímž by se měla co nejvíce přiblížit ke skutečné hodnotě.

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 20

<sup>2</sup> International Valuation Standards 2000 – str. 106

<sup>3</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 21



V německých standardech IDW S1 „*Objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert)* představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (srov. IDW S1 2008).“<sup>1</sup>

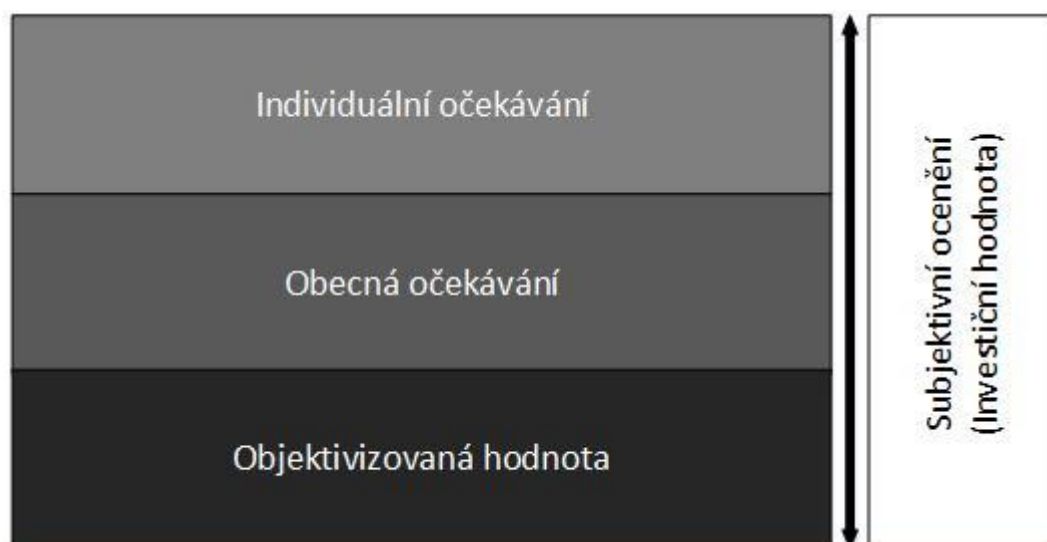
Zásady dodržované při stanovování objektivizované hodnoty jsou dle Mařika následující:

- **Udržování substance** – Objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).
- **Volný zisk** – Ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- **Nepotřebný majetek** – Majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.
- **Možnosti změn v podniku** – Při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění. Předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu. Změny jsou uvažovány jen v rozsahu, který je již v současném stavu obsažen, například vliv dokončení již rozestavěných investic, nebo investic, o nichž bylo rozhodnuto.
- **Metoda** – Metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná. Jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky.
- **Management** – Výnosová metoda závisí často na setrvání managementu v podniku. V rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá.

---

<sup>1</sup> VŠE IOM, Návrh českého standardu pro oceňování podniků – str. 4, bod 3.3, Dostupné z: [iom.vse.cz/wp-content/uploads/2013/01/S1\\_OP\\_ČR\\_VŠE\\_IOM.docx](http://iom.vse.cz/wp-content/uploads/2013/01/S1_OP_ČR_VŠE_IOM.docx)

- **Zdanění** – Oproti běžné praxi v České republice se doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka, a to opět na typizované úrovni.<sup>1</sup>



**Obrázek 1:** Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění  
(Zdroj: MAŘÍK M.: Určování hodnoty firem, 1. vyd.)

### 1.3.1.4. Komplexní přístup

K nejnámějšímu komplexnímu přístupu patří tzv. Kolínská škola, která je založena na subjektivním postoji a říká, že „ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích – funkci poradenské, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňové.“<sup>2</sup>

Podstatou Kolínské školy je rozeznávání několika funkcí ocenění a oceňovatele, mezi základní patří:

- **Funkce poradenská**

Tato funkce je považovaná za nejdůležitější. Smyslem funkce je poskytnout kupujícímu podklady a informace o:

- *maximální ceně*, kterou ještě kupující může zaplatit, aniž by na transakci prodělal (tzv. hraniční hodnota kupujícího)

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 22

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 30

- *minimální ceně*, kterou může ještě prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (tzv. hraniční hodnota prodávajícího)

Touto funkcí poskytuje oceňování tzv. hraniční hodnoty neboli hodnoty pro rozhodnutí. Hraniční hodnoty vymezují prostor pro vlastní cenové jednání.

- **Funkce rozhodčí**

V této funkci se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, rozhodčího. Tento oceňovatel by měl:

- alespoň odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce
- nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí

Rozhodčí hodnota naopak musí být hodnota, která je vázána na pozici zúčastněných stran, a bude tedy pravděpodobně pro různé zúčastněné strany také různá. Není tedy odhadem nějaké ceny obecné.<sup>1</sup>

- **Funkce argumentační**

V této funkci hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání.

- **Funkce komunikační**

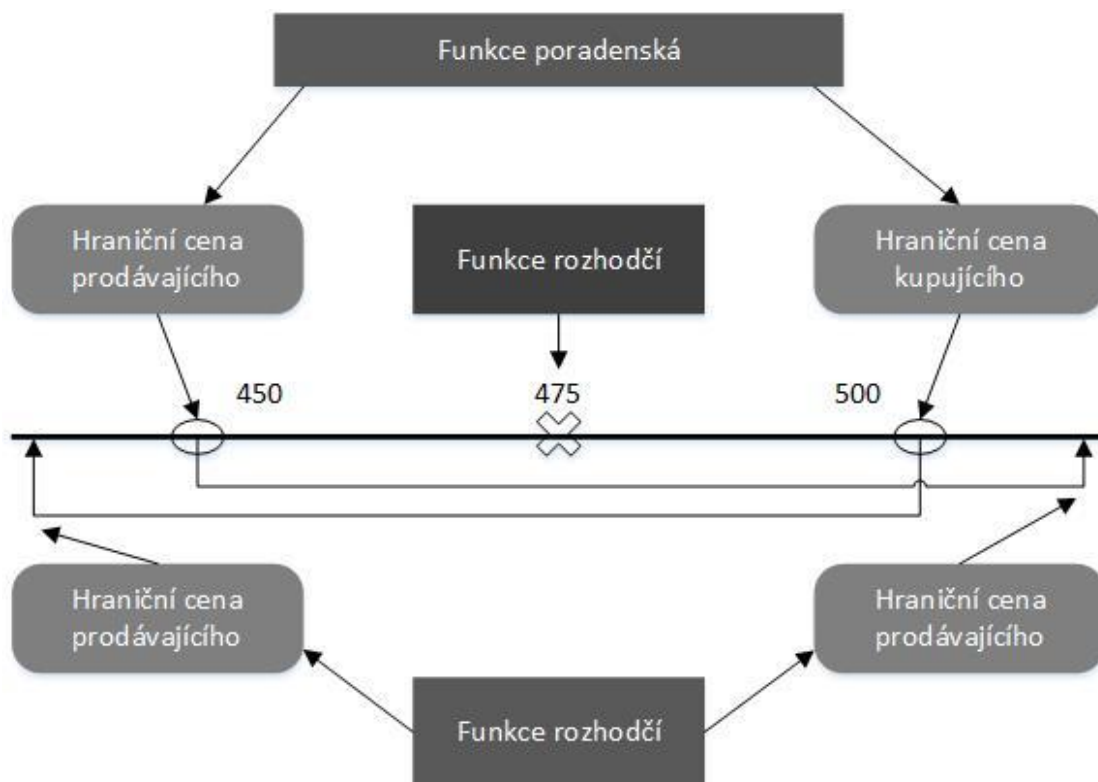
Jedná se o to, poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především s investory a bankami. Jde o funkci v podstatě odvozenou.

- **Funkce daňová**

Cílem daňové funkce je poskytnout podklady pro daňové účely.

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2–str.24-25



Obrázek 2: Funkce oceňování podle Kolínské školy  
(Zdroj: MAŘÍK M.: Určování hodnoty firem, 1.vyd.)

## 1.4. Postup oceňování podniku

Ať už zvolíme přístup i metody ocenění jakékoli, existuje na základě teoretických východisek i praktických zkušeností základní postup při oceňování podniku, kterého je dobré se držet.<sup>1</sup>

Mařík ve své knize Metody oceňování podniku charakterizuje postup dvěma kroky:

1. Strategická analýza, včetně analýzy finanční – posouzení celkového stavu, postavení na trhu, konkurenční síly, schopnosti tvořit hodnotu a dlouhodobě přežít.
2. Zvolit metodu ocenění.

Maříkův popis je dosti zestručněný a proto bych doporučoval spíše využití postupu, který uvádí ve své knize Mlčoch, i když i on připouští možnost nevyužití všech kroků. I přes to, při využití jím doporučeného postupu, dojde, s menší pravděpodobností, k opominutí důležitého kroku.

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 27

Doporučený postup ocenění dle Mlčocha:

- 1. Vymezení zadání práce**
  - Specifikace cíle ocenění, definice zadání
- 2. Vytvoření pracovního týmu**
  - Tým = vedoucí týmu, zástupci podniku, zástupci poradenské firmy
- 3. Plán práce**
  - Závazné termíny pro práci ve vazbě na cíl a termín řešení
- 4. Sběr vnějších a vnitřních dat**
  - Makroprostředí + Mikroprostředí
  - Podniková minulost (3-5 let), současnost a budoucnost (3-5 let)
- 5. Analýza dat**
  - Finanční a strategická analýza
- 6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce**
  - Metodologické oprávněnost, syntéze proměnných, výběr modelu
- 7. Analýza ocenění**
  - Aplikace zvoleného metodického aparátu
- 8. Syntéza výsledků**
  - Analýza a syntéza výsledků + Příprava závěrečného výroku
- 9. Závěr**
  - Výrok o tržní hodnotě k datu ocenění<sup>1</sup>

## **1.5. Strategická analýza**

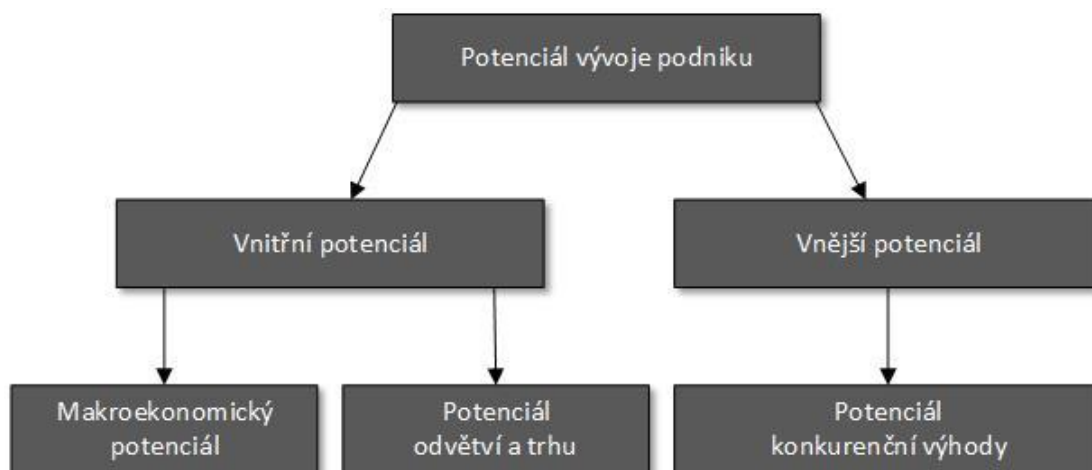
Strategická analýza se provádí jako analýza makroprostředí a mikroprostředí firmy, doplněné o analýzu konkurence, za použití Porterovy analýzy pěti sil, a finanční analýzu, která analyzuje interní firemní faktory. Výsledkem těch to analýz v praxi bývá sestavení SWOT analýzy, která umožňuje prezentaci předešlých analýz v přehledné formě.

Strategická analýza je z pohledu oceňování podniku důležitá, protože poskytuje číselný podklad. Oceňovatel tedy nestanovuje hodnotu podniku pouze podle osobního,

---

<sup>1</sup> MLČOCH, J.: Oceňování podniku, 1. vyd., Praha, LINDE Praha a.s., 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6 – str.22

tj. subjektivního posouzení. Hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.<sup>1</sup>



**Obrázek 3: Vývoj potenciálu ve firmě**

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku*, 1. vyd. vlastní zpracování)

S ohledem na cíle strategické analýzy lze vymezit dva základní okruhy její orientace, a to analýzu orientovanou na vnější okolí podniku a analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Nejedná se však o dvě nezávislé roviny, ale naopak je třeba zdůraznit vzájemnou propojenost a souvislost mezi oběma okruhy.<sup>2</sup>



**Obrázek 4: Strategická analýza**

(Zdroj: SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*, 2.přepr.vyd.)

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku*, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 58

<sup>2</sup> SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. *Strategická analýza*, 2.přepr.vyd. Praha: C.H.Beck, 2006. 121s. ISBN 80-7179-367-1–str.10

### 1.1.1. Makroprostředí

Makro okolí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje. Takové vlivy, jako je politická stabilita, míra inflace, dovozní omezení týkající se surovin, demografický pohyb populace v dané oblasti či revoluční technologické inovace, mohou výrazně působit na efektivnost podniku a jeho úspěšnost. Rozdílná úroveň schopnosti jednotlivých podniků reagovat a vyrovnat se s těmito vlivy, často představuje zásadní faktor ovlivňující úspěšnost podniku.<sup>1</sup> Analýza makroprostředí se nejčastěji provádí pomocí PEST analýzy (zkratka Politicko-Ekonomicko-Sociálně-Technologické analýzy).



Obrázek 5: Strategická analýza  
(Zdroj: SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza, 2.přepr.vyd.)

### 1.1.2. Mikroprostředí

Mikroekonomické prostředí podniku, znamená stanovení odvětví, společně s predikcí jeho vývoje. Z toho důvodu je nutné stanovit základní charakteristiky:

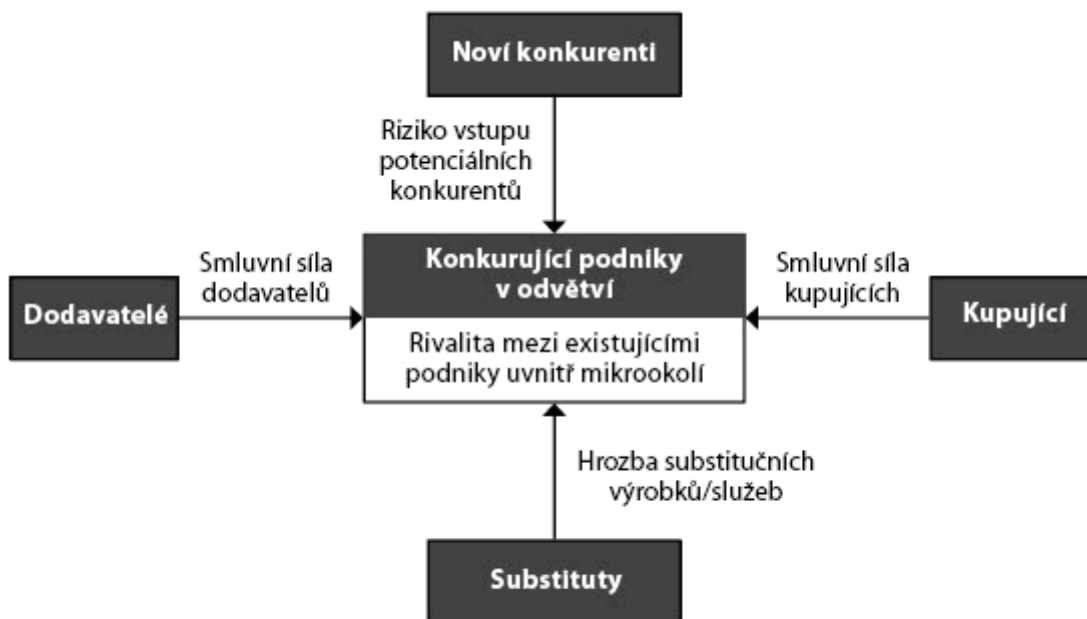
- velikost trhu – určená objemem produkce, celkovými tržbami na trhu;
- pozice trhu – v rámci trhu nadřazeného;
- základní ekonomické ukazatele trhu – produktivita, cenový vývoj apod.;
- tržní podíl podniku na trhu – určený celkovými tržbami.[5]

<sup>1</sup> SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza, 2.přepr.vyd. Praha: C.H.Beck, 2006. 121s. ISBN 80-7179-367-1–str.16

### 1.1.3. Konkurenční síly

Velmi užitečným a často využívaným nástrojem analýzy odborového okolí podniku je Porterův pětifaktorový model konkurenčního prostředí. Model vychází z předpokladu. Že strategické pozice firmy působící v určitém odvětví, je především určována působením pěti základních faktorů:

1. Vyjednávací silou zákazníků.
2. Vyjednávací silou dodavatelů.
3. Hrozbou vstupu nových konkurentů.
4. Hrozbou substitutů.
5. Rivalitou firem působících na daném trhu.<sup>1</sup>



Obrázek 6: Model pěti sil dle Portera

(Zdroj: Tvorba komplexní analýzy v rámci marketingového řízení a plánování MSP, BusinessInfo.cz  
Dostupné z: [http://www.businessinfo.cz/images/archiv/nezarazeno/070725\\_obrazek\\_4.gif](http://www.businessinfo.cz/images/archiv/nezarazeno/070725_obrazek_4.gif))

<sup>1</sup> KŘEKOVSÝ, M., VYKYPĚL, O. Strategické řízení. Teorie pro praxi, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2003. 172s. ISBN 80-7179-578-8 – str. 46



## 1.1.4. Finanční analýza

Interní faktory podniku se analyzují pomocí finanční analýzy, která je zaměřena na analýzu současné finanční situace podniku. Tato analýza tvoří podklad pro finanční plánování.

Smyslem analýzy finančních a rozpočtových faktorů je jednak posouzení „finančního zdraví“ firmy, tj. zhodnocení současného stavu finančních hledisek, jednak posouzení toho, zda je uvažovaný strategický rozvoj reálný z finančních hledisek případně, jaké finanční zdroje by musely být na zajištění uvažované strategie k dispozici.<sup>1</sup>

Postup finanční analýzy:

1. prověření úplnosti a správnosti podkladů pro analýzu;
2. analýza účetních výkazů;
3. analýza poměrových ukazatelů;
4. souhrnné hodnocení získaných dat.<sup>2</sup>

Vzorce nejdůležitějších poměrových ukazatelů<sup>3</sup>:

### *Ukazatele likvidity*

- $$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

**Vzorec 1: běžná likvidita**

- $$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

**Vzorec 2: Pohotová likvidita**

- $$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobý cizí kapitál}}$$

**Vzorec 3: Okamžitá likvidita**

- $$\text{pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobý cizí kapitál}$$

**Vzorec 4: Pracovní kapitál**

---

<sup>1</sup> KŘEKOVSÝ, M., VYKYPĚL, O. Strategické řízení. Teorie pro praxi, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2003. 172s. ISBN 80-7179-578-8 – str. 80

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 97

<sup>3</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2 – str. 103-107

- *krátkodobý cizí kapitál* = *krátkodobé závazky* + *krátkodobé bankovní úvěry*

**Vzorec 5: Krátkodobý cizí kapitál**

Výhody ukazatelů likvidity spočívají v jejich jednoduchosti, srozumitelnosti a díky tomu jsou značně rozšířeny v praxi. Mezi značné nevýhody patří jejich statická povaha (tj. jsou vztaženy k okamžiku propočtu) a jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv. Proto Mařík uvádí doporučení používat tyto ukazatele spíše k první orientaci.

### ***Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy***

- *doba splácení dluhů* = 
$$\frac{\text{cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{provozní cash flow}}$$

**Vzorec 6: Doba splácení dluhů**

- *úrokové krytí* = 
$$\frac{\text{zisk před úroky a daněmi}}{\text{placené úroky}}$$

**Vzorec 7: rokové krytí**

### ***Ukazatele výnosnosti***

- *ROA* = 
$$\frac{\text{výsledek hospodaření}}{\text{celkový kapitál}}$$

**Vzorec 8: Rentabilita celkových aktiv (Return on Asset)**

- *ROE* = 
$$\frac{\text{výsledek hospodaření po dani}}{\text{vlastní kapitál}}$$

**Vzorec 9: Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)**

- *ROI* = 
$$\frac{\text{zisk před zdaněním a zaplacením úroků}}{\text{celková aktiva}}$$
, nebo 
$$ROI = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{celkové fondy}}$$

**Vzorec 10: Rentabilita investic (Return on Investment)**

- *zisková marže* = 
$$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

**Vzorec 11: Zisková marže**

### ***Ukazatele aktivity***

- *počet obrátů aktiv za rok* = 
$$\frac{\text{roční tržby}}{\text{celková aktiva}}$$

**Vzorec 12: Počet obrátů aktiv celkem za rok**

- $do\ ba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{denní\ tržby}$

Vzorec 13: Průměrná doba obratu zásob

- $denní\ tržby = \frac{roční\ tržby}{365}$

Vzorec 14: Průměrné denní tržby

- $průměrná\ doba\ splatnosti\ pohledávek = \frac{pohledávky\ z\ obchodního\ styku}{denní\ tržby}$

Vzorec 15: Průměrná doba splatnosti pohledávek (Průměrná doba obratu pohledávek)

- $průměrná\ doba\ splatnosti\ závazků = \frac{závazky\ z\ obchodního\ styku}{denní\ tržby}$

Vzorec 16: Průměrná doba splatnosti závazků (Průměrná doba obratu závazků)

- $rychlost\ obratu = \frac{365}{doba\ obratu}$

Vzorec 17: Rychlost obratu

### 1.1.5. SWOT analýza

SWOT slouží jako akronym pro první písmena anglických slov – Strengths (silné stránky), Weaknesses (slabé stránky), Opportunities (příležitosti) a Threats (hrozby). Toto slouží při analýze jako sektory (kvadranty), do kterých se, pokud je SWOT analýza provedena v návaznosti na předchozí kroky, rozdělují faktory a skutečnosti vyplynuté z předchozích analýz.[4]

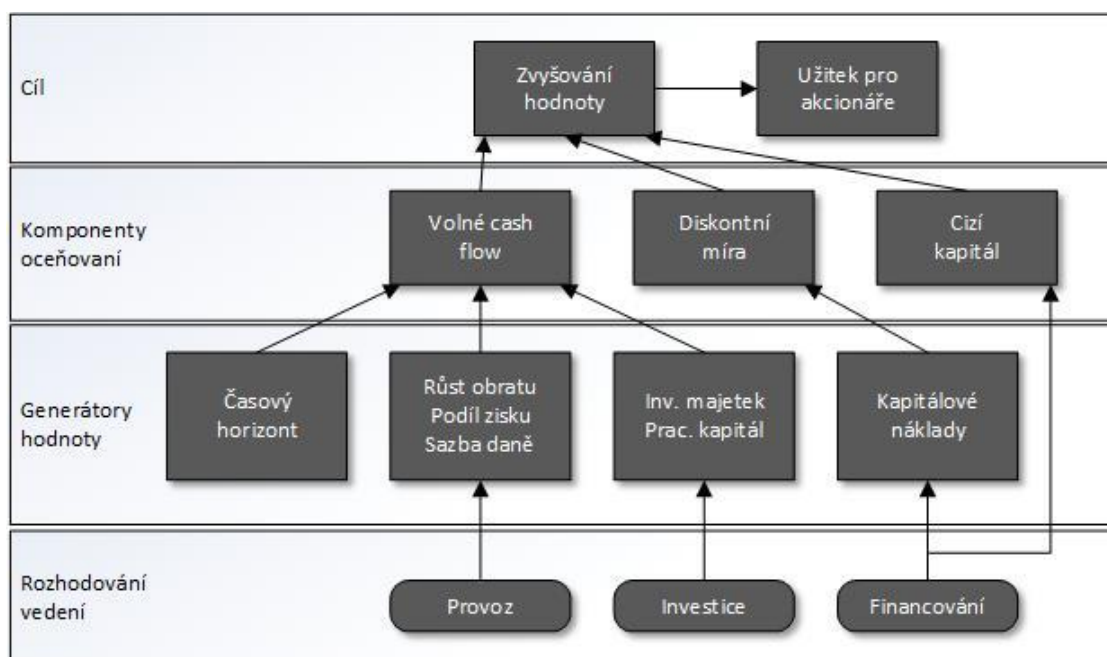
Výčet silných stránek	S	W	Výčet slabých stránek
Výčet příležitostí	O	T	Výčet hrozeb

Obrázek 7: Tabulka SWOT analýzy  
(Zdroj: KŘEKOVSÝ, M., VYKYPĚL, O. Strategické řízení. Teorie pro praxi, 1. vyd.)

## 1.1.6. Analýza generátorů hodnoty a předběžné ocenění

Generátor hodnoty se začal objevovat v odborné literatuře v USA v souvislosti s konceptem akcionářské hodnoty (shareholder value). Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních vnitropodnikových veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.<sup>1</sup>

Analýza pomocí generátorů se pro ocenění podniku provádí nad rámec standardních postupů, proto aby se oceňovatel mohl soustředit na veličiny, které rozhodujícím vlivem ovlivňují hodnotu (pro jejich důkladnější analýzu, ne kvůli snahám o zjednodušení). S pomocí generátorů se získává zasvěcenější pohled na minulost podniku (tj. jestli podnik tvoří hodnotu nebo ne). Dále Mařík uvádí, „Finanční plán by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty, které by umožnilo posoudit reálnost této projekce.“<sup>2</sup>[2]



**Obrázek 8: Generátory hodnoty**  
(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vyd.)

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 125

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 126

Jelikož se generátory hodnoty vyvozují na základě použitých metod, nejčastěji metody diskontovaných cash flow, stanovuje Mařík tyto generátory hodnoty:

- tržby a jejich růst,
- marže z korigovaného provozního výsledku hospodaření,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého, provozně potřebného majetku,
- diskontní míra,
- výše cizího kapitálu, tj. způsob financování,
- doba existence podniku (schopnost generovat kladný provozní peněžní tok).

Důležitými generátory jsou podle Maříka:

- **Tržby**, které jsou výsledkem správně provedené strategické analýzy.
- **Zisková marže**, která se získá z korigovaných provozních zisků. V anglické literatuře tato složka odpovídá pojmu NOPBT (net operating profit before tax). Postup pro získání této marže je dvojitý. Buďto shora, nebo zdola; v obou případech se dostává stejná hodnota.
- **Provozně nutný kapitál**, u kterého je třeba určit výši, vývoj a důvod investic v minulosti (vč. odpisů).
- **Korigovaný provozně nutný výsledek hospodaření**, výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.[2]

### ***Předběžné ocenění***

Generátorů hodnoty se využívá k prvotnímu předběžnému ocenění podniku, kterým se určují volné peněžní toky (FCF) v jednotlivých letech.

$$FCF_t = \text{Korig. provozní zisk po dani} - \text{přírůstek prac. kapitálu a dlouhodob. majetku}$$

Vzorec 18: Výpočet FCF (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 147)

Předběžnou hodnotu podniku potom získáme ze vzorce:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

Vzorec 19: Předběžná hodnota podniku (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 147)

kde:	$X_{t-1}$	celkové tržby v roce t-1
	$r_{ZPx}$	zisková marže z korigované výsledky hospodaření
	$k_{WC}$	koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu pracovního kapitálu
	$k_{DMn}$	koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu dlouhodobého majetku
	$g$	tempo růstu tržeb
	$d$	sazba daně
	$t$	rok

### 1.1.7. Finanční plán

Sestavení finančního plánu patří mezi běžné činnosti prováděné při sestavování podnikového plánu. I přes to pokud se oceňovatel rozhodne, pro použití ocenění výnosovou metodou, měl by sestavit finanční plán podniku, na dobu alespoň pěti let.

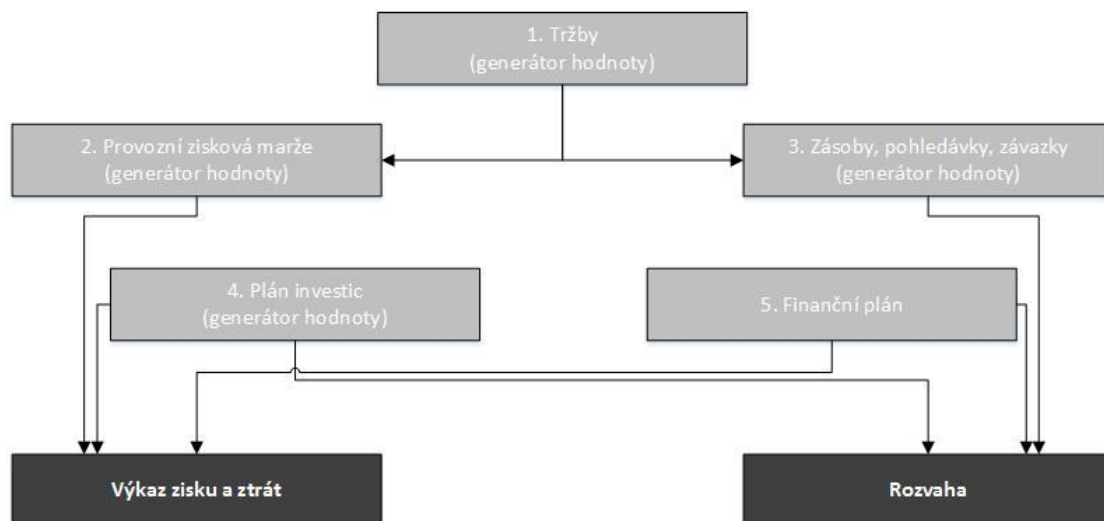
*„Zásadně je však třeba varovat před automatickým přebíráním plánů od managementu v případě, že cílem ocenění je zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty“<sup>1</sup>*

Postup při sestavování finančního plánu, který doporučuje Mařík je následující:

1. Plán tržeb z prodeje hlavních produktů podniku;
2. Plán ziskové marže provozního výsledku hospodaření;
3. Plán výše zásob, pohledávek a závazků;
4. Plán investic do provozně nutného majetku;
5. Plán financování;
6. Plán ostatních položek (výplaty dividend nebo podílů);
7. Formální dopočty. [2]

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 150



**Obrázek 9: Postup sestavování finančního plánu**

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vyd.)

## 2. Metody oceňování společnosti

Výsledkem ocenění podniku je vyjádření finančního ohodnocení podniku, tj. ohodnocení podniku konkrétní finanční částkou. Ke stanovení konkrétní finanční částky se využívá v praxi více jak jedna hodnotící metoda. V současné době se mezi profesionálními oceňovateli v zahraničí užívá převážně kombinace metod<sup>1</sup>:

- Multiple of EBITDA
- Discounted Cash Flow
- Comparable Transactions
- Book Value
- Total Enterprise Value
- Market Value
- Liquidation Value: Forced or Orderly

Dle pana Felčárka má asi největší vypovídající hodnotu kombinace metody diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow) s metodou Ocenění na základě srovnatelných transakcí (Comparable Transaction).

### 2.1. Přehled metod

V literatuře [1] a [2] se shodně uvádí rozdělení metod do tří skupin, přičemž v literatuře [1] je přidávána ještě jedna skupina.

**Výnosové metody** – základem je analýza výnosů

- Metoda diskontovaných peněžních toků;
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů;
- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

**Majetkové metody** – základem je ocenění majetkových položek společnosti

- Účetní hodnota vlastního kapitálu;
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů;
- Likvidační hodnota;
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

---

<sup>1</sup> Přednáška externisty pro ČVUT FS, „VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY IN 2014 “Silly Money and Great Ideas”“, Míla M. Felcarek, Říjen, 2014



**Tržní metody** – základem je analýza aktuálních cen na trhu

- Ocenění na základě tržní kapitalizace;
- Ocenění na základě srovnatelných podniků;
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu;
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí;
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

**Kombinované metody** – vychází z poznatků metod výnosových a majetkových

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků);
- tzv. švýcarská metoda;
- model diferenciální renty (nadzisku a super zisku).

## 2.2. Výnosové metody

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.<sup>1</sup>

Výnosové metody se mezi sebou liší, podle toho jakou veličinu bude oceňovatel chápat jako výnos, dle Maříka existují tyto základní výnosové metody:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF);
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů;
- Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA;
- Kombinované metody (kombinace metod výnosového a majetkového oceňování).

Jelikož výnosy mohou být v praxi modifikovány dle několika kritérií, doporučuje Mařík tři obecná kritéria:

1. Kategorie hledané hodnoty – tržní, subjektivní či objektivizované.
2. Způsobu kalkulace cen
  - stálé ceny s reálnou diskontní mírou;

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 163

- běžné ceny s nominální diskontní mírou.
3. Způsobu kalkulace daní
- nekalkuluje se žádnými daněmi;
  - kalkulace na úrovni příjmů oceňované společnosti;
  - kalkulace na úrovni společnosti s přihlédnutím k daním subjektu, pro který je ocenění určeno.

### 2.2.1. Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užítku z drženého statku (podniku), a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty.<sup>1</sup> Mezi hlavní státy využívající tuto metodu se řadí USA a Velká Británie, ale díky globalizaci je její využívání oblíbeno i v kontinentální Evropě.

Mařík dle metodiky výpočtu hodnoty rozlišuje tři základní techniky metody DCF:

- metoda „**entity**“ (entity = jednotka, zde označujeme podnik jako celek)
  - Dvou kroková metoda výpočtu hodnoty podniku jako celku. Vychází se z peněžních toků pro vlastníky a věřitele, diskontováním dostáváme  $H_b$  „brutto hodnotu“. Za druhé od této hodnoty odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a dostaneme  $H_n$  „netto hodnotu“.
- metoda „**equity**“ (equity = vlastní kapitál)
  - Vychází se z peněžních toků dostupných pouze vlastníkům a jejich diskontováním dostaneme přímo  $H_n$  „netto hodnotu“.
- metoda „**APV**“ (adjusted present value = upravená současná hodnota)
  - Dvou kroková metoda, kde se v prvním kroku určuje  $H_b$  jako hodnoty podniku při nulovém zadlužení, ke které přičítá hodnotu daňových úspor z úroků. Druhá fáze je stejná jako u metody „entity“,  $H_n$  dostaneme jako brutto hodnotu minus cizí kapitál k datu ocenění.
- metoda „**DDM**“ (dividend discount model = dividendový diskontní model)<sup>2</sup>
  - Peněžní tok je vyjádřen pomocí dividendy, jedná se tedy o modifikovaný model DCF. Využívá se v ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem.

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 164

<sup>2</sup> DLUHOŠOVÁ D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, 2. vydání, Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6 – str. 150

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}$$

**Vzorec 20: Gordonův model pro výpočet DDM (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová, 2008)**

kde DIV je dividenda běžného období,  $R_E$  náklad vlastního kapitálu,  $g$  očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

### ***Peněžní toky pro metody DCF***

Metody DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky, které se rozlišují dle svého určení:

- FCFF – free cash flow to the firm entity, metoda pracuje s volnými peněžními toky směrem k vlastníkům i věřitelům kapitálu.
- FCFE – free cash flow to the equity, peněžní tok směrem k vlastníkům kapitálu (akcionářům).
- zvláštním případem peněžního toku pro akcionáře je dividenda – DDM (dividendový diskontní model).
- EVA (economic value addend) – představuje peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.

Klíčové faktory, které vstupují do propočtu hodnoty firmy, lze zobrazit (viz. Obrázek 10).

### ***Dvou kroková technika výpočtu***

Předpokládá se, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. V prvním období je možné naplánovat peněžní toky podniku. V druhém již tyto peněžní toky plánovat není možné. V praxi se proto výpočet metody DCF Entity probíhá ve dvou krocích.

$$H_b = H_{b_1} + H_{b_2}$$

**Vzorec 21: Výpočet brutto hodnoty metodou DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $H_{b_1}$  1. fáze – prognóza

$H_{b_2}$  2. fáze – pokračující hodnota

V prvním fázi se určí celková hodnota podniku, pomocí výnosové hodnoty investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána pomocí diskontovaných peněžních

toků plynoucích z hlavního provozu podniku. Jedná se o brutto hodnotu podniku a značí se  $H_b$ .

$$H_{b_1} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

**Vzorec 22: Výpočet hodnoty 1. fáze v metodě DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $FCFF_t$  volné cash flow do firmy v roce  $t$

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

$n$  počet let předpokládané existence podniku

Druhá fáze výpočtu vychází z fáze první, která v evropských zemích obsahuje prognózu na minimálně tři, maximálně šest let. Druhá fáze vypočítává pokračující hodnotu podniku, která je naplánována od konce první fáze do nekonečna.<sup>1</sup>

$$H_{b_2} = \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

**Vzorec 23: Výpočet hodnoty 2. fáze v metodě DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $T$  délka první fáze v letech

$PH$  pokračující hodnota

$i_k$  kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

Výpočet pokračující hodnoty ( $PH$ ) je možný pomocí Gordonova vzorce, který se používá běžně pro oceňování akcií na základě dividend. Nebo pomocí parametrického vzorce.

$$PH = \frac{KVPH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

**Vzorec 24: Parametrický vzorec (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $KVPH_{T+1}$  korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

$i_k$  průměrné náklady kapitálu

$g$  předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během 2. fáze

$r_1$  rentabilita čistých investic

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd.

$$r_I = \frac{\text{Celkový přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

**Vzorec 25: Výpočet rentability čistých investic (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

K získání výsledné hodnoty vlastního kapitálu je oceňovaného podniku, je nutné upravit vypočtenou brutto hodnotu o hodnotu současných dluhů.

Hodnota brutto („provozní“)

– Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)

Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)

+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)

**= Výsledná hodnota vlastního kapitálu**

### **2.2.1. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Metoda kapitalizace zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou odhadovány z historických dat. Východiskem stanovení jsou údaje z bilance a výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. Klíčovým ukazatelem je tzv. trvale udržitelný zisk, jedná se o čistý zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisí s hlavní činností podniku, průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úpravě o metodické změny aj.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> DLUHOŠOVÁ D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, 2. vydání

Podnik	Zadlužený			
	DCF – Entity	DCF – Equity	DDM	APV / EVA
Typ CF	FCFF	FCFE	Dividendy	FCFE <sub>U</sub> + daňový štít
Cash flow	+ zdaněné úroky			+ daň z úroků
			Dividendy	
	+ čistý zisk + odpisy – Δ WC	+ čistý zisk + odpisy – Δ WC		+ čistý zisk + odpisy – Δ WC
		+ čerpání úvěru – splátky úvěru		
	– investice	– investice		– investice
Nákl.kap.	R <sub>A</sub> = WACC	R <sub>E</sub>	R <sub>E</sub>	R <sub>U</sub> , R <sub>D</sub>
Hodnota podniku	Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota celkového kapitálu

Obrázek 10: Metody používané pro oceňování zadluženého podniku  
(Zdroj: DLUHOŠOVÁ D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, 2. vydání)

Dluhošová uvádí jako vzorec pro výpočet hodnoty podniku na bázi trvalého zisku:

$$V = \frac{Z}{R}$$

Vzorec 26: Hodnota podniku z trvale udržitelného zisku (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová, str. 151)

kde  $R$  jsou úroky kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Mařík dále předkládá doporučený postup pro výpočet hodnoty takto:

1. Analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření a celý dosavadní vývoj podniku. Cílem je určit čistý výnos, který by bylo možné rozdělit, aniž bychom snižovali majetkovou podstatu podniku.
2. Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů. Zásadou je z řady vyloučit extrémní výchyly.

3. Zpracujeme výhled podniku do budoucnosti a posoudíme, zda bude trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos k rozdělení jako za minulé období.
4. Určíme kalkulovanou úrokovou míru, kterou je nutno očistit o inflaci.
5. Vypočteme výnosovou hodnotu podniku.<sup>1</sup>

### 2.2.2. Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Ukazatel EVA (Economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího). Základní obecná podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:<sup>2</sup>

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Vzorec 27: Výpočet ukazatele EVA (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 284)

kde: *NOPAT* zisk z hlavního provozu podniku po dani  
*WACC* průměrné vážené náklady kapitálu  
*C* kapitál vázaný v aktivech, souvisejících operační činnosti podniku. Bývá nahrazován termínem NOA (čistá operační aktiva).

#### Ocenění pomocí EVA

Ocenění podniku lze provést pomocí ukazatele EVA stejně jako u metody DCF na úrovni ekvity, entity a APV. Při využití EVA pro ocenění podniku je podle Maříka následující:

Tabulka 1: Postup výpočtu EVA

<b>Krok 1.</b>
Tržní hodnota provozně nutných aktiv
+ Tržní hodnota neprovozních aktiv
– Tržní hodnota neúročených závazků
<u>= Tržní hodnota vlastního kapitálu</u>
<b>Krok 2.</b>
Čistá operační aktiva - NOA
– Tržní přidaná hodnota (MVA)
<u>= Tržní hodnota operačních aktiv</u>

(zdroj: Metody oceňování podniku, Mařík M.)

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 272-273

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str.284

Při využití přístupu pomocí EVA má důležitou roli hodnota přidaná trhem – MVA. Pomocí ekonomické přidané hodnoty je vyjádřen úspěch podniku v minulém období, přičemž tržní hodnota odráží očekávání trhu podle perspektivy společnosti. Tato přidaná hodnota se podle Maříka počítá dvěma způsoby:

- *Ex post* – jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou jeho aktiv. Tento přístup je však možný pouze u obchodovaných veřejných společností.
- *Ex ante* – jako současnou hodnotu budoucí EVA.

Stejně jako u metody DCF, je i metody EVA postupováno při ocenění dvoufázovou metodou. Přičemž druhá fáze je často počítána jako věčná renta ze stabilní ekonomické přidané hodnoty do nekonečna.

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

**Vzorec 28: Dvoufázová metoda výpočtu pomocí EVA (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $H_n$  hodnota podniku netto  
 $EVA_t$  hodnota EVA v roce t  
 $NOA_0$  čistá operační aktiva k datu ocenění  
 $T$  počet let explicitně plánovaných EVA (doba predikce)  
 $WACC$  průměrné vážené náklady kapitálu  
 $D_0$  hodnota úročených dluhů k datu ocenění  
 $A_0$  neprovozní aktiva k datu ocenění

### 2.3. Majetkové metody

Při tomto přístupu k oceňování je nějakým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Odečteme-li všechny dluhy a závazky, dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Můžeme tak získat tři různé majetkové hodnoty v závislosti na tom jaké ceny použijeme<sup>1</sup>:

- Metodu účetní hodnoty
- Metodu reprodukční ceny (substanční neboli věčné hodnoty)
- Metodu likvidační hodnoty

<sup>1</sup> MAŘÍK M.: Určování hodnoty firem, 1. vyd., Praha, Ekopress, 1998, 206 s. ISBN 80-86119-09-2, str. 88



### 2.3.1. Metoda účetní hodnoty

Účetní metoda vychází ze stanovených stavových veličin, které poskytuje rozvaha. Hodnota je odvozena z historických cen. Základem je ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách.<sup>1</sup>

Veškeré potřebné informace jsou již z potřeby podniku vést účetnictví dostupné a nejzákladnější účetní údaje pro tuto metodu jsou:

- hodnota podniku celkem = aktiva (pasiva)
- hodnota základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie
- hodnota vlastního jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje

Mezi výhody této metody patří jednoduchost, dostupnost hodnot a průkaznost hodnot. Nevýhoda metody jsou skutečnosti, že aktiva jsou ohodnocena na bázi účetního ohodnocení, což opomíjí nehmotná aktiva. Investiční majetek (odpisy) se vypočítávají z historických cen, které neodpovídají skutečnosti.

*hodnota VK = účetní hodnota aktiv - účetní hodnota závazků a dluhů*

**Vzorec 29: Hodnota vlastního kapitálu z účetních hodnot (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová D., str., 152)**

## 2.4. Tržní metody

Jedná se o metody, které jsou běžnému občanovi nejbližší. Pokud má v úmyslu něco prodat, obvykle potřebuje zjistit, kolik asi lze rozumně požadovat. Nejjednodušší způsob je ptát se, za kolik se v daném období daná věc obvykle prodává.

U podniku můžeme rozeznat dvě základní situace:

- přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- ocenění metodou tržního porovnání.<sup>2</sup>

Metodám tržní analýzy je v praxi připisována řada předností. Obcházejí některé problémy výnosových metod, je zde silná vazba ocenění k tržnímu prostředí, dominují tržní data nad účetními. Ve srovnání s výnosovými metodami se tržní analýza zdá být objektivnější.

<sup>1</sup> DLUHOŠOVÁ D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, 2. vydání, Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6 – str. 152

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 303

V případě podniků se zde však promítají plnou silou všechny zvláštnosti, kterými se trh s podniky vyznačuje:

- omezený rozsah co do počtu případů,
- nedostatečný přehled o skutečném počtu případů
- neúplné informace o cenách zaplacených za jednotlivé podniky a jejich reálné výši, která může být modifikována například způsoby placení,
- není zřejmé, za co byla cena zaplacená. Kupující nekupuje podnik, ale jeho očekávané výnosy spolu s očekávaným rizikem s těmito výnosy spojeným.

Tyto metody oceňování reprezentují jeden z analytických nástrojů, který je využíván v praxi pro stanovení hodnoty podniku. Za dobrý indikátor hodnoty podniku je považován především na nejvyspělejších kapitálových trzích v USA. Na méně vyspělých trzích empirická zkušenost říká, že na volném trhu dochází k periodickým „chybám“ v tvorbě cen, a to i na relativně vyspělých trzích.

Stanovení hodnoty podniku těmito metodami, používáme jako metodu orientační, doplňkovou nikoliv jako metodu hlavní pro stanovení hodnoty podniku.<sup>1</sup>

### **2.4.1. Metoda srovnatelných transakcí**

Jak uvádí Mařík výhodou této metody, například oproti metodě srovnatelných podniků jsou jasně dani násobitelé, které je potřeba vypočítat. Násobitele počítáme na základě skutečné ceny, která byla zaplacená za srovnatelné podniky v poslední době. Tímto se umožňuje získat přímo hodnotu celku (hodnota vlastního kapitálu – equity, hodnota investovaného kapitálu – entity), není poté tedy důvod využívat přepočtů na akcii jako v metodě srovnatelných podniků.

Násobitelé, které Mařík doporučuje, jsou:

- roční zisk po dani,
- EBIT,
- EBITDA,
- účetní hodnota vlastního kapitálu,
- celkové hodnoty investovaného kapitálu,

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 319

- tržby.<sup>1</sup>

Postup, který Mařík doporučuje zvolit je srovnatelný s metodou srovnatelných podniků, liší se pouze ve výběru násobitelů, kteří nejsou v této metodě vztaženy na akcii ale přímo na podnik jako celek.

1. Analýza stává vývoje národního hospodářství jako celku, a to s důrazem na takové veličiny jako jsou tempo růstu národního produktu, úroková míra, inflace atd. Tím si vytvořit rámec pro vlastní ocenění.
2. Analýza stavu a vývoje příslušného odvětví.
3. Analýza celkového stavu a vývoje oceňovaného podniku (obrat, podíl na trhu, úroveň produktů, postavení v konkurenci).
4. Podrobná finanční analýza podniku.
5. Výběr srovnatelných podniků.
6. Podrobná analýza srovnatelných podniků vůči oceňovanému podniku.
7. Výběr vhodných násobitelů.
8. Volba hodnot násobitelů pro daný příklad.<sup>2</sup>

I přes to, že postup metody i konstrukce násobitelů je podobná metodě srovnatelných podniků, je třeba dbát na výběr násobitelů, kteří musí být striktně transakční.

Na rozdíl od metody předchozí (metoda srovnatelných podniků) nalézá metoda srovnatelných transakcí širší použití i v evropských podmínkách, zejména při prodeji menších podniků. Je vhodná pro oceňování i jiných než akciových společností.<sup>3</sup>

### ***Metoda odvětvových násobitelů***

Mařík v kapitole věnované Metodě srovnatelných transakcí vyčleňuje tuto metodu jako subkategorii, uvádí k tomu značně specifický přístup k násobitelům. „Základním charakteristickým rysem toho přístupu, který jej odlišuje od ostatních metod tržního

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 313

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 305

<sup>3</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 314

porovnání, je zdroj hodnot násobitele. Nejsou to hodnoty za jednotlivé vybrané podniky, ale jsou to průměry hodnot násobitelů za branži.“<sup>1</sup>

Asi nejčastějšími násobiteli používáními při této metodě jsou:

$$\frac{\text{Hodnota podniku}}{EBIT}$$

$$\frac{\text{Hodnota podniku}}{EBITDA}$$

Takové to násobitele lze nalézt v databázích na stránkách Profesora Damodarana (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>). Násobitelé z těchto stránek jsou konstruovány z „Enterprise Value“.

## 2.5. Náklady kapitálu WACC a metoda CAPM

Průměrné vážené náklady kapitálů WACC (Weighted Average Costs of Capital) se užívají jako diskontní míra pro převod budoucích výnosů na současnou hodnotu. Tako určená diskontní míra, se využívá hlavně společně s oceňováním pomocí metod DCF entity a EVA, dále se dá také využít při předběžném ocenění pomocí generátorů hodnoty.

$$WACC = r_d(1 - d) \frac{CK}{K} + r_e \frac{VK}{K}$$

**Vzorec 30: Průměrné vážené náklady na kapitál (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:	$r_d$	náklady na cizí kapitál
	$d$	sazba daně z příjmů
	$r_e$	očekávaný výnosnost vlastního kapitálu
	$CK$	tržní hodnota úročeného kapitálu (cizí kapitál)
	$VK$	tržní hodnota vlastního kapitálu
	$K$	tržní hodnota celkového investovaného kapitálu (CK+VK)

---

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5 – str. 314

### 2.5.1. Metoda CAPM

Náklady na vlastní investovaný kapitál vyjadřují představu investora o výnosnosti jejich investic s ohledem na rizika spojená s investicí. Výpočet nákladů na vlastní kapitál je možné provést dle modelu oceňování kapitálových aktiv, CAPM.<sup>1</sup>

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_j)$$

**Vzorec 31: Model CAPM pro náklady vlastního kapitálu (Oceňování podniku, Kislingerová, E.)**

kde:  $r_f$  bezriziková výnosová míra  
 $\beta_i$  tržní riziko  
 $(r_m - r_j)$  tržní riziková premie

Mařík dodává, že pro stanovení bezrizikové výnosové míry je doporučeno využít výnosové míry státních obligací s dlouhou dobou splatnosti, tedy alespoň s deseti a více lety.

Za dobrou praxi se považuje odhad koeficientu pomocí hodnot zveřejňovaných profesorem A. Damodaranem. Jelikož jsou hodnoty koeficientu na stránkách uvedeny pro podniky při nulovém zadlužení, je nutné koeficient přepočítat při využití konkrétního zadlužení podniku.

$$\beta_Z = \beta_N(1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK})$$

**Vzorec 32: Přepočet beta koeficientu dle konkrétního zadlužení (Metody oceňování podniku, Mařík M.)**

kde:  $\beta_Z$  beta vlastního kapitálu zadlužené firmy  
 $\beta_N$  beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení  
 $d$  sazba daně z příjmu  
 $CK$  cizí kapitál (úročný)  
 $VK$  vlastní kapitál

Popsaný postup výpočtu nákladů na vlastní kapitál je aplikací na americké trhy. Pro podmínky České republiky je nutné postup upravit o rizikovou přírážku trhu České

---

<sup>1</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, 2. přepr. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367s. ISBN 80-7179-529-1

republiky. Nejjednodušším způsobem je Damodaranův přístup šesti postupných kroků:<sup>1</sup>

- Zjištění ratingu země (prof. Damodaran využívá rating Moodys)
- Určení rizika selhání země – rozdíl mezi výnosem obligací se stejným ratingem jako má země a vládními obligacemi USA (rating Moodys – Aaa).
- Určení rizikové přírážky země – riziko selhání násobené volatilitou trhu akcií a vládních dluhopisů. Pro ČR z důvodu obtížnosti stanovení doporučen koeficient 1,5.
- Úprava rizikové proražky země o rozdíl mezi inflací země a inflací USA.
- Výpočet nákladu kapitálu dle vzorce:

$$r_e = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{USA} + RPZ$$

**Vzorec 33: Náklady vlastního kapitálu (prof. Damodaran)**

kde:	$r_{f(USA)}$	výnosnost amerických vládních dluhopisů
	$\beta$	beta pro odvětví (ze stránek prof. Damodarana)
	$RPT_{USA}$	riziková prémie trhu USA (ze stránek prof. Damodarana)
	$RPZ$	riziková prémie země (ze stránek prof. Damodarana)

- Náklady na kapitál lze upravit o přírážku malé společnosti (maximálně 3%), nejasné budoucnosti (maximálně 3%) a za nižší obchodovatelnost vlastnických podílů. Všechny přírážky se přičítají k nákladům stanoveným dle předchozího vzorce.

---

<sup>1</sup> Maříková P., Mařík M., 2007, Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, str. 148 a 149

## 3. Analýza společnosti

### 3.1. Charakteristika firmy

Společnost nabízí metrologické, servisní a kontrolní služby v oblasti zdravotnické techniky včetně nabídky široké škály lékařských přístrojů řady renomovaných českých i světových značek. Součástí naší společnosti je Kalibrační centrum pro kalibrace vah, teploměrů do lednic a tlakoměrů. Dále také Autorizované metrologické středisko K 127 pro ověřování přístrojů pro měření tlaku krve a lékařských elektronických teploměrů. Tím je zaručeno, že naše služby jsou poskytovány na standardní celostátní úrovni.

V neposlední řadě se společnost zabývá vývojem a výrobou speciálních asistenčních pomůcek pro handicapované osoby, diagnostických přístrojů pro včasnou detekci specifických vývojových poruch učení a dalších speciálních přístrojů založených na technologii sledování očních pohybů.



Obrázek 11: Logo Medicton Group  
(Zdroj: <http://www.medicton.com/>)

#### 3.1.1. Historie společnosti

Roku 2003 na podzim vzniká firma Medicton Group, jako sdružení dvou fyzických osob. Základní činnost sdružení byla od počátku spojena s oborem měření tlaku krve. V roce 2004 firma začala s prodejem neinvazivních tonometrů a již v témže roce začala jednat s Českým metrologickým institutem a Úřadem pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví, s cílem získat autorizaci pro povinné ověřování měřidel tlaku krve.

V roce 2005 došlo k transformaci na společnost s ručením omezeným. Postupně byla rozšiřována nabídka lékařské přístrojové techniky pro profesionální i domácí použití od významných českých i zahraničních výrobců.

### 3.1.2. Informace o firmě

- Obchodní jméno:** Medicton Group, s.r.o.
- Sídlo:** Polička, Jiráskova 609, PSČ 57201
- IČO:** 27485391
- Právní forma:** Společnost s ručením omezeným
- Datum zápisu:** 16. listopadu 2005
- Spisová značka:** C 21742 vedená u Krajského soudu v Hradci Králové
- Základní kapitál:** 200 000 Kč
- Orgány společnosti:** Valná hromada  
Jednatel
- Předmět podnikání:** Výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd  
Testování, měření, analýzy a kontroly  
Výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení  
Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Momentálně je společnost vlastněna dvěma společníky, kteří každý vlastní 50% základního podílu společnosti. Vklad každého ze společníků činí 100 000 Kč a je 100% splacen.

Za společnost na venek jedná jednatel společnosti – jeden ze společníků, který je také součástí statutárního orgánu společnosti.

Společnost vlastní jednu dceřinou firmu TECHSAN spol. s.r.o. od Února 2014.



### 3.1.2.1. Činnost společnosti

#### Předmět činnosti:

- Poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály
- Výroba elektronických součástek, elektrických zařízení a výroba a opravy elektrických strojů, přístrojů a elektronických zařízení pracujících na malém napětí
- Výroba zdravotnických prostředků
- Velkoobchod a maloobchod
- Skladování, balení zboží, manipulace s nákladem a technické činnosti v dopravě
- Výroba měřicích, zkušebních, navigačních, optických a fotografických přístrojů a zařízení

## 3.2. Strategická analýza

### 3.2.1. Analýza makroekonomického prostředí

Vliv na vývoj hospodaření podniků má vývoj makroekonomického prostředí, ve kterém společnost podniká. Pro společnosti podnikající v Českém prostředí je hlavním ukazatelem hrubý domácí produkt (dále jen HDP), jenž se využívá jako ukazatel výkonnosti ekonomiky.

Pro popis vývoje ekonomiky se lépe hodí spíše než absolutní hodnoty HPD, hodnoty meziročního růstu. Procentuální nárůst HDP vychází z výpočtu meziroční změny HDP, kde je předchozí rok počítán vždy jako nula.

Tabulka 2: Meziroční vývoj HDP v letech 2010 až 2015<sup>1</sup>

	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)
HDP v mld. Kč	3 954	4 022	4 048	4 086	4 284	4 467
Růst HDP v %	2,30	2,00	-0,80	-0,70	2,40	2,50

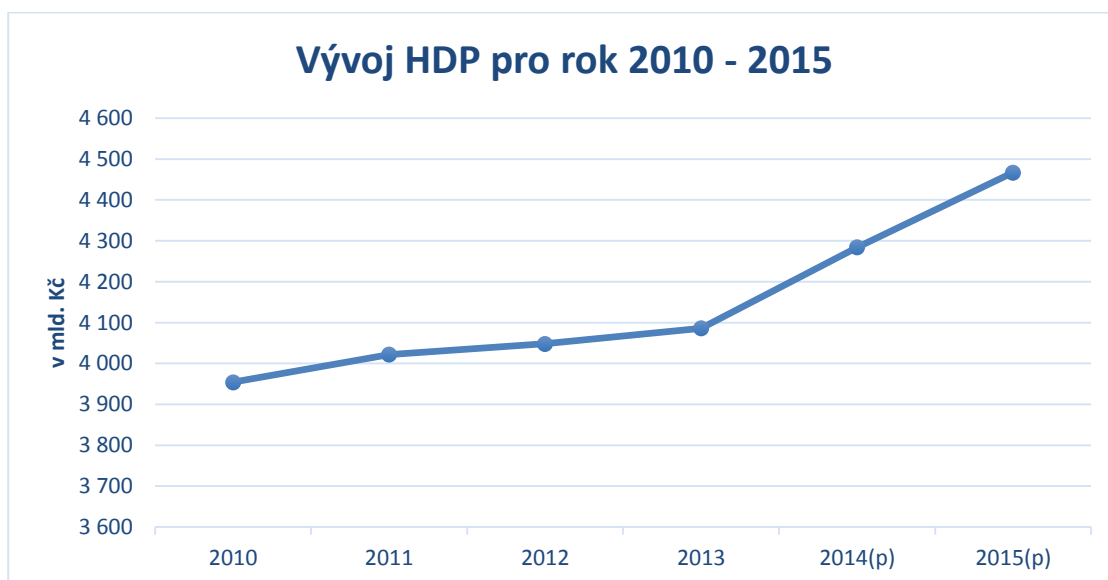
(zdroj: Makroekonomická predikce České republiky)

<sup>1</sup> Roky 2014 a 2015 predikce.

Podle aktuálních dat, která již vycházejí ze standardu národních účtů ESA 2010 a odrážejí i další metodické změny, reálný HDP ve 2. čtvrtletí 2014 mezi čtvrtletně vzrostl o 0,3 %. V porovnání s 1. čtvrtletím 2014 tak sice došlo k jistému zpomalení růstu, tento vývoj byl ale v souladu s očekáváními. Nadále se tak domníváme, že pozvolné ožívání ekonomické aktivity bude pokračovat. Za celý letošní rok by reálný HDP mohl meziročně vzrůst o 2,4 % a obdobnou dynamiku by HDP mohl vykázat i v roce 2015. Růst by měl být v obou letech tažen výhradně domácí poptávkou, příspěvek čistých vývozů by se měl pohybovat okolo nuly.

Ožívání ekonomiky pokračovalo i ve 2. čtvrtletí 2014. Reálný HDP mezi čtvrtletími vzrostl o 0,3 %, a navázal tak na růst o 0,6 % v 1. čtvrtletí 2014. Zpomalení růstu bylo patrně dáno jednorázovými a dočasnými faktory stimulačnými ekonomický výkon v 1. čtvrtletí (nízká srovnávací základna, mimořádně teplá zima, zlepšené čerpání prostředků z fondů EU a pozitivní vliv měnové politiky na růst exportu), na což jsme upozorňovali v předchozí predikci.<sup>1</sup>

**Graf 1: Vývoj HDP v letech 2010 až 2015**



(Zdroj: Tabulka 1)

Dalším důležitým ukazatelem využívaným k hodnocení ekonomické situace je průměrná inflační míra.

<sup>1</sup> Makroekonomická predikce České republiky, str. 5

**Tabulka 3: Vývoj průměrné míry inflace v letech 2010 až 2015**

	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)
Průměrná míra inflace %	1,50	1,90	3,30	1,40	0,50	1,50

(zdroj: Makroekonomická predikce České republiky)

Navzdory oslabení koruny vlivem devizových intervencí ČNB by se rok 2014 měl vyznačovat velmi nízkou inflací. Na rozdíl od minulých let by totiž měly administrativní vlivy (zejména snížení cen elektřiny) během celého letošního roku působit protiinflačně. Průměrná míra inflace by tak letos mohla dosáhnout jen 0,5 %. V roce 2015 by se sice růst spotřebitelských cen měl zrychlit, očekáváme však, že se inflace stále bude pohybovat pod inflačním cílem ČNB.<sup>1</sup>

S inflací jsou však i úrokové sazby, které setrvávají na historických minimech. Problém pro ČNB, která se snaží zvrátit tyto historická minima úrokových sazeb, je vedle již zmíněným slabým inflačním tlakům, také nízké primární úrokové míry. S ohledem na očekávaný vývoj krátkodobých úrokových sazeb, značnou poptávku po státních dluhopisech a předpokládanou trajektorii fiskální politiky přitom ani ve střednědobém horizontu nelze počítat s výraznějším růstem dlouhodobých sazeb.<sup>2</sup>

**Tabulka 4: Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb v letech 2010 až 20115**

	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)
Dlouhodobé úrok. sazby %	3,70	3,70	2,80	2,10	1,70	1,70

(zdroj: Makroekonomická predikce České republiky)

Jedním z dalších důležitých aspektů, který ovlivňuje situaci podniku, dění v celém státě a je základním nástrojem pro řízení hospodářské situace, je fiskální politika státu. Ministerstvo financí v České Republice uplatňuje expanzivní fiskální politiku, která má za cíl podporovat ekonomický růst. Výsledkem této fiskální politiky jsou vládní výdaje, které převyšují daňové příjmy státu. Vládní regulace v oblasti daňové politiky zůstávají pro podnik příznivé, jelikož zdanění právnických osob je již od roku 2010 pro sazbu daně z příjmu právnických osob 19 procent (poslední směna proběhla z roku 2009 na 2010 snížením o 1 procentní bod).

<sup>1</sup> Makroekonomická predikce České republiky, str. 5

<sup>2</sup> Makroekonomická predikce České republiky, str. 16

### **3.2.2. Porterův pětifaktorový model**

Jelikož se společnost zabývá ve své podstatě velice rozdílnými podnikáními, kde společným jmenovatelem těchto podnikání je oblast medicínského uplatnění. Je nutné produkty a služby poskytované společností je nutné rozdělit do několika kategorií a každou poté posuzovat z vlastního hlediska.

1. Velice specifickou oblastí podnikání společnosti je vývoj a výroba specifických asistenčních a diagnostických pomůcek založených na technologiích sledování očních pohybů – I4Control a I4Tracking.
2. Oblast auditů ordinací, ve které společnost také nabízí služby, je dosti specifická.
3. Prodej a servis a lékařských přístrojů je asi nejběžnější oblast podnikání, kterému se společnost věnuje.
4. Kalibrační centrum a jím poskytované služby, jsou velice dobrým doplňkem pro podnikání společnosti, jelikož doplňují a umožňují poskytovat služby při prodeji a servisu a zároveň při provádění auditů.

#### ***Konkurenční rivalita***

V oblasti prodeje a servisu a tak i v oblasti kalibračního centra má společnost dostatek konkurentů, jak v blízkém tak vzdálenějším okolí. Jelikož společnost obchoduje se zdravotnickou technikou a velikost České republiky není z pohledu obchodního nijak rozlehlá, za konkurenty lze označit podniky - Mediset - Chironax s.r.o., HNS mechanix s.r.o., KRÁSNÝ - zdravotnická technika s.r.o.

V oblasti auditu a hlavně asistenčních a diagnostických služeb, je naopak skutečnost odlišná. Hlavně díky velice úzkému profilu těchto oblastí neexistuje v České republice mnoho jiných společností zabývajících se podobnou problematikou. V oblasti auditů se pohybuje dále například firma – BOFIA medical, s.r.o. A pro oblast asistenčních a diagnostických služeb to je – SPEKTRA, výrobní družstvo nevidomých.

#### ***Riziko vstupu konkurentů***

Ve všech oblastech podnikání, je vstup nových konkurentů omezen specifícností oblastí, které ve své podstatě kladou vysoké požadavky na nově vstupující konkurenci.

Pro oblast prodeje, servisu a kalibrace jsou požadavky hlavně odbornost pracovníků a nutnost vlastnit složité atestace pro provoz kalibračních a servisních středisek, ať již

požadovaných státem tak od výrobců přístrojů. Taktéž je nutné počítat s vysokou počáteční investicí do měřících a kalibračních přístrojů

V oblasti auditů ordinací je hlavním limitujícím faktorem nutnost specialistů v oblasti, zde se jedná hlavně o lidi se zkušenostmi v oblasti lékařství a legislativy.

V oblasti asistenčních a diagnostických pomůcek jsou bariéry největší, jelikož se jedná o velice specializovanou. V této oblasti je nutné mít množství specialistů z několika oborů, tak i nákladné softwarové či hardwarové vybavení.

### ***Hrozba substitutů***

Výrobky a služby v oblastech prodeje, servisu a kalibrace, nejsou jedinečné a není problém nahradit je jinými či podobnými. Na trhu se takovéto výrobky prodávají za velmi podobné ceny a případný přechod mezi substituty není nákladný.

Jelikož oblast auditů ordinací je specifická činnost, tak zároveň činnost, která není kontinuální, ale spíše periodická. Jednorázové výdeje jsou sice vysoké, pokud by v průběhu auditu mělo přecházet mezi poskytovateli. Ale pokud jde o audit samotný, budou konkurence nabízet služby za velmi podobné ceny.

Nejmenší hrozba substitutů hrozí společnosti v oblasti asistenčních a diagnostických pomůcek. V této oblasti se vyskytuje velice málo podobných produktů a většina produktů je v průběhu kontraktů ještě upravována podle potřeb kupujících. Proto se přechod v této oblasti stává velice nákladným, jelikož je potřebné přijmout zcela nové řešení.

### ***Síla kupujících***

Společnost prodává a publikuje své služby na internetových stránkách, E-shopu se zdravotnickou technikou určených pro region České republiky, jak pro veřejnost, tak nákladnější pro odbornost (ordinace). V odborné části zákazníků si společnost vede marketingový žebříček a zákazníkům na prvních místech nabízí určité výhody.

Podnik má tedy, jak velké odběratele (ordinace), tak i malé zákazníky (veřejnost). Zákazník může snadno přejít ke konkurenci, aniž by se zvedly náklady.

### ***Síla dodavatelů***

V oblasti kalibrace a servisu je společnost závislá na dodavatelích specializovaných materiálů a zařízení, které jsou nezbytné pro tuto oblast její činnosti. Oproti tomu

v oblasti prodeje je již méně závislá, ale v této oblasti již udržuje dohodnuté dodavatelské smlouvy se svými partnery.

V oblasti asistenčních a diagnostických je nutné rozdělit dodavatele na dvě skupiny. První skupinou jsou dodavatelé dodávající všeobecné produkty, které jsou dostupné z trhu. Druhou skupinou jsou dodavatelé dodávající specializované součásti, kde se jedná o unikátní zakázky pro každou objednávku.

### 3.2.3. SWOT analýza

Tabulka 5: SWOT analýza

Výčet silných stránek	S	W	Výčet slabých stránek
<ul style="list-style-type: none"> <li>• kvalita vyráběných výrobků</li> <li>• dlouholeté zkušenosti</li> <li>• doplňující se služby</li> <li>• široká nabídka</li> <li>• flexibilita adaptabilita</li> <li>• technická podpora zákazníků</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>• nepříznivé hodnoty finančních ukazatelů</li> <li>• úzká specializace v některých oblastech podnikání</li> </ul>
Výčet příležitostí	O	T	Výčet hrozeb
<ul style="list-style-type: none"> <li>• snižování nákladů</li> <li>• hledání nových obchodních partnerů</li> <li>• minimalizace rizik</li> <li>• vstup na nové trhy</li> <li>• rozvoj v oblasti I4Control a I4Tracking</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>• negativní vývoj situace na trhu</li> <li>• nesolventnost odběratelů a dodavatelů</li> <li>• zavádění nových výrobků</li> <li>• odchod specializovaných zaměstnanců</li> </ul>

(zdroj: Vlastní zpracování dle rozhovorů)

### 3.3. Finanční analýza

V této části diplomové práce se zabývám finanční analýzou firmy Medicton Group, s.r.o. Jednotlivé ukazatele jsou vypočítány pro časové období 2010 – 2013. Zdrojem dat jsou účetní výkazy – výsledovka, výkaz zisků a ztrát.

### 3.3.1. Analýza absolutních ukazatelů

#### 3.3.1.1. Horizontální analýza aktiv

Tabulka 6: Horizontální analýza aktiv (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	změna 2010- 2011	%	změna 2011- 2012	%	změna 2012- 2013	%
<b>Aktiva celkem</b>	7 572	256,68	-2 432	-23,11	-1 200	-14,83
<b>Stálá aktiva</b>	245	34,08	8	0,83	412	42,39
Dlouh. nehmotný majetek	430	N/A	228	53,02	-257	-39,06
Dlouh. hmotný majetek	-185	-25,73	-220	-41,20	669	213,06
<b>Oběžná aktiva</b>	7 088	318,42	-2 388	-25,64	-1 621	-23,40
Zásoby	395	69,06	221	22,85	91	7,66
Krátk. pohledávky	6 952	893,57	-3 770	-48,77	-962	-24,29
Krátk. finanční majetek	-277	-31,62	1 162	193,99	-745	-42,31

(zdroj: vlastní výpočty)

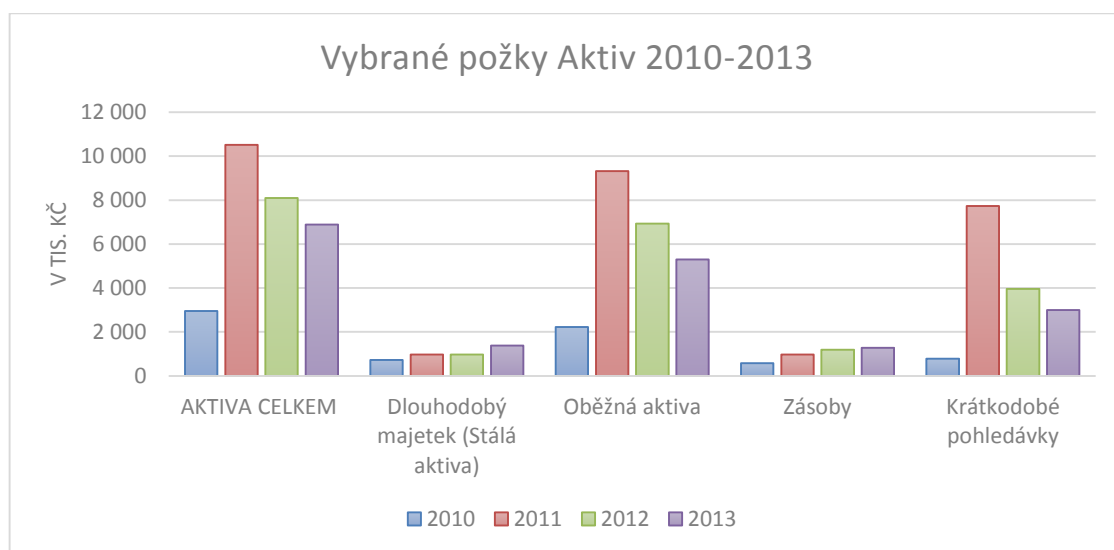
#### *Stálá aktiva*

Ve společnosti hodnota jak dlouhodobého nehmotného majetku vzrostla oproti roku 2010 na 401 tis. Kč v roce 2013 s tím, že největšího dlouhodobého nehmotného majetku firma dosáhla v roce 2012. Oproti tomu dlouhodobý hmotný majetek společnosti z roku 2010 klesal na své minimum 314 tis. Kč v roce 2012 a poté se skokově zvýšil na nové maximum 983 tis Kč v roce 2013.

#### *Oběžná aktiva*

Z tabulky je patrné, že v roce 2011 skokově vzrostla hodnota oběžných aktiv o 7 mil. Kč, což bylo způsobeno stejným skokovým nárůstem krátkodobých pohledávek o 6,9 mil. Kč.

Graf 2: Vývoj vybraných položek aktiv



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.1.2. Horizontální analýza pasiv

Tabulka 7: Horizontální analýza vybraných pasiv (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	změna 2010- 2011		změna 2011- 2012		změna 2012- 2013	
		%		%		%
<b>Pasiva celkem</b>	7 572	256,68	-2 432	-23,11	-1 200	-14,83
<b>Vlastní kapitál</b>	461	51,97	69	5,12	70	4,94
Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Výsledek hospodaření běžného období (+/-)	375	436,05	-392	-85,03	1	1,45
<b>Cizí zdroje</b>	1 817	89,42	80	2,08	685	17,43
Dlouhodobé závazky	308	25,99	-475	-31,82	-180	-17,68
Krátkodobé závazky	-192	40,25	214	138,06	754	104,58
Bankovní úvěry a výpomoci	877	66,24	-11	-0,50	382	17,44

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Vlastní kapitál*

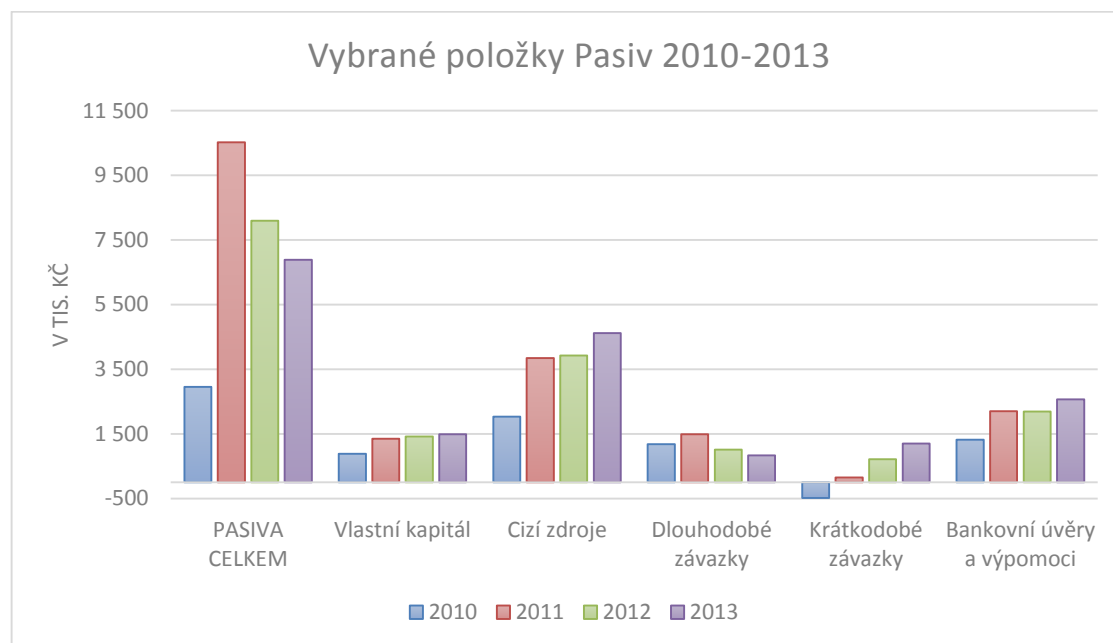
Hodnota vlastního kapitálu se mezi lety 2010 až 2013 vzrůstá, hlavně díky dobrým výsledkům hospodaření za sledované období. Hodnota základního kapitálu se ve sledovaném období nemění.

#### *Cizí zdroje*



I přes to, že hodnota cizích zdrojů v období 2010 až 2013 stoupá hlavně kvůli stoupajícím závazkům z obchodních styků. Oproti tomu se společnosti daří snižovat své dlouhodobé závazky a držet si bankovní úvěry a výpomoci okolo 2 mil. Kč. Pro podnik by bylo do budoucna dobré, ale snížit hodnotu cizího kapitálu ve firmě.

Graf 3: Vývoj vybraných položek pasiv



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.1.3. Vertikální analýza aktiv

Tabulka 8: Vertikální analýza vybraných aktiv (procentuální hodnoty)

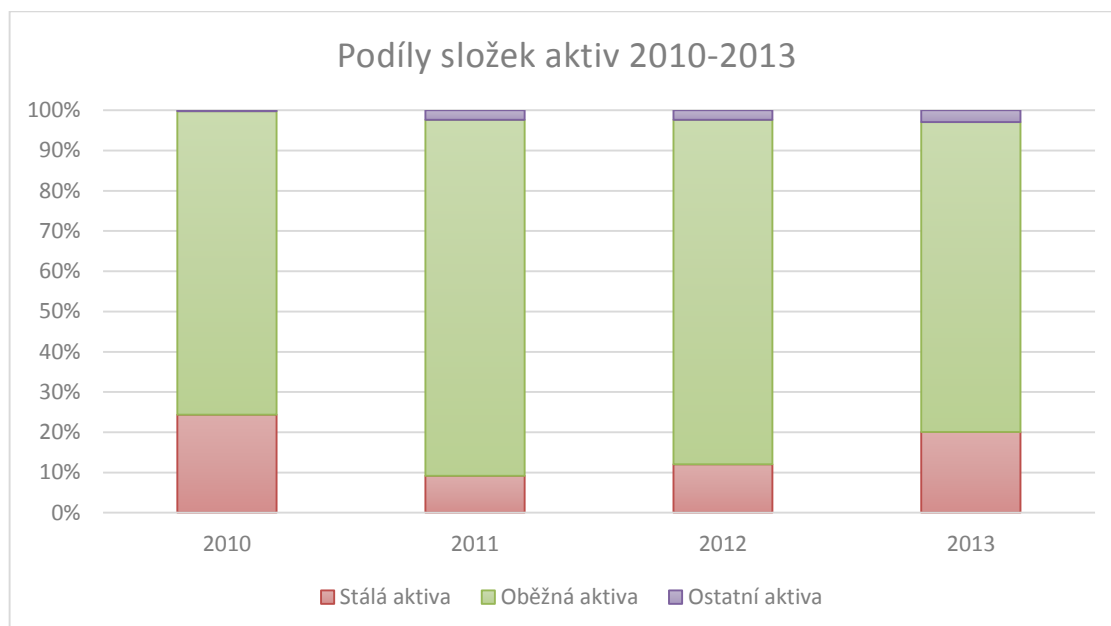
	2010	2011	2012	2013
<b>Aktiva celkem</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Stálá aktiva	24,37	9,16	12,01	20,09
Oběžná aktiva	75,46	88,52	85,61	77,00
Ostatní aktiva	0,17	2,32	2,37	2,92

(zdroj: vlastní výpočty)

Z tabulky je vidět značnou převahu oběžných aktiv oproti stálým aktivům., v průměru na úrovni 80%. Nejvíce tj. 88% dosáhla oběžná aktiva v roce 2011. Největší část oběžných aktiv tvořily krátkodobé pohledávky. Zásoby a krátkodobý finanční majetek

dohromady pak tvoří zbytek aktiv. Největšího rozdílu mezi těmito dvěma částmi bylo dosaženo v 2011.

**Graf 4: Vývoj podílů aktiv**



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.1.4. Vertikální analýza pasiv

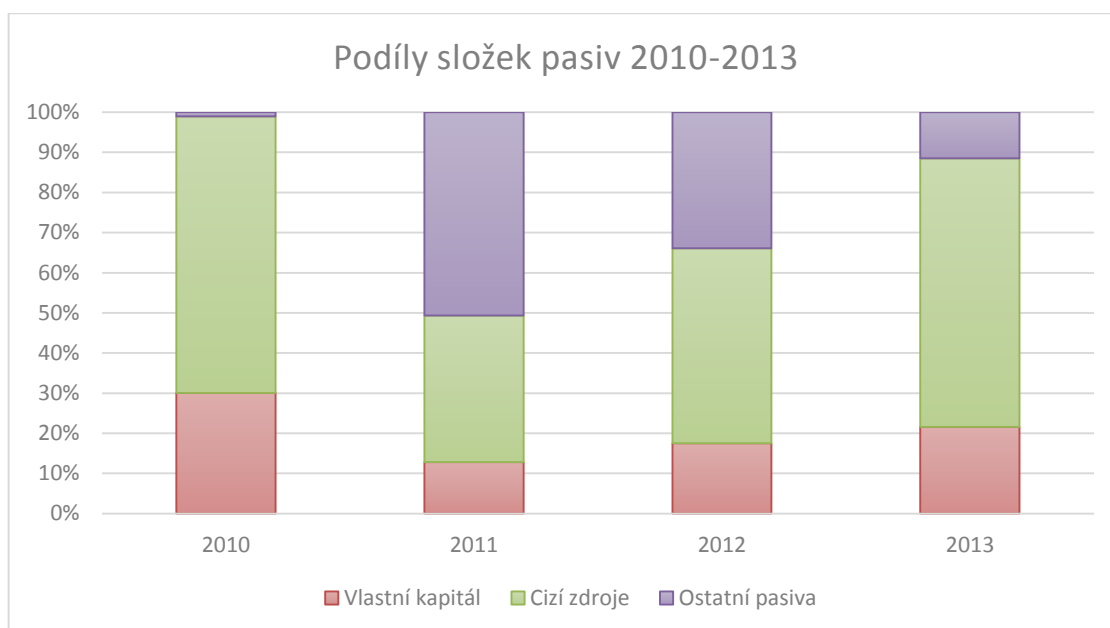
**Tabulka 9: Vertikální analýza pasiv (procentuální hodnoty)**

	2010	2011	2012	2013
<b>Pasiva celkem</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
Vlastní kapitál	30,07	12,81	17,52	21,58
Cizí zdroje	68,88	36,58	48,57	66,97
Ostatní pasiva	1,05	50,61	33,92	11,45

(zdroj: vlastní výpočty)

Cizí zdroje se podílejí na celkových pasivech asi 65%. Polovina těchto cizích zdrojů je tvořena bankovními úvěry a výpomoci. Anomálním rokem je opět rok 2011, ve kterém výnosy příštích období jako ostatní pasiva značně přesáhly cizí zdroje.

Graf 5: Vývoj podílů pasiv



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.1.5. Analýza rozdílových ukazatelů

Tabulka 10: Rozdílové ukazatele (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva	2 226	9 314	6 926	5 305
Krátkodobé závazky	-477	155	721	1 204
<b>Čistý pracovní kapitál</b>	<b>2 703</b>	<b>9 159</b>	<b>6 205</b>	<b>4 101</b>
Krátkodobý finanční majetek	876	599	1 761	1 016
Krátkodobé závazky	-477	155	721	1 204
<b>Čisté pohotovové prostředky</b>	<b>1 353</b>	<b>444</b>	<b>1 040</b>	<b>-188</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Čistý pracovní kapitál*

Společnost měla k dispozici dostatečně vysoký podíl čistého pracovního kapitálu. To tedy zaručuje dobrou likviditu podniku a malé problémy s placením závazků. Ale je zde však nutné poukázat na vysoký podíl krátkodobých pohledávek v oběžných aktivech. V letech 2011 a 2012, kdy jsou značné prostředky v daňových pohledávkách vůči státu, se nepočítá s obtížnou vymahatelností. V roce 2013 je jich značná část alokována v již obtížně vymahatelném prostředí. Zároveň se zvedá alokace aktiv

v zásobách, které jsou méně likvidní položkou oběžných aktiv, jsou považovány většinou za neprodejné nebo prodejné za nízké ceny ve vztahu k likviditě.

### *Čisté pohotové prostředky*

V prvních třech letech byly čisté pohotové prostředky v kladných hodnotách díky dobrým hodnotám finančního majetku. V roce 2013, ale krátkodobé závazky převýšily finanční majetek. Hlavní snahou firmy by v této oblasti mělo být snížit tyto krátkodobé závazky.

## 3.3.2. Analýza poměrových ukazatelů

### 3.3.2.1. Ukazatele rentability

Tabulka 11: Ukazatele rentability (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Čistý zisk (hosp. výsledek po zdanění)	192	375	68	70
Celková aktiva	2 950	10 522	8 090	6 890
<b>ROA (%)</b>	<b>6,51</b>	<b>3,56</b>	<b>0,84</b>	<b>1,02</b>
Čistý zisk (hosp. výsledek po zdanění)	192	375	68	70
Vlastní kapitál	887	1 348	1 417	1 487
<b>ROE (%)</b>	<b>21,65</b>	<b>27,82</b>	<b>4,80</b>	<b>4,71</b>
Čistý zisk (hosp. výsledek po zdanění)	192	375	68	70
Tržby	7 029	7 574	8 079	9 029
<b>ROS (%)</b>	<b>2,73</b>	<b>4,95</b>	<b>0,84</b>	<b>0,78</b>
EBIT (provozní výsledek hosp.)	360	668	290	259
Celkový kapitál	3 427	10 367	7 369	5 686
<b>ROI (%)</b>	<b>10,50</b>	<b>6,44</b>	<b>3,94</b>	<b>4,56</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

### *ROI - ukazatel ziskovosti vloženého kapitálu*

Vyjadřuje, kolik haléřů provozního hospodářského výsledku podnik dosáhl z jedné investované koruny. Ukazatel je vhodný ke srovnání různě zadlužených podniků napříč odvětvím. V praxi se za dobré výsledky považují hodnoty mezi 12-15%. Nejblíže k těmto hodnotám byl podnik v roce 2010, v dalších letech ale zaznamenal značný propad. Pozitivním znakem může být nárůst 4,56% v roce 2013.

### ***ROA – Ukazatel rentability celkových aktiv***

Měří produkční sílu (výkonnost) podniku. Udává, jaký čistý zisk přináší společnosti jedna investovaná koruna. Obecně platí, že hodnoty větší než 9% jsou velmi dobré. Za postačující se považují hodnoty 6-9%. Opět pouze v roce 2010 dosáhl podnik postačující hodnoty, ale v ostatních letech se k spodní hranici ani nepřiblížil. Podnik přesto hospodaří s majetkem efektivně, jelikož ukazatel ROA je ve všech letech nižší než ROI.

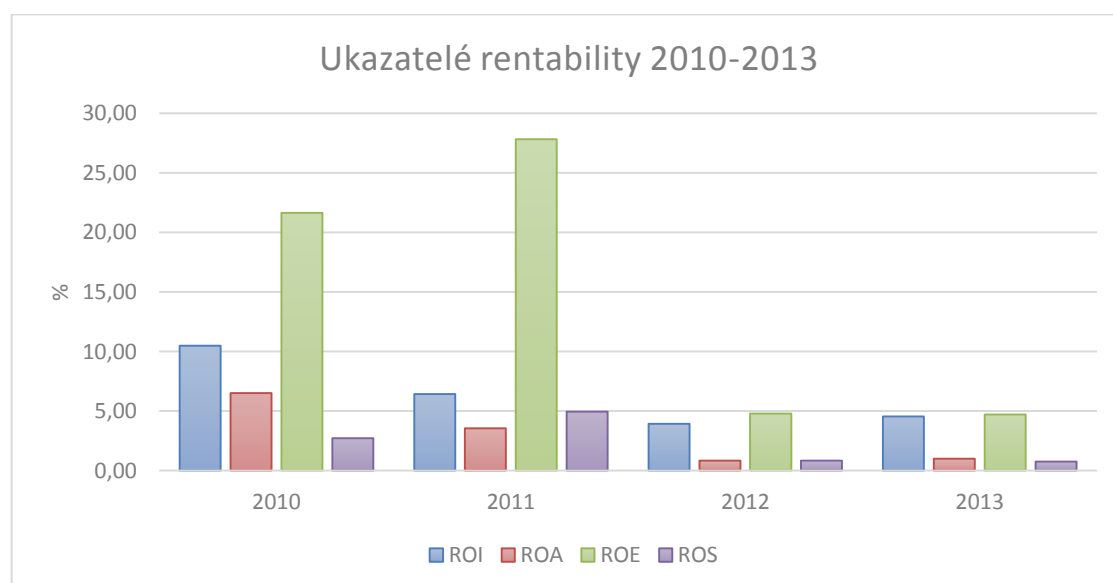
### ***ROE – ukazatel rentability vlastního kapitálu***

Vyjadřuje, kolik haléřů čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou akcionářem neboli přínos pro vlastníky. Měl by dosahovat hodnot alespoň několik málo procent nad úročením dlouhodobých vkladů, přičemž teoretická doporučená hodnota je 15%. V letech 2010 a 2011 byla hodnota ROE dokonce nad 15%, ale v letech 2012 a 2013 se propadl na hodnoty těsně pod 5%.

### ***ROS – ukazatel rentability tržeb***

Udává, kolik haléřů čistého zisku podnik získá z jedné koruny tržeb. Doporučené hodnoty se pohybují v rozmezí 2-6%. Stejně jako u všech ukazatelů rentability i zde platí čím větší hodnoty tím lépe pro podnik. Opět se ukazuje, že rok 2010 a 2011 ukazatel pohybuje v doporučeném rozmezí, ale roky 2012 a 2013 padají i pod hodnotu 1%

**Graf 6: Vývoj ukazatelů rentability**



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.2.2. Ukazatele aktivity

Tabulka 12: Ukazatele aktivity – Tržby (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Tržby	7 029	7 574	8 079	9 029
Celková aktiva	2 950	10 522	8 090	6 890
<b>Obrat celkových aktiv</b>	<b>0,42</b>	<b>1,39</b>	<b>1,00</b>	<b>0,76</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Obrat celkových aktiv*

Tento ukazatel udává, kolikrát se majetek společnosti obrátí v tržbě. Doporučené hodnoty jsou v intervalu 1,6-3. Ve sledovaném období se podnik pouze v roce 2011 přibližuje k spodní hranici hodnotou 1,39. V ostatních letech, ale dosahuje podnik spíše podprůměrných výkonů nepřekračujících ani jedno násobek. Tím podniku mohou vznikat nadbytečné náklady a ztráty na výnosech.

Tabulka 13: Ukazatele aktivity (hodnoty uvedeny v tis. Kč, použito 365 dní/rok)

	2010	2011	2012	2013
Zásoby	572	967	1 188	1 279
Denní tržby	19,26	20,75	22,13	24,74
<b>Doba obratu zásob</b>	<b>29,70</b>	<b>46,60</b>	<b>53,67</b>	<b>51,70</b>
Krát. pohledávky z obch. vztahů	640	902	840	1 305
Denní tržby	19,26	20,75	22,13	24,74
<b>Doba obratu pohledávek</b>	<b>33,23</b>	<b>43,47</b>	<b>37,95</b>	<b>52,76</b>
Krát. závazky z obch. vztahů	136	-225	255	302
Denní tržby	19,26	20,75	22,13	24,74
<b>Doba obratu závazků</b>	<b>7,06</b>	<b>-10,84</b>	<b>11,52</b>	<b>12,21</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Doba obratu zásob*

Udává průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání od doby nákupu do doby spotřeby nebo prodeje. Doby obratů jsou v podniku značně vysoké, ale s ohledem na oblast podnikání s velice specializovanými výrobky jsou tyto obraty pochopitelné.

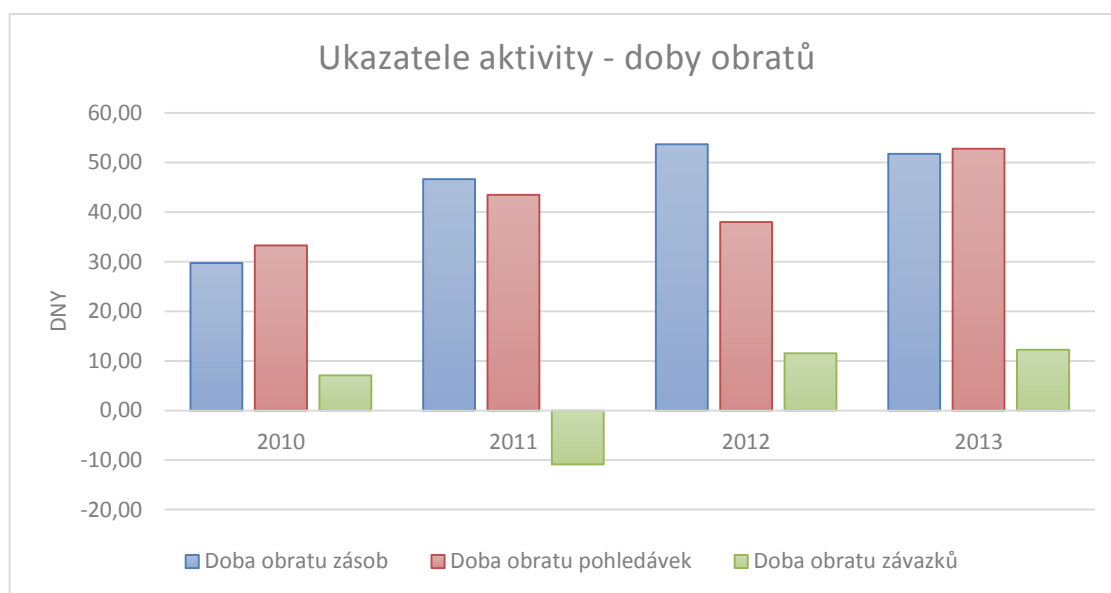
### ***Doba obratu pohledávek***

Je doba, po kterou musí podnik v průměru čekat, než obdrží platby od svých zákazníků. Z tabulky je patrné, že podnik čeká v průměru měsíc a půl, než dojde k inkasu pohledávek. Jelikož je doba obratu pohledávek podstatně delší než obrat závazků, podnik nevyužívá dodavatelských úvěrů a nevytváří si volné zdroje pro jiné využití.

### ***Doba obratu závazků***

Vyjadřuje, jak dlouho podnikatelský subjekt odkládá platbu svých závazků svým dodavatelům. Z tabulky je patrné, že se podnik chová, jako poskytovatel levných provozních úvěrů.

**Graf 7: Vývoj doby obratů v letech 2010 až 2013**



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.2.3. Ukazatele zadluženosti

Tabulka 14: Ukazatelé zadluženosti (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Cizí zdroje	2 063	9 174	6 673	5 403
Celková aktiva	2 950	10 522	8 090	6 890
<b>Celková zadluženost</b>	<b>0,70</b>	<b>0,87</b>	<b>0,82</b>	<b>0,78</b>
Vlastní kapitál	887	1 348	1 417	1 487
Celková aktiva	2 950	10 522	8 090	6 890
<b>Koeficient samofinancování</b>	<b>0,30</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>
EBIT	360	668	290	259
Nákladové úroky	70	109	115	94
<b>Úrokové krytí</b>	<b>5,14</b>	<b>6,13</b>	<b>2,52</b>	<b>2,76</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Celková zadluženost*

Označuje se také jako ukazatel věřitelského rizika a určuje podíl cizího kapitálu k celkovým aktivum společnosti. U zdravých podniků se hodnoty pohybují od 0,4-0,6. Z tabulky je patrné, že z pohledu zadlužení se podnik musí považovat za zadlužený (celková zadluženost okolo 0,8). Tabulka ale také ukazuje trend klesajícího zadlužení, který má možnost dostat se na hodnoty zdravých podniků.

#### *Koeficient samofinancování*

Označuje, do jaké míry jsou aktiva společnosti financována vlastním kapitálem (finanční nezávislost). Společně s celkovou mírou zadluženosti se součet rovná jedné. Hodnoty samofinancování se pohybují na nízkých hodnotách, ale ukazují trend zvyšování koeficientu.

#### *Úrokové krytí*

Informuje společnost o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. U dobře fungující podniků dosahují hodnoty 3-6 krát. Banky při poskytnutí úvěru požadují hodnoty až 8 krát. Dobrých výsledků podnik dosahoval v letech 2010 a 2011, v těchto letech si ale také podnik vzal úvěr a proto jeho koeficient pro roky 2012 a 2013 značně poklesl.



### 3.3.2.4. Ukazatele likvidity

Tabulka 15: Ukazatelé likvidity (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva	2 226	9 314	6 926	5 305
Krát. závazky + Krát. BÚ	847	2 356	2 911	3 776
<b>Běžná likvidita</b>	<b>2,63</b>	<b>3,95</b>	<b>2,38</b>	<b>1,40</b>
Oběžná aktiva	2 226	9 314	6 926	5 305
Zásoby	572	967	1 188	1 279
Krát. závazky + Krát. BÚ	847	2 356	2 911	3 776
<b>Pohotová likvidita</b>	<b>1,95</b>	<b>3,54</b>	<b>1,97</b>	<b>1,07</b>
Finanční majetek	876	599	1 761	1 016
Krát. závazky + Krát. BÚ	847	2 356	2 911	3 776
<b>Okamžitá likvidita</b>	<b>1,03</b>	<b>0,25</b>	<b>0,60</b>	<b>0,27</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### ***Běžná likvidita***

Vyjadřuje, kolikrát by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby v daném okamžiku proměnil svá oběžná aktiva v hotovost. Interval, ve kterém by se společnost měla pohybovat, je 1,5-2,5. Podnik se pohybuje v rozmezí intervalu, a proto lze říci, že je společnost schopná dostávat svým závazkům.

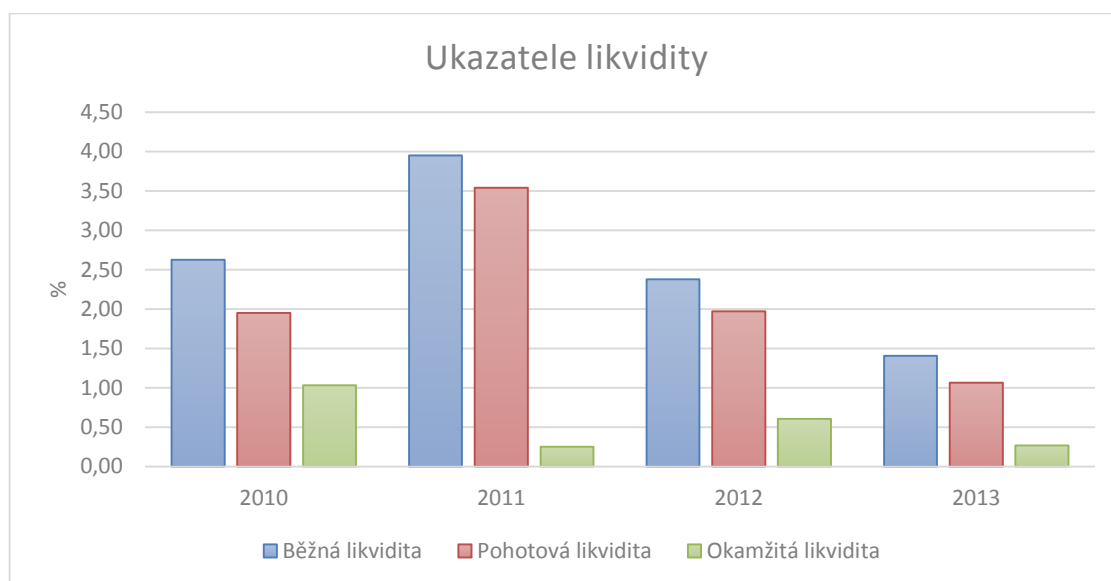
#### ***Pohotová likvidita***

Jelikož položka zásob je považována za nejméně likvidní složku, jsou u tohoto výpočtu vylučovány. Hodnoty pohotové likvidity by u zdravých podniků neměly klesnout pod hodnotu 1. Ve všech letech podnik vykazuje pohotovou likviditu větší než doporučená hodnota a proto lze usoudit, že podnik drží přiměřenou hodnotu zásob.

#### ***Okamžitá likvidita***

Okamžitá likvidita počítá v čitateli z oběžných aktiv pouze s finančním majetkem. Jako doporučené hodnoty se udává interval 0,2-0,5. I když koeficient pohybuje ve stanoveném intervalu, je blíže k nižšímu okraji. Což může naznačovat vznikající problémy s okamžitou úhradou splatných závazků.

Graf 8: vývoj ukazatelů likvidity



(zdroj: vlastní tvorba)

### 3.3.3. Provozní ukazatele

Tabulka 16: Provozní ukazatele (hodnoty uvedeny v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013
Přidaná hodnota	1899	1818	2105	3606
Mzdové náklady	2027	2215	2922	3364
<b>Mzdová produktivita</b>	<b>0,936852</b>	<b>0,8208</b>	<b>0,720397</b>	<b>1,0719</b>
Přidaná hodnota	1899	1818	2105	3606
Počet zaměstnanců	6	6	6	10
<b>Produktivita z příd. hodnoty</b>	<b>316,5</b>	<b>303</b>	<b>350,8333</b>	<b>360,6</b>
Tržby	7029	7574	8079	9029
Počet zaměstnanců	6	6	6	10
<b>Produktivita z tržeb</b>	<b>1171,5</b>	<b>1262,3</b>	<b>1346,5</b>	<b>902,9</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### *Mzdová produktivita*

Ukazatel udává, jaká část z přidané hodnoty připadá na 1 Kč mzdových nákladů. Za pozitivní se považuje růst tohoto ukazatele, ale bohužel ve sledovaném období tento ukazatel klesá. Výjimkou je skokové zvýšení v roce 2013, toto zvýšení může znamenat zlepšení situace.

#### *Produktivita práce z přidané hodnoty*

Udává, kolik peněžních jednotek vytvořené přidané hodnoty připadá na jednoho zaměstnance. Jako pozitivní se samozřejmě považuje růst daného ukazatele. V prvních dvou

sledovaných období zůstával ukazatel na relativně stejné úrovni, ale jako pozitivní se jeví je jeho zvýšení v následujících sledovaných období a to i přes zvýšení počtu zaměstnanců v roce 2013.

### ***Produktivita práce z tržeb***

Udává, kolik výkonu přináší společnosti jeden zaměstnanec. VE sledovaném období nejlepších výsledků podnik dosahuje v roce 2012 hodnotou 1346 tisíc Kč. Je ale potřeba vzít v úvahu zvýšení počtu zaměstnanců mezi lety 2012 a 2013.

## **3.3.4. Analýza soustav ukazatelů**

### **3.3.4.1. Altmanův index finančního zdraví**

Altmanův bankrotní model předpovídá bankrot firmy na základě koeficientu, počítaného pomocí pěti ukazatelů podle vzorce. Schopností Altmanova indexu je možnost vyhodnotit situaci pomocí jednoho čísla se spolehlivostí 95% pro časový horizont 2 let. Při použití vzorce je třeba dbát na použití správné vzorce, jelikož existují dvě verze. Protože podnik je právní formou s.r.o. využijeme následujícího vzorce:

$$Z = 0,717 * X(1) + 0,847 * X(2) + 3,107 * X(3) + 0,42 * X(4) + 0,998 * X(5)$$

**Vzorec 34: Altmanův index finančního zdraví**

kde:

- $X(1) = (\text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}) / \text{suma aktiv}$
- $X(2) = \text{nerozdělený zisk} / \text{suma aktiv}$
- $X(3) = \text{zisk před zdaněním a úroky} / \text{suma aktiv}$
- $X(4) = \text{vlastní kapitál} / (\text{dlouhod. závazky} + \text{krátkod. závazky} + \text{bankovní úvěry a výpomoci})$
- $X(5) = \text{tržby} / \text{suma aktiv}$

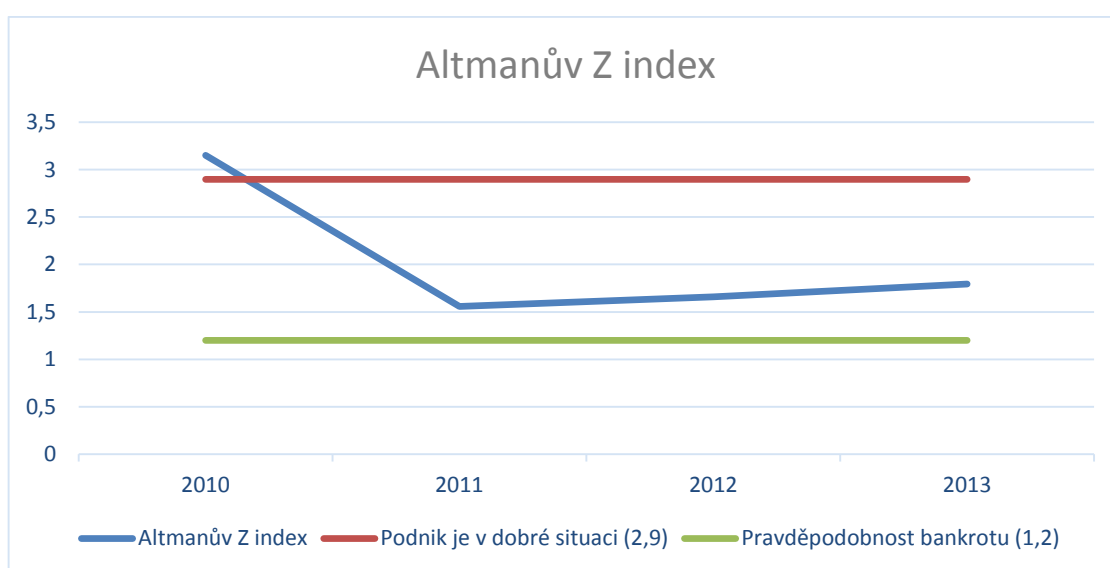
A hodnoty pro tzv. šedou zónu, která je ohraničena tvorbou zisku (z vrchu) a možností bankrotu (ze zdola) je vymezena hodnotami 1,2-2,9.

Tabulka 17: Altmanův index finančního zdraví

	2010	2011	2012	2013
X(1) po vynásobení koef.	0,335167	0,4741	0,355841	0,1591
X(2) po vynásobení koef.	0,163371	0,0527	0,116842	0,1457
X(3) po vynásobení koef.	0,090577	0,1636	0,038405	0,0473
X(4) po vynásobení koef.	0,183337	0,1471	0,151474	0,1354
X(1) po vynásobení koef.	2,377946	0,7184	0,996643	1,3078
<b>Altmanův Z index</b>	<b>3,150398</b>	<b>1,5559</b>	<b>1,659205</b>	<b>1,7953</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

Graf 9: Altmanův index finančního zdraví



(zdroj: vlastní tvorba)

Hodnoty Altmanova indexu pro podnik v letech 2011-2013 se pohybují v šedé zóně, ale vykazují stoupající trend. Výjimkou byl rok 2010, kdy ve sledovaných obdobích podnik dokonce vykazoval velice dobré výsledky. I přes to, že podnik vykázal značný propad mezi 2010 a 2011 (o 1,6 indexního bodu), nic nenaznačuje, že by podnik měl mít existenční potíže.

### 3.3.4.2. Index IN05

Index IN05 vychází z indexu IN01, který by aktualizován v roce 2004 podle testu na průmyslových datech. Jeho autory jsou Inka a Ivan Neumaierovi, kteří vypočítali tento index s ohledem na specifika Českého prostředí.

$$IN05 = 0,13 * A + 0,04 * B + 3,97 * C + 0,21 * D + 0,09 * E$$

**Vzorec 35: Index IN05**

kde:

- A = aktiva / cizí kapitál
- B = EBIT / nákladové úroky
- C = EBIT / celková aktiva
- D = tržby / celková aktiva
- E = oběžná aktiva / krátkodobé závazky

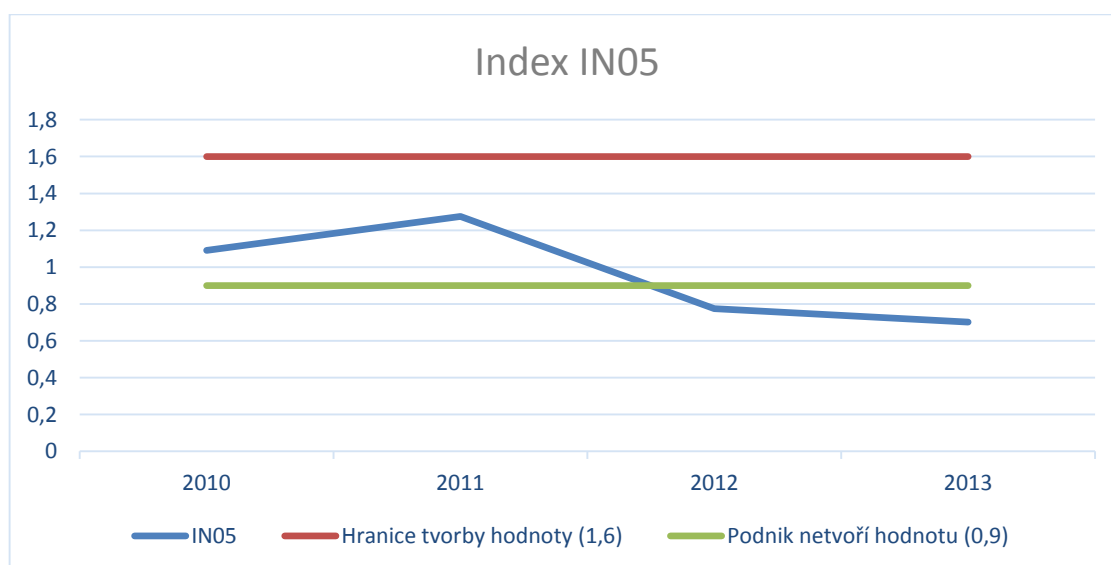
A hodnoty pro tzv. šedou zónu, která je ohraničena tvorbou zisku (z vrchu) a možností bankrotu (ze zdola) je vymezena hodnotami 0,9-1,6.

**Tabulka 18: Index IN05**

	2010	2011	2012	2013
A po vynásobení koef.	0,18873	0,3554	0,267676	0,1941
B po vynásobení koef.	0,049143	0,2033	0,034783	0,0447
C po vynásobení koef.	0,115736	0,209	0,049073	0,0605
D po vynásobení koef.	0,500369	0,1512	0,209714	0,2752
E po vynásobení koef.	0,24	0,36	0,21	0,13
<b>IN05</b>	<b>1,090507</b>	<b>1,2747</b>	<b>0,775379</b>	<b>0,7009</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

**Graf 10: Index IN05**



(zdroj: vlastní tvorba)

Dle tohoto indexu, který jak již bylo zmíněno, je zaměřen více na České prostředí (oproti Altmanovu indexu), vychází pro podnik v letech 2012 a 2013 spíše negativně s naznačeným negativním trendem. Podle tohoto indexu podnik sklouzl z šedé zóny do zóny podniků netvořících hodnotu. Situace sice není jednoznačná, ale podle indexu rozhodně není dobrá.

### **3.3.5. Hodnocení stávající situace podniku**

Finanční analýza podniku poskytla zajímavé údaje. Velice anomální se projevil rok 2011, ve kterém podnik skokově dosáhl dobrých výsledků oproti ostatním sledovaným obdobím a to díky značným daňovým pohledávkám vůči státu (6,7 mil. Kč v roce 2011). Tyto pohledávky se v následujících letech značně snížily, 3 mil. Kč v roce 2012 a jenom již 15 tis. Kč v roce 2013. Tyto pohledávky značně ovlivnily sledované ukazatele založené na sledování Aktiv a Pasiv.

#### ***Oblast likvidity***

Tato skutečnost je dobře patrná například při analýze ukazatelů likvidity. Z grafu a tabulky je jasně patrné zvýšení jak běžné likvidity (o 1,3 proc. bodu) tak pohotové likvidity (o 1,5 proc. bodu) pro rok 2011, kdy tyto pohledávky dosáhli 6,7 mil. Kč.

V roce 2012, kdy tyto pohledávky dosahovali pouze 3 mil. Kč, byly hodnoty ukazatelů podobné roku 2010. Ale v roce 2013 kdy tyto pohledávky již dosáhli oproti roku 2011 a 2012 nepodstatné velikosti je patrný propad sledovaných ukazatelů oproti roku 2010 (běžná likvidita o 1,23 proc. bodu, resp. Pohotová likvidita 0,88 proc. bodu).

#### ***Oblast rentability***

Při analýze ukazatelů rentability lze označit rok 2010 za rok dobrých výsledků. Pro rok 2011 je opět vidět že je ve sledovaném období abnormálním rokem. I přes nárůst čistého zisku se již zmíněné daňové pohledávky promítly do ukazatelů ROA a ROI, které jsou založeny na celkových aktivech a pasivech. Oproti tomu ukazatele ROE a ROS vykazují dobré hodnoty.

Mezi lety 2011 a 2012 je ale znatelný propad všech ukazatelů, zde se musí vzít v potaz hlavně sokové a značné snížení čistého zisku. Toto snížení, ale vyžaduje prozkoumat výkazy zisku a ztrát pro sledované období, které odhalí značné zvýšení odpisů v letech 2012 a 2013. Toto zvýšení odpisů společně se zvýšením hodnoty cizího kapitálu v podniku ukazuje na investice podniknuté podnikem do vlastního rozvoje.

Dále je také patrné, že i přes propad ukazatelů vlivem investic mezi roky 2011 a 2012, podnik vykazuje v letech 2012 a 2013 vyrovnané hodnoty pro ROE a ROS; a zlepšující se tendenci pro hodnoty ROA a ROI. Jako užitečné se jeví porovnání ukazatele ROE s výnosem ze státních dluhopisů.

**Tabulka 19: Porovnání ROE s výnosy 10Y státního dluhopisu**

	2010	2011	2012	2013
ROE	21,65	27,82	4,80	4,71
Výnos 10ti let. stat. dluh.	3,89	3,70	1,92	2,20

(zdroj: vlastní výpočty, údaje ze stránek ČNB<sup>1</sup>)

### ***Využití indexů***

Velice zajímavé je při využití indexů prohlédnout si rozdíl mezi grafem Altmanova Z indexu, který do sebe zahrnuje problémové daňové pohledávky vůči státu hlavně na straně podílové a tím už od roku 2011 snižuje hodnotu indexu, ale dlouhodobě předpovídá růst společnosti.

Oproti indexu IN05, který je primárně určen pro České prostředí a oproti Altmanovu indexu využívá čistého zisku. Na tomto indexu je jasně patrné jak se změnila situace v podniku, kdy se v roce 2012 a 2013 zvedli odpisy, díky provedeným investicím a index klesl pod kritickou hodnotu a předpovídá nepříznivý vývoj v podniku.

Výhodou indexů je možnost zobrazit vývoj podniku jednou hodnotou a možností jejího jednoduchého zobrazení v grafu. I když využití indexů může být pohodlné a rychlé, jsou určitě více náchylné na zkreslování údajů. Při využití jak Altmanova Z indexu tak IN05 je jasná skoková změna v grafu, která jistě kteréhokoliv člověka zarazí a donutí zajímat se blíže o finanční stav podniku a co se v podniku děje.

## **3.4. Analýza generátorů hodnoty**

*„Pojem generátory hodnoty vyjadřuje soubor základních podnikohospodářských veličin, které lze použít pro určení hodnoty podniku“<sup>2</sup>*

<sup>1</sup> Zdroj statistiky ČNB pro Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium), zpřístupněno 19.04.2015, dostupného na: [http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=375&p\\_strid=AEBA&p\\_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=375&p_strid=AEBA&p_lang=CS)

<sup>2</sup> Převzato z knihy M. Maříka, 2007, Metody oceňování podniku, s. 125

Ke generátorům hodnoty patří tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra, způsob financování a doba, pro kterou předpokládáme vytvoření pozitivního peněžního toku. Podkladem pro analýzu generátorů hodnoty se musí určit provozně nutná aktiva a korigovaný výsledek hospodaření.

Při analyzování společnosti Medicton Group, s.r.o. počítáme s tím, že provozně nutné peněžní prostředky (by neměly přesáhnout 30 procent krátkodobých závazků společnosti. Tuto provozně nutnou likviditu tedy porovnááme s krátkodobými peněžními prostředky dělenými krátkodobými závazky.

Dále výši provozně nutného investovaného kapitálu určíme jako součet zásob, pohledávek, provozně nutných peněz a ostatních aktiv, od kterých se odečtou krátkodobé závazky a ostatní pasiva.

Pokud je bilance podniku upravena a omezena pouze na provozní nutný majetek, je pak nutné vyloučit z výsledovky společnosti náklady a výnosy, které souvisejí s neprovozním majetkem. Mařík doporučuje vycházet z provozního výsledku hospodaření, tím je zajištěno, že do výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření nebude vstupovat výsledek hospodaření z mimořádné a dalších neprovozních činností.<sup>1</sup>

**Tabulka 20: Provozně nutný kapitál a korigovaný VH 2010-2013 (v tis. Kč)**

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Investovaný provozně nutný kapitál	2 377	4 472	3 063	4 230
Korigovaný provozní VH po odpisech	10	773	249	241

(zdroj: vlastní výpočty)

Dalším významným generátorem hodnoty je zisková marže vycházející z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy k tržbám. Existují dva způsoby výpočtu ziskové marže:

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd.



1. **Shora** – Ke stanovené výši korigovaného VH jsou přičteny odpisy.
2. **Zdola** – Od tržeb jsou odečteny náklady na zboží, výkonovou spotřebu, osobní náklady a ostatní provozní náklady (ev. přičteny ostatní provozní výnosy)<sup>1</sup>.

Tabulka 21: Zisková marže v letech 2010 až 2013 (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	tempo
Celkové tržby	7 029	7 574	8 079	9 029	8,7%
Korigovaný provozní VH	179	969	719	974	75,89%
Zisková marže	2,55%	12,79%	8,9%	10,79%	61,8%

(zdroj: vlastní zpracování)

Jak již bylo zmíněno v průběhu předchozích analýz, tak i analýza pomocí generátorů hodnoty výrazné zlepšení v roce 2011 oproti roku 2010. Toto zlepšení je tak výrazné, že zásadně mění roční trendy, jak korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy (KPVH), tak ziskové marže (ZM). Při výpočtu trendů s vynecháním extrémního roku 2010 dostáváme roční tempo pro KPVH rovno 10,7% a tempo pro ZM rovno -8,18%. Záporný růst ziskové marže je zapříčiněn růstem velkým nárůstem osobních nákladů.

Dalším důležitým generátorem je koeficient růstu náročnosti pracovního kapitálu. Pro jeho stanovení je potřeba modifikovat rovnici na výpočet pracovního kapitálu. Výpočet pomocí modifikované rovnice odečítá krátkodobé závazky, ale již ne běžné bankovní úvěry. Další položkou nutnou pro výpočet koeficientu náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu jsou čisté celkové tržby. Koeficient se poté spočítá podle vzorce:

$$k_{WC} = \frac{\Delta PK_T}{\Delta CT_T} = \frac{PK_T - PK_1}{CT_T - CK_1}$$

**Vzorec 36: Koeficient pro výpočet náročnosti růstu tržeb na růst pracovní kapitálu (MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, I. vyd.)**

Kde:  $PK_x$  provozně nutný pracovní kapitál v roce x

$CT_x$  celkové tržby v roce x

$T$  poslední rok sledovaného období

<sup>1</sup> Ostatní provozní náklady (event. výnosy) jsou pro výpočet ziskové marže zdola dopočteny z následujících položek výkazu zisku a ztrát: ostatní provozní výnosy, ostatní provozní náklady, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a daně a poplatky.

Tabulka 22: Výpočet ukazatele  $k_{WC}$

Položka	2010	2011	2012	2013
Zásoby	572	967	1 188	1 279
Krátkodobé pohledávky	778	7 730	3 960	2 998
Provozně nutný FM (likvidita 0,3)	-143	47	216	361
Časové rozlišení aktivní	5	244	192	201
Krátkodobé závazky	-477	155	721	1 204
Časové rozlišení pasivní	31	5 325	2744	789
Provozně nutný PK	1 658	3 508	2091	2 846
$\Delta PK$		1188,3		
Celkové tržby	7 029	7 574	8 079	9 029
$\Delta CT$		2 000		
<b><math>k_{WC}</math></b>		<b>0,59415</b>		

(zdroj: vlastní výpočty)

Dalším generátorem je investiční náročnost růstu tržeb. Tu dostaneme jako podíl celkových netto investic ve sledovaném období, vydělenou rozdílem celkových tržeb. Netto investice dostaneme pomocí analýzy výkazů rozvah, jako změnu stavu dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku mezi roky.

Tabulka 23: Výpočet ukazatele  $k_{DMn}$

Položka	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	719	964	972	1 384
Odpisy	169	196	470	733
Investice Netto (IN)	x	245	8	412
$\sum IN$		665		
Investice Brutto (IN + odpisy)	x	441	478	1 145
$\Delta CT$		2000		
<b><math>k_{DMn}</math></b>		<b>0,33</b>		

(zdroj: vlastní výpočty)

### 3.5. Stanovení diskontní míry

Diskontní míra převádí hodnotu budoucích výnosů na současnou hodnotu. Diskontní míra je založena na průměrných vážených nákladech kapitálu, tj. na podílu financování vlastním kapitálem a cizím kapitálem. Dále je pro sestavení diskontní míry zapotřebí určit náklady na vlastní kapitál. Nejčastěji používanou metodou k určení nákladů CAPM.

### 3.5.1. Náklady na vlastní kapitál – CAPM

Postup výpočtu nákladů na vlastní kapitál vychází z teoretické části, ve které je podrobně rozepsaný postup.

Výnosnost desetiletých státních dluhopisů USA činila k 5. 5. 2015 2,19 procenta.<sup>1</sup>

Riziková prémie pro USA činí 4,62%, byla převzata ze stránek prof. Damodarana. Tato hodnota byla stanovena geometrickým průměrem pro období 1928 až 2013.

Agentura Moodys udělila České Republice k 31. 12. 2013 rating A1. Pro úpravu rizikové prémie je třeba zjistit spread mezi dluhopisy USA a ČR. Ze stránek prof. Damodarana vyplývá, že spread mezi dluhopisy AAA a A1 byl 1,07% k 2. 1. 2014.

Ještě je nutné upravit riziko selhání o poměr volati trhu akcií k volatilitě státních dluhopisů, jak již bylo v teorii zmíněno, tento koeficient činí 1,5.

Hodnota beta pro Mediction Group s.r.o. byl po konzultacích vybrán, jako aritmetický průměr skupin beta ukazatelů ve kterých společnost podniká:

**Tabulka 24: Vybrané oblasti podnikání pro Mediction Group s.r.o.**

<b>Oblast podnikání</b>	<b>beta</b>
Healthcare Products	1,01
Healthcare Support Services	1,15
Healthcare Information and Technology	1,09
<b>Průměr</b>	<b>1,08</b>

(zdroj: prof. Damodaran)

Riziková prémie se dále očišťuje o rozdíl v inflaci USA a České republiky. Hodnota inflace USA za rok 2013 činila 1,5%.<sup>2</sup> Inflace České republiky dosahovala v témže roce 1,4%.<sup>3</sup>

$$\beta_z = 1,08 * \left( 1 + (1 - 0,19) \frac{2572}{1487} \right) = 2,59$$

**Vzorec 37: Výpočet koeficientu beta zadluženého podniku (vlastní výpočty)**

<sup>1</sup> Zdroj: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield> citováno 5. 5. 2015

<sup>2</sup> Zdroj: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/> citováno 5. 5. 2015

<sup>3</sup> Zdroj: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/> citováno 5. 5. 2015

$$r_e = 2,19 + 2,59 * 4,62 + 1,71 = 15,88\%$$

**Vzorec 38: Výpočet nákladů vlastního kapitálu (vlastní výpočty)**

### ***Náklady cizího kapitálu***

Pro výpočet nákladů cizího kapitálu bylo využito toho, že společnost čerpá krátkodobé bankovní úvěry. Z krátkodobých bankovních úvěrů vzniká položka nákladových úroků. V roce 2013 byla hodnota krátkodobých bankovních úvěrů 2 572 tis. Kč a hodnota nákladových úroků 94 tis. Kč. Z toho vychází  $r_d$  v hodnotě 3,78%.

**Tabulka 25: Rizika ovlivňující WACC**

<b>Faktory ovlivňující WACC</b>		
Výnosnost 10- ti letých dluhopisů USA (www.treasury.gov)	2,19	$r_f$
Beta nezadlužená	1,08	$\beta_n$
Riziková prémie kapitálového trhu USA (www.damodaran.com)	4,62	$RPT_{USA}$
Rating České Republiky	A1	
Riziko selhání země (www.damodaran.com)	1,07	
Odhad volatility	1,50	
Riziková prémie země (1,5 x 1,07)	1,61	
rozdíl inflace (USA - ČR)	0,10	
Riziková prémie upravená o rozdíl inflace	1,71	$RPZ$
Poměr cizího a vlastního kapitálu	1,73	
Daňová sazba	0,19	$d$
Beta zadlužená	2,59	$\beta_z$
Náklady na vlastní kapitál	15,88	$r_e$
Náklady cizího kapitálu	3,87	$r_d$

(zdroj: vlastní zpracování)

### **3.5.2. WACC**

Struktura kapitálu pro výpočet vážených nákladů k 31. 12. 2013:

- Vlastní kapitál 1 487 tis. Kč což činí 36,63%.
- Cizí kapitál (úr.) 2 572 tis. Kč což činí 63,37%.
- Celkem (VK+CK) 4 059 tis. Kč

**Tabulka 26: WACC k 31. 12. 2013**

	<b>Podíl</b>	<b>Náklad</b>	<b>Součin</b>
Vlastní kapitál	0,3663	15,88%	5,81
Cizí kapitál	0,6337	3,78%	2,40
Průměrné vážené náklady (WACC)			8,21

(zdroj: vlastní zpracování)

### 3.6. Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Na základě analýzy generátorů hodnoty je možné stanovit předběžnou hodnotu podniku Medicton Group s.r.o. Jako vstupní data posouží hodnoty získané v průběhu předešlých analýz a ocenění bude probíhat k 31. 12. 2013. Na základě konzultace bylo upraveno tempo růstu tržeb z 8,7%, které je dlouhodobě těžko dosažitelné na 4,5%.

Tabulka 27: Generátory hodnoty

Tržby	$X_{t-1}$	9 029
Temp růstu tržeb	$g$	4,50%
Zisková marže	$r_{ZPx}$	10,71%
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	$k_{WC}$	59,41%
- růst dlouhodobého majetku	$k_{DMn}$	33%
Kalkulovaná úroková míra	$WACC$	8,21%

(zdroj: vlastní zpracování)

Při dosazení:

$$H_b = \frac{9\,029 * (1 + 0,045) * 0,1071(1 - 0,0821) - 9\,029 * 0,045 * (0,5941 - 0,33)}{0,0821 - 0,045} = 22\,107,6 \text{ tis. Kč}$$

**Vzorec 39: Výpočet předběžné hodnoty pomocí generátorů hodnoty**

Brutto hodnota společnosti vypočítaná pomocí vzorce uvedeného v teoretické části, vyšla pro použité generátory 22 107,6 tis. Kč

## 4. Ocenění podniku

Na základě analýzy finančních výkazů společnosti Medicton Group s.r.o. za roky 2010 až 2013 provedené v předchozí kapitole, bude provedena prognóza finančního plánu podniku. Na základě této prognózy bude vypočtena hodnota podniku pomocí dvoufázové metody DCF entity.

### 4.1. Sestavení finančního plánu

Každé ocenění společnosti je založeno na tvorbě finančního plánu (predikce), který vychází z analýzy dostupných finančních podkladů jako rozvaha a výsledovka.

Finanční plán je sestaven na dobu následujících čtyř let (2014 – 2017) a vychází z analýzy předešlých finančních výkazů a informací poskytnutých společností Medicton Group s.r.o. V průběhu práce mi byly poskytnuty některé předběžné údaje pro první predikovaný rok 2014, které jsem samozřejmě do výpočtů zahrnul.

#### *Vývoj tržeb*

Předpokládaný vývoj tržeb se zakládá na analýze minulých let a konzultacích s představitel společnosti. Pro společnost Medicton Group s.r.o. je důležité rozdělit Celkové tržby (CT) a Tržby za prodej zboží (TPZ) a Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (TVS).

Z analýzy minulých let vychází, že roční tempo růstu TPZ je 3,27%. Hlavním zdrojem tržeb v této kategorii je E-shop, který ale tvoří pouze okrajovou část podnikání společnosti. Další složka celkových tržeb tedy, TVS, které tvoří podle slov společnost důležitější část celkových tržeb, vykazují za minulá období roční tempo růstu 12,62%. (Roční tempo růstu CT – 8,7%).

Dále mi při konzultacích s představitel společnosti byly sděleny předpokládané tržby pro roky 2014 a 2015, které společnost odhaduje, a později byly dodány již zmíněné předběžné výkazy za rok 2014. Předběžné výkazy za 2014 prokázali platnost optimistických odhadů pro rok 2014. Proto bylo se po poradě s představitel firmy rozhodnuto použít odhadnutých tržeb i pro rok 2015 a pro následující dva roky využít prognózy za použití temp růstu.

Tabulka 28: Prognóza tržeb Medicton Group s.r.o.

Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>od</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>od</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
TPZ	3 408	7 000	6 112	9 000	9 295	10 710
TVS	5 621	8 900	8 307	12 750	14 359	16 171
CT	9 029	15 900	14 419	21 750	23 654	26 881

s - skutečnost, od - firemní odhad, pv - předběžný výkaz, p - prognóza

(zdroj: konzultace, vlastní zpracování)

Pro další výpočty a sestavování plánovaných výkazů, u kterých je potřeba využití hodnot tržeb, jsou použity hodnoty z posledních čtyř sloupců předchozí tabulky.

### *Vývoj pohledávek, zásob a závazků*

Hodnoty pohledávek, zásob a závazků pro roky 2014 až 2017 byly stanoveny pomocí obrátkovosti. Po analýze minulých let a následné konzultaci s představitelem podniku bylo rozhodnuto, že doby obrátů nebudou přesahovat – zásoby 50 dní, pohledávek 45 dní (a v 2017 snížena na 40 dní), závazků 15 dní. Z těchto údajů byly vypočítány následující hodnoty:

Tabulka 29: Prognóza vybraných položek Aktiv a Pasiv

Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
CT	9 029	14 419	21 750	23 653	25 338
Denní tržby	24,74	39,50	59,59	64,80	69,42
Doba obratu zásob	52	29	50	50	50
<b>Zásoby</b>	<b>1 279</b>	<b>1 150</b>	<b>2 979</b>	<b>3 240</b>	<b>3 471</b>
Doba obratu pohledávek	53	48	45	45	40
<b>Krát. pohledávky z obch. vz.</b>	<b>1 305</b>	<b>1 907</b>	<b>2 682</b>	<b>2 916</b>	<b>2 777</b>
Doba obratu závazků	12	8	15	15	15
<b>Krát. závazky z obch. vz.</b>	<b>302</b>	<b>316</b>	<b>894</b>	<b>972</b>	<b>1 041</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

### *Vývoj nákladů*

Vývoj nákladů se vyvíjí na základě svého podílu na tržbách s výjimkou vývoje osobních nákladů. Všechny použité průměry, podle kterých se prognózuje vývoj nákladů, jsou geometrické průměry za období 2010 až 2013.

Náklady na daně a poplatky se na celkových tržbách za sledované období podílely v průměru 0,28%.

Na Tržbách za prodej zboží (TPZ) v letech 2010 až 2013 si náklady vynaložené na prodej toho zboží odebírali v průměru 62,18% ze vzniklých TPZ.

Výkonová spotřeba si z tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (TVS) v průměru vyžadovala 76% za sledované období. Z toho spotřeba materiálu a energie tvořila průměrně 27,4% a zbylých 72,6% připadlo na náklady spojené se službami.

Společnost počítá pouze s jednou výraznou investicí do dlouhodobého majetku v roce 2015 a to s investicí v hodnotě 600 tis. Kč do dlouhodobého hmotného majetku. Tato investice bude mít odpisovou dobu tři let a s dalšími investicemi se počítá až roku 2018 a dále. Dále je plánem společnosti v roce 2014 odepsat zbývající hodnotu dlouhodobého nehmotného majetku a s dalšími investicemi se do roku 2018 také nepočítá.

Jelikož společnost roku 2014 získala 100% v dceřiné společnosti TECHSAN spol. s.r.o. je tato skutečnost promítnuta do dlouhodobého finančního majetku. Hodnota této položky byla pro následující prognózované období ponechána na hodnotě z roku 2014 a to na hodnotě 218 tis. Kč.

### ***Vývoj osobních nákladů***

Jelikož společnost v průběhu sledovaného období navýšila znatelně svůj počet stálých zaměstnanců, v roce 2010 z šesti na deset stálých zaměstnanců. Vykazovala analýza osobních nákladů při stejném přístupu jako u předešlých nákladů značné nesrovnalosti a prognózované údaje dosahovali neúměrných hodnot. Z tohoto důvodu bylo nutné přistoupit k problému pomocí přepočtu celkových osobních nákladů (ON-C) na osobní náklady na osobu (ON-O). Po tomto přepočtu bylo vypočítáno průměrné roční tempo růstu, které vyšlo 5,69%. Obyčejně se uvažuje s tempem růstu osobních nákladů kolem 2%, ale pro konzultaci bylo temp upraveno na 5%.

Pro potřeby rozvahy bylo zapotřebí ještě stanovit hodnotu Závazků ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění (SZZZP-Z). Tyto náklady byly stanoveny přes průměrné procentuální podíly na Nákladech na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění (SZZZP-N), jejich hodnota byla opět procentuálně stanovena z Osobních



nákladů uvedených ve výkazech zisku a ztrát za období 2010 až 2013. Hodnota těchto závazků byla na  $-SZZP-Z = 12,32\%$  z  $SZZP-N$ .

### ***Vývoj ostatních položek***

V položce „ostatní provozní položky“ výkazu o zisku a ztrátách, jsou hlavní součástí dotace, které společnost Medicton s.r.o. dostává. Pro rok 2015 je předpokládána hodnota této položky 2,2 mil. Kč. S touto hodnotou je počítáno i v následujících dvou letech plánování. Položka ostatních provozních nákladů tvořila ve sledovaném období průměrně 7% jako náklady na ostatní provozní výnosy a tento poměr byl zachován.

Pro odhad nákladových úroků ve výkazu zisku a ztrát je použit stejný úrok cizího kapitálu, který byl vypočítán v předcházející kapitole věnované výpočtu WACC, tedy 3,78%. Nákladové úroky jsou tedy stanoveny procentuálně z hodnoty úročeného cizího kapitálu, který ve firmě představují krátkodobé bankovní úvěry. Hodnota krátkodobých bankovních úvěrů pro prognózované období je stanovena s postupným splácením.

Závazky k zaměstnancům se v průběhu let 2011 až 2013 jenom nepatrně zvyšovaly a rok 2014 potvrdil tento trend. Proto bylo zvyšování těchto závazků prognózováno za pomoci zjištěného ročního růstového trendu 1,6%.

Závazky ke společníkům a členům družstva vykazovali klesající trend v analyzovaných letech, ale rok 2014 trend nepotvrdil a proto byly tyto závazky nechány na hodnotě z roku 2014.

## **4.2. Plánované finanční dokumenty**

### ***Plán kapitálu***

Plán položek pracovního kapitálu vychází z predikce provedené na základě obrátkovosti zásob, krátkodobých pohledávek a závazků. A na předpokládaném vývoji finančního majetku, který je tvořen penězi. Tyto finanční prostředky jsou takové, aby bylo pokryto alespoň 30% krátkodobých závazků z obchodního vztahu.

Tabulka 30: Plán položek kapitálu

Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
"+" Zásoby	1 279	1 150	2 979	3 240	3 471
"+" Pohledávky	2 998	2 152	2 682	2 916	2 777
"+" Nutné fin. prostř. (likvidita 0,3)	361	322	428	456	481
"+" Ostatní aktiva	201	119	119	119	119
"-" Krátkodobé závazky	1 204	1 074	1 428	1 520	1 603
"-" Ostatní pasiva	789	1 060	1 060	1 060	1 060
<i>Nutný pracovní kapitál</i>	<i>2 846</i>	<i>1 609</i>	<i>3 720</i>	<i>4 151</i>	<i>4 184</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	401	133	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	983	648	661	487	247
<i>DNM + DHM</i>	<i>1 384</i>	<i>781</i>	<i>661</i>	<i>487</i>	<i>247</i>
<b>Investovaný nutný kapitál</b>	<b>4 230</b>	<b>2 390</b>	<b>4 381</b>	<b>4 638</b>	<b>4 431</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

#### 4.2.1. Plán výkazu zisku a ztrát

K naplánování výkazu zisku a ztrát pro období predikce (roky 2014 až 2017), byly použity data vzniklá z prognózy vývoje jednotlivých položek popsanych v předchozí sekci (4.1) a pro rok 2014 data z předběžných výkazů. Společně s těmito vývoji bylo rozhodnuto, že s položkou Mimořádný výsledek hospodaření nebude počítáno (hodnota pro rok 2014 převzata z předběžných výkazů) a položka Výsledek hospodaření z neprovozní činnosti bude nechána na hodnotě -89 tis. Kč (hodnota ostatních finančních nákladů pro rok 2014).

Tabulka 31: Plánovaný výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč)

<b>Hlavní provozní činnost</b>					
Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
Tržby za prodej zboží	3 408	6 112	9 000	9 294	10 709
Náklady vynaložené na prodané zboží	2 204	4 130	5 596	5 779	6 659
<b>Obchodní marže</b>	<b>1 204</b>	<b>1 982</b>	<b>3 404</b>	<b>3 515</b>	<b>4 050</b>
Výkony	5 621	8 307	12 750	14 359	14 629
Výkonová spotřeba	3 219	4 981	9 761	10 993	11 200
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>3 606</b>	<b>5 308</b>	<b>6 392</b>	<b>6 881</b>	<b>7 479</b>
Osobní náklady	4 505	5 676	5 960	6 258	6 571
Daně a poplatky	23	12	61	66	71
Odpisy DHM a DNM	733	720	174	240	240
Ostatní provozní výnosy	2 050	2 525	2 200	2 200	2 200
Ostatní provozní náklady	154	81	154	154	154
<b>Korigovaný provozní VH</b>	<b>259</b>	<b>1 344</b>	<b>2 244</b>	<b>2 363</b>	<b>2 644</b>

### Náklady na cizí kapitál

Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
Nákladové úroky	94	88	76	57	38

### Celkový Výsledek hospodaření

Položka	2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
VH z neprovozní činnosti	-60	-85	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	5	0	0	0
<b>KPVH před daní</b>	<b>105</b>	<b>1 176</b>	<b>2 168</b>	<b>2 306</b>	<b>2 606</b>
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	35	0	412	438	495
<b>KVPH za účetní období</b>	<b>70</b>	<b>1 176</b>	<b>1 756</b>	<b>1 868</b>	<b>2 111</b>

(zdroj: vlastní zpracování)

#### 4.2.2. Plán rozvahy – výkazy aktiv a pasiv

Vyjmenované hodnoty aktiv a pasiv byly ponechány na posledních známých hodnotách z roku 2013, protože se dlouhodobě neměnily a jejich změna není velice pravděpodobná:

- Jiný dlouhodobý hmotný majetek (aktiva)
- Základní kapitál (pasiva)
- Kapitálové fondy (pasiva)
- Rezervní fondy (pasiva)
- Rezervy (pasiva)

Následné hodnoty aktiv a pasiv jsou obtížně předvídatelné, proto se s nimi nepočítá a jejich hodnota byla nastavena na 0 Kč:

- Časové rozlišení (aktiva i pasiva)
- Dlouhodobé pohledávky (aktiva)
- Stát - daňové pohledávky (aktiva)
- Krátkodobé poskytnuté zálohy (aktiva)
- Jiné pohledávky (aktiva)
- Stát - daňové závazky a dotace (pasiva)
- Ostatní závazky (pasiva)

**Tabulka 32: Plán rozvahy - aktiva**

Aktiva (v tisících Kč)		2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
<i>AKTIVA CELKEM</i>		6 890	7 986	9 771	11 231	12 925
<i>B.</i>	<i>Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)</i>	1 384	999	879	705	465
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	401	133	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	983	648	661	487	247
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	976	641	654	480	240
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7	7	7	7	7
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	218	218	218	218
<i>C.</i>	<i>Oběžná aktiva</i>	5 305	6 868	8 773	10 407	12 341
C.I.	Zásoby	1 279	1 150	2 979	3 240	3 471
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	12	1 998	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	12	1 992	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	2 998	2 152	2 682	2 916	2 777
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 305	1 907	2 682	2 916	2 777
6.	Stát - daňové pohledávky	15	39	0	0	0
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	99	154	0	0	0
9.	Jiné pohledávky	1 579	52	0	0	0
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 016	1 568	3 112	4 251	6 093
	Provozně nutný	361	322	428	456	481
	Provozně nenutný	665	1246	2 684	3 795	5 612
D.I.	Časové rozlišení	201	119	119	119	119

(zdroj: vlastní zpracování)

**Tabulka 33: Plán rozvahy - pasiva**

Pasiva (v tisících Kč)		2013 <sub>s</sub>	2014 <sub>pv</sub>	2015 <sub>p</sub>	2016 <sub>p</sub>	2017 <sub>p</sub>
<i>PASIVA CELKEM</i>		6 890	7 986	9 771	11 231	12 925
<i>A.</i>	<i>Vlastní kapitál</i>	1 487	2 663	4 419	6 287	8 398
A.I.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	30	30	30	30	30
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 187	1 257	2 433	4 189	6 057
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	70	1 176	1 756	1 868	2 111
<i>B.</i>	<i>Cizí zdroje</i>	4 614	4 263	4 292	3 884	3 467
B.I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobé závazky	838	864	864	864	864
1.	Závazky z obchodních vztahů	319	298	298	298	298
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	519	566	566	566	566
B.III.	Krátkodobé závazky	1 204	1 074	1 428	1 520	1 603
1.	Závazky z obchodních vztahů	302	316	894	972	1 041
5.	Závazky k zaměstnancům	203	307	312	317	322
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	131	195	173	182	191
4.	Závazky ke společníkům	48	49	49	49	49
	Ostatní závazky	520	207	0	0	0
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	2 572	2 325	2 000	1 500	1 000
C.I.	Časové rozlišení	789	1 060	1 060	1 060	1 060

(zdroj: vlastní zpracování)

### 4.3. Ocenění metodou DCF Entity

Ocenění podniku pomocí výnosové metody DCF entity vychází z diskontování budoucích volných peněžních toků společnosti, přesněji diskontováním volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (FCFF). Vlastní výpočet probíhá ve dvou fázích, které jsou rozepsané v teoretické části (kapitola 2.2.1.). Dále je také nutné vypočítat hodnotu průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC, kapitola 3.5).

#### *Výpočet první fáze*

V tomto kroku je nutné stanovit volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (FCFF) v jednotlivých letech prognózovaného období. V našem případě 2014 až 2017.

- Sazba daně pro období 2014 až 2017 = 19%
- Vypočtený WACC z kapitoly 3.5 = 8,21%

Tabulka 34: Výpočet diskontovaného FCFF 2014-2017 (v tis. Kč)

Položka	2014	2015	2016	2017
<i>KPVH</i>	1 344	2 244	2 363	2 644
Upravená daň	255	426	449	502
<i>KPVH po dani</i>	1 089	1 817	1 914	2 141
Odpisy	720	174	240	240
Investice do DM	-117	-54	-66	0
Investice do PK	1 237	-2 111	-431	-33
<b>FCFF</b>	<b>2 929</b>	<b>-174</b>	<b>1 657</b>	<b>2 348</b>
Diskontní faktor (WACC = 8,21%)	0,9241	0,8540	0,7892	0,7293
Časová konstanta "t"	1	2	3	4
<b>Diskontované FCFF k 31. 12. 2013</b>	<b>2 709</b>	<b>-149</b>	<b>1 311</b>	<b>1 718</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

Diskontní faktor (odúročitel) potřebný pro převod budoucích volných cash flow k datu 31. 12 2013 byl vypočten pomocí následujícího vzorce:

$$\text{Diskontní faktor} = \frac{1}{(1 + WACC)^t}$$

Vzorec 40: Výpočet diskontního faktoru pomocí WACC

Po sečtený diskontovaných FCFF za období 2014 až 2017 dostáváme hodnoty první fáze nutné pro výpočet hodnoty podniku,  $H_{b_1} = 5\,589$  tis. Kč.

### ***Výpočet druhé fáze***

Období druhé fáze počítáme od konce prognózovaného období do nekonečna. Hodnotu podniku v této fázi vypočteme pomocí Gordonova vzorce. Vstupními informace pro výpočet pokračující hodnoty jsou tempo růstu a rentabilita investic.

Tempo růstu podniku je založeno na tempu růstu prognózovaných tržeb. Tempo růstu prognózovaných tržeb činí více jak 30%, ale toto tempo je způsobeno skokovým zvýšením hodnot tržeb mezi lety 2013 a 2014 (59%), tak zároveň mezi lety 2014 a 2015 (50%), není tento růst považován za dlouhodobě udržitelný. V analyzovaném období 2010 až 2013 tempo růstu činilo přibližně 12%, toto tempo je také dlouhodobě špatně udržitelné. Proto jako tempo růstu pro odhad pokračující hodnoty předpovídaný roční růst HDP, 2,6% a předpokládaný nárůst inflace je 1,5% ročně.<sup>1</sup> Hodnota koeficient růstu "g" byla tedy stanovena na 4,5% ročně.

**Tabulka 35: Nutné údaje pro výpočet dle Gordonova vzorce**

Délka první fáze	4 roky
FCFF v posledním roce 1. fáze (tis. Kč)	1 718
WACC	8,21%
předpokládané tempo růstu (g)	4,1%

(zdroj: vlastní zpracování)

$$PH = \frac{FCFF_T(1+g)}{WACC-g} = \frac{1\,718 * 1,041}{0,0821 - 0,041} = 59\,479 \text{ tis. Kč}$$

$$SHPH = \frac{PH}{(1+WACC)^T} = \frac{59\,479}{1,0821^4} = 43\,380 \text{ tis. Kč}$$

**Vzorec 41: Výpočet PH podle Gordonova vzorce**

### ***Výsledná hodnota podniku***

<sup>1</sup> Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/), citováno 3. 5. 2015

Výsledná hodnota vlastního kapitálu je vypočítána jako součet první a druhé fáze, která je následně upravena o hodnoty úročeného cizího kapitálu a hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (31. 12. 2013).

**Tabulka 36: Výsledná hodnota k datu ocenění pomocí DCF Entity (v tis. Kč)**

Hodnota 1. fáze	5 589
Hodnota 2. fáze	43 380
<i>Provozní brutto hodnota</i>	<i>48 969</i>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	2 572
<i>Provozní netto hodnota</i>	<i>47 707</i>
Neprovozní aktiva k datu ocenění	655
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2013</b>	<b>47 052</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

Tržní hodnota společnosti při ocenění pomocí metody DCF Entity je k datu ocenění, tedy k 31. 12. 2013, dosahuje hodnoty 47 052 tis. Kč.

#### 4.4. Ocenění pomocí EVA

Ekonomická přidaná hodnota vyjadřuje nadzisk oproti zisku z investic se stejným stupněm rizika. Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos operativní činnosti podniku, který je snížen o náklady kapitálu.<sup>1</sup>

Výpočet probíhá podle rovnice uvedené v teoretické části (kapitola 2.2.2.) a NOPAT v podstatě odpovídá korigovanému výsledku hospodaření po daních. Hodnota čistých operačních aktiv (NOA) poté odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu.<sup>2</sup>

**Tabulka 37: Výpočet ukazatele EVA do roku 2017**

	2013	2014	2015	2016	2017
KPVH	X	1 344	2 244	2 363	2 644
Daň	X	19%	19%	19%	19%
NOPAT	X	1 089	1 817	1 914	2 141
NOA	4 230	2 390	4 381	4 638	4 431
WACC	X	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%
<b>EVA</b>		<b>741</b>	<b>1 621</b>	<b>1 554</b>	<b>1 761</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2

<sup>2</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2

Při výpočtu ukazatele se vychází z NOA pro předešlý rok, jelikož hodnota aktiv na konci roku minulého je stejná jako hodnota na začátku roku nového.

### *Hodnota první fáze*

V první fázi probíhá diskontování plánovaných EVA na současnou hodnotu, ze kterých součtem dostaneme současnou hodnotu první fáze (fáze prognózy).

**Tabulka 38: Hodnota EVA pro první fázi (v tis. Kč)**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EVA	741	1 621	1 554	1 761
WACC	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%
Odúročitel	0,9241	1,1709	1,2671	1,3711
Odúročená EVA	686	1 387	1 230	1 288
<b>Hodnota první fáze</b>	<b>4 591</b>			

(zdroj: vlastní zpracování)

### *Hodnota druhé fáze*

Současná hodnota druhé fáze se spočítá jako opakovaná hodnota podle Gordonova vzorce. JE tedy nezbytné stanovit hodnotu EVA pro následující po poslední prognóze. Stejně jako u DCF Entity je počítáno s  $g = 4,1\%$ .

**Tabulka 39: Hodnota EVA pro druhou fázi (v tis. Kč)**

	<b>2017</b>	<b>2018</b>
KPVH	2 363	2 752
Sazba daně z příjmu PO	19%	19%
NOPAT	2 141	2 229
NOA	10 224	X
WACC	8,21%	8,21%
<b>EVA</b>	<b>1 761</b>	<b>1 865</b>
Prognózované tempo růstu KPVH		4,10%

(zdroj: vlastní zpracování)

$$PH = \frac{1\,865}{0,0821 - 0,041} = 45\,382 \text{ tis. Kč}$$



$$SHPH = \frac{45\,382}{1,0821^4} = 33\,099 \text{ tis K}\check{c}$$

Součtem současných hodnot první a druhé fáze dostáváme ukazatel MVA (tržní přidanou hodnotu), který má rozhodující úlohu při tomto ocenění. MVA vyjadřuje tedy provozní goodwill.<sup>1</sup>

### ***Hodnota podniku podle EVA***

Pro získání výsledné hodnoty vlastního kapitálu pomocí EVA k datu ocenění, je nutné upravit hodnotu MVA o úročený cizí kapitál, hodnotu NOA a hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění.

**Tabulka 40: Výsledná hodnota k datu ocenění pomocí EVA Equity (v tis. Kč)**

Současná hodnota 1. fáze	4 591
Současná hodnota 2. fáze	33 099
<b>MVA</b>	<b>37 690</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	2 527
Netto hodnota podniku	35 163
Hodnota NOA k datu ocenění	4 230
Neprovozní aktiva k datu ocenění	655
<b>EVA k 31. 12. 2013</b>	<b>39 959</b>

(zdroj: vlastní výpočty)

Celková hodnota společnosti k 31. 12. 2013, vypočtená pomocí metody EVA činí zaokrouhleno 39 959 tis. Kč.

<sup>1</sup> MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2

## 5. Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnotavy vlastního kapitálu podniku Medicton Group s.r.o., která obchoduje s lékařskou technikou a zároveň ve stejném odvětví nabízí podpůrné služby, ať jde o audity lékařských zařízení (ordinací), nebo technickou podporu a kontrolu zařízení. Dalším specifíkem podniku je i podnikání v oblasti vývoje, testování a výroby specializovaných asistenčních a diagnostických pomůcek založených na technologii sledování očních pohybů.

První kapitola práce je věnována definici základních termínů, pojmů a postupů, se kterými se oceňovatel setkává v průběhu oceňování. Zabývá se definováním samotného pojmu podnik / společnost, jak z pohledu teoretického tak z pohledu právního. Jsou zde stanoveny důvody proč se oceňováním zabývat, co vede k potřebě oceňování podniků. Předkládá a objasňuje problém hodnoty a její kategorie pro různé pozorovatele, při jejich různém pohledu a zainteresování se výsledná hodnota může a musí lišit. Taktéž popisuje a stanovuje postupy pro strategickou a finanční analýzu podniku.

Druhá kapitola se zabývá samotnými metodami, které se používají pro oceňování podniku. Poskytuje stručný přehled rozdělení metod podle přístupů k ocenění na výnosové, majetkové a tržní. V těchto kategoriích poskytuje popis a teoretické podklady pro výpočet k metodě diskontovaných peněžních toků (DCF) či metodě přidané tržní hodnoty (EVA), v oblasti výnosových metod oceňování. Pro majetkové uvádí metodu účetní hodnoty a pro nezvyklý přístup tržního oceňování předkládá metodu stovnatelných transakcí. Poslední část kapitoly je věnována výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC).

Třetí kapitole je věnována analýze společnosti. Vychází se z popisu společnosti Medicton Group s.r.o., následované strategickou analýzou podnikatelského prostředí společnosti. Z pohledu strategické analýzy společnost zaujímá nezvyklou pozici na trhu jelikož obchoduje jak s výrobky tak s doplňkovými službami pro obchodované výrobky. Na základě těchto služeb ale rozvíjí svoje možnosti poskytovaných služeb i na služby, které nejsou primárně vázány na prodávané výrobky. V neposlední řadě se společnost ještě zabývá výskumem a vývojem v oblasti analýzy a diagnostiky očních pohybů.

Z toho vychází společnosti velice rozvětvené podnikatelské působení, které se ale liší tím pádem také velice v možnostech konkurenčních poniků. Například v oblasti prodeje výrobků pomocí E-shopu a se službami spojenými s těmito prodeji, musí společnosti konkurovat velkému množství ostatních podnikatelských subjektů, proto také společnost považuje tuto oblast za okrajovou a zaměřuje se na prodeje B2B (business to business) ze kterého má největší příjmy z prodeje výrobků.

Naopak přímo opačná je situace v oblasti vývoje a výroby prostředků týkajících se sledování očních pohybů. Společnost má zajištěné dostatečné zisky z této oblasti a čelí zde malé či téměř žádné konkurenci, jelikož v této oblasti se nevyskytuje velké množství konkurence. A to protože náklady na vstup do této oblasti jsou vysoké ať do vybavení tak do kvalifikovaného personálu.

Po strategické analýze se třetí kapitola zabývá také analýzou finančního zdraví podniku. Finanční analýza poskytla na první pohled nijak příznivé výsledky, ale také neposkytla vyloženě špatné výsledky. I přes některé nepříznivé ukazatele finanční analýzy, které byly způsobeny například výraznými investicemi mezi roky 2011 a 2012, vykazuje společnost uspokojivé zlepšující se výsledky při dlouhodobém sledování. Jednou z klíčových oblastí ve kterých by podnik měl přehodnotit svoji strategii je oblast obrátů. Jelikož doba obrátů pohledávek je výrazně větší jak doba obrátů závazků, chová se společnost, ve svůj neprospěch, jako poskytovatel levných provozních úvěrů. Z pohledu indexů jako ukazatelů finančního zdraví je nutné rozlišovat Altmanův a IN05 index. Dle Altmanova indexu se společnost pohybuje v šedé oblasti hospodaření, což nevyznívá povzbudivě, ale pokles tohoto indexu byl způsoben investicemi v roce 2011. Stejný efekt ne pozorovatelný i na indexu IN05, který ale pasá lehce pod dolní mezní hranici. Jako doporučení bylo navrženo sledovat vývoj těchto indexů dlouhodobě a podle výsledků upravit chování podniku.

Třetí kapitola se po finanční analýze ještě zabývá analýzou tak zvaných generátorů hodnoty. Při jejich analýze se vychází z finanční analýzy a většina generátorů vychází uspokojivě. Jdním z méně uspokojivých ukazatelů v této kapitole se jeví podíl osobních nákladů na tržbách, který ve sledovaném období rostl velice strmě a tím zatěžival tržby a značně snižoval provozní zisky a ziskovou marži. Na základě generátorů bylo také provedeno první předběžné hodnocení podniku, které vyšlo po zaokrouhlení na hodnotu 22,1 mil. Kč.

Na základě strategické a finanční analýzy společně s analýzou generátorů hodnoty, lze konstatovat, že společnost má dostatečný potenciál pro předpoklad neomezeného trvání. Tento předpoklad je klíčový pro použití ostatních výnosových metod oceňování.

Vlastním oceňováním podniku se zabývá čtvrtá kapitola. První část kapitoly je věnována sestavení a analýze finančního plánu pro roky 2014 až 2017. Velká část položek byla naplánována podílově jako podíl z celkových tržeb. Jak již ale bylo zmíněno, položka osobních nákladů byla korigována z jejího extrémního meziročního růstu skoro 20% na 5% meziročního růstu. Taktéž položky pracovního kapitálu byly vypočteny namísto podílovou měrou, metodou založenou na době obrátů.

Pro účely oceňování byly vybrány metoda DCF na úrovni vlastníků a věřitelů (entity) a metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA). Hodnota diskontní sazby byla stanovena pomocí průměrných vážených nákladů kapitálu, jejich složka vnákladů vlastního kapitálu byla stanovena pomocí metody oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Hodnota nákladů na vlastní kapitál byla stanovena výpočtem z amerických desetiletých dluhopisů a náklady na cizí kapitál jako průměrná sazba pro krátkodobé bankovní úvěry výpočtem z nákladových úroků. Celková výsledná hodnota vážených nákladů poté činila 8,21%.

Při použití metody DCF byla hodnota čisté současné hodnoty diskontovaných peněžních toků (FCFF) stanovena na 5 589 tis. Kč a čistá hodnota pokračující hodnota na 43 380 tis. Kč. Po korekci výsledku k datu ocenění byla výsledná hodnota stanovena na 47 052 tis. Kč.

Za použití metody EVA vyšla hodnota první fáze, tedy čistá současná hodnota plánované ekonomické přidané hodnoty na 4 591 tis. Kč. Pokračující hodnota ekonomické přidané hodnoty (perpetuita) byla stanovena na 33 099 tis. Kč. Upravením o dluhy a neprovozní majetek k datu ocenění vyšla hodnota vlastního kapitálu metodou EVA na 39 959 tis. Kč.

Teorie sice uvádí, že hodnota ocenění metodou DCF i EVA by mělo udávat stejnou výslednou hodnotu pro vlastní kapitál podniku. V praxi je tomu, ale vždy tak nebývá, což potvrzuje i tato práce. Hlavním důvodem k diferenci obou metod, může být že metoda DCF pracuje s plánovanými peněžními toky do firmy. Zatím co metoda EVA

pracuje s hodnotou čistých operačních aktiv a ziskem jimy generovanými. Výsledná hodnota vlastního kapitálu oceňovaného podniku k 31. 12 2013 bude vypočítána jako vážený průměr výsledků zjištěných za použití DCF, EVA i Generátorů hodnoty.

**Tabulka 41: Výpočet výsledné hodnoty společnosti Medicton Group s.r.o. (v tis. Kč)**

<b>Metoda</b>	<b>Váha</b>	<b>Hodnota majetku</b>
Generátory hodnoty (GH)	0,1	22 108
DCF Entity	0,45	47 380
EVA	0,45	39 959
<b>Výsledná hodnota podniku</b>		<b>41 513</b>

Váhy přidělené metodám byly zvoleny tímto způsobem, jelikož teoreticky EVA a DCF mají dávat stejnou hodnotu. Při aritmetickém průměru metod to znamená váhu 50% pro každou z metod (DCF a EVA). Ale při započtení hodnoty vypočtené pomocí generátorů, byla váha 50% snížena na 45% (u DCF i EVA) aby byl zachován poměr, ale byl brán ohled na hodnotu vzašlou z generátorů hodnoty. Pro její spíše informativní charakter byla váha stanovena na 10%.

Vliv na značný rozdíl mezi hodnotami EVA oproti hodnotě GH a taktéž i DCF a hodnotě GH, může být skutečnost, že generátory hodnoty počítají s průměrným růstem 4,5% již od roku 2013. Přičemž jak EVA tak DCF vycházejí z prognózovaných hodnot, u který bylo po konzultacích s představitelům podniku počítáno s předběžnými výsledky tržeb za rok 2014 a odhadovanými tržbami za rok 2015, které se meziročně v podstatě zdvojnásobily.

**Výsledná hodnota podniku k datu ocenění 31. 12. 2013, tedy činí 41 513 tis. Kč.**

## 6. Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění .....	18
Obrázek 2: Funkce oceňování podle Kolínské školy .....	20
Obrázek 3: Vývoj potenciálu ve firmě .....	22
Obrázek 4: Strategická analýza .....	22
Obrázek 5: Strategická analýza .....	23
Obrázek 6: Model pěti sil dle Portera.....	24
Obrázek 7: Tabulka SWOT analýzy.....	27
Obrázek 8: Generátory hodnoty .....	28
Obrázek 9: Postup sestavování finančního plánu .....	31
Obrázek 10: Metody používané pro oceňování zadluženého podniku.....	38
Obrázek 11: Logo Medicton Group .....	47

## 7. Seznam tabulek

Tabulka 1: Postup výpočtu EVA.....	39
Tabulka 2: Meziroční vývoj HDP v letech 2010 až 2015 .....	49
Tabulka 3: Vývoj průměrné míry inflace v letech 2010 až 2015 .....	51
Tabulka 4: Vývoj dlouhodobých úrokových sazeb v letech 2010 až 20115 .....	51
Tabulka 5: SWOT analýza .....	54
Tabulka 6: Horizontální analýza aktiv (hodnoty uvedeny v tis. Kč).....	55
Tabulka 7: Horizontální analýza vybraných pasiv (hodnoty uvedeny v tis. Kč) .....	56
Tabulka 8: Vertikální analýza vybraných aktiv (procentuální hodnoty).....	57
Tabulka 9: Vertikální analýza pasiv (procentuální hodnoty) .....	58
Tabulka 10: Rozdílové ukazatele (hodnoty uvedeny v tis. Kč).....	59
Tabulka 11: Ukazatele rentability (hodnoty uvedeny v tis. Kč).....	60
Tabulka 12: Ukazatele aktivity – Tržby (hodnoty uvedeny v tis. Kč) .....	62
Tabulka 13: Ukazatele aktivity (hodnoty uvedeny v tis. Kč, použito 365 dní/rok) .....	62
Tabulka 14: Ukazatelé zadluženosti (hodnoty uvedeny v tis. Kč) .....	64
Tabulka 15: Ukazatelé likvidity (hodnoty uvedeny v tis. Kč).....	65
Tabulka 16: Provozní ukazatele (hodnoty uvedeny v tis. Kč).....	66
Tabulka 17: Altmanův index finančního zdraví.....	68
Tabulka 18: Index IN05.....	69
Tabulka 19: Porovnání ROE s výnosy 10Y státního dluhopisu.....	71
Tabulka 20: Provozně nutný kapitál a korigovaný VH 2010-2013 (v tis. Kč).....	72
Tabulka 21: Zisková marže v letech 2010 až 2013 (v tis. Kč).....	73
Tabulka 22: Výpočet ukazatele <b>kWC</b> .....	74
Tabulka 23: Výpočet ukazatele <b>kDMn</b> .....	74
Tabulka 24: Vybrané oblasti podnikání pro Mediction Group s.r.o.....	75
Tabulka 25: Rizika ovlivňující WACC .....	76
Tabulka 26: WACC k 31. 12. 2013.....	76
Tabulka 27: Generátory hodnoty.....	77
Tabulka 28: Prognóza tržeb Mediction Group s.r.o. ....	79
Tabulka 29: Prognóza vybraných položek Aktiv a Pasiv.....	79
Tabulka 30: Plán položek kapitálu .....	82
Tabulka 31: Plánovaný výkaz zisku a ztrát (v tis. Kč).....	82
Tabulka 32: Plán rozvahy - aktiva.....	84

Tabulka 33: Plán rozvahy - pasiva .....	84
Tabulka 34: Výpočet diskontovaného FCFF 2014-2017 (v tis. Kč) .....	85
Tabulka 35: Nutné údaje pro výpočet dle Gordonova vzorce .....	86
Tabulka 36: Výsledná hodnota k datu ocenění pomocí DCF Entity (v tis. Kč).....	87
Tabulka 37: Výpočet ukazatele EVA do roku 2017.....	87
Tabulka 38: Hodnota EVA pro první fázi (v tis. Kč).....	88
Tabulka 39: Hodnota EVA pro druhou fázi (v tis. Kč).....	88
Tabulka 40: Výsledná hodnota k datu ocenění pomocí EVA Equity (v tis. Kč).....	89
Tabulka 41: Výpočet výsledné hodnoty společnosti Medicton Group s.r.o. (v tis. Kč) .....	93



## 8. Seznam vzorců

Vzorec 1: běžná likvidita.....	25
Vzorec 2: Pohotová likvidita.....	25
Vzorec 3: Okamžitá likvidita.....	25
Vzorec 4: Pracovní kapitál .....	25
Vzorec 5: Krátkodobý cizí kapitál.....	26
Vzorec 6: Doba splácení dluhů.....	26
Vzorec 7: rokové krytí.....	26
Vzorec 8: Rentabilita celkových aktiv (Return on Asset) .....	26
Vzorec 9: Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity) .....	26
Vzorec 10: Rentabilita investic (Return on Investment) .....	26
Vzorec 11: Zisková marže.....	26
Vzorec 12: Počet obrátů aktiv celkem za rok.....	26
Vzorec 13: Průměrná doba obratu zásob.....	27
Vzorec 14: Průměrné denní tržby.....	27
Vzorec 15: Průměrná doba splatnosti pohledávek (Průměrná doba obratu pohledávek) .....	27
Vzorec 16: Průměrná doba splatnosti závazků (Průměrná doba obratu závazků) .....	27
Vzorec 17: Rychlost obratu .....	27
Vzorec 18: Výpočet FCF (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 147).....	29
Vzorec 19: Předběžná hodnota podniku (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 147).....	29
Vzorec 20: Gordonův model pro výpočet DDM (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová, 2008) .....	35
Vzorec 21: Výpočet brutto hodnoty metodou DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	35
Vzorec 22: Výpočet hodnoty 1. fáze v metodě DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	36
Vzorec 23: Výpočet hodnoty 2. fáze v metodě DCF Entity (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	36
Vzorec 24: Parametrický vzorec (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	36
Vzorec 25: Výpočet rentability čistých investic (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	37

Vzorec 26: Hodnota podniku z trvale udržitelného zisku (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová, str. 151) .....	38
Vzorec 27: Výpočet ukazatele EVA (Metody oceňování podniku, Mařík M., str. 284) .....	39
Vzorec 28: Dvoufázová metoda výpočtu pomocí EVA (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	40
Vzorec 29: Hodnota vlastního kapitálu z účetních hodnot (Finanční řízení a rozhodování podniku, Dluhošová D., str., 152) .....	41
Vzorec 30: Průměrné vážené náklady na kapitál (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	44
Vzorec 31: Model CAPM pro náklady vlastního kapitálu (Oceňování podniku, Kislingerová, E.).....	45
Vzorec 32: Přepočet beta koeficientu dle konkrétního zadlužení (Metody oceňování podniku, Mařík M.) .....	45
Vzorec 33: Náklady vlastního kapitálu (prof. Damodaran) .....	46
Vzorec 34: Altmanův index finančního zdraví .....	67
Vzorec 35: Index IN05 .....	69
Vzorec 36: Koeficient pro výpočet náročnosti růstu tržeb na růst pracovní kapitálu (MAŘÍK, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku, 1. vyd.).....	73
Vzorec 37: Výpočet koeficientu beta zadluženého podniku (vlastní výpočty) .....	75
Vzorec 38: Výpočet nákladů vlastního kapitálu (vlastní výpočty) .....	76
Vzorec 39: Výpočet předběžné hodnoty pomocí generátorů hodnoty .....	77
Vzorec 40: Výpočet diskontního faktoru pomocí WACC .....	85
Vzorec 41: Výpočet PH podle Gordonova vzorce .....	86

## 9. Seznam grafů

Graf 1: Vývoj HDP v letech 2010 až 2015.....	50
Graf 2: Vývoj vybraných položek aktiv .....	56
Graf 3: Vývoj vybraných položek pasiv.....	57
Graf 4: Vývoj podílů aktiv .....	58
Graf 5: Vývoj podílů pasiv .....	59
Graf 6: Vývoj ukazatelů rentability.....	61
Graf 7: Vývoj doby obrátů v letech 2010 až 2013 .....	63
Graf 8: vývoj ukazatelů likvidity.....	66
Graf 9: Altmanův index finančního zdraví.....	68
Graf 10: Index IN05 .....	69

## 10. Seznam použitých zdrojů

### Knižní zdroje

1. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, 2. přepr. a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367s. ISBN 80-7179-529-1
2. MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-67-5
3. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza, 2. přepr. vyd. Praha: C.H.Beck, 2006. 121s. ISBN 80-7179-367-1
4. KŘEKOVSÝ, M., VYKYPĚL, O. Strategické řízení. Teorie pro praxi, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2003. 172s. ISBN 80-7179-578-8
5. MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI, 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 146s. ISBN 80-86119-61-0
6. MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242s. ISBN 978-80-245-1242-6

### Elektronické zdroje

7. *Makroekonomická predikce České republiky* [online]. 2014. [cit. 2015-04-07]. ISSN 1804-7971. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce\\_2014-Q4\\_Makroekonomicka-predikce-komplet-ke-stazeni.pdf](http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2014-Q4_Makroekonomicka-predikce-komplet-ke-stazeni.pdf)
8. DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online* [online]. [cit. 2015-04-015]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
9. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Databáze časových řad (ARAD)* [online]. [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>
10. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČR. *Justice.cz* [online]. [cit. 2015-05-07]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
11. MEDICTON GROUP S.R.O. [online]. [cit. 2015-05-07]. Dostupné z: <http://www.medicton.com/>

### Ostatní zdroje

12. Přednáška externisty pro ČVUT FS, „VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY IN 2014 “Silly Money and Great Ideas”“, Mila M. Felcarek, Říjen, 2014

13. Výroční zprávy společnosti Medicton Group s.r.o. 2010 až 2014

## **11. Seznam příloh**

Příloha 1: výkaz zisku a ztrát 2010-2013 .....	102
Příloha 2: Rozvaha - Aktiva 2010-2013 .....	103
Příloha 3: Rozvaha - Pasiva 2010-2013 .....	104
Příloha 4: Plánovaný výkaz zisku a ztrát 2014-2017 .....	105
Příloha 5: Plánová rozvaha - Aktiva 2014-2017 .....	106
Příloha 6: Plánovaná rozvaha - Pasiva 2014-2017 .....	107

Příloha 1: výkaz zisku a ztrát 2010-2013

	<b>Položka</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
I.	Tržby za prodej zboží	3 094	3 565	3 454	3 408
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2 233	1 584	2 490	2 204
<b>+</b>	<b>Obchodní marže</b>	<b>861</b>	<b>1 981</b>	<b>964</b>	<b>1204</b>
II.	Výkony	4 050	4 009	4 625	5 621
1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	3 935	4 009	4 625	5 621
3.	Aktivace	115	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	3 012	4 172	3 484	3 219
1.	Spotřeba materiálu a energie	838	989	1 035	925
2.	Služby	2 174	3 183	2 449	2 294
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 899</b>	<b>1 818</b>	<b>2 105</b>	<b>3 606</b>
C.	Osobní náklady	2 729	2 966	3 865	4 505
1.	Mzdové náklady	2 027	2 215	2 922	3 364
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	661	701	887	1 065
4.	Sociální náklady	41	50	56	76
D.	Daně a poplatky	12	19	44	23
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	169	196	470	733
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	235	44	41	18
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	3	0	0
2.	Tržby z prodeje materiálu	235	41	41	18
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	149	0	0
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	149	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	1208	2 301	2727	2050
H.	Ostatní provozní náklady	72	165	204	154
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>360</b>	<b>668</b>	<b>290</b>	<b>259</b>
N.	Nákladové úroky	70	109	115	94
XI.	Ostatní finanční výnosy	17	8	3	9
O.	Ostatní finanční náklady	115	99	79	69
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-168</b>	<b>-200</b>	<b>-191</b>	<b>-154</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	192	93	31	35
1.	-splatná	192	93	31	35
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>192</b>	<b>375</b>	<b>68</b>	<b>70</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	0	105	24	0
R.	Mimořádné náklady	106	19	23	0
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-106</b>	<b>86</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>86</b>	<b>461</b>	<b>69</b>	<b>70</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>86</b>	<b>554</b>	<b>100</b>	<b>105</b>

## Příloha 2: Rozvaha - Aktiva 2010-2013

<b>Aktiva (v tisících Kč)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>2 950</b>	<b>10 522</b>	<b>8 090</b>	<b>6 890</b>
<b>Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)</b>	<b>719</b>	<b>964</b>	<b>972</b>	<b>1 384</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0</b>	<b>430</b>	<b>658</b>	<b>401</b>
Zřizovací výdaje	0	0	-250	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	430	908	401
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>719</b>	<b>534</b>	<b>314</b>	<b>983</b>
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	719	527	307	976
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	7	7	7
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>2 226</b>	<b>9 314</b>	<b>6 926</b>	<b>5 305</b>
<b>Zásoby</b>	<b>572</b>	<b>967</b>	<b>1 188</b>	<b>1 279</b>
Materiál	229	304	465	423
Zboží	343	663	723	727
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	129
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>12</b>
Jiné pohledávky	0	18	17	12
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>778</b>	<b>7 730</b>	<b>3 960</b>	<b>2 998</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	640	902	840	1 305
Stát - daňové pohledávky	0	6 719	3 047	15
Krátkodobé poskytnuté zálohy	138	109	65	99
Jiné pohledávky	0	0	0	1 579
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>876</b>	<b>599</b>	<b>1 761</b>	<b>1 016</b>
<b>nutný</b>				<b>361</b>
<b>nenutný</b>				<b>655</b>
<b>Časové rozlišení</b>	<b>5</b>	<b>244</b>	<b>192</b>	<b>201</b>
Náklady příštích období	0	244	192	183
Příjmy příštích období	5	0	0	18

Příloha 3: Rozvaha - Pasiva 2010-2013

	Pasiva (v tisících Kč)	2010	2011	2012	2013
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2 950</b>	<b>10 522</b>	<b>8 090</b>	<b>6 890</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>887</b>	<b>1 348</b>	<b>1 417</b>	<b>1 487</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
1.	Základní kapitál	200	200	200	200
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	30	30	30	30
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>571</b>	<b>657</b>	<b>1 118</b>	<b>1 187</b>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	569	655	1 116	1 185
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	2	2	2	2
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>86</b>	<b>461</b>	<b>69</b>	<b>70</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 032</b>	<b>3 849</b>	<b>3 929</b>	<b>4 614</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>1 185</b>	<b>1 493</b>	<b>1 018</b>	<b>838</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	347	507	450	319
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	718	865	537	519
8.	Dohadné účty pasivní	120	121	31	0
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>-477</b>	<b>155</b>	<b>721</b>	<b>1 204</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	136	-225	255	302
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	48
5.	Závazky k zaměstnancům	409	118	160	203
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	68	91	106	131
7.	Stát - daňové závazky a dotace	-1 044	143	181	412
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-41	22	21	77
10.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	33
11.	Jiné závazky	-5	6	-2	-2
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>1 324</b>	<b>2 201</b>	<b>2 190</b>	<b>2 572</b>
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	1 324	2 201	2 190	2 572
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>31</b>	<b>5 325</b>	<b>2 744</b>	<b>789</b>
1.	Výdaje příštích období	31	74	97	62
2.	Výnosy příštích období	0	5 251	2 647	727



Příloha 4: Plánovaný výkaz zisku a ztrát 2014-2017

	<b>Položka</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
I.	Tržby za prodej zboží	6112	9000	9294	10709
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	4130	5596	5779	6659
<b>+</b>	<b>Obchodní marže</b>	<b>1982</b>	<b>3404</b>	<b>3515</b>	<b>4050</b>
II.	Výkony	8307	12750	14359	14629
1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	8307	12750	14359	14629
3.	Aktivace	0	0	0	0
B.	Výkonová spotřeba	4981	9761	10993	11200
1.	Spotřeba materiálu a energie	1539	2675	3013	3070
2.	Služby	3442	7086	7980	8130
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>5308</b>	<b>6392</b>	<b>6881</b>	<b>7479</b>
C.	Osobní náklady	5676	5960	6258	6571
1.	Mzdové náklady	4222	4459	4681	4916
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1384	1407	1477	1551
4.	Sociální náklady	70	94	99	104
D.	Daně a poplatky	12	61	66	71
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	720	174	240	240
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0
2.	Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	2525	2200	2200	2200
H.	Ostatní provozní náklady	81	154	154	154
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>1344</b>	<b>2244</b>	<b>2363</b>	<b>2644</b>
N.	Nákladové úroky	88	76	57	38
XI.	Ostatní finanční výnosy	4	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	89	0	0	0
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-173</b>	<b>-76</b>	<b>-57</b>	<b>-38</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0	412	438	495
1.	-splatná	0	412	438	495
XIII.	Mimořádné výnosy	5	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>1176</b>	<b>1756</b>	<b>1868</b>	<b>2111</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>1176</b>	<b>2168</b>	<b>2306</b>	<b>2606</b>

Příloha 5: Plánová rozvaha - Aktiva 2014-2017

	Aktiva (v tisících Kč)	2014	2 015	2 016	2 017
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	7986	9 771	11 231	12 925
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek (Stálá aktiva)</b>	<b>999</b>	<b>879</b>	<b>705</b>	<b>465</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>133</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	133	0	0	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>648</b>	<b>661</b>	<b>487</b>	<b>247</b>
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	641	654	480	240
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7	7	7	7
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>218</b>	<b>218</b>	<b>218</b>	<b>218</b>
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>6868</b>	<b>8 773</b>	<b>10 407</b>	<b>12 341</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>1150</b>	<b>2 979</b>	<b>3 240</b>	<b>3 471</b>
1.	Materiál	423	1 043	1 134	1 215
5.	Zboží	727	1 937	2 106	2 256
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>1998</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
7.	Jiné pohledávky	1 998	0	0	0
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>2152</b>	<b>2 682</b>	<b>2 916</b>	<b>2 777</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 907	2 682	2 916	2 777
6.	Stát - daňové pohledávky	39	0	0	0
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	154	0	0	0
9.	Jiné pohledávky	52	0	0	0
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>1568</b>	<b>3 112</b>	<b>4 251</b>	<b>6 093</b>
	Provozně nutný	322	428	456	481
	Provozně nenutný	1246	2 684	3 795	5 612
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
1.	Náklady příštích období	119	119	119	119
3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0

Příloha 6: Plánovaná rozvaha - Pasiva 2014-2017

	Pasiva (v tisících Kč)	2014	2015	2016	2017
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>7 986</b>	<b>9 771</b>	<b>11 231</b>	<b>12 925</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>2 663</b>	<b>4 419</b>	<b>6 287</b>	<b>8 398</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
1.	Základní kapitál	200	200	200	200
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
1.	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	30	30	30	30
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>1 257</b>	<b>2 433</b>	<b>4 189</b>	<b>6 057</b>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	1 255	2 431	4 187	6 055
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	2	2	2	2
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>1176</b>	<b>1756</b>	<b>1868</b>	<b>2111</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>4 263</b>	<b>4 292</b>	<b>3 884</b>	<b>3 467</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>864</b>	<b>864</b>	<b>864</b>	<b>864</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	298	298	298	298
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	566	566	566	566
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>1074</b>	<b>1428</b>	<b>1520</b>	<b>1603</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	316	894	972	1041
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	49	49	49	49
5.	Závazky k zaměstnancům	307	312	317	322
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	195	173	182	191
7.	Stát - daňové závazky a dotace	108	0	0	0
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	100	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0
11.	Jiné závazky	-1	0	0	0
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>2 325</b>	<b>2 000</b>	<b>1 500</b>	<b>1 000</b>
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	2 325	2 000	1 500	1 000
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>1060</b>	<b>1060</b>	<b>1060</b>	<b>1060</b>
1.	Výdaje příštích období	121	1060	1060	1060
2.	Výnosy příštích období	939	0	0	0