



# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o.

The Evaluation of Elektroinstala BBS, s.r.o.

## **STUDIJNÍ PROGRAM**

Řízení rozvojových projektů

## **STUDIJNÍ OBOR**

Projektové řízení inovací v podniku

## **VEDOUCÍ PRÁCE**

doc.RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

CYRIUSOVÁ




ŠÁRKA

**2018**


## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	Cyriusová	Jméno:	Šárka	Osobní číslo:	379064
Fakulta/ústav:	Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)				
Zadávací katedra/ústav:	Oddělení ekonomických studií				
Studijní program:	Řízení rozvojových projektů				
Studijní obor:	Projektové řízení inovací				

## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	Stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o.		
Název diplomové práce anglicky:	The Evaluation of Elektroinstala BBS, s.r.o.		
Pokyny pro vypracování:	<p>CÍL: Cílem DP je určení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. PŘÍNOS: Přínosem práce je stanovení hodnoty podniku a na základě zjištěných údajů prezentování návrhů na zlepšení hodnoty společnosti. OSNOVA: 1. Úvod; 2. Teoretická část - úvod k oceňování podniku, postup při oceňování, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, metody stanovení hodnoty podniku, analýza citlivosti; 3. Praktická část - účel ocenění podniku, představení podniku, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, ocenění podniku, výrok k hodnotě, citlivostní analýza; 4. Závěr</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 1999. KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. SYNEK, M. Podniková ekonomika. Praha: Beck, 2006.</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	Scholleová, Hana, doc. RNDr. Ing., Ph.D., MÚVS ČVUT v Praze, oddělení ekonomických studií		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:			
Datum zadání diplomové práce:	6.12.2017	Termín odevzdání diplomové práce:	4.5.2018
Platnost zadání diplomové práce:	30.9.2019		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>12.3.2018</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

Cyriusová, Šárka. Stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS s.r.o. Praha: ČVUT 2018.  
Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV  
VYŠŠÍCH STUDIÍ  
ČVUT V PRAZE**

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracovala samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citovala a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury.

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

V Praze dne: 04. 05. 2018

Podpis:

## **Poděkování**

Poděkování patří vedoucí práce paní doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za její odbornou pomoc, rady, připomínky, trpělivost a věnovaný čas při zpracování této diplomové práce. Dále bych ráda poděkovala jednateři společnosti Elektroinstala BBS, s.r.o. za poskytnutí potřebných informací týkajících se chodu společnosti. V neposlední řadě bych chtěla poděkovat také své rodině a přátelům za psychickou podporu.

# **Abstrakt**

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Elektroinstala BBS, s.r.o. Odhad hodnoty firmy je proveden k 15. 4. 2018. Pro věrohodné ocenění, je diplomová práce doplněna o finanční analýzu, analýzu makroekonomického prostředí a analýzu odvětví. Samotné ocenění je založeno na výnosové metodě diskontovaného peněžního toku do firmy (FCFF). K vypočítané hodnotě je taktéž vynesena výrok a v závěru je vypracována citlivostní analýza, ve které je proveden rozbor faktorů, které ovlivňují výslednou hodnotu podniku. Na základě tohoto rozboru jsou vzneseny návrhy na případné zlepšení, které by v budoucnu přineslo podniku vyšší hodnotu.

## **Klíčová slova**

Oceňování, stanovení tržní hodnoty podniku, Elektroinstala BBS, s.r.o.

# **Abstract**

The aim of this diploma thesis is determination of the market value of the company Elektroinstala BBS, s.r.o. The estimation of the value is accomplished by 15. 4. 2018. In charge of credible evaluation, the diploma thesis is complemented by financial analysis, analysis of macroeconomic environment and analysis of the sector. The evaluation itself is based on yield method of discount free cashflow for the firm (FCFF). The statement is raised to the enumerated value and the sensitivity analysis is made at the end of this thesis, which contains breakdown of factors having influence to the finale value of the company. Based on this analysis are made the proposals for potential improvement, which could bring higher value to the company in the future.

## **Key words**

Evaluation, determining of the market value, Elektroinstala BBS, s.r.o.

# Obsah

<b>Úvod</b> .....	<b>5</b>
<b>1 Úvod k oceňování</b> .....	<b>7</b>
1.1 Účel stanovení hodnoty podniku .....	7
1.2 Podnik jako předmět ocenění .....	8
1.3 Hodnota podniku.....	9
1.3.1 Tržní hodnota .....	10
1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota .....	11
1.3.3 Objektivizovaná hodnota .....	11
1.3.4 Kolínská škola.....	12
1.4 Předpisy, dle kterých se podnik oceňuje.....	12
<b>2 Postup při oceňování</b> .....	<b>14</b>
<b>3 Strategická analýza</b> .....	<b>15</b>
3.1 Analýza makroprostředí .....	15
3.2 Analýza mikroprostředí.....	17
<b>4 Finanční analýza</b> .....	<b>21</b>
4.1 Účel finanční analýzy .....	21
4.2 Práce finančního analytika .....	22
4.3 Horizontální a vertikální analýza.....	22
4.4 Bilanční pravidla .....	23
4.5 Analýza poměrových ukazatelů.....	23
4.5.1 Ukazatele rentability .....	24
4.5.2 Ukazatele likvidity .....	25
4.5.3 Ukazatele aktivity .....	26
4.5.4 Ukazatele zadluženosti.....	27
4.6 Analýza čistého pracovního kapitálu.....	28
<b>5 Finanční plán</b> .....	<b>30</b>
<b>6 Metody oceňování podniku</b> .....	<b>31</b>
6.1 Metody založené na stavových veličinách .....	31
6.1.1 Metoda účetní hodnoty .....	31
6.1.2 Metoda substanční hodnoty .....	32



6.1.3	Metoda likvidační hodnoty.....	32
6.2	Výnosové metody .....	32
6.2.1	Model diskontu cash flow (DCF).....	32
6.2.2	Metody stanovení diskontní míry.....	37
6.3	Kombinované metody.....	41
6.3.1	Schmalenbachova metoda .....	42
6.3.2	Metoda vážené střední hodnoty.....	42
6.3.3	Metody nadzisku, superzisku .....	42
6.4	Metody relativního oceňování.....	43
<b>7</b>	<b>Analýza citlivosti.....</b>	<b>44</b>
<b>8</b>	<b>Účel ocenění podniku .....</b>	<b>47</b>
8.1	Zdroje informací.....	47
8.2	Představení podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. ....	47
8.2.1	Předmět podnikání .....	47
8.2.2	O společnosti.....	48
<b>9</b>	<b>Strategická analýza .....</b>	<b>49</b>
9.1	Analýza makroekonomického prostředí .....	49
9.1.1	Tempo růstu HDP.....	49
9.1.2	Míra inflace .....	50
9.1.3	Nezaměstnanost.....	51
9.1.4	Měnové kurzy .....	52
9.1.5	Úrokové sazby.....	53
9.1.6	Vnější prostředí .....	55
9.1.7	Shrnutí analýzy vnějšího prostředí oceňovaného podniku.....	58
9.2	Analýza mikroekonomického prostředí.....	59
9.2.1	Analýza odvětví .....	59
9.2.2	Porterova analýzy pěti sil.....	61
<b>10</b>	<b>Finanční analýza.....</b>	<b>63</b>
10.1	Horizontální analýza účetních výkazů.....	63
10.1.1	Horizontální analýza rozvahy .....	63
10.1.2	Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát .....	66
10.2	Vertikální analýza účetních výkazů .....	68

10.2.1	Vertikální analýza rozvahy .....	68
10.3	Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát.....	71
10.4	Analýza poměrových ukazatelů.....	72
10.4.1	Ukazatele rentability .....	72
10.4.2	Ukazatele aktivity .....	74
10.4.3	Ukazatele likvidity .....	75
10.4.4	Ukazatele zadluženosti.....	76
10.5	Analýza pracovního kapitálu.....	77
10.6	Bilanční pravidla .....	78
10.7	Zhodnocení interního vývoje .....	80
<b>11</b>	<b>Finanční plán .....</b>	<b>82</b>
11.1	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	82
11.2	Plánovaná rozvaha.....	83
<b>12</b>	<b>Ocenění společnosti .....</b>	<b>84</b>
12.1	Výběr metody .....	84
12.2	Výpočet WACC .....	84
12.3	Stanovení tempa růstu g.....	86
12.4	Stanovení hodnoty společnosti na základě FCFE .....	86
12.5	Stanovení hodnoty na základě FCFE.....	87
12.6	Stanovení hodnoty na základě EVA.....	88
12.7	Ocenění metodou účetní hodnoty .....	89
12.8	Value/EBITDA.....	90
12.9	Výrok k hodnotě .....	91
<b>13</b>	<b>Analýza citlivosti.....</b>	<b>93</b>
13.1	Vliv tempa růst g na hodnotu podniku.....	93
13.2	Vliv WACC na hodnotu podniku .....	94
13.3	Vliv hodnoty FCFE 2. fáze na hodnotu podniku .....	95
13.4	Shrnutí analýzy citlivosti.....	96
	<b>Závěr .....</b>	<b>97</b>
	<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>98</b>
	<b>Seznam obrázků .....</b>	<b>100</b>
	<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>101</b>

<b>Seznam zkratek .....</b>	<b>102</b>
<b>Přílohy .....</b>	<b>103</b>

# Úvod

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku. Význam ocenění podniku má v současné době rostoucí tendenci, neboť ve velkém dochází ke slučování, koupi či transformaci firem. Často se také dostávají do finanční tísně a může dojít k jejich bankrotu. V takových případech je nutné stanovit hodnotu podniku pro potřeby finanční instituce, pojišťovny, investora či samotných majitelů firmy. Vymezení účelu ocenění je vždy hlavním kritériem, které ovlivňuje celý proces stanovení hodnoty podniku.

Předmětem ocenění v této diplomové práci je firma Elektroinstala BBS, s.r.o, která sídlí v Jílovém u Děčína. Hlavní činností této firmy je montáž, oprava, údržba a revize vyhrazených elektrických zařízení a výroba rozvaděčů nízkého napětí. Dále se také zabývá projektováním elektrických zařízení. Na trhu funguje více než dvacet let a dá se tedy považovat za firmu s dlouholetou tradicí. V roce 2016 se firma potýkala s nedostatkem zakázek a z tohoto důvodu se propadla do červených čísel a její hospodářský výsledek byl záporný. Během roku 2017 se však opět stabilizovala a navázala tak na úspěchy z předchozích let. Její výsledná hodnota je stanovena k datu 15. 4. 2018 a pro její výpočet je vybrána metoda výnosová založená na diskontovaném peněžním toku do firmy (FCFF).

V teoretické části jsou popsány základní informace, které čtenáře obeznámí s danou problematikou a pomohou mu lépe se orientovat ve výsledcích provedených analýz. Je zde popsána podstata oceňování a postup, který by měl být zvolen při jeho provádění. Dále teoretická část obsahuje informace ke strategické a finanční analýze a finančnímu plánu. Taktéž popisuje jednotlivé metody stanovení hodnoty a v poslední řadě také citlivostní analýzu. Praktická část se poté zabývá reálným vypracováním jednotlivých částí, které byly obsaženy v části teoretické. Věnuje se tedy samotnému ocenění a analýzám, které s oceněním souvisí.

# **TEORETICKÁ ČÁST**

# 1 Úvod k oceňování

Cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku. Pro korektní vypracování práce je potřebné vymezit některé pojmy související s tímto zaměřením. Tato kapitola osvětluje, jaký může být účel stanovení hodnoty podniku, definuje podnik jako předmět ocenění, popisuje samotnou hodnotu podniku a její hladiny a kategorie a vymezuje některé předpisy, dle kterých je ocenění na území České republiky prováděno.

## 1.1 Účel stanovení hodnoty podniku

Podle paní profesorky Kislingerové je účelem oceňování podniku stanovení jeho hodnoty, přičemž se zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Výsledkem oceňování je stav, kdy je podniku přiřazena konkrétní hodnota. Paní profesorka Kislingerová dále zmiňuje, že jediná správná metoda ocenění neexistuje. Podnik sám o sobě totiž nemá žádnou objektivní, věcně zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Výsledek ocenění může ovlivnit mnoho faktorů, např.: účel ocenění, zkušenosti odhadce, množství a kvalita dostupných informací apod.<sup>1</sup>

Celkovou hodnotu podniku je nutné znát z několika důvodů:

- Prodej nebo koupě
- Vstup nových společníků
- Vypořádání s vystupujícím společníkem
- Fúze
- Přeměna právní formy
- Dědictví
- Likvidace apod.<sup>2</sup>

Hodnota by měla být stanovena jako Fair Market Value (FMV), tedy jako poctivá, slušná, čestná tržní cena. Celková hodnota podniku je dána nejen součtem hodnot aktiv, ale také užitekem, jež podnik svému majiteli poskytuje.

Užitkem se rozumí budoucí výnosy (zisky, cash flow), které podnik přinese. Jedná se tedy o podnik, který bude existovat i v budoucnu (going concern princip – princip pokračujícího podniku). U podniků, které jsou určeny k likvidaci, se stanovuje tzv. likvidační hodnota (liquidation value).<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001

<sup>2</sup> SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007

<sup>3</sup> SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007

Jak už bylo výše zmíněno, oceňování se zabývá podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Z toho důvodu je potřebné vysvětlit některé pojmy ze základů ekonomie, které souvisejí s trhem.

**a) Dvě základní vlastnosti zboží:**

- Užitná hodnota

Souhrn vlastností, díky kterým se ze zboží stává statek. Produkt může být v budoucnu užitečný.

- Směnná hodnota

Směnná hodnota zboží je výsledkem schopnosti zboží být předmětem směny.

Vyplývá z nabídky a poptávky nebo z konkurujících si nabídek a poptávek. Střet nabídky a poptávky určuje tržní hodnotu.

**b) Zboží má hodnotu jestliže:**

- Existuje nabídka a poptávka
- Existuje užitná hodnota
- Existuje v omezeném množství

Hodnota zboží je tedy dána vztahem mezi nabídkou a poptávkou, náklady a užitečností a taktéž vztahem mezi vzácností a použitelností pro vlastníky zboží.<sup>4</sup>

## 1.2 Podnik jako předmět ocenění

V první řadě je potřebné vymezit si pojem podnik. Ten definuje § 5 obchodního zákoníku: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“<sup>5</sup> Tato definice si však žádá doplnění:

- Při oceňování podniku je třeba brát v potaz i rozsah všech závazků, které jsou součástí podnikání.
- Zavádějícím způsobem může být v definici podniku vyložen pojem „soubor“. Ten lze chápat jako soubor majetkových položek, ale podnik představuje „věc hromadnou“, nikoliv „hromadu věcí“. Je tedy nutné na podnik nahlížet jako na funkční celek.

---

<sup>4</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001

<sup>5</sup> Obchodní zákoník: ákon č. 513/1991 Sb. [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>

Občanský zákoník, který vstoupil v platnost dne 1. 1. 2014, nahradil pojem podnik novým pojmem obchodní závod, jež je definován jako „organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti“.<sup>6</sup>

### 1.3 Hodnota podniku

V obchodním zákoníku jsou vymezeny různé hladiny ocenění, mezi které patří:

#### a) Hodnota brutto

Dle obchodního zákoníku je tato hodnota označená také jako obchodní majetek. Jedná se o hodnotu podniku jako celku, která slouží pro vlastníky i věřitele.

*„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“<sup>7</sup>*

#### b) Hodnota netto

Dle obchodního zákoníku je označená jako čistý obchodní majetek. V podstatě jde o ocenění vlastního kapitálu, avšak toto pojetí vlastního kapitálu nemusí korespondovat s pojetím účetním. Hodnota netto je na úrovni vlastníků podniku.

*„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou“<sup>8</sup>*

*„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“<sup>9</sup>*

Pokud má oceňovatel určit obchodní majetek, pak zjišťuje celkovou (brutto) hodnotu. Jestliže je jeho úkolem určit čistý obchodní majetek, pak zjišťuje čistou (netto) hodnotu podniku.

---

<sup>6</sup> Občanský zákoník: Zákon č. 89/2012 Sb. [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>

<sup>7</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>8</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>9</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007



V současnosti lze rozlišit několik základních typů hodnoty podniku, které vyplývají z následujících otázek:

- a) Jaké je tržní ocenění? Tedy kolik je zájemce ochoten zaplatit za podnik?
- b) Jakou hodnotu má daný podniky z hlediska konkrétního kupujícího?
- c) Jaká hodnota podniku může být považována za nespornou?

Na základě těchto otázek se vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku: tržní hodnota, subjektivní (investiční) hodnota, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy.<sup>10</sup>

### 1.3.1 Tržní hodnota

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>11</sup>*

Tato hodnota vychází z otázky: *Kolik je běžný zájemce ochoten zaplatit za podnik?* Tržní cena vzniká za předpokladu, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu, kde působí více kupujících a prodávajících.

Tržní hodnota je hodnota aktiva, ve které nejsou zohledněny náklady na prodej nebo koupi a s tím související daně. Zahrnuje však předpoklad, který je nazýván nejlepší možným využitím. V Mezinárodních oceňovacích standardech je toto využití definováno takto: *„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“<sup>12</sup>*

V rámci oceňování podniku musí oceňovatel získat všechna potřebná data a skutečnosti, které je třeba následně zanalyzovat. Každé ocenění zahrnuje vlastní úsudek oceňovatele. Vždy ale musí být uvedeno, do jaké míry podklady pro odhad tržní hodnoty vycházejí z tržních faktů a z vlastních úsudků. Vlastní úsudek oceňovatele využívá v případě, že má nedostatek údajů o trhu nebo je dán charakterem majetku.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>11</sup> Oceňování podniků, jejich částí a podílů: Metody oceňování [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>

<sup>12</sup> IVS 2005, (kapitola General Valuation Concepts and Principles, odst. 6); obdobně IVS 2007

<sup>13</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

### 1.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Tato hodnota vychází z otázky: *Jakou má podnik hodnotu z hlediska kupujícího?* V tomto případě je hodnota z velké části dána individuálním úsudkem účastníků transakce. Vychází tedy z očekávaných užitků z majetku pro vlastníka, kupujícího nebo prodávajícího apod.<sup>14</sup>

Mezinárodní oceňovací standardy definují tuto hodnotu následovně: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“*<sup>15</sup>

Mezi vlastnosti investiční hodnoty patří:

- Odhad budoucích peněžních toků je prováděn dle představ manažerů nebo investorů.
- Diskontní míra vychází z alternativních možností, které má daný subjekt v rámci investice.<sup>16</sup>

### 1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku: *Jakou hodnotu lze považovat za relativně nespornou? S touto hodnotou se začalo pracovat v souvislosti s výrokem německých odborníků, že objektivní hodnota neexistuje.* Zároveň byl dalším důvodem pro vznik objektivizované hodnoty fakt, že pro odhadce je výhodnější vycházet z této hodnoty, která může být určena jen profesionálem na rozdíl od subjektivní hodnoty, kterou může vlastník zjistit sám, disponuje-li základními finančními dovednostmi.<sup>17</sup>

Německé oceňovací standardy definují objektivizovanou hodnotu následovně: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena*

---

<sup>14</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>15</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>16</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>17</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

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.”<sup>18</sup>

### 1.3.4 Kolínská škola

Koncept Kolínské školy zahrnuje všechny výše zmíněné přístupy ocenění. Vzhledem k faktu, že na trhu v evropských podmínkách existuje řada omezení (např. netransparentnost trhu), je obtížné mluvit o tržní hodnotě. Kolínská škola je založena na subjektivním postoji a na účelu ocenění.

Funkce oceňování a funkce oceňovatele dle Kolínské školy:

- a) **Funkce poradenská** – cílem je poskytnout kupujícímu podklady a informace o takzvaných hraničních hodnotách: maximální ceně, kterou kupující může zaplatit, aniž by při koupi prodělal a minimální ceně, kterou může prodávající akceptovat, aniž by při prodeji prodělal.
- b) **Funkce rozhodčí** – podstatou je výkon funkce oceňovatele – rozhodčího.
- c) **Funkce argumentační** – oceňovatel nalézá argumenty, na základě, kterých probíhá jednání.
- d) **Funkce komunikační** – cílem je poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností (investor a banka).
- e) **Funkce daňová** – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely.

Zvláště důležitá je role rozhodčího, který určuje konečnou hodnotu podniku. Tu odvozuje z postojů a informací, které jsou úzce spjaty s oběma stranami zapojenými do transakce. Nejde tedy o objektivizovanou hodnotu podniku, ale o hodnotu rozhodčí, neboť může být pro každou zúčastněnou stranu jiná.<sup>19</sup>

## 1.4 Předpisy, dle kterých se podnik oceňuje

V České republice neexistuje žádný obecně závazný zákon pro oceňování podniku. Oceňovatelé využívají především znalosti z ekonomické teorie a opírají se o předpisy, které se uplatňují v oceňování alespoň částečně.

---

<sup>18</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>19</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

Mezi tyto předpisy patří:

**a) České předpisy:**

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR  
Tento předpis je využíván v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, o dani dědické, o dani z přidané hodnoty, o daních z příjmu a dalších. Týkají se spíše dílčích majetkových položek.
- Metodický pokyn České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry)  
Tento pokyn je využíván oceňovateli podniků pro vykonávání znalecké posudky, které jsou předkládány ČNB.

**b) Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:**

- Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)
- Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)

Tyto standardy nejsou závazným předpisem, ale pouze souborem mezinárodně uznávaných doporučení. Obsahují definice hodnoty a rámcové zásady, ke kterým by se mělo v rámci oceňování přihlížet.

**c) Národní standardy některých zemí**

Ačkoliv jsou tato doporučení platná v určitých zemích, můžeme se s nimi setkat i v podmínkách České republiky:

- Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice)
- Německý standard IDW SI <sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

## 2 Postup při oceňování

Před zahájením samotného výkonu ocenění je důležité vymezit účel ocenění a stanovit si výslednou hodnotu, která by měla být výsledkem. Ke stanovenému účelu je možné přiřadit model, se kterým se poté pracuje. Dále je nutné vyjádřit časový horizont, ve kterém bude ocenění provedeno.

Tento proces oceňování byl dle paní profesorky Kislingerové shrnut do následujících bodů:

1. Vymezení zadání práce – zde jsou specifikovány cíle ocenění.
2. Vytvoření pracovního týmu, který sestává z vedoucího, specialistů z poradenských firem a zástupců podniku.
3. Plán práce, který zahrnuje závazné termíny prací a termíny řešení s ohledem na cíl ocenění.
4. Sběr vnějších a vnitřních informací z:
  - a) Okolí podniku – informace vyplývající z makroprostředí a mikroprostředí
  - b) Samotného podniku – informace týkající se minulosti (horizont 3 – 5 let), současnosti a budoucnosti (taktéž v horizontu 3 – 5 let)
5. Na předchozí bod navazuje analytická fáze, ve které jsou zkoumána získaná data. Obsahuje makroekonomickou analýzu, analýzu odvětví a finanční analýzu. Jestliže jsou při oceňování použity výnosové metody, je nutné analyzovat i podnikatelských záměr, neboť tyto metody využívají informace o budoucnosti (např. potencionální výnosy).
6. Dále je potřeba vybrat vhodnou metodu ocenění. Součástí tohoto kroku je metodologická oprávněnost, syntéza proměnných a výběr modelů. Jak již bylo výše zmíněno, metody jsou vybírány dle účelu práce.
7. Poté je vyhotovené ocenění analyzováno. Je prospěšné aplikovat více modelů z důvodu ověření správnosti výsledků práce.
8. V dalším kroku se provádí analýza a syntéza výsledků a formulují se závěry.
9. Na závěr je vypracován výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění. Uvedené datum ocenění je důležité zejména proto, že jsou v závěrečném výroku zpracována všechna data, která má oceňovatel v daný moment k dispozici. Pokud by bylo nutné vrátit se k výsledku ocenění v budoucnu, je nemožné tento výsledek jednoduše převzít. Je nutné prozkoumat, za jakých okolností bylo ocenění vypracováno, zda se nezměnily některé podmínky v rámci fungování podniku či celé ekonomiky a pokud ano, je potřeba celý výpočet aktualizovat.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

## 3 Strategická analýza

Hlavním účelem strategické analýzy je stanovit celkový výnosový potenciál podniku, který je předmětem ocenění. Ten je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu podniku.

- Vnější potenciál – šance a rizika
- Vnitřní potenciál – souhrn silných a slabých stránek

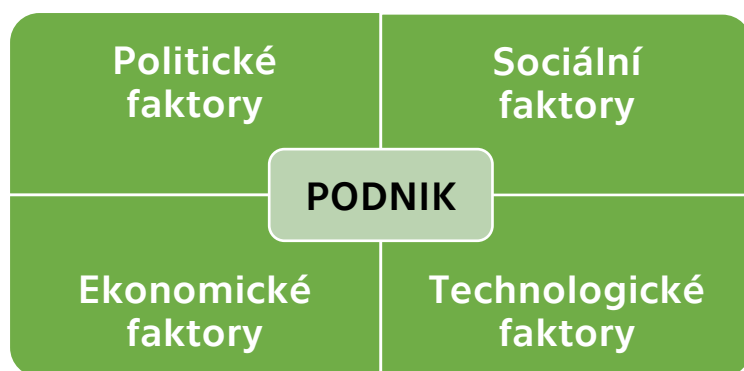
Vypracování strategické analýzy je rovněž důležité pro věrohodnost výsledků ocenění. Výstup strategické analýzy by proto měl mít konkrétní vyjádření a měl by odpovídat na tyto tři otázky:

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena? <sup>22</sup>

### 3.1 Analýza makroprostředí

Prostředí, do kterého je podnik usazen má významný vliv na jeho výkonnost. Z tohoto důvodu je nutné sledovat vývoj podmínek v tomto prostředí v čase. Analýza těchto vývojů, ale i prognóza budoucího vývoje, napomáhají odhadci k posuzování minulé výkonnosti podniku, stejně jako posouzení reálnosti cílů, které jsou uvedeny v podnikatelském záměru. Makroekonomické prostředí může být vyjádřeno tzv. PEST analýzou, která je znázorněna následujícím obrázkem:

Obrázek 1: Postavení podniku v rámci makroprostředí



Zdroj: DRUCKER, Peter F. *The Theory of the Business: Harvard Business Review Classics*. Harvard Business Press, 2017.

<sup>22</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

V některých případech je tato skupina faktorů rozšířena o legislativní a enviromentální faktory.

Mezi vývojem jednotlivých parametrů v ekonomickém prostředí a výkonností podniku existuje závislost. Dle paní profesorky Kislingerové byl sestaven seznam ukazatelů, které mají v makroekonomickém prostředí na podnik největší vliv:

- Tempo růstu hrubého domácího produktu
- Fiskální politika státu
- Vývoj peněžní nabídky
- Vývoj úrokových sazeb
- Vývoj devizových kurzů
- Vývoj inflace
- Ekonomické a politické šoky

Hrubý domácí produkt je používán k měření reálného výstupu ekonomiky. Na základě vztahu mezi změnou HDP a změnou akciových kurzů, které zpravidla předbíhají vývoj reálné ekonomiky, může být akciový trh považován za věrohodný indikátor změn v rámci fáze hospodářského cyklu.

Fiskální politika státu je ovlivněna zejména vývojem daňového zatížení právnických a fyzických osob, které má vliv na disponibilní důchody investorů a tedy i na tvorbu poptávky. V rámci fiskální politiky je třeba sledovat také použití zdrojů, které stát získá prostřednictvím daní.

Na chování investorů a vývoj akciových kurzů má také vliv vývoj peněžní nabídky. Zvýšení peněžní nabídky způsobuje vzestup akciových kurzů, na druhé straně pokles peněžní nabídky způsobuje růst úrokových sazeb a vede tedy k poklesu akciových kurzů. Dopad na vývoj hodnoty podniku má jednoznačně vývoj úrokové míry. Roste-li úroková míra, klesají sazby kurzu akcií a naopak. Vliv úrokové sazby se dle prof. Kislingerové projevuje:

- Prostřednictvím vývoje bezrizikového výnosu – při jeho růstu, roste požadavek na vyšší míru výnosu
- Změnou zájmu investorů o akcie – klesají-li ceny akcií, jejich zájem se přesouvá k dluhovým instrumentům (růst úrokových sazeb)
- Vývojem nákladů na kapitál pro financování podniků

Inflace se projevuje jak na vstupech, tak na výstupech podniku. Důležité je, aby podnik dokázal na inflaci efektivně reagovat.

Na fungování podniku se taktéž projevují ekonomické a politické šoky. Může se jednat například o demisi vlády, volební výsledky, vývoj nezaměstnanosti apod.

Výše uvedené faktory je třeba zvážit při hodnocení minulého i budoucího vývoje podniku, u kterého má být ocenění provedeno. Makroekonomická analýza je prováděna profesionálními institucemi, jako je například statistický úřad, Česká národní banka nebo investiční a makléřské společnosti. Získané a zpracované informace jsou poté od těchto institucí přebírány a jejich správná interpretace pak záleží na konkrétním podniku.<sup>23</sup>

### **3.2 Analýza mikroprostředí**

Jedná se o analýzu odvětví, ve kterém daný podnik působí. Investor identifikuje klíčové znaky, prostřednictvím kterých získá představu o zamýšlené investici. Při výkonu oceňování je proto velice důležitá. V podstatě jde o vymezení těchto základních okruhů:

- Identifikace základních charakteristických znaků odvětví
- Prognóza vývoje odvětví

Jak už bylo výše zmíněno, oceňovatel by se měl jako první zaměřit na charakteristické znaky v daném odvětví. K těm dle profesorky Kislíngerové patří:

- Citlivost na změny hospodářského cyklu
- Míra regulace ze strany státu – zde jde například o bariéry vstupu do odvětví
- Struktura odvětví

Jednou z nejdůležitějších charakteristik je analýza citlivosti daného odvětví ve vazbě na hospodářský cyklus. Na základě citlivosti na hospodářský cyklus jsou rozlišována odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

- Cyklická odvětví kopírují hospodářský cyklus. Jejich závislost na hospodářském cyklu je dána charakterem produktu. Jde především o zboží dlouhodobé spotřeby, u něhož může zákazník spotřebu odložit do doby, kdy zlepší svoji finanční pozici. Mezi tato odvětví lze zařadit stavebnictví nebo průmysl dlouhodobých spotřebních statků (např.: výroba automobilů). Cyklická odvětví dosahují v době hospodářského růstu velice dobrých výsledků, naopak v období recese mají výsledky nejhorší, kdy klesá poptávka po produktech a službách daného podniku.

---

<sup>23</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001



- Neutrální odvětví nejsou hospodářským cyklem nijak výrazně ovlivňována. Mezi tato odvětví patří především výroba nezbytných statků, u nichž se úroveň poptávky nemění (např.: potraviny, léky apod.), dále je možné do této skupiny zařadit produkty, které mají nízkou cenovou elasticitu (např.: káva, cigarety, alkohol, noviny a časopisy).
- Odvětví, která dosahují nejlepších výsledků v recesi, se nazývají anticyklická. Typickým příkladem podniku, který má anticyklický charakter, může být sázková kancelář či televize. Tyto podniky slouží pro spotřebitele jako náhražka finančně náročnějších aktivit.

Další důležitou charakteristikou odvětví jsou vládní regulace. Stát totiž může regulovat ceny vybraných produktů nebo služeb (cena energií, nájemné apod.) nebo nastavit bariéry vstupu do odvětví (udělování licencí).

Posledním faktorem, který se zkoumá v rámci analýzy mikroprostředí, je struktura odvětví. Na strukturu odvětví působí pět dynamických konkurenčních faktorů. To je zachyceno v Porterově analýze pěti sil.

Obrázek 2: Pět dynamických konkurenčních faktorů, které rozhodují o výnosnosti odvětví



Zdroj: Porter, M. E. Konkurenční výhoda. Praha: Victoria Publishing, vlastní zpracování

**a)** Prvním faktorem působícím na odvětví je hrozba vstupu nových konkurentů. V této oblasti se zkoumají překážky pro vstup do daného odvětví, mezi které patří např.:

- Úspory z velkovýroby
- Rozdíly ve značkových výrobcích
- Totožnost druhu výrobků
- Náklady na přechod do odvětví
- Potřeba investic
- Přístup k distribučním cestám
- Absolutní výhody nízkých náklad (úroveň znalosti majitelů značkových výrobků, přístup k potřebným vstupům, nízkonákladový design značkových výrobků)
- Vládní politika
- Očekávaná odvetná opatření

**b)** Dalším ovlivňujícím faktorem je dohodovací schopnost kupujících. Činitelé, které mají na tento faktor vliv, jsou rozděleny do dvou kategorií: hlavní páky dohodovací síly a citlivost na ceny.

Mezi hlavní páky můžeme zařadit:

- Koncentrace kupujících versus koncentrace firem
- Objem nákupů kupujících
- Náklady přechodu u kupujících v poměru k nákladům přechodu u firem
- Informovanost kupujících
- Schopnost integrace s prodávajícím
- Náhradní výrobky

Citlivost na ceny je ovlivněna hlavně:

- Cenou v poměru k celkovým nákupům
- Rozdílem ve výrobcích
- Totožností druhu výrobků
- Zisky kupujících apod.

c) Na druhé straně odvětví ovlivňuje také dohadovací schopnost dodavatelů. Rozhodujícími činiteli v této kategorii jsou např.:

- Diferenciace vstupů
- Existence náhradních vstupů
- Koncentrace dodavatelů
- Náklady v poměru k celkovým nákupům v daném odvětví
- Dopad vstupů na výši nákladů nebo na diferenciaci aj.

d) Posledním faktorem, který charakterizuje odvětví je hrozba náhradních (nových) výrobků. Mezi činitele ovlivňující tuto hrozbu substituce lze zařadit:

- Relativní výši cen docílených substituty
- Náklady přechodu
- Ochotu kupujících přejít na nový výrobek

Výše zmíněné faktory mají vliv především na ceny, náklady a investice a tím pádem zásadně ovlivňují výnosnost celého odvětví. Díky mikroekonomické analýze může být posouzen minulý vývoj. Je potřeba zjistit, za jakých podmínek bylo dosaženo konkrétních výsledků a které faktory na podnik v onen moment působily. Získané informace pomáhají vytvářet scénáře budoucího vývoje odvětví, ve kterém podnik působí. Z těchto scénářů je poté možno odvodit budoucí výnosy a tak se stávají základem pro použití výnosových metod.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

## 4 Finanční analýza

Finanční analýza je ve své podstatě zkoumání výsledků hospodaření určitého podniku v minulých nebo budoucích obdobích. V rámci této analýzy se zjišťují silné a slabé stránky, testují se jednotlivé finanční parametry a ověřují se jejich skutečné vypovídací schopnosti. Následně se z výsledků analýzy vyvozují závěry a doporučení. Jedná se o pomyslnou inventuru dosavadní činnosti podniku a vyhodnocení toho, jak se tato činnost odráží do finanční výkonnosti a zdraví podniku. Provádí se zejména při přijímání zásadních a dlouhodobých rozhodnutí, které mají jak finanční tak nefinanční podobu.<sup>25</sup>

Základními informačními zdroji, ze kterých finanční analýza čerpá, jsou:

- Účetní závěrka podniku: rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow
- Informace o: vlastnících, produktech, technologiích, dodavatelích a odběratelích, struktuře a počtu zaměstnanců atd.

Dále se při vypracování finanční analýzy využívají doplňující zdroje informací, mezi něž lze zařadit zprávy o celkové situaci na trzích finančních, produktových, materiálových nebo na trhu práce či informace z odborného tisku, státem zpracované statistiky, nové zprávy o změnách v legislativním prostředí atd.

### 4.1 Účel finanční analýzy

Jedním z hlavních účelů vypracování finanční analýzy je příprava podkladů pro interní rozhodování managementu podniku. Dalším důvodem může být vypracování analýzy pro potřeby banky, při rozhodování o poskytnutí určité služby (např. úvěru). Dále se může jednat o přípravu podkladů pro rozhodování o investicích do akcií nebo dluhopisů či rozhodování o fúzích a akvizicích.

Metoda a úroveň zkoumání je stanovena dle účelu analýzy. Analýza pro interní potřeby managementu, kdy je hlavním požadavkem zjištění příčin stavu, ve kterém se podnik nachází, bude mít podrobnější podobu. Banky a ostatní věřitele zajímá především to, zda je potenciální dlužník schopen včas a řádně platit svůj závazek, nikoliv příčina tohoto stavu. Znalce a odhadce naopak zajímá nejen stav, ve kterém se podnik nachází, ale zejména jeho perspektiva.

---

<sup>25</sup> MAREK, P. a kol., Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006

## 4.2 Práce finančního analytika

Práce finančního analytika může být rozložena do pěti kroků:

1. Stanovení účelu finanční analýzy a výběr vyšetřované osoby, popř. osob.
2. Příprava vstupních dat
3. Základní vyšetření
4. Specifické vyšetření
5. Stanovení diagnózy a léčebného procesu

Finanční analytik může být buď interní, nebo externí. Interním analytikem je pracovník daného podniku, který, kromě veřejně dostupných zdrojů, využívá také informace z interních materiálů. Jde například o kalkulace nebo vnitropodnikové evidence. Na druhé straně analytik externí čerpá pouze z informací dostupných veřejně, mezi které patří především rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz cash flow, výroční zpráva, aj.

Analýza interní především srovnává skutečnost s plánem, srovnává podnik s jinými podniky v daném odvětví. Tato analýza je využívána zejména oddělením controllingu a managementu společnosti. Externí analýza slouží jako zdroj potřebných informací pro banky, investory, obchodní partnery, oceňovatele, odbory, stát, konkurenční podniky atd.

## 4.3 Horizontální a vertikální analýza

Díky horizontální analýze můžeme sledovat vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase, hodnotit stabilitu a jejich vývoj a také sílu vývoje. Analýza může být zpracována meziročně, kdy jsou srovnávána dvě po sobě jdoucí období, nebo za několik účetních období. Horizontální analýzu lze provádět podílovou analýzou, kdy se sleduje relativní růst hodnoty položky rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty. Poměří se tedy hodnota v období  $n$  k hodnotě v období minulém ( $n - 1$ ). Dalším způsobem je rozdílová analýza, při které se sleduje absolutní růst hodnoty položky rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty, tedy rozdíl položky v období  $n$  a ( $n - 1$ ).

Prostřednictvím vertikální analýzy se sleduje proporcionalita položek účetních výkazů vůči základní veličině. Hledá odpovědi na otázky, zda se mění při vývoji podniku vzájemné proporce jednotlivých položek a zda je struktura majetku, kapitálu i tvorba zisku stabilní.

Mezi cíle vertikální analýzy lze zařadit:

- Určení podílu jednotlivých majetkových složek na celkových aktivech
- Určení podílu jednotlivých zdrojů financování na celkových pasivech
- Určení podílu jednotlivých položek výsledovky na tržbách

## 4.4 Bilanční pravidla

Horizontální a vertikální analýzu je vhodné doplnit rozbohem dodržování bilančních pravidel. Ty vychází z dlouhodobých zkušeností ve vytváření kapitálové struktury, ale nestanovují optimální výši kapitálové potřeby.<sup>26</sup>

Mezi bilanční pravidla lze zařadit:

- **Zlaté bilanční pravidlo**  
Porovnává dlouhodobý majetek a dlouhodobé zdroje, přičemž ideální je jejich vyrovnanost. Hlídá časovou sladěnost umístění zdrojů do majetku.
- **Pravidlo vyrovnaní rizika**  
Dle tohoto pravidla by v podniku mělo být více vlastních zdrojů, než cizích.
- **Pari pravidlo**  
Říká, že vlastní kapitál by měl financovat dlouhodobý majetek, ale na druhé straně by měl být využit i dlouhodobý cizí kapitál. Znamená to tedy, že by v rámci podniku mělo být vlastního kapitálu méně než dlouhodobého majetku nebo mohou být v krajním případě vyrovnané.
- **Růstové pravidlo**  
Toto pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic nepředbíhalo tempo růstu tržeb. Je zde porovnáváno, zda se růst dlouhodobého majetku promítá i do dalších výkonů podniku. Kapitál by neměl být investován do majetku, který nepřinese zvýšení tržeb.<sup>27</sup>

## 4.5 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou základem finanční analýzy. Jednotlivé absolutní hodnoty jsou dány do vzájemných poměrů, aby bylo možné analyzovat konkrétní vazby a souvislosti mezi ukazateli. Díky těmto ukazatelům je možné získat představu o finanční situaci podniku, srovnat podnik oproti jiným podnikům nebo odvětvovým průměrům. Jedná se o analýzu těchto poměrových ukazatelů:

- Rentability
- Likvidity
- Aktivity
- Zadluženosti

---

<sup>26</sup> SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007

<sup>27</sup> KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007

### 4.5.1 Ukazatele rentability

Rentabilita, která se též označuje jako výnosnost, představuje schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu nebo také vytvářet nové efekty.

Ukazatel dává do poměru výsledek efektu dosaženého podnikatelskou činností podniku ke zvolené srovnávací základně. V zásadě platí, že čím vyšší hodnoty ukazatel dosahuje, tím lépe podnik hospodaří se svým majetkem a kapitálem. Mezi nejvíce používané ukazatele rentability patří:

- **Rentabilita aktiv**

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

Poměřuje zisk s celkovými aktivy bez ohledu na to, z jakých finančních zdrojů byl financován. EBIT zde představuje zisk před úroky a zdaněním, ale je možné použít i jiné alternativy výpočtu.

- **Rentabilita vlastního kapitálu**

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

Vyjadřuje efektivnost reprodukce kapitálu vloženého vlastníky do podniku.. Díky tomuto ukazateli je sledováno kolik čistého zisku připadá na jednu korunu, kterou vlastníci investovali.

- **Rentabilita tržeb**

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

Znázorňuje, kolik korun zisku podniku je utvořeno z jedné koruny tržeb. Nevyvíjí-li se tento ukazatel pozitivně, dá se předpokládat, že u ostatních ukazatelů rovněž nebude situace dobrá.

- **Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu**

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Investovaný kapitál}}$$

Udává, jakou část hospodářského výsledku před zdaněním vytvořil podnik z jedné koruny, která byla investována akcionáři a věřiteli. <sup>28</sup>

#### 4.5.2 Ukazatele likvidity

Likvidita je schopností podniku měnit aktiva na peněžní prostředky, kterými může v požadované době a na požadovaném místě, krýt své závazky. Nízká likvidity může být příčinou problémů, které vyplývají z nedostatku jak zásob, tak finančních prostředků. Mezi hlavní ukazatele likvidity patří:

- **Běžná likvidita**

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

Naznačuje, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky. Tedy kolikrát by byl schopen podnik uspokojit své věřitele, kdyby všechna svá oběžná aktiva proměnil na peníze. Hodnota běžné likvidity by se měla pohybovat mezi 1,8–2,5. Čím je jeho hodnota vyšší, tím menší je riziko platební neschopnosti, jež může být způsobeno tím, že podnik neprodá své výrobky, nebo že odběratelé nezaplatí pohledávky. Na druhé straně, příliš vysoká hodnota značí nižší výnosnost podniku.

- **Pohotová likvidita**

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita by měla nabývat hodnot v intervalu 1–1,5. Je přísnější alternativou likvidity běžné, kdy jsou od oběžných aktiv odečteny zásoby, které představují jejich méně likvidní část, neboť jsou hůře přeměnitelné na peníze.

---

<sup>28</sup> KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007



- **Okamžitá likvidita**

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Do finančního majetku jsou zahrnuty peněžní prostředky v pokladnách a na účtech, ale také další krátkodobé obchodovatelné cenné papíry. Doporučená hodnota by měla být na úrovni 0,2–0,5.<sup>29</sup>

### **4.5.3 Ukazatele aktivity**

Prostřednictvím ukazatelů aktivity je zachycováno, jak je podnik schopen využít jednotlivé formy majetku. Vyjadřuje, zda podnik disponuje přebytečnými kapacitami nebo jestli má naopak nedostatek produktivních aktiv, což by způsobovalo neschopnost realizovat růstové příležitosti v budoucnu.

Ukazatele aktivity jsou vyjádřeny:

- **Počtem obrátů**

Mezi ukazatele obratovosti patří:

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

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

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

Ukazatele obratovosti informují o počtu obrátek za určité období, tj. kolikrát převyšují roční tržby hodnotu položky, jejíž obratovost je počítána. Čím vyšší je počet obrátek, tím kratší dobu je majetek vázán v podniku, což obvykle způsobuje zvyšování zisku.

---

<sup>29</sup> KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007

- **Dobou obratu**

Mezi ukazatele doby obratu lze zařadit:

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

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

Ukazatele doby obratu poskytují informaci o průměrné době trvání jedné obrátky majetku. Cílem je tuto dobu, co nejvíce zkrátit a zvýšit počet obrátek, tedy maximalizovat obrátky a minimalizovat dobu obratu. Ukazatele aktivity zásadně ovlivňují jak ukazatel ROA, tak ROE.<sup>30</sup>

#### **4.5.4 Ukazatele zadluženosti**

Zadluženost vyjadřuje skutečnost, že jsou v podniku v rámci financování aktiv využívány cizí zdroje. Hlavním důvodem financování činností podniku prostřednictvím cizích zdrojů je relativně nižší cena v porovnání se zdroji vlastními. Tato nižší cena je dána tzv. daňovým štítem, který vzniká díky tomu, že má podnik možnost započítat úrokové náklady do nákladů daňově uznatelných. Toto snížení se vyjadřuje pomocí WACC (vážené náklady na kapitál). Ukazatele zadluženosti dávají do poměru cizí a vlastní kapitál a také se zabývají schopností podniku hradit náklady dluhu. Jsou ovlivňovány především daněmi, riziky, typem aktiv a stupněm finanční volnosti podniku.

- **Celkové zadluženost**

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Celkové dluhy (cizí zdroje)}}{\text{Celková aktiva}}$$

---

<sup>30</sup> KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007

- **Dlouhodobá zadluženost**

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{Dlouhodobé cizí zdroje}}{\text{VK} + \text{dlouhodobé cizí zdroje}}$$

- **Ukazatel úrokového krytí**

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

Tento ukazatel udává, kolikrát je podnik schopen krýt úroky z cizího kapitálu po uhrazení všech nákladů, které souvisejí s produktivní činností podniku.<sup>31</sup>

## 4.6 Analýza čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál představuje část majetku, která je financována dlouhodobými zdroji, které jsou nákladnější. Cílem je tedy výši tohoto kapitálu minimalizovat. Na druhé straně často nastávají problémy, které jsou spojené s nedostatkem materiálu z důvodu výkyvů poptávky nebo nabídky, dodržování smluv dodavatelů apod. Proto se výrobní management snaží o maximalizaci zásob, což vede ke zvýšení potřeby pracovního kapitálu.

Ideálním stavem tedy není úplná minimalizace pracovního kapitálu, ale taková, při níž výše všech položek oběžných aktiv bude na takové úrovni, aby byl zajištěn plynulý chod podniku. Potřebný pracovní kapitál by měl mít v ideálním případě stabilní výši.

- **Ukazatel čistého pracovního kapitálu**

$$\text{Čistý pracovní kapitál (NWC)} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}$$

Oběžná aktiva zde zahrnují zásoby, pohledávky a peníze.

- **Potřeba čistého pracovního kapitálu**

Potřebu čistého pracovního kapitálu je možné sledovat prostřednictvím obrátového cyklu peněz:

$$\text{OCP} = \text{DO zásob} + \text{DO pohledávek} - \text{doba splatnosti krátkodobých závazků}$$

---

<sup>31</sup> KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007

Následně lze vypočítat samotnou potřebu NWC:

$$\text{Potřeba NWC} = \text{OCP} * \text{průměrné výdaje}$$

Samotná analýza čistého pracovního kapitálu je pak prováděna například pomocí podílu NWC na aktivech nebo na tržbách.

- **Ukazatel podílu NWC na aktivech**

$$\text{Podíl NWC na aktivech} = \frac{\text{NWC}}{\text{Aktiva}}$$

Tento ukazatel znázorňuje, jak velkou procentní část zaujímá NWC na aktivech. Z hlediska využívání kapitálu je příliš malá výše riziková a naopak velká je ne-hospodárná. Doporučená hodnota je pro výrobní podniky mezi 10–15 %.

- **Podíl čistého pracovního kapitálu na tržbách**

$$\text{Podíl NWC na tržbách} = \frac{\text{NWC}}{\text{Tržby}}$$

Cílem podniku by mělo být zvyšování výkonu firmy. Tento ukazatel by se neměl příliš zvětšovat – růst naznačuje neefektivní řízení čistého pracovního kapitálu.

## 5 Finanční plán

Finanční plán představuje dokument, jehož úkolem je zajistit splnění cílů podniku a udržet nebo zlepšit jeho finanční zdraví. Ve finančním plánu je tedy zobrazena veškerá činnost podniku. Dlouhodobé cíle podniku (např. investiční projekty) jsou zajišťovány dlouhodobými finančními plány (rozpočty), krátkodobé cíle podniku jsou zabezpečovány krátkodobými finančními plány (roční, čtvrtletní, měsíční, denní rozpočty).

V průběhu roku dochází k výrazným výkyvům v oblasti finančních potřeb a zdrojů podniku. V takovém případě je cílem finančního řízení udržení finanční rovnováhy podniku. Tato finanční rovnováha představuje soulad mezi potřebami (výdaji) a zdroji financování těchto potřeb (příjmy). K udržení finanční rovnováhy podniku slouží finanční plánování, které by měl podle prof. Synka zahrnovat tyto části:

- Plánování aktiv a pasiv (plánová rozvaha)
- Plánování výnosů, nákladů a zisku (plánová výsledovka)
- Plánování peněžních příjmů a výdajů (plán cash flow)

Prostřednictvím těchto plánových výkazů je predikován stav společnosti na konci prognózovaného období. Jako první by měly být naplánovány tržby ve hmotných i peněžních jednotkách. Poté je naplánována potřeba aktiv a zdrojů jejich financování a posledním krokem je plánování peněžních příjmů a výdajů.

Do položek, které tvoří kostru finančního plánu, patří:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku
- Zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk
- Plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků
- Výchozí prognóza investic do dlouhodobého majetku, které budou potřebné k udržení hlavního provozu podniku <sup>32</sup>

Je-li předpokládáno, že je finanční plán sestavován pro účely ocenění, neplánují se změny časového rozlišení, nákladových rezerv a opravných položek. V tomto případě je vhodné nechat tyto položky ve všech letech plánu na stejné úrovni. Do budoucna lze ponechat tyto hodnoty v nulové výši. <sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007,

<sup>33</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

## 6 Metody oceňování podniku

Tato kapitola obsahuje představení jednotlivých metod oceňování podniku. Práce se zabývá oceněním společnosti, která je stabilní a má dlouhodobou tradici. Z tohoto důvodu se předpokládá, že firma bude splňovat tzv. going concern princip a bude možné k ocenění využít výnosových metod.

### 6.1 Metody založené na stavových veličinách

Při založení podniku vzniká proces přeměny kapitálu a určitého podnikatelského nápadu do různých druhů aktiv. Úspěšným podnikáním se rozumí takové podnikání, při kterém aktiva, do kterých je kapitál investován, časem dosáhla vyšší hodnoty, než kapitál, který byl původně investován. Pokud je splněna tato mise, pak roste MVA (Market Value Added).<sup>34</sup>

*„MVA měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou investovaného kapitálu, vyjadřuje bohatství vlastníků (akcionářů).“<sup>35</sup>*

#### 6.1.1 Metoda účetní hodnoty

Každý podnik je povinen vést účetnictví a rovněž vypracovat jednou za rok účetní závěrku. Z účetní evidence je možné zjistit tyto informace:

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

Metoda účetní hodnoty je považována za nejjednodušší způsob stanovení hodnoty podniku, a ačkoliv proti používání této metody existuje řada výhrad, které se odvíjejí od účetních technik, je považována za plnohodnotný nástroj ocenění, který podává informace těm analytikům, kteří mají důvěru v tzv. vnitřní hodnotu. Účetní hodnota vyjadřuje, za kolik byl majetek, kterým firma disponuje, skutečně nakoupen. Bývá odlišná od tržní hodnoty podniku, a proto je využívána pouze pro doplnění informací či k porovnání s výsledky jiných metod ocenění.

---

<sup>34</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

<sup>35</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

## **6.1.2 Metoda substanční hodnoty**

Při ocenění metodou substanční hodnoty odhadce probere jednotlivé majetkové části a ty znovu oceňuje z pohledu going concern principu, tj. z pohledu zapojení fungujícího podniku. Substanční hodnota odpovídá na otázku, jakou částku by investor musel zaplatit, kdyby mělo dojít k znovuvybudování podniku v takovém stavu, v jakém je k datu ocenění. Výsledkem je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů.<sup>36</sup>

## **6.1.3 Metoda likvidační hodnoty**

Principem metody likvidační hodnoty je předpoklad, že podnik ukončí k určitému časovému období svou činnost (nesplňuje going concern princip) a všechna jeho aktiva budou rozprodána a závazky podniku budou splaceny. Likvidační hodnota je tedy množství peněz, které jsou získány prodejem majetku podniku, přičemž prodejní ceny jsou sníženy o veškeré závazky podniku a náklady na likvidaci. Ve chvíli, kdy je likvidační hodnota větší, než hodnota stanovená na základě výnosové či jiné metody, je pro vlastníky vhodné ukončit činnost podniku, neboť v takovém případě získají více, než kdyby byl podnik stále v chodu.<sup>37</sup>

## **6.2 Výnosové metody**

Další možností, jak stanovit tržní hodnotu podniku, je přistoupení k tomuto problému jako k investici, z níž vyplývá umístění dočasně volného kapitálu. Prostřednictvím výnosových metod je odhadována hodnota podniku na základě současné hodnoty budoucího užitku, který plyne investorovi z investovaného kapitálu. Současná hodnota tohoto užitku je stanovena pomocí diskontování nebo kapitalizací. Pro výpočet hodnoty prostřednictvím výnosové metody je důležité brát v úvahu také to, z jakých výnosů investor vychází, jaké uvažuje náklady příležitosti atd.

### **6.2.1 Model diskontu cash flow (DCF)**

Tato metoda patří mezi základní a také nejpoužívanější výnosové metody a to díky tomu, že nejpřesněji odráží teoretickou definici hodnoty. Hodnota podniku je u těchto modelů odvozena od budoucích výnosů, které jsou převáděny na současnou hodnotu.

---

<sup>36</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

<sup>37</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

Modely DFC lze využívat za těchto předpokladů:

- Kapitálové trhy jsou efektivní
- Kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním kapitálem a dluhem
- Existuje pouze daň z příjmu
- CF je perpetuitou
- Podnik musí, z pohledu going concern principu, trvale investovat do výše odpisů

Modely DCF jsou rozlišovány z pohledu peněžního toku, tj. pro koho je peněžní tok určen. Jedná se o volné cash flow pro akcionáře (FCFE), volné cash flow pro podnik jako celek (FCFF), dividendu nebo ukazatel EVA.

#### a) Peněžní tok do firmy FCFF

U této metody probíhá výpočet ve dvou krocích. Jako první se vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Diskontní míra je určena na úrovni vážených průměrných nákladů kapitálu. Diskontováním těchto peněžních toků je získána hodnota podniku jako celku (hodnota brutto). Ve druhém kroku je pak od této hodnoty odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění. Tím se získá hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto).<sup>38</sup>

FCFF lze vyjádřit:

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

Kde: FCFF – volný peněžní tok do firmy  
EBIT – zisk před úroky a zdaněním  
t – daňová sazba  
ODP – odpisy  
 $\Delta WC$  – změna čistého pracovního kapitálu (zvýšení –, snížení +)  
INV – investice do investičního majetku (stálých aktiv)<sup>39</sup>

Ke stanovení hodnoty z volných peněžních toků je v podmínkách České republiky nejčastěji využíván tzv. dvoufázový propočet. Hlavním důvodem je zejména fakt, že FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky. Dalším argumentem může být stanovení jmenovatele na bázi WACC (průměrné náklady na kapitál).

---

<sup>38</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

<sup>39</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001



Tato metoda vychází z představy, že lze budoucí období rozdělit na dvě fáze:

- Období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku v jednotlivých letech.
- Období od konce první fáze do nekonečna – hodnota podniku v této fázi se nazývá pokračující hodnota.

Hodnota podniku dle dvoufázové metody se vypočítá:

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

Kde: T – délka první fáze v letech  
PH – pokračující hodnota <sup>40</sup>

Hodnota FCFF za první fázi je znázorněna v první části rovnice a hodnota FCFF za druhou fázi je znázorněna v části druhé. Druhá část je označena jako pokračující hodnota, ta je vyjádřena prostřednictvím tzv. Gordonova vzorce:

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

Kde: T – poslední rok prognózovaného období  
FCFF – volný peněžní tok do firmy  
g – předpokládané tempo růstu FCFF během druhé fáze

Podmínkou platnosti vzorce je, aby  $WACC_{T+1} > g$

Gordonův vzorec lze použít i v případě nulového tempa růstu. Za takového předpokladu vzniká výpočet tzv. věčné renty:

$$PH \text{ v čase } T \text{ při nulovém růstu} = \frac{FCFF_T}{WACC}$$

Kde:  $FCFF_T$  – volný peněžní tok do firmy v posledním roce první fáze

---

<sup>40</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

Pomocí těchto postupů je zjištěna provozní hodnota podniku brutto. Ta je získána diskontováním peněžních toků, které plynou z provozu podniku a nezahrnují investice, výnosy ani náklady, které jsou spojeny s majetkem, který není provozně nutný. Pro získání výsledné hodnoty vlastního kapitálu oceňovaného podniku, je nutné učinit závěrečné výpočty:

$$\begin{array}{l}
 \text{Hodnota podniku brutto („provozní“)} \\
 - \text{ Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)} \\
 \hline
 = \text{ Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)} \\
 + \text{ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)} \\
 \hline
 = \text{ Výsledná hodnota vlastního kapitálu}^{41}
 \end{array}$$

#### **b) Peněžní tok pro vlastníky FCFE**

Metoda FCFE představuje peněžní toky pro vlastníky. U tohoto toku se rozlišují dvě varianty financování. Za prvé může být podnik financován vlastním kapitálem. Pak je pro počet shodný s propočtem pro volný peněžní tok do firmy. Další možností je financování jak vlastním kapitálem, tak dluhem. V takovém případě se v propočtu musí projevit snížení o část peněžního toku, která je určena věřitelům. FCFE lze matematicky vyjádřit takto:

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

Kde: FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky  
 EBIT – zisk před úroky a zdaněním  
 t – daňová sazba  
 ODP – odpisy  
 $\Delta WC$  – změna čistého pracovního kapitálu (zvýšení –, snížení +)  
 INV – investice do investičního majetku (stálých aktiv)  
 SPL – splátka úročeného cizího kapitálu

Tento peněžní tok je spojen s větším rizikem, než u předchozí metody. Této skutečnosti musí odpovídat i nastavení diskontní míry. V tomto případě se k diskontu využívají náklady vlastního kapitálu, které odpovídají dané míře zadlužení podniku. Výsledkem je výnosová hodnota vlastního kapitálu.

---

<sup>41</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007

Pokračující hodnota je opět vyčíslena pomocí věčné renty Gordonova modelu:

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

Kde:  $H_n$  – hodnota podniku netto  
 $FCFE_t$  – volný peněžní tok pro vlastníky v roce t  
T – počet let první fáze  
 $r_e$  – náklady vlastního kapitálu při dané míře zadlužení (diskontní míra)  
g – předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi <sup>42</sup>

### c) Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added – EVA) je veličina využívaná jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a taktéž oceňování podniku. Základním principem ukazatele EVA je, že měří ekonomický zisk. Toho podnik dosahuje pouze v případě, kdy jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu a na rozdíl od účetního zisku také náklady na vlastní kapitál. Pokud je tedy v podniku vykazován kladný účetní zisk, je taktéž vykazován ekonomický zisk za předpokladu, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.

Ukazatel EVA je tedy chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu a lze jej vyjádřit takto:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Kde: NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po dani  
C – kapitál vázaný v operačních aktivech (zde nahrazen termínem NOA)  
WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

Stejně jako u metody DCF i u ukazatele EVA lze použít více variant výpočtu. Zde je to EVA entity, equity a APV. V praxi se obvykle využívá varianta entity. V této variantě je nejdříve vypočítána hodnota aktiv, tedy hodnota pro vlastníky a věřitele. Poté se odečte cizí kapitál a je získáno ocenění podniku pouze pro vlastníky.

Pro výpočet se opět využívá dvoufázová metoda, přičemž druhá fáze bývá často počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna.

---

<sup>42</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

Hodnotu vlastního kapitálu touto metodou lze vyjádřit následujícím výrazem:

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

Kde:  $H_n$  – hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)  
 $EVA_t$  – EVA v roce  $t$   
 $NOA_0$  – čistá operativní aktiva k datu ocenění  
 $NOA_{t-1}$  – čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku  $t$   
 $NOPAT_t$  – operační výsledek hospodaření po dani v roce  $t$   
 $T$  – počet let explicitně plánovaných EVA  
 $WACC$  – vážené průměrné náklady na kapitál  
 $D_0$  – hodnota úročených dluhů k datu ocenění  
 $A_0$  – neoperativní aktiva k datu ocenění<sup>43</sup>

## 6.2.2 Metody stanovení diskontní míry

Hlavním úkolem diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnou hodnotu, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit míru rizika, která je s touto investicí spojena. Výběr techniky diskontu je řízen dle budoucích výnosů, které jsou vázány právě na zmíněnou příslušnou míru rizika, kterou musí diskontní míra odrážet. Pokud je podnik oceňován dle modelu FCFF nebo EVA, jsou jako diskont využívány WACC (vážené průměrné náklady na kapitál). Oceňujeme-li pomocí dividendového modelu či FCFE, použijeme míru  $r_e$  (míra nákladů na vlastní kapitál).<sup>44</sup>

### a) Výpočet WACC

Průměrné náklady na kapitál jsou využívány v čitateli FCFF, tedy peněžním toku pro akcionáře a věřitele nebo ekonomické přidané hodnotě EVA. Výpočet WACC se provádí následovně:

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

Kde:  $D$  – úročené cizí zdroje  
 $C$  – celkový kapitál ( $D + E$ )  
 $E$  – vlastní kapitál  
 $r_d$  – úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál  
 $r_e$  – nákladovost vlastního kapitálu

---

<sup>43</sup> MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007,

<sup>44</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001

Prvním krokem při výpočtu WACC je určení vah jednotlivých složek pro financování podniku, tj. podíl vlastního a cizího kapitálu. Ty je možno zjistit z příslušných položek v účetních výkazech.

Dalším krokem je určení nákladů na cizí kapitál  $r_d$ . Nejlepší určení je prostřednictvím váženého aritmetického průměru. Informace jsou čerpány zejména z rozvahy, kde je posuzována struktura cizích zdrojů.

Sledujeme především tyto položky:

- Dluhopisy (obligace)
- Dlouhodobé bankovní úvěry
- Běžné bankovní úvěry
- Finanční výpomoci
- Mimobilanční položky
  - Komplexní pronájem
  - Finanční leasing
  - Ostatní úročné závazky

Z celkového objemu cizích zdrojů jsou vyloučeny kapitálové složky, ze kterých podniku nevzniká žádný úrok – neplatí za ně žádnou cenu.<sup>45</sup>

#### b) Výpočet $r_e$

Odhadem nákladů vlastního kapitálu je vyjádřena očekávaná míra výnosu investorů s ohledem na míru rizika, která je s touto investicí spojena. Pro stanovení požadované míry výnosu vlastního jmění lze využít těchto metodických postupů:

- **Gordonův růstový model**

Gordonův model lze, v tomto případě s drobnou matematickou úpravou pro účely stanovení požadované míry výnosu, vyjádřit takto:

$$r_e = \frac{\text{dividenda}_{t+1}}{(\text{cena akcie}_t)} + g$$

Kde:  $r_e$  – požadovaná míra výnosu akcionáře  
 $g$  – tempo růstu

---

<sup>45</sup> 2. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

- **Model CAPM (Capital Asset Pricing Model)**

Míra nákladů na vlastní kapitál je vyjádřena:

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

Kde:  $r_e$  – požadovaná míra výnosu akcionáře  
 $r_f$  – bezriziková úroková míra  
 $\beta_i$  – systematické, tržní riziko vyjadřující citlivost investice za změnu výnosové míry z tržního portfolia  
 $(r_m - r_f)$  – průměrná riziková prémie trhu, kde  $r_m$  je očekávaný výnos celého trhu

Hlavními složkami modelu CAPM je bezriziková míra výnosnosti, průměrná riziková prémie kapitálového trhu a koeficient beta. Bezrizikovou úrokovou míru lze určit pomocí úrokové míry dlouhodobých státních dluhopisů či na základě úrokové sazby PRIBOR. Průměrná riziková prémie trhu je dána rozdílem mezi očekávaným výnosem celého trhu a bezrizikové úrokové míry. Výnosnost trhu je možné stanovit na základě tržních akciových indexů. Tržní rizikovou prémii je také možno odhadnout prostřednictvím její doporučené hodnoty v rámci hodnocení země (např. damodaran.com). Velikost koeficientu  $\beta$  vyjadřuje systematické riziko. Tzv. unlevered beta je vyjádřením systematického tržního rizika, které je očištěno o vliv kapitálové struktury. Tyto hodnoty jsou taktéž k nalezení na serveru [www.damodaran.cz](http://www.damodaran.cz).

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

Kde:  $\beta_{levered}$  – systematické tržní riziko včetně vlivu kapitálové struktury  
 $\beta_{unlevered}$  – systematické tržní riziko nezadluženého podniku  
 $D$  – cizí zdroje  
 $T$  – sazba daně z příjmu  
 $E$  – vlastní jmění

Výpočet unlevered beta lze odvodit z výše uvedené rovnice:

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

- **Model APT (arbitrage pricing theory)**

Model ATP je, stejně jako model CAPM, založen na teorii, že očekávaný výnos akcionáře nezávisí na specifickém, jedinečném riziku, ale na riziku, jež pramení z obecných ekonomických vlivů. Tato teorie vyžaduje rozsáhlé informační podklady a je náročnější na vypracování než metoda CAPM. Přesto má v praxi mnoho zastánců.

- **Stavebnicové modely**

V těchto modelech jsou k základní složce bezrizikového výnosu přičítány další přírážky, které vyjadřují určité riziko. Jedná se především o přírážku za nižší likviditu akcie, za obchodní a finanční riziko. Základní vzorec je:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

Kde:  $r_f$  – bezrizikový výnos  
 $r_o$  – přírážka za obchodní riziko  
 $r_{fr}$  – přírážka za finanční riziko  
 $r_l$  – přírážka za sníženou likviditu<sup>46</sup>

### c) Odhad tempa růstu $g$

Tempo růstu  $g$  hraje v modelech DCF důležitou roli. Jestliže je chybně stanovené tempo růstu, zvyšuje se míra rizika, které plyne z investice do podniku. Existují tři základní přístupy odvození parametru tempa růstu  $g$ :

- Odvození z historických dat
- Odvození z vnitřních parametrů fungování podniku
- Odvození na základě kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku

V případě odvození z historických dat je možné  $g$  stanovit na základě aritmetického nebo geometrického průměru nebo sledováním trendů a jejich předpovídáním.

U odvozování na základě vnitřních parametrů se využívá vztah:

$$g = ROE * \left(1 - \frac{DIV}{EPS}\right) \quad \text{nebo} \quad g = ROE * b$$

---

<sup>46</sup> KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 1999

Kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu  
DIV/EPS) – aktivační poměr (DIV je dividenda a EPS čistý zisk na akcii)  
b – aktivační poměr

Je-li pro výpočet  $g$  použita tato rovnice, znamená to, že úroveň tempa růstu závisí na hodnotě, která bude zpět investována do podniku z čistého zisku při zajištění shodné návratnosti.

V parametru tempa růstu  $g$  je taktéž promítnut i způsob financování. Aby mohlo dojít k pozitivnímu vývoji ROE, musí platit, že  $ROA < \text{úrok} (1 - \text{sazba daně z příjmu})$ . Tyto vztahy lze zapsat v rovnici:

$$ROE = ROA * (1 - \text{sazba daně}) + D/E * [ROA - \text{úroková míra}] * (1 - \text{sazba daně})$$

Kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu  
ROA – rentabilita aktiv  
D – cizí zdroje  
E – vlastní kapitál

V případě promítnutí efektu finanční páky do propočtu, lze zapsat rovnici parametru  $g$  takto:

$$g = \left(1 - \frac{DIV}{EPS}\right) * \{ROA * (1 - \text{sazba daně}) + D/E * [ROA - \text{úroková míra}] * (1 - \text{sazba daně})\}$$

Důležitou podmínkou je, že tempo růstu  $g$  nemůže přesáhnout dlouhodobou míru růstu HDP.<sup>47</sup>

### 6.3 Kombinované metody

Kombinované metody jsou odvozeny od metod výše uvedených nebo můžou být jejich kombinací a pracují s jejich výsledky, které jsou využívány k syntéze výsledků oceňování. Mezi kombinované metody patří Schmalenbachova metoda, metoda vážené střední hodnoty a metoda nadzisku, superzisku.

---

<sup>47</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001



### 6.3.1 Schmalenbachova metoda

Tato metoda je někdy též označována jako „metoda obchodníků a praktiků“. Její podstatou je, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Základní vzorec pro výpočet touto metodou lze zapsat takto:

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

Jde o aritmetický průměr substanční hodnoty a hodnoty výnosu. Pro praktické využití této metody musí být splněn předpoklad, že majetkové i výnosové hodnoty podniku jsou rovnocenné.

### 6.3.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda vážené střední hodnoty kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Z tohoto důvodu je v praxi velmi často využívána. Vzorec pro výpočet má následující podobu:

$$\text{hodnota podniku} = v * S + (1 - v) * V$$

Kde: S – hodnota podniku stanovená substanční metodou  
V – hodnota podniku stanovená výnosovou metodou  
v – koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty

Nejčastějším koeficientem je hodnota 0,5. Při riziku budoucích výnosů je možné hodnotu koeficientu upravit například na hodnotu 0,7, v krajní situaci na hodnotu 1. V obou případech, kde ve struktuře aktiv převažuje podíl hmotného investičního majetku, se přiděluje koeficientu vyšší hodnota, která je vypočítána pomocí substanční metody.

### 6.3.3 Metody nadzisku, superzisku

Jde o metody, ve kterých se expert zabývá tzv. nadziskem nebo superziskem. Vychází z myšlenky, že „podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu“.<sup>48</sup> Pomocí této metody je pak kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk definován jako rozdíl mezi ziskem, který pro vlastníka vyplývá z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku.

---

<sup>48</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001

Hodnota podniku se podle této metody vypočítá:

$$H = \frac{Z - i_k * S}{i_{k2}}$$

Kde: Z – trvale udržitelný zisk  
i<sub>k</sub> – kalkulovaný bezrizikový výnos  
i<sub>k2</sub> – kalkulovaná úroková míra  
S – hodnota substance <sup>49</sup>

## 6.4 Metody relativního oceňování

Metoda relativního oceňování spočívá v odvození aktiv nebo jmění společnosti na základě srovnání s dostupnými aktivy. Je tedy potřebné nalézt vhodný podnik, se kterým lze oceňovaný podnik srovnávat, dále je také nutné převést hodnotu srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru (absolutní hodnota nemůže být srovnávána) a v poslední řadě musí být porovnána standardizovaná hodnota nebo multiplikátor se srovnatelným aktivem.

V případě relativního ocenění se postupuje tak, že se nejprve nadefinují příslušné ukazatele, které budou využity pro odhad, dále pak jejich popis, analýza multiplikátorů a poté se provede výpočet. Nejčastěji jsou využívány ukazatele P/E (tržní cena akcie/čistý zisk na akcii), P/CF (tržní cena akcie/Cash flow) nebo P/BV (tržní cena akcie/účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii). Hodnota multiplikátoru je dána průměrem odvětví, ve kterém podnik působí. Hodnota ukazatele (podniková hodnota), který byl na začátku nadefinován, se nachází ve jmenovateli zlomku tržního multiplikátoru. Uvedené ukazatele vynásobíme a tím získáme hodnotu podniku.

Velkou nevýhodou u ocenění tímto způsobem je potřeba dostatečné datové základny. Dalším problémem může vyvstat při hledání podniku, se kterým by bylo možné oceňovaný podnik srovnávat. <sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

<sup>50</sup> KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Pra-ha: C.H.Beck, 2001

## 7 Analýza citlivosti

Cílem analýzy citlivosti je zjistit dopady změny vstupních parametrů na výslednou kritériální veličinu (např. NPV, IRR). Podle této veličiny se pak rozhoduje o budoucnosti investice. Po zjištění dopadů se označují vstupy, které budou mít na úspěšnost či neúspěšnost investice největší vliv.<sup>51</sup>

*„Obecně citlivost veličiny X na veličinu Y udává, jak se změní X při změně Y a při současném zachování stability ostatních veličin. Nejčastěji se sledují relativní změny – tj. o kolik % se změní veličina X při změně vstupní veličiny Y o 1 %.“<sup>52</sup>*

Základní formou je jednofaktorová analýza citlivost. Podstatou této analýzy je zjištění dopadů změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu proměnné výstupní. Vstupní proměnné zůstávají na naplánovaných hodnotách a mohou mít podobu buď hodnot pesimistických či optimistických nebo je lze odchýlit od jejich plánovaných hodnot (např.  $\pm 10\%$ ). Proměnné, které vyvolávají malé změny výsledné hodnoty, jsou považovány za málo významné a naopak faktory, které vyvolávají změny výrazné, lze označit za významné. Nedostatek jednofaktorové citlivostní analýzy je dán zkoumáním pouze izolovaných změn. Nerespektuje fakt, že změna určité hodnoty vstupního parametru může vyvolat změnu hodnoty jiného vstupního faktoru. Řešením tohoto nedostatku by bylo vypracování vícefaktorové analýzy, které ovšem vyžaduje mnohem komplikovanější a náročnější výpočty a celkové vyhotovení. Jako další nedostatek může být označeno zpracování analýzy pomocí stejných procentních změn vstupních proměnných, kdy může dojít k přehlížení odlišné míry nejistoty, při níž je stejná procentní změna u některých proměnných více pravděpodobná než u jiných.<sup>53</sup>

Kroky citlivostní analýzy:

1. Identifikace sledovaných veličin
2. Zhodnocení predikovatelnosti sledovaných veličin
3. Odhad rozmezí, ve kterých se vstupní veličiny budou pohybovat
4. Vlastní analýza citlivosti
5. Tvorba vstupů a interpelace

---

<sup>51</sup> SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling 1. vyd. Praha: Grada, 2009

<sup>52</sup> SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling 1. vyd. Praha: Grada, 2009

<sup>53</sup> FOTR, J., ŠVECOVÁ L. a kolektiv MANAŽERSKÉ ROZHODOVÁNÍ postupy, metody a nástroje – 2. přepracované vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010

Pro provedení citlivostní analýzy lze použít tyto techniky:

- Analytické techniky
- Numerické techniky
- Simulační techniky

Při provádění analytických technik je potřebné mít jasně definovaný matematický vztah, kde je sledovaná veličina definována jako funkce vstupních parametrů. Citlivost na tyto parametry je dána parciální derivací funkce podle parametru, který je aktuálně sledován. Výsledek derivace udává velikost změny sledované veličiny, za předpokladu, že se změní vstupní veličina o jednu jednotku.

Tyto techniky jsou naprosto přesné a jejich výsledky jsou obecně platné, na druhé straně matematicky velice náročné a nesnadno interpretovatelné.

Pro aplikaci numerických technik se, kromě určení a znalosti způsobu výpočtu sledované veličiny, musí také stanovit její střední hodnoty na základě výpočtu ze středních hodnot vstupních parametrů. Poté jsou postupně parametry měněny a jejich dopady na sledované veličiny jsou zaznamenávány. Výstupem numerických technik mohou být tabulky nebo grafy. Mezi nejpoužívanější patří uzlový graf, tornádo diagram, určení mezních bodů a další. Numerické techniky jsou snadno proveditelné a díky interpretaci pomocí grafického vyjádření také názorné. Citlivost ale není univerzální a je vázána na konkrétní hodnoty ostatních vstupních veličin.

Simulační techniky lze provádět prostřednictvím jednoduchých simulačních softwarů. Jejich výstupem je numerické zpracování citlivosti i další míry rizika. Výhodou těchto technik je, že jednotlivé veličiny nejsou hodnoceny izolovaně, ale v rámci celého systému měnících se veličin. Nevýhodou může být potřebná znalost matematického modelování nebo schopnost kvalifikované práce se specializovaným softwarem.<sup>54</sup>

---

<sup>54</sup> SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling 1. vyd. Praha: Grada, 2009

# **PRAKTICKÁ ČÁST**

## 8 Účel ocenění podniku

Cílem praktické části je stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. k 15. 4. 2018. Účelem ocenění je odhad tržní hodnoty pro případ, že by firma byla koupena externím kupujícím k výše stanovenému datu.

### 8.1 Zdroje informací

V této práci bylo pro účely ocenění podniku čerpáno z veřejně dostupných informací a též z doplňujících informací, které byly získány na základě osobní komunikace s představiteli společnosti.

### 8.2 Představení podniku Elektroinstala BBS, s.r.o.

**Název:** Elektroinstala BBS, s.r.o.  
**Sídlo:** Javorská 219, 407 01 Jílové  
**Zapsána:** 11. listopadu 1996 u Krajského soudu v Ústí nad Labem, spisová značka C 11489  
**IČ:** 25011120  
**DIČ:** CZ25011120  
**ZK:** 102 000,- Kč

Logo:



#### 8.2.1 Předmět podnikání

- Montáž, opravy, údržba a revize vyhrazených elektrických zařízení a výroba rozvaděčů nízkého napětí
- Projektování elektrických zařízení
- Koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
- Povrchové úpravy a svařování kovů a dalších materiálů

## 8.2.2 O společnosti

Firma Elektroinstala BBS, s.r.o. vznikla na základě transformace Výrobního družstva Elektroinstala Jílové u Děčína. Toto výrobní družstvo se po revoluci začalo rozdělovat na menší podnikatelské subjekty, které se začaly zabývat konkrétní specializovanou činností. Jedním z těchto subjektů se stala i Elektroinstala BBS, s.r.o. Jedná se o malou firmu, která vznikla v roce 1996 a úspěšně funguje dodnes. Její sídlo se nachází v Jílovém, což je malé město v Ústeckém kraji mezi dvěma většími městy Ústí nad Labem a Děčín. V roce 2008 se změnila vlastnické poměry ve firmě a společnost byla odkoupena jinou společností. Dle slov současného jednatele firmy bylo největším problémem odkupu načasování. K tomu totiž došlo v době, kdy začala v České republice ekonomická krize a tak se firma musela potýkat s nejrůznějšími těžkostmi, které vedly k nutnosti zeštíhlení pracovních pozic. Po skončení krize se firma úspěšně stabilizovala, ale v současné době se musí vyrovnávat s problémem, který se dotýká většiny firem v České republice a tím je nedostatek kvalifikované pracovní síly. Firma je tak nucena odmítat některé zakázky a tak přichází o nemalé výnosy.

Obrázek 3: Ukázka práce firmy Elektroinstala BBS, s.r.o.



Zdroj: Elektroinstala BBS, s.r.o. [online]

# 9 Strategická analýza

## 9.1 Analýza makroekonomického prostředí

V této kapitole bude zhodnoceno makroekonomické prostředí, ve kterém podnik působí. Podnik toto prostředí nemůže ovlivňovat nebo měnit, může se mu pouze přizpůsobit či jej využívat. Analýza makroekonomického prostředí je tedy jedním z nástrojů, který pomáhá vyhodnotit budoucí možnosti podniku na trzích.

Jak již bylo zmíněno v teoretické části, podle paní profesorky Kislingerové byl sestaven seznam ukazatelů, které mají v rámci makroprostředí na podnik největší vliv. Jedná se o ukazatele, mezi něž patří tempo růstu HDP, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, vývoj inflace, ekonomické a politické šoky. Zkoumání těchto ukazatelů bylo provedeno na základě makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky z ledna 2018.

### 9.1.1 Tempo růstu HDP

V tabulce 1 je možné vidět vývoj reálného HDP od roku 2013 do roku 2017. Dále je zde zachycena minulá a aktuální predikce vývoje HDP do roku 2019. Z tabulky můžeme vyčíst, že dle aktuální predikce má růst zpomalit během roku 2018 ze 4,3 % na 3,4 % a v roce 2019 až na 2,6 %.

Tabulka 1: Vývoj reálného HDP v ČR a jeho predikce

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
		Aktuální predikce						Minulá predikce		
HDP	mlrd. Kč	4 098	4 314	4 596	4 773	5 042	5 304	5 530	5 024	5 299
	růst v %, s.c.	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3	3,4	2,6	4,1	3,3

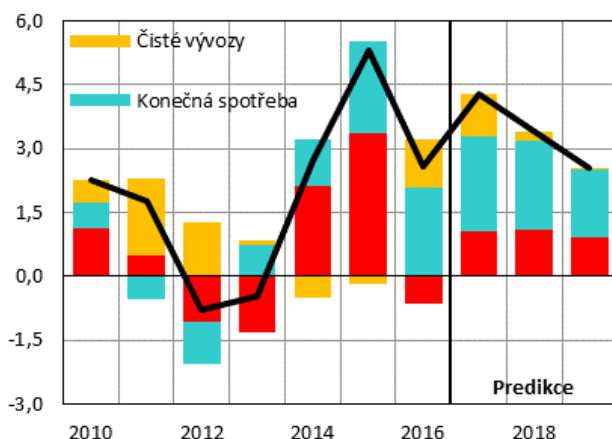
Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

Podle Ministerstva financí České republiky růst světové ekonomiky překonává předchozí očekávání a ekonomika euorozóny i celé Evropské unie v roce 2017 dosáhla pravděpodobně nejvyššího tempa růstu za poslední desetiletí. Za tento růst může především zlepšující se situace na trhu práce a velká důvěra ekonomických subjektů, z níž vyplývá i vysoká spotřeba domácností.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>



Obrázek 4: Meziroční růst reálného HDP v %, příspěvky jednotlivých výdajových složek v procentních bodech



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

„Pozitivní ekonomická situace by měla pokračovat i v roce 2018. Růst by měl být nadále tažen spotřebou domácností odrážející mzdovou dynamiku při extrémně nízké míře nezaměstnanosti, vysoké míře participace a rekordním počtu volných pracovních míst. Spotřeba domácností bude dále podporována navýšením platů v sektoru vládních institucí, snížením daňové zátěže u rodin s dětmi a nárůstem výdajů na sociální zabezpečení. Investice by měly být stimulovány nejen pomocí prostředků Evropských strukturálních a investičních fondů, ale i snižující se relativní cenou kapitálu vůči ceně práce při stále ještě nízkých reálných úrokových sazbách.“<sup>56</sup>

### 9.1.2 Míra inflace

Meziroční růst spotřebitelských cen se od konce roku 2016 pohybuje okolo hranice tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky. Dle Ministerstva financí ČR se očekává, že se inflace bude pohybovat nad hranicí 2 % i v roce 2018. Protiinflační efekty vyšší ceny ropy, zvyšování mezd a kladné produkční mezery by měly převážet nad protiinflačními vlivy, které vyplývají ze zpřísnování měnových podmínek, jež se předpokládají.<sup>57</sup>

<sup>56</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

<sup>57</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

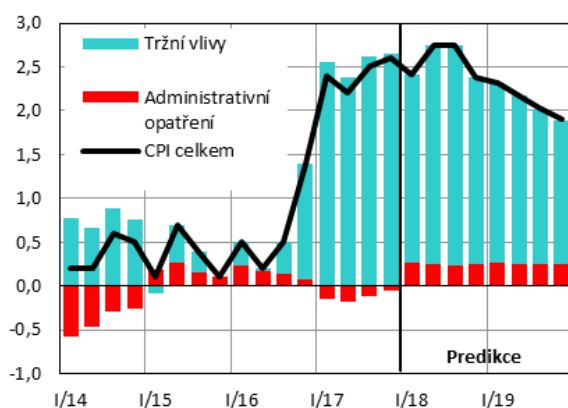
Tabulka 2: Míra inflace v ČR a její predikce

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
						Aktuální predikce			Minulá predikce	
Průměrná míra inflace	%	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,6	2,1	2,4	2,4

Zdroj: [Www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz): Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]

Průměrná míra inflace dosáhla v roce 2017 na 2,5 %. V roce 2018 je predikovaná míra inflace zvýšena na 2,6 % a pro rok 2019 Ministerstvo financí počítá s průměrným nárůstem spotřebitelských cen o 2,1 %.

Obrázek 5: Rozklad meziročního růstu spotřebitelských cen



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

### 9.1.3 Nezaměstnanost

„Vysoký růst zaměstnanosti, který od konce roku 2014 setrvale přesahuje hranici 1 %, vyčerpává nevyužité zdroje na trhu práce. Sezónně očištěná harmonizovaná míra nezaměstnanosti v listopadu 2017 dále klesla na 2,5 %. Nedostatek zaměstnanců se tak stává bariérou pro extenzivní růst produkce, což firmy motivuje k investicím zvyšujícím produktivitu práce.“<sup>58</sup>

Tabulka 3: Míra nezaměstnanosti v ČR a její predikce

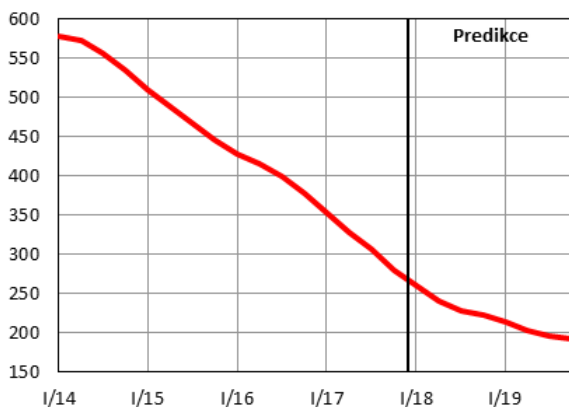
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
						Aktuální predikce			Minulá predikce	
Průměrná míra inflace	průměr v %	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,4	2,3	3,0	2,8

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

<sup>58</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

Další pokles nezaměstnanosti bude podle Ministerstva financí zřejmě značně omezen. Na základě dosažené úrovně nezaměstnanosti za rok 2017, která dosáhla 2,9 %, byla predikce pro rok 2018 snížena na 2,4 % a v roce 2019 se očekává míra nezaměstnanosti okolo 2,3 %.<sup>59</sup>

Obrázek 6: Registrovaná nezaměstnanost v tis. osob, sezónně očištěno



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]

### 9.1.4 Měnové kurzy

Měnový kurz koruny vůči euru ve 4. čtvrtletí 2017 posiloval a v průměru byla jeho hodnota 25,6 CZK/EUR. Průměrná roční hodnota pak činila 26,3 CZK/EUR. V budoucím vývoji měnového kurzu CZK/EUR je predikováno, že míra zhodnocení koruny bude činit 1,7 %. Zároveň je odhadováno průměrné tempo rovnovážného reálného posilování koruny v následujících pěti letech v rozpětí od 0,4–2,7 %. Na rok 2018 je tedy očekáván měnový kurz ve výši 25,4 CZK/EUR, na rok 2019 pak 25,0 CZK/EUR. Vývoj kurzu koruny k americkému dolaru je implikován kurzem USD/EUR. Předpokládá se, že bude stabilní na úrovni 1,20 USD/EUR. Posilování eura může být způsobeno pozitivním vývojem v eurozóně.<sup>60</sup>

<sup>59</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

<sup>60</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

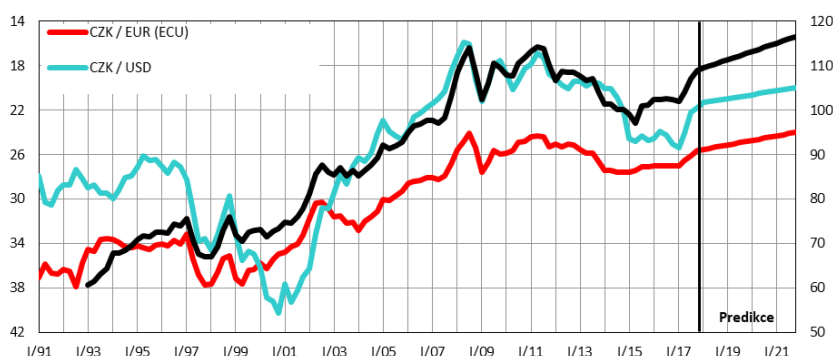
Tabulka 4: Měnové kurzy - roční

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
								Predikce	Predikce	Výhled	Výhled
<b>Nominální měnové kurzy</b>											
CZK / EUR	roční průměr	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,32	25,4	25,0	24,6	24,2
	zhodnocení v %	-2,2	-3,2	-5,7	0,9	0,9	2,7	3,7	1,7	1,7	1,7
CZK / USD	roční průměr	19,58	19,56	20,75	24,60	24,43	23,36	21,2	20,8	20,5	20,1
	zhodnocení v %	-9,7	0,1	-5,7	-15,7	0,7	4,6	10,4	1,7	1,7	1,7
Nominální efektivní měnový kurz <sup>1)</sup>	průměr 2015=100	108,9	106,4	100,8	100,0	102,4	105,4	110	112	114	116
	zhodnocení v %	-3,5	-2,3	-5,2	-0,8	2,4	2,9	4,6	1,7	1,7	1,7
Reálný měnový kurz vůči EA19 <sup>2)</sup>	průměr 2010=100	99,8	96,8	92,8	93,4	94,6	97	102	104	106	108
	zhodnocení v %	-2,0	-3,0	-4,2	0,7	1,4	2,9	4,3	2,2	2,1	2,2
Reálný efektivní měnový kurz <sup>3)</sup>	průměr 2010=100	99,2	96,9	91,8	91,2	93,5	.	.	.	.	.
(Eurostat, deflováno CPI, vůči 42 zemím)	zhodnocení v %	-2,8	-2,3	-5,2	-0,7	2,5	.	.	.	.	.

- 1) Index agregující měnové kurzy na základě vah zahraničního obchodu.
- 2) Index popisuje meziroční reálné zhodnocení koruny vůči euru, deflováno deflátory HDP.
- 3) Index propočítávaný Eurostatem, součást analýzy a hodnocení makroekonomických nerovnováh Evropskou komisí.

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

Obrázek 7: Nominální měnové kurzy



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

## 9.1.5 Úrokové sazby

Tříměsíční sazba PRIBOR se ve 4. čtvrtletí roku 2017 zvýšila na 0,7 %. Jak můžeme vidět v tabulce níže, jeho průměrná hodnota za celý rok dosáhla 0,4 %, což odpovídalo předešlým odhadům. Podle Ministerstva financí se, vzhledem k předpokládanému vývoji ekonomiky, dá očekávat, že se sazba 3M PRIBOR zvýší na 1,1 % za rok 2018 a predikce na rok 2019 je zvýšení na 1,7 %.

Dlouhodobé úrokové sazby se postupně zvyšují kvůli očekávanému zpříšňování měnové politiky. Vzhledem k předpokládanému vývoji inflace a nastavení měnové politiky Českou národní bankou, je podle Ministerstva financí očekáváno, že dlouhodobé sazby vzrostou v roce 2018 na 1,7 % a dále v roce 2019 až na 2,0 %.

Úvěry domácnostem ve 3. čtvrtletí roku 2017 vzrostly o 8,0 %. Jejich dynamika oproti předchozímu čtvrtletí nebyla změněna. Úvěry na bydlení, na spotřebu i ostatní úvěry (např. půjčky živnostníkům), byly během roku 2017 taktéž stabilní.

Meziroční růst celkových úvěrů nefinančním podnikatelům zaznamenal ve 3. čtvrtletí 2017 mírné snížení na 5,3 % oproti čtvrtletí předchozímu. Následně pokračoval mírný pokles korunových úvěrů (-1,3 %), naopak cizoměnové úvěry i přes mírné zpomalení dynamicky rostly. Jejich růst ovšem značně zpomalil během října a listopadu.

*„Tyto trendy mohou odrážet nejistotu ohledně dalšího vývoje měnového kurzu, popř. spekulace na jeho posílení. Mohou však být i důsledkem chování exportérů v rámci snahy o tzv. přirozené zajištění.“*

Tabulka 5: Úrokové sazby - roční

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
										Predikce	Predikce
<b>Nominální měnové kurzy</b>											
Repo 2T ČNB (konec období)	v % p.o.	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50	.	.
Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)	v % p.o.	1,00	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,00	.	.
Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)	v % p.o.	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,50	.	.
PRIBOR 3M	v % p.o.	1,31	1,19	1,00	0,46	0,36	0,31	0,29	0,41	1,1	1,7
Dlouhodobé úrokové sazby	v % p.o.	3,88	3,71	2,78	2,11	1,58	0,61	0,43	0,98	1,7	2,0
<b>Klientské úrokové sazby</b>											
Úvěry domácnostem	v % p.o.	7,01	6,83	6,46	6,03	5,57	5,14	4,63	.	.	.
Úvěry nefinančním podnikům	v % p.o.	4,10	3,93	3,69	3,19	3,00	2,77	2,58	.	.	.
Vklady domácností	v % p.o.	1,25	1,20	1,18	1,01	0,84	0,65	0,46	.	.	.
Vklady nefinančních podniků	v % p.o.	0,56	0,52	0,56	0,41	0,29	0,19	0,10	.	.	.

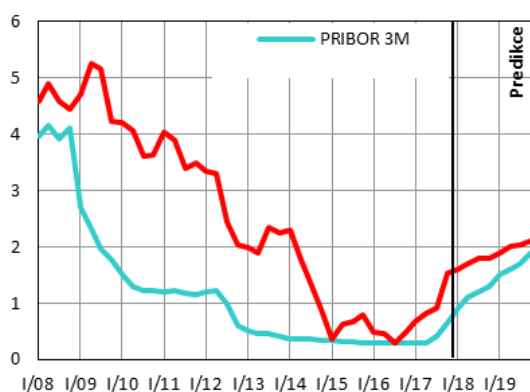
Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]

Nízký podíl úvěrů v selhání, který se dlouhodobě snižuje, vypovídá o velmi dobré finanční kondici domácností i firem. Ve 3. čtvrtletí 2017 byla jeho hodnota u domácností 2,6 % a u nefinančních podniků 4,5 %. Vyplývá z něj rovněž, že by kvalita úvěrového portfolia neměla v nadcházejícím období vést k omezování dostupnosti bankovních úvěrů.

Meziroční růst vkladů se, jak u domácností, tak nefinančních podniků během 3. čtvrtletí 2017, mírně snížil. Dle predikce lze pokračující zvyšování vkladů z hlediska financování budoucí spotřeby a investic z vlastních zdrojů domácností a firem hodnotit příznivě.<sup>61</sup>

<sup>61</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>

Obrázek 8: Úrokové sazby v % p. a.



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

Na základě analýzy makroekonomického prostředí můžeme říct, že sice nelze očekávat vysoký růst, ale na druhé straně ani významný pokles. To umožní firmě stabilní rozvoj s ohledem na zaměstnance, neboť nezaměstnanost je v současné době nízká a je třeba počítat s rostoucí tendencí mezd. Úrokové míry mají vazbu na kapitál. Dle výše zmíněné predikce lze předpokládat zvyšování vkladů z hlediska financování budoucí spotřeby a investic z vlastních zdrojů. Snižující se podíl úvěrů svědčí o dobré finanční kondici firem. Jak již bylo řečeno, kvalita úvěrového portfolia by neměla v budoucnosti vést k omezování dostupnosti bankovních úvěrů. Vývoj měnového kurzu má vliv jak na dovoz a vývoz, tak i dodavatele či odběratele. Dle predikce Ministerstva financí je predikováno průměrné tempo rovnovážného reálného posilování koruny v nadcházejících pěti letech v rozpětí 0,4–2,7 %.

### 9.1.6 Vnější prostředí

Globální ekonomický růst začíná postupně zrychlovat. USA i západní Evropa udržují stabilní dynamiku, stejně jako Čína, která znovu vykazala slušné tempo růstu. Další velké ekonomiky překonaly hospodářskou krizi a začaly opět vykazovat ekonomický růst.

Spojené státy americké si ve 3. čtvrtletí 2017 udržely dynamiku ekonomiky, neboť růst reálného HDP dosáhl 0,8 %, stejně jako tomu bylo ve čtvrtletí předchozím. Nejvíce k tomuto kladnému vývoji přispěly výdaje domácností na spotřebu i přesto, že se tempo jejich růstu mírně snížilo a to v důsledku ničivých hurikánů, které proběhly v září roku 2017. Firemní investice do strojů a zařízení a statků duševního vlastnictví přispěly k růstu tvorby hrubého fixního kapitálu. Tyto investice byly projevem obnovení důvěry v domácí ekonomiku i oživení globální poptávky. Vývoz vzrostl, ale na druhé straně dovoz zboží a služeb mírně klesl oproti předchozímu čtvrtletí. Saldo zahraničního obchodu mělo tedy také značný podíl na ekonomickém výkonu. Na růst americké ekonomiky, tvorbu nových pracovních míst a predikce vývoje inflace reagoval Federální rezervní systém (centrální bankovní systém Spojených států amerických FED) dalším

zvýšením úrokových sazeb. Míra inflace začala během července 2017 pozvolna růst a v prosinci 2017 dosahovala hodnoty 2,1 %. FED očekává, že se míra inflace bude v krátkodobém horizontu pohybovat pod úrovní 2 % a ve střednědobém horizontu se stabilizuje na úroveň 2% cíle. Dle Ministerstva financí ČR se předpokládá udržení stávajícího tempa růstu i v následujících letech. Hlavním faktorem ovlivňujícím tempo růstu bude i nadále spotřeba domácností, která je podporována pozitivní situací na trhu práce. Míra nezaměstnanosti v prosinci 2017 činila 4,1 %, což je nejnižší hodnota od prosince roku 2000. Spotřebu domácností i firemní investice by mohla povzbudit již schválená daňová reforma. Ta například citelně snižuje sazbu daně z příjmu právnických osob z 35 % na 21 %. Další podporou ekonomiky by měly být investice do infrastruktury.

Čína dlouhodobě vykazuje zpomalení hospodářského růstu. Přesto dosahuje vysokých hodnot a zůstává tak hlavním tahounem globální ekonomiky. Mezičtvrtletní růst reálného HDP dosáhl ve 3. čtvrtletí 2017 hodnoty 1,7 %. Hospodářská expanze stojí na spotřebě domácností, což potvrzuje dynamický růst maloobchodních tržeb i zrychlující se tempo růstu dovozu zboží. Růst investic se zpomaluje. Je to následkem několika vládních opatření, které se snaží zmírnit rostoucí ceny bydlení a rizikovější úvěry. Vládní investice ovšem zůstávají silné. Nejvíce se investuje především do infrastruktury. V říjnu roku 2017 Čína přehodnotila své priority pro další pětileté období a rozhodla se klást větší důraz na vyváženost ekonomiky a posílení role Číny vůči zahraničí. Ministerstvo financí České republiky předpokládá, že tempo hospodářského růstu Číny se i v následujících letech bude zpomalovat. Situace na finančních trzích je stabilizovaná, devizové rezervy se od začátku roku 2017 opět zvyšují. Vysoký dluh veřejného i soukromého sektoru a podíl nesplacených úvěrů však budí obavy, zejména proto, že v případě výraznějšího zpomalení hospodářského růstu by tyto faktory mohly ohrozit stabilitu ekonomiky. Další významné riziko představuje demografický vývoj.

Evropská unie si udržuje dynamický hospodářský růst. Ve 3. čtvrtletí 2017 dosáhl meziroční růst HDP 0,6 %, stejně jako bylo predikováno. V celé řadě zemí brzdí oživení ekonomiky strukturální problémy, ztráta konkurenceschopnosti nebo vysoká zadluženost vládního a soukromého sektoru. Tempo růstu cenové hladiny od začátku roku 2017 mělo mírnou zpomalovací tendenci a v prosinci roku 2017 dosahovala míra inflace hodnoty 1,4 %. Evropská centrální banka předpokládá stávající nebo dokonce nižší úroveň základních úrokových sazeb. Situace na trhu práce se postupně zlepšuje, nicméně v řadě zemí se začíná projevovat nedostatek kvalifikovaných pracovníků. Míra nezaměstnanosti se od poloviny roku 2013 stále snižuje. V listopadu 2017 byla její hodnota 7,3 %, ale mezi ekonomikami jednotlivých států existují enormní rozdíly. Řecko stále vykazuje nejhorší hodnoty míry nezaměstnanosti, kdy v září 2017 dosahovala 20,5 %. Mezi státy, kde míra nezaměstnanosti přesahuje 10 %, patří Španělsko, Kypr, Itálie a Chorvatsko. V České republice dosáhla míra nezaměstnanosti 2,5 % a v Německu 3,6 %, tedy nejnižších hodnot v rámci EU28. Podle prognózy Ministerstva financí ČR pro následující léta bude hospodářský růst postaven zejména na domácí poptávce.

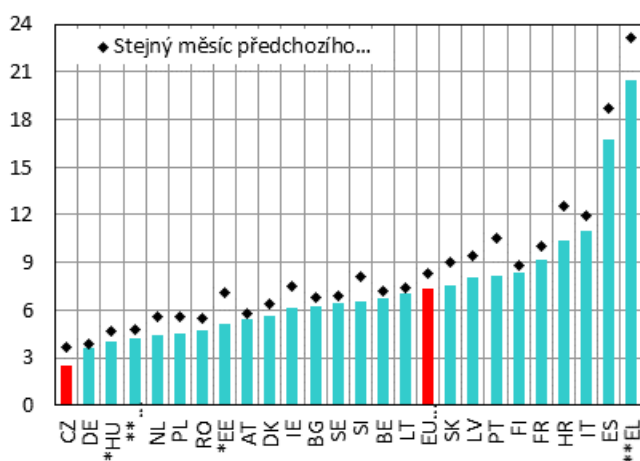
Hlavním faktorem ovlivňujícím růst ekonomiky setrvává i nadále spotřeba domácností. Ta bude z krátkodobého hlediska podpořena nízkými úrokovými sazbami, z toho dlouhodobého pak zlepšováním situace na trhu práce, se kterou souvisí zrychlování tempa růstu mezd. Investice budou ovlivněny rozhodnutím Spojeného království o odchodu z EU, neboť mezi EU a Spojeným královstvím nebyly dosud nastaveny podmínky obchodních vztahů. Hospodářský růst v eurozóně by mohly i nadále tlumit problémy, které stále trvají v oblasti bankovního sektoru nebo vysoká zadluženost některých ekonomik.<sup>62</sup>

Tabulka 6: Hrubý domácí produkt - meziroční růst v %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
									Predikce	Predikce
HDP - roční										
Svět	5,4	4,3	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,6	3,7	3,7
USA	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,6	2,2
Čína	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,6	6,5
EU28	2,1	1,7	-0,4	0,3	1,8	2,3	2,0	2,5	2,3	1,9
EA19	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,4	2,3	1,9
Německo	4,1	3,7	0,5	0,5	1,9	1,7	1,9	2,4	2,4	2,1
Francie	2,0	2,1	0,2	0,6	0,9	1,1	1,2	1,8	1,9	1,6
Spojené království	1,7	1,5	1,5	2,1	3,1	2,3	1,9	1,8	1,3	1,3
Rakousko	1,8	2,9	0,7	0,0	0,8	1,1	1,5	3,2	2,5	1,8
Maďarsko	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,2	3,4	2,2	3,7	3,5	3,0
Polsko	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	2,9	4,4	3,6	3,3
Slovensko	5,0	2,8	1,7	1,5	2,8	3,9	3,3	3,4	3,7	3,9
Česká republika	2,3	1,8	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,6	4,3	3,4	2,6

Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

Obrázek 9: Míra nezaměstnanosti v EU v listopadu 2017 v %, sezónně očištěná data

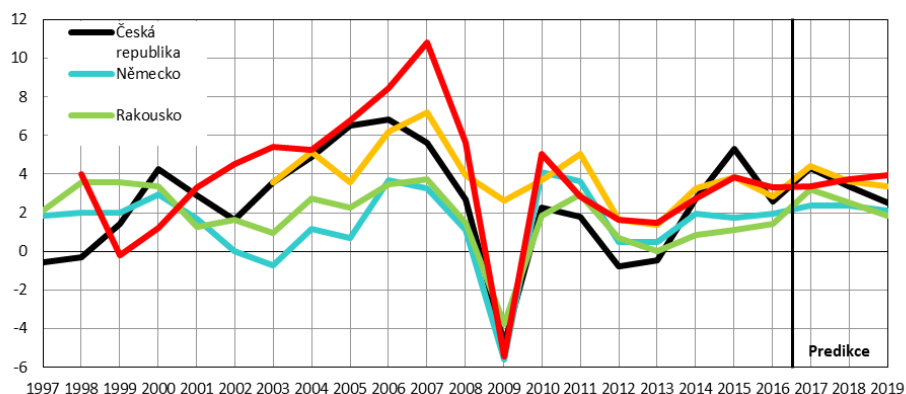


Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

<sup>62</sup> Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>



Obrázek 10: Hrubý domácí produkt - ČR a sousední státy, meziroční reálný růst v %



Zdroj: Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018 [online].

### 9.1.7 Shrnutí analýzy vnějšího prostředí oceňovaného podniku

Ekonomiky hlavních obchodních partnerů České republiky mají zlepšující tendenci. Tzv. měkké faktory dosahují v celé eurozóně i v největších ekonomikách měnové unie rekordních hodnot. Je tedy šance, že by hospodářský vývoj mohl být ještě příznivější, než bylo předpokládáno. To znamená, že by z této situace ČR profitovala, neboť je silně exportně orientovaná. Česká republika by ale mohla být z hlediska zahraničního obchodu ovlivněna i nepříznivě a to zejména kvůli uspořádání vztahů mezi Spojeným královstvím a EU, které by mohlo zvyšovat bariéry pro mezinárodní obchod.

Dalším negativním rizikem je pravděpodobnost prudkého zpomalení ekonomického růstu Číny nebo stupňování problému v oblasti italského bankovního sektoru. Stále více se projevuje nedostatek zaměstnanců s odpovídající kvalifikací, což pro mnoho firem představuje bariéru pro navyšování produkce. Pokračování ekonomického růstu bude ve středním a delším horizontu záviset na zvyšování produktivity práce. Ta by mohla být ohrožena např. nižší dynamikou investic, což by se nepříznivě projevilo v tempu hospodářského růstu. Z krátkodobého hlediska může mít nepříznivý vliv silný tlak na růst mezd, který zvyšuje náklady na práci. Tento tlak negativně ovlivňuje konkurenceschopnost některých firem, ale na druhé straně podporuje růst disponibilního důchodu domácností a tím i jejich spotřebu.

## 9.2 Analýza mikroekonomického prostředí

### 9.2.1 Analýza odvětví

Odvětví, ve kterém firma Elektroinstala BBS, s.r.o. podniká, je stavebnictví, ačkoliv se podnik zabývá pouze prováděním dílčích prací na budovách, které zajišťují funkčnost těchto staveb. Konkrétně se jedná o elektrické instalace. NACE kód tohoto zaměření je 4321 a zahrnuje instalace elektrického systému ve všech typech budov a inženýrských dílech.<sup>63</sup>

Stavebnictví patří mezi nejdůležitější odvětví a mezi hlavní indikátory vývoje ekonomiky. Postavení odvětví v ekonomice je charakterizováno podílem na hrubé přidané hodnotě (HPH).

*„HPH je výsledek rozdílu mezi celkovou produkcí zboží a služeb měřené na jedné straně a mezi spotřebou (hodnota statků a služeb spotřebovaných ve výrobě) na straně druhé.“<sup>64</sup>*

V období první fáze recese od roku 2008 do roku 2010, se podíl stavebnictví na HPH zvyšoval na úkor podílu ostatních odvětví ekonomiky. Po roce 2010 se začal podíl stavebnictví snižovat a kromě roku 2015 se nadále snižoval až do roku 2016.

Největšího propadu dosáhl sektor stavebnictví ve druhém čtvrtletí 2016 a od té doby propad slábne. V prosinci 2016 skončil sektor v kladných číslech, ale ve vývoji zakázek se stále projevoval nedostatečný růstový impuls. Na základě stavebních povolení se předpokládá mírný růst v dalším období. Vlivem silné poptávky po bydlení, které je podpořeno levnými hypotékami, produkce pozemního stavitelství pozvolna rostla.

Dalším důležitým ukazatelem, který hodnotí postavení stavebnictví v ekonomice je zaměstnanost v tomto odvětví. Až do roku 2010 se zaměstnanost zvyšovala, poté až do roku 2016 klesala a pozice stavebnictví na zaměstnanosti celé ekonomiky tak oslabila. Z dlouhodobého hlediska vládne trend snižování počtu zaměstnanců ve stavebních podnicích. V odvětví stavebnictví se v roce 2016 průměrný evidenční počet zaměstnanců snížil o 0,6 % a jejich průměrná měsíční nominální mzda vzrostla meziročně o 3,2 % na 24 340 Kč. Mírný pokles zaměstnanosti spolu s výrazným růstem mezd a téměř 6% poklesem stavební produkce zapříčinil snížení produktivity práce ve stavebnictví meziročně o 4,7 %.

---

<sup>63</sup> CZ NACE: 43.21.0 Elektrické instalace [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/43-21-0-elektricke-instalace/>

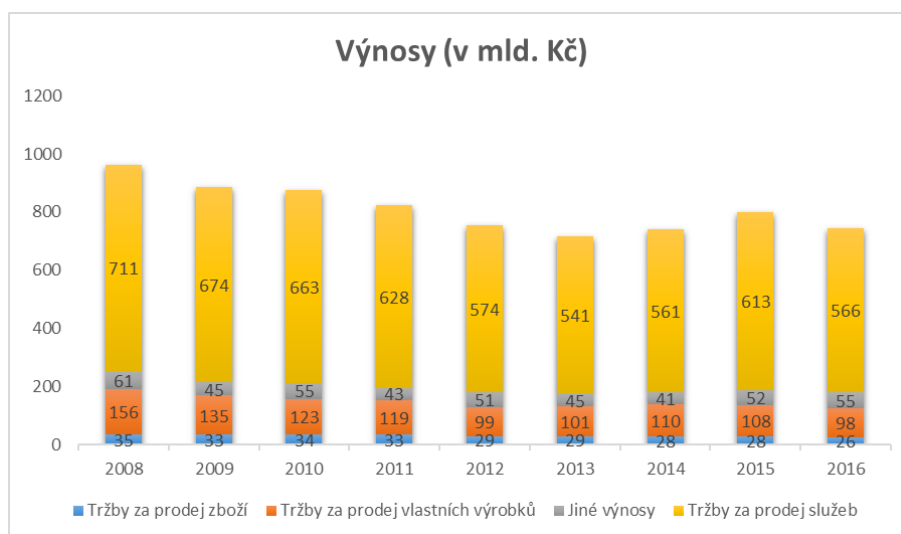
<sup>64</sup> The economy and the environment in the Czech Republic after 1989. CENIA, Praha, 2008

V období první fáze recese od roku 2008 do roku 2010, se podíl stavebnictví na HPH zvyšoval na úkor podílu ostatních odvětví ekonomiky. Po roce 2010 se začal podíl stavebnictví snižovat a kromě roku 2015 se nadále snižoval až do roku 2016.

Největšího propadu dosáhl sektor stavebnictví ve druhém čtvrtletí 2016 a od té doby propad slábne. V prosinci 2016 skončil sektor v kladných číslech, ale ve vývoji zakázek se stále projevoval nedostatečný růstový impuls. Na základě stavebních povolení se předpokládá mírný růst v dalším období. Vlivem silné poptávky po bydlení, které je podpořeno levnými hypotékami, produkce pozemního stavitelství pozvolna rostla.

Dalším důležitým ukazatelem, který hodnotí postavení stavebnictví v ekonomice je zaměstnanost v tomto odvětví. Až do roku 2010 se zaměstnanost zvyšovala, poté až do roku 2016 klesala a pozice stavebnictví na zaměstnanosti celé ekonomiky tak oslabila. Z dlouhodobého hlediska vládne trend snižování počtu zaměstnanců ve stavebních podnicích. V odvětví stavebnictví se v roce 2016 průměrný evidenční počet zaměstnanců snížil o 0,6 % a jejich průměrná měsíční nominální mzda vzrostla meziročně o 3,2 % na 24 340 Kč. Mírný pokles zaměstnanosti spolu s výrazným růstem mezd a téměř 6% poklesem stavební produkce zapříčinil snížení produktivity práce ve stavebnictví meziročně o 4,7 %.

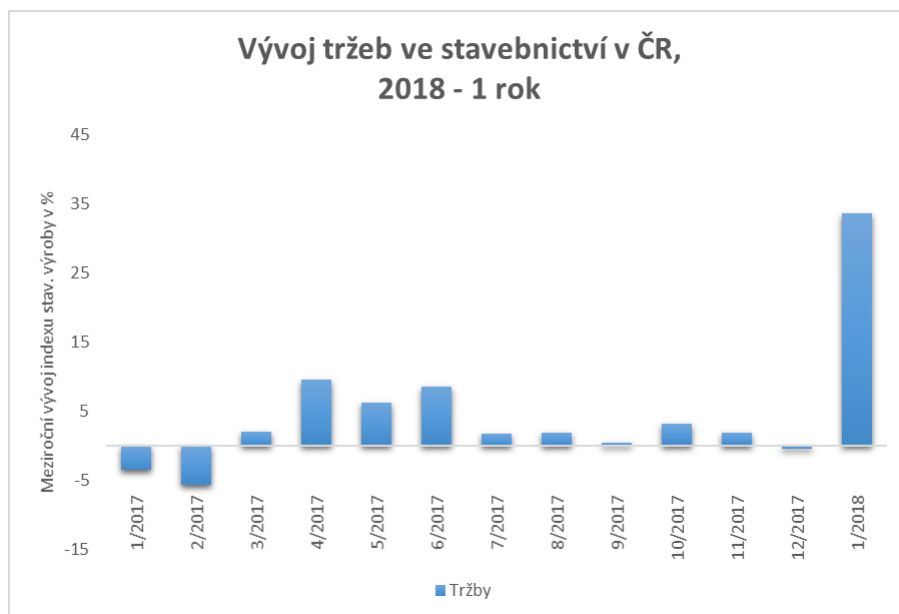
Obrázek 11: Výnosy ve stavebnictví v mld. Kč



Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu: Stavebnictví ČR 2017 [online].

Na obrázku níže můžeme podrobněji sledovat vývoj tržeb za rok 2017 včetně prvního měsíce roku 2018. Můžeme vidět, že stavební produkce v lednu 2018 meziročně vzrostla o 33,6 %. Je to dáno také klimatickými podmínkami. Leden roku předchozího byl teplotně výrazně podprůměrný, zatímco leden 2018 byl mimořádně teplý.

Obrázek 12: Vývoj tržeb ve stavebnictví v ČR, 2018 - 1 rok



Zdroj: Kurzy.cz: Stavebnictví - vývoj tržeb ve stavebnictví 2018 - 1 rok [online]. [cit. 2018-04-25].

V lednu 2018 se evidovaný počet zaměstnanců v podnicích s 50 a více zaměstnanci zvýšil o 0,2 %. Průměrná hrubá měsíční nominální mzda těchto zaměstnanců vzrostla meziročně o 10,2 %.<sup>65</sup>

### 9.2.2 Porterova analýzy pěti sil

K analýze prostředí, ve kterém firma Elektroinstala BBS, s.r.o. působí, využijeme Porterovu analýzu pěti sil. V rámci této analýzy je potřeba popsat konkurenční prostředí, analyzovat vyjednávací sílu dodavatelů a odběratelů, hrozbu vzniku nových konkurentů a hrozbu substitutů. K vypracování analýzy pěti sil byly velice nápomocny informace poskytnuté vedením společnosti.

<sup>65</sup> Český statistický úřad: Stavebnictví - leden 2018 [online]. [cit. 2018-04-27]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/stavebnictvi-leden-2018>

- **Konkurenční prostředí**

Elektroinstala BBS je malou firmou nacházející se v Ústeckém kraji. Zhruba 90 % zakázek je zaměřeno na Severní Čechy, proto budeme zkoumat konkurenci pouze z tohoto teritoriálního hlediska. Konkurence v této oblasti je nesmírně vysoká. Od velkých firem až po fyzické osoby, provozující tuto specializovanou činnost. Vedení společnosti považuje za svou největší konkurenci firmu Elektro 3B, s.r.o. nebo EVT servis, s.r.o. Zmíněny jsou právě tyto dvě, protože jsou podobné jak co do velikosti, tak svým umístěním.

- **Dodavatelé**

Pro splnění zakázky v termínu a v požadované kvalitě je klíčové zvolení spolehlivého dodavatele. Elektroinstala BBS, s.r.o. si jako svého hlavního dodavatele zvolila na základě výběrového řízení firmu JAKUB Elexmayer, a.s., která se zaměřuje na prodej elektroinstalačního a elektrotechnického materiálu a svými cenami i obchodním přístupem je pro společnost nejpřijatelnější.

- **Odběratelé**

Dalším bodem Porterovy analýzy pěti sil jsou odběratelé. Mezi hlavní odběratele firmy patří podniky, se kterými dlouhodobě spolupracuje na velkých zakázkách. Jmenovitě to jsou podniky Chart Ferox, a.s., WEFA – Bohemia, s.r.o., Power – Cast Ortman, s.r.o. nebo Děčínský stavební podnik, s.r.o. Všechny tyto podniky jsou situovány v Severních Čechách.

- **Hrozba vstupu nových firem do odvětví**

Firmy, které chtějí nově vstoupit do odvětví, se musí potýkat s velkým množstvím překážek a požadavků, které musí splnit. Mezi hlavní překážky patří například úspory z rozsahu. Ty ovlivňují celkové náklady a tím i konečnou cenu. Ve specializovaném odvětví (CZ-NACE G, oddíl 43), kam se řadí Elektroinstala BBS jsou úspory z rozsahu menší zejména kvůli mzdovým nákladům. Bariéry v tomto případě nejsou tak vysoké. Dále to může být kapitálová náročnost, která se ve stavebnictví opět liší dle vykonávané činnosti. K výkonu specializovaných stavebních činností je potřeba zvláštních odborných znalostí a speciálního technického vybavení. Kapitálová náročnost zde tedy představuje významnou bariéru vstupu. V neposlední řadě mohou být v bariérách zařazena i legislativní opatření, kdy jsou zvláště vysoké nároky kladeny na ochranu zdraví, bezpečnost pracovníků nebo životní prostředí. Celkově se dá říci, že pro vstup nových firem do odvětví stavebnictví, působí středně vysoké bariéry.

- **Substituty**

Vzhledem k charakteru výroby je u specializovaných činností hrozba substitutů nevýrazná.

# 10 Finanční analýza

Tato kapitola poslouží jako popis finanční kondice, zhodnocení minulého hospodaření firmy, posouzení proveditelnosti finančního plánu a také jako odhad budoucích výnosů společnosti Elektroinstala BBS, s.r.o. Pro zhotovení finanční analýzy jsou využity zejména informace z účetních závěrek společnosti z období 2011–2017.

Finanční analýza využívá dvě metody: horizontální analýzu účetních výkazů a vertikální analýzu účetních výkazů.

## 10.1 Horizontální analýza účetních výkazů

Horizontální analýza se zabývá meziročními změnami jednotlivých položek ve výkazech a to jak v relativním, tak v absolutním vyjádření.

### 10.1.1 Horizontální analýza rozvahy

- **Horizontální analýza aktiv**

Nejprve se podíváme na absolutní změny hlavních položek aktiv. Ty můžeme vidět v tabulce 7.

Tabulka 7: Horizontální analýza aktiv - absolutní změny

Rozvaha	Absolutní změny					
	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
Aktiva celkem	1 801	-541	1 081	1 465	-1 408	847
Dlouhodobý majetek	-30	307	-114	-115	-114	-114
Oběžná aktiva	1 831	-848	1 195	1 580	-1 294	961
Zásoby	-426	-85	86	64	55	-102
Dlouhodobé pohledávky	-6	10	-4	0	4	-4
Krátkodobé pohledávky	1 544	-1 842	2 003	867	-2 715	239
Krátkodobý finanční majetek	719	1 069	-890	649	1 362	828

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro absolutní vyjádření změny bylo využíváno vzorce:

$$\text{Absolutní změna} = \text{hodnota v běžném období} - \text{hodnota v minulém období}$$

Celková aktiva podléhala meziročně nemalým výkyvům a to zejména v roce 2015 a 2016. Tyto výkyvy zapříčinil dle rozvahy především vývoj oběžných aktiv a to ve většině případů pokles či nárůst krátkodobých pohledávek.

Probereme-li si postupně jednotlivé roky, pak zjistíme, že v období 2012/2011 došlo taktéž k velkému nárůstu aktiv a to o 1 801 tis. Kč. Největším vlivem tohoto navýšení byl jak růst krátkodobých pohledávek, tak krátkodobého finančního majetku. Naopak zásoby poklesly téměř o 500 tis. Kč.

V období 2013/2012 naopak došlo k poklesu aktiv o 541 tis. Kč. Z rozvahy můžeme vidět, že za tento jev mohl prudký pokles krátkodobých pohledávek o téměř 2 mil. Kč. V dalším období 2014/2013 firma opět zaznamenala nárůst aktiv o více než 1 mil. Kč. I zde může být tento nárůst připsán zvýšení krátkodobých pohledávek. Naopak krátkodobý finanční majetek zaznamenal pokles o 890 tis. Kč a zásoby oproti předcházejícím období vzrostly o 86 tis. Kč.

Mezi lety 2014 a 2015 došlo k dalšímu nárůstu aktiv o 1 465 tis. Kč. Podobnou měrou se na tomto růstu podílelo zvýšení krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku.

Změna v období 2016/2015 je, jak už bylo výše zmíněno, v podobě razantního poklesu aktiv o 1 408 tis. Kč. I zde se o tento pokles zasloužilo snížení krátkodobých pohledávek. Naopak krátkodobý finanční majetek vzrostl o 1 362 tis. Kč a o 55 tis. Kč narostly také zásoby.

V posledním námi sledovaném období 2017/2016 firma zaznamenala nárůst aktiv o 847 tis. Kč. Krátkodobé pohledávek narostly o 239 tis. Kč a krátkodobý finanční majetek o 828 tis. Kč. Zásoby ovšem klesly o více než 100 tis. Kč.

V následující tabulce jsou uvedeny relativní změny vyjádřené procentuálně. Pro toto vyjádření byl využit vzorec:

$$\text{Relativní změna} = \frac{\text{běžné období} - \text{minulé období}}{\text{minulé období}} * 100$$

Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv - relativní změny

Rozvaha	Relativní změny					
	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
<b>Aktiva celkem</b>	32%	-7%	16%	19%	-15%	11%
Dlouhodobý majetek	-6%	62%	-14%	-17%	-20%	-25%
Oběžná aktiva	36%	-12%	20%	22%	-15%	13%
Zásoby	-52%	-21%	28%	16%	12%	-20%
Dlouhodobé pohledávky	0%	-167%	-100%	0%	0%	-100%
Krátkodobé pohledávky	65%	-47%	96%	21%	-55%	11%
Krátkodobý finanční majetek	39%	42%	-25%	24%	40%	17%

Zdroj: Vlastní zpracování

Absolutní změna by měla být vždy doplněna vyjádřením změny relativním. Například největší pokles aktiv, který byl zaznamenán v období 2016/2015 1 408 tis. Kč, znamená v relativním vyjádření pokles o 15 %. Oproti tomu například pokles dlouhodobých pohledávek o pouhé 4 tis. Kč, znamená v relativním vyjádření pokles o 100 %.

- **Horizontální analýza pasiv**

Jak můžeme vidět z následujících tabulek č. 9 a 10, absolutní i relativní změny celkových aktiv a pasiv jsou shodné. Rozdílné výsledky by značily chybu při zpracování horizontální analýzy. I zde si projdeme změny celkových pasiv v jednotlivých obdobích a příčiny těchto změn.

V období 2012/2011 došlo k nárůstu celkových pasiv o téměř 2 mil. Kč. Z tabulky 9 můžeme vidět, že největší podíl na tomto růstu mělo zvýšení cizích zdrojů, zejména položky krátkodobých závazků o 1 524 tis. Kč. Vlastní kapitál zaznamenal zvýšení „jen“ 275 tis. Kč, neboť výsledek hospodaření běžného účetního období se meziročně snížil o 360 tis. Kč.

V následujícím období 2013/2012 byl naopak zaznamenán pokles pasiv o 541 tis. Kč. Vlastní kapitál byl navýšen o 380 tis. Kč. Výsledek hospodaření meziročně vzrostl o 235 tis. Kč, ale cizí zdroje naopak o téměř 1 mil. Kč klesly a to zejména vlivem snížení krátkodobých závazků.

Mezi lety 2013 a 2014 došlo k prudkému nárůstu pasiv o více než 1 mil. Kč díky zvýšení výsledku hospodaření o 1 112 tis. Kč. Krátkodobé závazky se snížily o 274 tis. Kč, ale taktéž se v tomto období firma rozhodla pro vytvoření rezervy ve výši 266 tis. Kč.

V období 2015/2014 došlo k dalšímu významnému nárůstu pasiv o 1 465 tis. Kč. Výsledek hospodaření meziročně vzrostl o 1 112 tis. Kč. U cizích zdrojů došlo k nárůstu rezerv o 266 tis. Kč, neboť se firma rozhodla vytvořit rezervu na opravu střechy, ve kterém firma působí. Dlouhodobé závazky meziročně vzrostly o 64 tis. Kč a naopak krátkodobé závazky poklesly o 274 tis. Kč.

V dalším období 2016/2015 firma zaznamenala významný pokles výsledku hospodaření a to o více než 2 mil. Kč. To se projevilo poklesem celkových pasiv o 1 408 tis. Kč. Cizí zdroje taktéž poklesly a to především vlivem snížení krátkodobých závazků o 1 107 tis. Kč. Naopak dlouhodobé závazky meziročně poprvé významněji vzrostly a to o 309 tis. Kč a rezervy, stejně jako v předešlém období, o 266 tis. Kč.

V posledním sloupci 2017/2018 došlo k nárůstu celkových pasiv o 847 tis. Kč. Firma se opět dostala do kladných čísel a zaznamenala nárůst výsledku hospodaření o 1 351 tis. Kč.

Cizí zdroje poklesly o 181 tis. Kč vlivem meziročního poklesu rezerv o 46 tis. Kč, dlouhodobých závazků o 120 tis. Kč a krátkodobých závazků o 15 tis. Kč.



Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv - absolutní změny

Absolutní změny						
Rozvaha	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
Pasiva celkem	1 801	-541	1 081	1 465	-1 408	847
Vlastní kapitál	275	380	233	1 409	-876	1 028
Základní kapitál	0	0	0	0	0	0
Kapitálové fondy	5	0	-80	43	-23	30
Rezervní fond	0	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření minulých let	630	145	254	254	1 176	-353
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-360	235	59	1 112	-2 029	1 351
Cizí zdroje	1 526	-921	848	56	-532	-181
Rezervy	0	0	0	266	266	-46
Dlouhodobé závazky	2	-4	165	64	309	-120
Krátkodobé závazky	1 524	-917	683	-274	-1 107	-15

Zdroj: Vlastní zpracování

I zde můžeme porovnat absolutní změny v tabulce 9 s jejich relativními vyjádřením v tabulce 10.

Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv - relativní změny

Relativní změny						
Rozvaha	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
Pasiva celkem	32%	-7%	16%	19%	-15%	11%
Vlastní kapitál	6%	8%	5%	27%	-13%	18%
Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Kapitálové fondy	6%	0%	-89%	430%	-43%	100%
Rezervní fond	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výsledek hospodaření minulých let	18%	4%	6%	6%	25%	-6%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-57%	87%	12%	197%	-121%	-383%
Cizí zdroje	123%	-33%	46%	2%	-19%	-8%
Rezervy	0%	0%	0%	0%	100%	-9%
Dlouhodobé závazky	1%	-3%	125%	22%	86%	-18%
Krátkodobé závazky	137%	-35%	40%	-11%	-52%	-1%

Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Nyní se zaměříme na horizontální analýzu výkazu zisku a ztráty. I zde si probereme změny vybraných položek ve sledovaných obdobích a jejich příčiny.

Mezi lety 2011 a 2012 došlo k nárůstu tržeb o téměř 2,5 mil. Kč, výkonová spotřeba však zaznamenala zvýšení o 2 690 tis. Kč, což se odrazilo i ve výsledku hospodaření, který se snížil o 354 tis. Kč.

V období následujícím 2012/2013 tržby přibýly o 527 tis. Kč a výkonová spotřeba o 145 tis. Kč. Další významnější změnou byl pokles ostatních provozních výnosů o 477 tis. Kč. Výsledek hospodaření za účetní období se tedy zvedl o 229 tis. Kč.

V období 2014/2013 nastal skokový nárůst položky ostatní provozní výnosy, které vzrostly o 570 tis. Kč, neboť firma získala dotaci z úřadu práce na odborné školení zaměstnanců. Tržby meziročně stouply o 473 tis. Kč a výkonová spotřeba o 573 tis. Kč. Výsledek hospodaření za účetní období nepatrně vzrostl o 59 tis. Kč.

V období 2015/2014 nastal v tržbách rapidní růst o více než 2 mil. Kč a to díky skutečnosti, že firma získala velkou zakázku. Výkonová spotřeba stoupla o 806 tis. Kč. Firma i v tomto období získala dotaci od úřadu práce, tudíž se ostatní provozní výnosy zvýšili o 133 tis. Kč. Mezi lety 2014 a 2015 tak společnost dosáhla zvýšení hospodářského výsledku o 1 112 tis. Kč.

V dalším roce se ovšem firma vrátila zpět k menším zakázkám a proto v období 2016/2015 tržby klesly o téměř 6 mil. Kč. Výrazný pokles byl také zaznamenán ve výkonové spotřebě a to o 3 714 tis. Kč. Značně poklesly také osobní náklady nebo ostatní provozní výnosy. Firma se tak v roce 2016 ocitla ve ztrátě a výsledek hospodaření meziročně poklesl o 2 029 tis. Kč.

Tuto ztrátu ovšem firma v dalším období vyrovnala a mezi lety 2016 a 2017 tak došlo k nárůstu tržeb o 3 634 tis. Kč. Vlivem tohoto zvýšení se zvedla i výkonová spotřeba a osobní náklady. Ostatní provozní náklady se ale snížily o 266 tis. Kč a firma pak ve výsledku hospodaření zaznamenala meziroční změnu o 1 351 tis. Kč.

Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změny

		Absolutní změny					
Výkaz zisku a ztráty		2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
I.	Tržby	2 434	527	473	2 365	-5 750	3 634
A	Výkonová spotřeba	2 690	145	573	806	-3 714	2 004
B	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	-37	34	43
C	Osobní náklady	-280	461	252	208	-482	438
D	Odpisy	-22	49	42	-7	43	-36
II.	Ostatní provozní výnosy	-114	-38	570	133	-758	117
E	Ostatní provozní náklady	257	-477	110	177	3	-266
*	Provozní výsledek hospodaření	-325	311	66	1 351	-2 392	1 568
III.	Ostatní finanční výnosy	0	0	1	-1	0	1
F	Ostatní finanční náklady	-17	8	4	-2	2	1
*	Finanční výsledek hospodaření	17	-8	-3	1	-2	0
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	-308	303	63	1 352	-2 394	1 568
G	Daň z příjmu	47	74	4	240	-365	217
**	Výsledek hospodaření po zdanění	-355	229	59	1 112	-2 029	1 351
H	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	-1	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za účetní období	-354	229	59	1 112	-2 029	1 351

Zdroj: Vlastní zpracování

I v této části diplomové práce je ke každé absolutní změně v tabulce 11 přiřazena její relativní změna v tabulce 12.

Tabulka 12: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - relativní změny

		Relativní změny					
Výkaz zisku a ztráty		2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
I.	Tržby	30%	5%	4%	20%	-41%	44%
A	Výkonová spotřeba	76%	2%	9%	12%	-48%	49%
B	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0%	0%	0%	0%	-92%	1233%
C	Osobní náklady	-7%	12%	6%	5%	-10%	11%
D	Odpisy	-29%	91%	41%	-5%	31%	-20%
II.	Ostatní provozní výnosy	-33%	-16%	291%	17%	-84%	83%
E	Ostatní provozní náklady	102%	-94%	355%	126%	1%	-83%
*	Provozní výsledek hospodaření	-47%	84%	10%	181%	-114%	333%
III.	Ostatní finanční výnosy	0%	0%	100%	-100%	0%	100%
F	Ostatní finanční náklady	-27%	17%	7%	-3%	4%	2%
*	Finanční výsledek hospodaření	-27%	17%	5%	-2%	4%	0%
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	-49%	94%	10%	196%	-117%	244%
G	Daň z příjmu	-100%	157%	3%	192%	-100%	100%
**	Výsledek hospodaření po zdanění	-56%	83%	12%	197%	-121%	183%
H	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	-100%	0%	0%	0%	0%	0%
**	Výsledek hospodaření za účetní období	-56%	83%	12%	197%	-121%	183%

Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.2 Vertikální analýza účetních výkazů

Vertikální analýza účetních výkazů se zabývá strukturou rozvahy a výkazů zisku a ztráty. Konkrétně analyzuje podíly jednotlivých položek. V případě rozvahy se jedná o poměr k sumě aktiv a pasiv, u výkazu zisku a ztráty jde o poměr ku celkovým tržbám podniku.

### 10.2.1 Vertikální analýza rozvahy

- Vertikální analýza aktiv

Nejprve se podíváme na strukturu aktiv společnosti. Z tabulky 13 můžeme vyčíst, že struktura nejdůležitějších položek nezaznamenala během let žádné abnormální výkyvy.

Dlouhodobý majetek se ve sledovaném období pohyboval mezi 7–12 %. V roce 2013 nastal mírný nárůst dlouhodobého majetku na 12%, neboť došlo ke koupi firemního vozu. V následujících letech se procentuální podíl na celkových aktivech snižoval.

Oběžná aktiva se taktéž konstantně pohybovala okolo hodnoty 90 %. Pokud se ale podíváme na jednotlivé položky oběžných aktiv, zjistíme, že k mírným výkyvům docházelo. Například v roce 2011 byl procentuální podíl zásob na celkových aktivech 15 % a v následujících letech se držel kolem 5 %. Krátkodobé pohledávky zaznamenaly mírný pokles v roce 2016, kdy se jejich podíl snížil z 53 % na 28 %. V neposlední řadě se podíváme na krátkodobý finanční majetek, který zaznamenal v roce 2016 naopak růst a to z 36 % na 60%

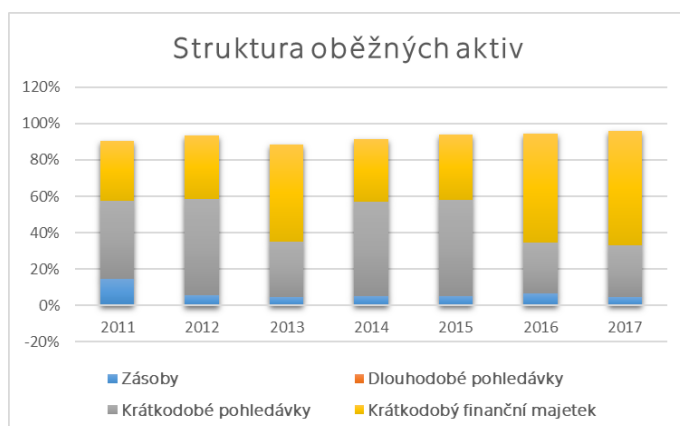
Tabulka 13: Vertikální analýza aktiv

Rozvaha	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlouhodobý majetek	9%	7%	12%	9%	6%	6%	4%
Oběžná aktiva	91%	93%	88%	91%	94%	94%	96%
Zásoby	15%	5%	5%	5%	5%	6%	5%
Dlouhodobé pohledávky	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohledávky	43%	53%	31%	52%	53%	28%	28%
Krátkodobý finanční majetek	33%	35%	53%	35%	36%	60%	63%

Zdroj: Vlastní zpracování

V dlouhodobém majetku je zařazen pouze dlouhodobý hmotný majetek. Dlouhodobý nehmotný ani finanční majetek, zde zastoupeny nejsou. Pro lepší znázornění vývoje struktury oběžných aktiv a jejich jednotlivých složek lze nahlédnout do obrázku 13.

Obrázek 13: Struktura oběžných aktiv



Zdroj: Vlastní zpracování

- **Vertikální analýza pasiv**

Nyní se podíváme na podíl jednotlivých položek pasiv na celkových pasivech. I zde lze z tabulky 8 vyčíst, že vlastní kapitál ani cizí zdroje nezaznamenaly žádné značné kolísání.

Pro úplnost se můžeme podívat na jednotlivé složky vlastního kapitálu. Podíl základního kapitálu na celkových pasivech se pohybuje po celou dobu sledovaného období mezi 1–2 %. Podobně tomu tak je i u kapitálových fondů. Rezervní fond je po celou dobu roven 10 tis. Kč a jeho podíl na celkových pasivech je nepatrný, proto je ve vertikální analýze určen jako 0 %. Podíl výsledku hospodaření zaznamenal mírné kolísání, které ale není nijak neobvyklé. Jeho hodnota se pohybuje od 51 % do 75 %. Výsledek hospodaření běžného účetního období zaznamenal největší výkyv v podílu na celkových pasivech v roce 2015, kdy došlo k jeho meziročnímu nárůstu v absolutních hodnotách o více než 1 mil. Kč, jak jsme si již ukázali v horizontální analýze pasiv výše. Naopak v roce následujícím došlo k poklesu výsledku hospodaření za běžné účetní období meziročně o 2 mil. Kč, což se projevilo v podílu na celkových pasivech hodnotou -4 %.

Podíváme-li se na strukturu jednotlivých složek cizích zdrojů, zjistíme, že podíl rezerv na celkových pasivech se v roce 2015 zvýšil z 0 % na 3%. Je to dáno tím, že se firma rozhodla vytvořit rezervu na opravu dlouhodobého majetku. Dlouhodobé závazky zaznamenaly mírnější výkyv, kdy se jejich podíl na celkových aktivech zvedl ze 4 % na 8 %. V absolutních hodnotách je to změna z 360 tis. Kč na 670 tis. Kč. Podíl krátkodobých závazků během sledovaného období postupně klesal. V roce 2017 byla jeho hodnota 11 %.

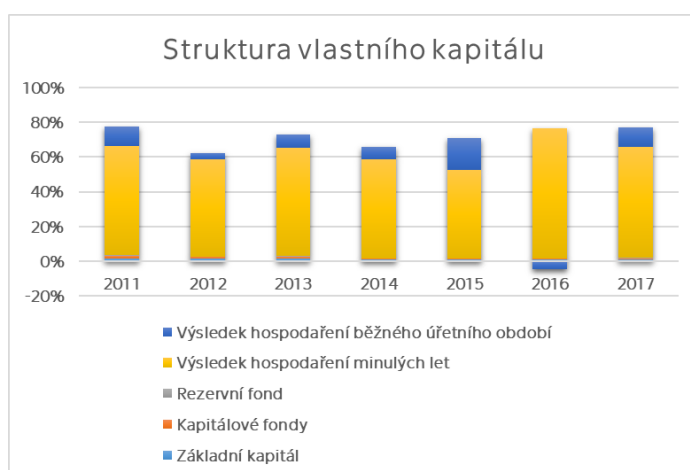
Tabulka 14: Vertikální analýza pasiv

Rozvaha	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Pasiva celkem</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>78%</b>	<b>62%</b>	<b>73%</b>	<b>66%</b>	<b>71%</b>	<b>72%</b>	<b>77%</b>
Základní kapitál	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Kapitálové fondy	2%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
Rezervní fond	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Výsledek hospodaření minulých let	63%	56%	63%	57%	51%	75%	64%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	11%	4%	7%	7%	18%	-4%	11%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>22%</b>	<b>38%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>	<b>29%</b>	<b>28%</b>	<b>23%</b>
Rezervy	0%	0%	0%	0%	3%	7%	6%
Dlouhodobé závazky	2%	2%	2%	4%	4%	8%	6%
Krátkodobé závazky	20%	36%	25%	30%	23%	13%	11%

Zdroj: Vlastní zpracování

V obrázku 14 je znázorněna struktura vlastního kapitálu, kde je vidět nejvýraznější výkyv a to v roce 2016, kdy byl výsledek hospodaření běžného období záporný. Můžeme taky zpozorovat, že podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech, se příliš neměnil a pohyboval se zhruba od 60% do necelých 80%.

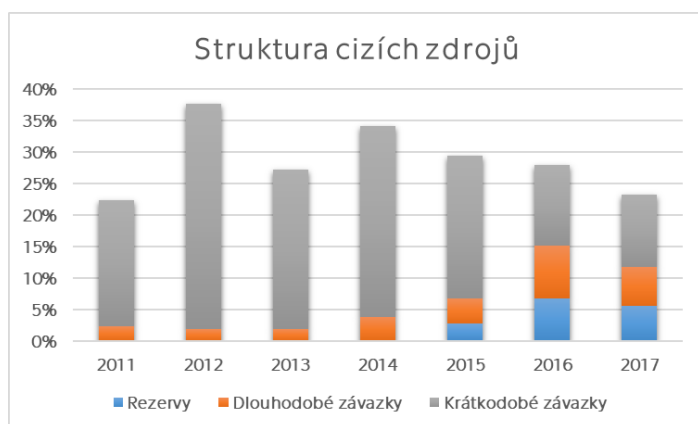
Obrázek 14: Struktura vlastního kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování

Jak se změnila struktura cizích zdrojů, můžeme vidět v obrázku 15. Je zde patrné, že se snižoval podíl krátkodobých závazků a mírně se zvětšoval podíl dlouhodobých závazků. Taktéž je zde znázorněn podíl vytvořené rezervy na opravu dlouhodobého hmotného majetku.

Obrázek 15: Struktura cizích zdrojů



Zdroj: Vlastní zpracování

### 10.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát

Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát znázorňuje podíl jednotlivých položek výsledovky k celkovým tržbám společnosti. Z tohoto důvodu jsou v tabulce 15 tržby vyjádřeny jako 100 %.

Podíl výkonové spotřeby na celkových tržbách se po celou dobu sledovaného období pohybuje od 43% do 50 %. Další významná položka, kterou jsou osobní náklady, se taktéž konstantně drží okolo 40 %. Mírnější výkyv je zachycen pouze v roce 2016, kdy podíl vzrostl až na 50 %. Další položkou, která zaznamenala významnější kolísání, jsou ostatní provozní výnosy. V roce 2014 vzrostl jejich podíl na celkových tržbách z 2 % na 7 %, což je dáno hlavně dotací, kterou podnik obdržel od úřadu práce. Podíl provozního výsledku hospodaření razantněji vzrostl v roce 2015 a to z 6% na 15% a posléze v roce 2016 spadl na -4 %. V následujícím roce 2017 poté opět vzrostl na 11 %. Podobné kolísání samozřejmě proběhlo i ve výsledku hospodaření za účetní období. Tento jev je dán hlavně rapidním zvýšením tržeb o 2 365 tis. Kč mezi lety 2014 a 2015, následným poklesem o 5 750 tis. Kč a v posledním roce opětovným zvýšením tržeb o 3 634 tis. Kč.

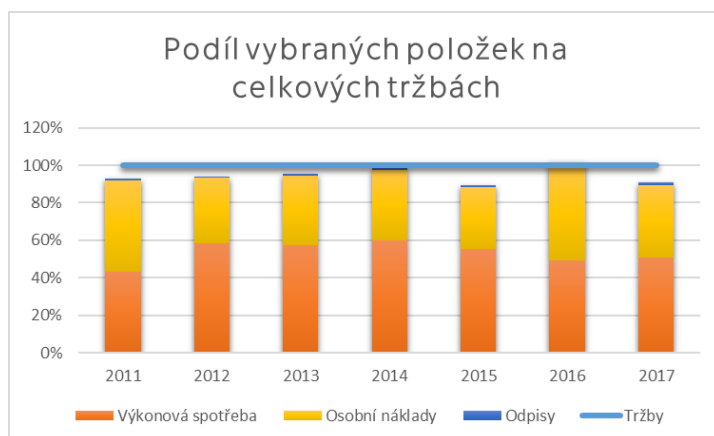
Tabulka 15: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I.	Tržby	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
A	Výkonová spotřeba	43%	59%	57%	60%	55%	49%	51%
B	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
C	Osobní náklady	49%	35%	37%	38%	33%	50%	39%
D	Odpisy	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
II.	Ostatní provozní výnosy	4%	2%	2%	7%	6%	2%	2%
E	Ostatní provozní náklady	3%	5%	0%	1%	2%	4%	0%
*	Provozní výsledek hospodaření	8%	3%	6%	6%	15%	-4%	11%
III.	Ostatní finanční výnosy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F	Ostatní finanční náklady	1%	0%	0%	1%	0%	1%	1%
*	Finanční výsledek hospodaření	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	8%	3%	6%	6%	15%	-4%	10%
G	Daň z příjmu	0%	0%	1%	1%	3%	0%	2%
**	Výsledek hospodaření po zdanění	8%	3%	5%	5%	12%	-4%	8%
H	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
**	Výsledek hospodaření za účetní období	8%	3%	5%	5%	12%	-4%	8%

Zdroj: Vlastní zpracování

V obrázku níže můžeme vidět vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztráty od roku 2011 až do roku 2017 a jejich podíl na celkových tržbách.

Obrázek 16: Podíl vybraných položek VZZ na celkových tržbách



Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.4 Analýza poměrových ukazatelů

Tato kapitola se zaměřuje na analýzu poměrových ukazatelů a to zejména ukazatelů rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti.

### 10.4.1 Ukazatele rentability

Hlavními ukazateli rentability jsou rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita aktiv (ROA), rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE) a rentabilita tržeb (ROS).

Tabulka 16: Výpočet ukazatelů rentability

Rentabilita	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(čistý zisk/vl.kap)	15%	6%	10%	11%	25%	-6%	15%
ROA (EBIT/Aktiva)	11%	4%	9%	9%	22%	-4%	14%
ROCE (EBIT/dl.kap)	14%	7%	12%	13%	29%	-6%	17%
ROS (čistý zisk/tržby)	8%	3%	5%	5%	12%	-4%	8%

Zdroj: Vlastní zpracování

- **Rentabilita vlastního kapitálu**

Z tabulky 16 můžeme vidět, že podnik zaznamenal velké zvýšení rentability VK v roce 2015, kdy její hodnota dosahovala 25 %. Naopak v roce 2016 nastal velký propad, který byl dán razantním snížením zisku, a ROE se rovnala -6 %. V následujícím roce 2017 ale firma opět zvýšila svou produktivitu a tím i čistý zisk a ROE tak dosahovala 15 %.

- **Rentabilita aktiv**

Opět můžeme vidět, že do roku 2015 ROA mírně kolísala a v roce 2015 se skokově zvýšila a to z 9 % na 22 %. I zde se v následujícím roce vlivem snížení výsledku hospodaření, ale také celkových aktiv, propadla rentabilita na -4 %, V roce 2017 se firma stabilizovala a ROA dosahovala 14 %.

- **Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu**

Do dlouhodobého kapitálu je v tomto případě zahrnut vlastní kapitál a dlouhodobé závazky. U ROCE můžeme taktéž vidět pozitivní vývoj až do roku 2016. Její hodnota se kolísavě pohybovala od 7 % do 14 % a v roce 2015 zaznamenal prudký nárůst z 13 % na 29 %. V Roce 2016 se situace obrátila a hodnota ROCE se propadla na -6 %. Tento vývoj je opět dán nemalým zvýšením výsledku hospodaření v roce 2015 a naopak jeho citelným snížením v roce 2016. V roce 2017 se ROCE opět zvedla na kladných 17 %.

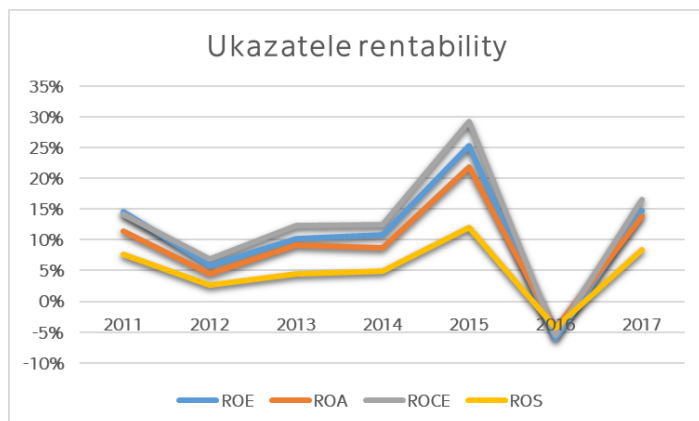
- **Rentabilita tržeb**

Tento ukazatel udává, kolik korun čistého zisku vytváří společnost z celkových tržeb. I zde můžeme vidět mírně kolísavý, ale pozitivní vývoj až do roku 2015, kdy se ROS výrazněji zvýšila z 5 % na 12 %. A v dalším roce 2016 opět nastal propad do záporných čísel. Tento jev je i zde dán vývojem čistého zisku, který v roce 2015 zaznamenal prudký růst a v roce 2016 strmý pokles. V roce 2017 se hodnota ROS opět vrátila do pozitivních čísel na 8 %.



Na obrázku 17 můžeme názorně vidět vývoj jednotlivých ukazatelů rentability v letech 2011–2017.

Obrázek 17: Vývoj jednotlivých ukazatelů rentability v čase



Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.4.2 Ukazatele aktivity

V této kapitole jsou analyzovány ukazatele aktivity a to jak obraty, tak samotné doby obrátů vybraných položek. Obraty byly vždy vypočítány jako poměr celkových tržeb ku příslušné položce aktiv či pasiv.

- **Obrat aktiv**

Prostřednictvím ukazatele obratu aktiv je měřena efektivnost využití aktiv ve firmě. Ukazatel udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok.

Ukazatel obratu aktiv se po celou dobu sledovaného období držel okolo hodnoty 1,5. Pouze v roce 2016 se blížil spíše k hodnotě 1. Standardní doporučená hodnota je index v rozmezí 1 až 1,5.

- **Obrat zásob**

Tento ukazatel říká, kolikrát se přemění zásoby v jiné formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků nebo služeb a poté opětovný nákup zásob.

Obraz zásob zaznamenal poněkud větší výkyvy. Například v roce 2011 dosahoval index hodnoty 9,97 a v roce 2013 hodnoty 35,79. Doporučená hodnota pro tento ukazatel je od 4,5 do 6. Z toho vyplývá, že v podniku se mění zásoby dle počtu a velikosti pohledávek. Dále to také může značit špatné řízení oběžných aktiv. I nadále tedy bude nutné pracovat s neefektivním řízením pracovního kapitálu.

- **Obrat pohledávek**

Obrat pohledávek ukazuje, kolikrát během roku je jednotka pohledávek přeměněna v tržby. Ve sledovaném období se hodnota tohoto ukazatele pohybovala od 2,83 do 5,35 obrátek za rok.

- **Obrat krátkodobých závazků**

Obrat krátkodobých závazků se pohyboval v pozitivních hodnotách. Nejnižší hodnota byla zaznamenána v roce 2012 a to 4,04 a nejvyšší v roce 2017 činila 11,83.

Tabulka 17: Výpočet ukazatelů rentability

Aktivita	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	1,48	1,45	1,64	1,47	1,50	1,04	1,35
Obrat zásob	9,97	26,80	35,79	29,25	30,31	15,97	28,65
Obrat pohledávek	3,45	2,71	5,35	2,85	2,83	3,68	4,80
Obrat krátkodobých závazků	7,39	4,04	6,50	4,85	6,58	8,09	11,83
Doba obratu zásob	36,11	13,43	10,06	12,31	11,88	22,55	12,57
Doba obratu pohledávek	104,50	132,63	67,31	126,40	127,34	97,82	75,03
Doba obratu krátkodobých závazků	48,74	89,15	55,38	74,26	54,67	44,48	30,43

Zdroj: Vlastní zpracování

Doby obratu (ve dnech) byly vypočítány jako podíly příslušné položky aktiv nebo pasiv a denních tržeb (celkové tržby/360). Ve výše uvedené tabulce můžeme najít hodnoty jednotlivých ukazatelů doby obratu. Doba obratu pohledávek by měla odpovídat průměrné době splatnosti faktur. Standardní hodnota tohoto ukazatele bývá přibližně 30 dnů. Můžeme tedy vidět, že firma měla vázány finance v pohledávkách nadprůměrně dlouhou dobu. V posledním roce se situace mírně zlepšila. Doba obratu krátkodobých závazků vykazuje již značně nižší hodnoty blížící se ke 30 dnům a to zejména v posledním roce. Znamená to však, že firma splácí své závazky rychleji, než jsou splaceny její pohledávky a to může společnost postavit do nevýhodné situace.

### 10.4.3 Ukazatele likvidity

- **Běžná likvidita**

Tento ukazatel by se měl pohybovat mezi 1,6–2,5. Čím vyšší hodnota, tím menší riziko platební neschopnosti. Z tabulky 12 je evidentní, že zejména v posledních dvou letech se firma od těchto doporučených hodnot značně odchýlila. V roce 2017 dosahovala běžná likvidita hodnoty 8,42. Lze tedy říci, že firma se vyhýbá riziku.

- **Pohotová likvidita**

Optimální hodnota pohotovosti likvidity by se měla pohybovat mezi 1–1,5. Opět můžeme z tabulky níže vyčíst, že zejména v roce 2017 dosahoval ukazatel vyšších hodnot, než je doporučeno. Vyšší hodnoty jsou signálem malé výnosnosti podnikání (ve formě pohotových prostředků je vázána příliš velká část oběžných aktiv).

- **Okamžitá likvidita**

Doporučená hodnota okamžité likvidity by měla být v rozmezí mezi 0,2–0,5. V roce 2017 dosahovala v námi zkoumaném podniku hodnoty 5,54. I tento ukazatel se tedy pohybuje nad doporučenými hodnotami.

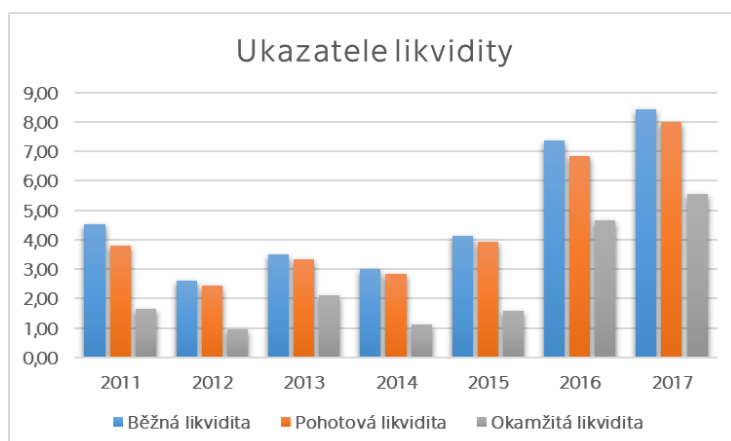
Tabulka 18: Výpočet ukazatelů likvidity

Likvidita	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Běžná likvidita</b>	<b>4,53</b>	<b>2,61</b>	<b>3,50</b>	<b>3,00</b>	<b>4,13</b>	<b>7,35</b>	<b>8,42</b>
<b>Pohotová likvidita</b>	<b>3,79</b>	<b>2,46</b>	<b>3,32</b>	<b>2,84</b>	<b>3,92</b>	<b>6,85</b>	<b>8,01</b>
<b>Okamžitá likvidita</b>	<b>1,65</b>	<b>0,97</b>	<b>2,11</b>	<b>1,14</b>	<b>1,59</b>	<b>4,65</b>	<b>5,54</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Na následujícím obrázku můžeme vidět vývoj jednotlivých likvidit ve sledovaném období a evidentní přesun ke konzervativnějšímu řízení od roku 2016, kdy se firma začala vyhýbat riziku.

Obrázek 18: Vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.4.4 Ukazatele zadluženosti

Vzhledem ke skutečnosti, že firma nedisponuje žádným úročeným dlouhodobým cizím kapitálem, byla analyzována pouze celková a dlouhodobá zadluženost, nikoliv úrokové krytí. Celková zadluženost se pohybovala okolo 30 % a v posledním roce se snížila na 23 %. Je tedy zřejmé, že firma své aktivity financuje ve větší míře z vlastních zdrojů. Dlouhodobá zadluženost je po celou dobu velice nízká. V posledním roce 2017 dosahovala 8 %, neboť cizí zdroje tvoří přibližně pouhou čtvrtinu celkových pasiv.

Tabulka 19: Výpočet ukazatelů zadluženosti

Zadluženost	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zadluženost celkem	22%	38%	27%	34%	29%	28%	23%
Zadluženost dlouhodobá	3%	3%	3%	5%	5%	10%	8%

Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.5 Analýza pracovního kapitálu

V níže uvedené tabulce č. 20 můžeme sledovat vývoj čistého pracovního kapitálu a jeho složek. Po celou dobu sledovaného období nabýval kladných hodnot a od roku 2011 stále rostl. To je známo toho, že je část oběžných aktiv financována dlouhodobým kapitálem. Čistý pracovní kapitál (NWC) je tvořen zejména krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem a z menší části také zásobami. Z obrázku 18 můžeme vidět, že k největšímu nárůstu NWC došlo mezi lety 2014 a 2015. Důvodem tohoto prudšího nárůstu bylo větší navýšení oběžných aktiv než krátkodobých závazků. Nefinanční pracovní kapitál (NCWC) vykazuje odlišný vývoj a také větší hodnotové výkyvy než je tomu u NWC. Je to dáno zejména tím, že krátkodobý finanční majetek tvoří značnou část čistého pracovního kapitálu.

Tabulka 20: Analýza čistého pracovního kapitálu

Analýza WC	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	823	397	312	398	462	517	415
Pohledávky	2 382	3 920	2 088	4 087	4 954	2 243	2 478
Krátkodobý finanční majetek	1 831	2 550	3 619	2 729	3 378	4 740	5 568
Krátkodobé závazky	1 111	2 635	1 718	2 401	2 127	1 020	1 005
<b>NWC</b>	<b>3 925</b>	<b>4 232</b>	<b>4 301</b>	<b>4 813</b>	<b>6 667</b>	<b>6 480</b>	<b>7 456</b>
NWC/T	48%	40%	39%	41%	48%	78%	63%
NWC/A	71%	57%	63%	61%	71%	81%	85%
<b>NCWC</b>	<b>2 094</b>	<b>1 682</b>	<b>682</b>	<b>2 084</b>	<b>3 289</b>	<b>1 740</b>	<b>1 888</b>
NCWC/T	26%	16%	6%	18%	23%	21%	16%
NCWC/A	38%	23%	10%	26%	35%	22%	21%

Zdroj: Vlastní zpracování

Podíl čistého pracovního kapitálu na provozních tržbách dosahoval do roku 2016 hodnot okolo 40–50 %. V roce 2016 se jeho podíl zvýšil na 78 % a v posledním roce 2017 mírně klesl na 68 %. Podíl nefinančního pracovního kapitálu na provozních tržbách se pohyboval ve výrazně nižších hodnotách. Opět je to dáno velkými zastoupením krátkodobého finančního majetku v čistém pracovním kapitálu. Podíl NCWC na provozních tržbách během sledovaného období poměrně výrazně kolísá. Pohyboval se v hodnotách od 6 % do 26 %. V posledním roce 2017 zaznamenal mírný pokles z 21 % na 16 %.

Podíl NWC na celkových aktivech taktéž vykazoval značné kolísání. V roce 2012 byla jeho hodnota 57 % a v roce 2017 dosáhla až na 58 %. I zde je v případě nefinančního kapitálu znatelný velký podíl krátkodobého finančního majetku na pracovním kapitálu. Podíl NCWC na celkových aktivech taktéž podléhal mírným výkyvům. V roce 2013 klesl na minimální hodnotu 10 % a maximální hodnoty 38 % dosáhl v roce 2011. V roce 2016 i 2017 se držel okolo 20 %.

Obrázek 19: vývoj složek čistého pracovního kapitálu



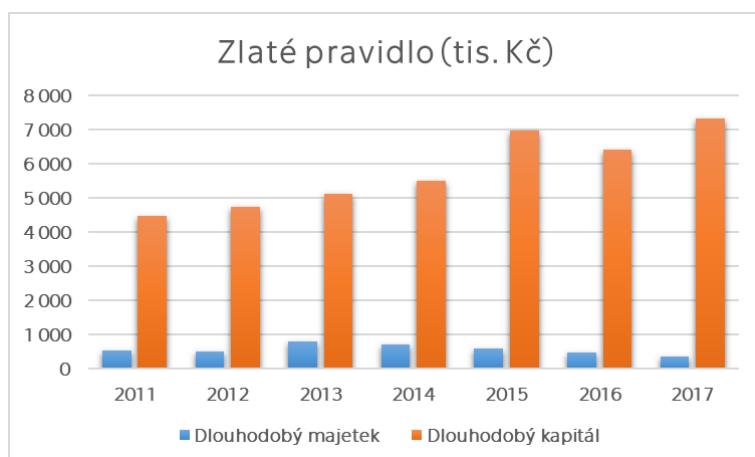
Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.6 Bilanční pravidla

- **Zlaté pravidlo**

Po celou dobu sledovaného období je zlaté pravidlo splněno. Firma financuje celý dlouhodobý majetek dlouhodobým kapitálem. Z grafu níže můžeme vidět, že je značný převis dlouhodobého kapitálu nad dlouhodobým majetkem. Dlouhodobý kapitál tedy roste rychleji než dlouhodobý majetek a nedochází tak k časové sladění majetku a kapitálu. Firma financuje dlouhodobým kapitálem i část oběžných aktiv, což je známkou konzervativního způsobu financování, kdy se firma snaží snižovat riziko podniku. Na druhé straně může tento způsob financování zabraňovat firmě v dalším rozvoji.

Obrázek 20: Zlaté bilanční pravidlo

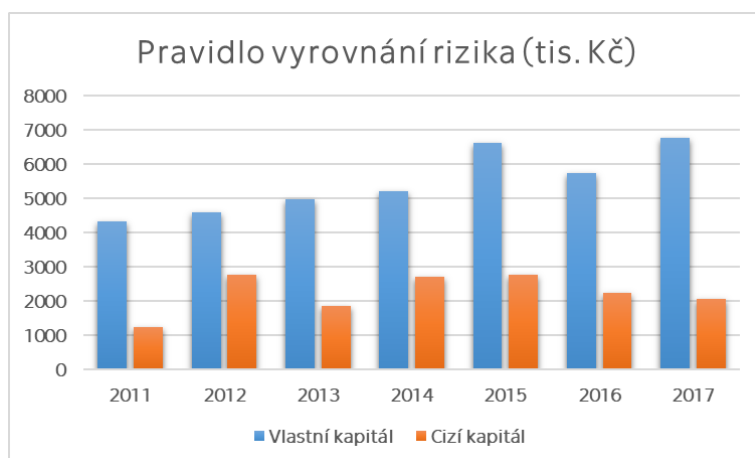


Zdroj: Vlastní zpracování

- **Pravidlo vyrovnání rizika**

Pravidlo vyrovnání rizika taktéž platí po všechny roky, kdy vlastní kapitál výrazně převyšuje nad cizím kapitálem.

Obrázek 21: Bilanční pravidlo vyrovnání rizika

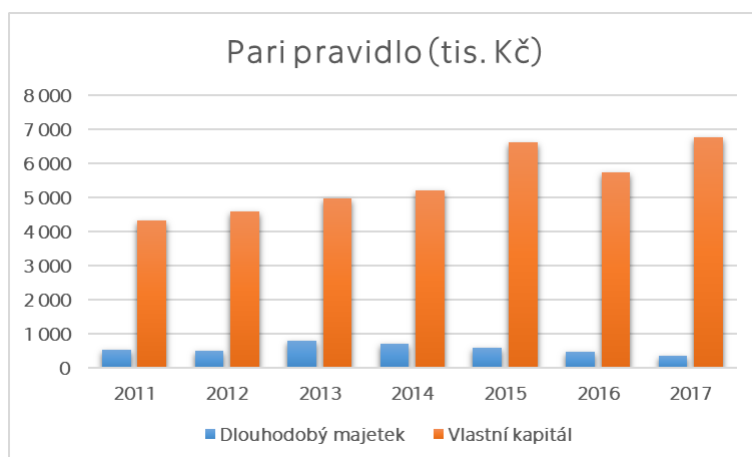


Zdroj: Vlastní zpracování

- **Pari pravidlo**

Pari pravidlo není splněno ani v jednom roce v rámci celého sledovaného období. Ve všech letech vlastní kapitál převyšuje nad dlouhodobým majetkem. To znamená, že ve společnosti není prostor pro financování dlouhodobého majetku dlouhodobým cizím kapitálem.

Obrázek 22: Bilanční pari pravidlo

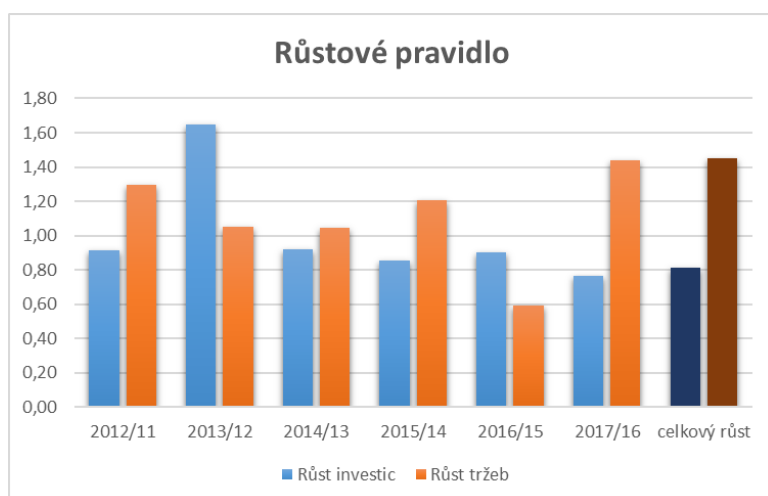


Zdroj: Vlastní zpracování

- **Růstové pravidlo**

Růstové pravidlo je taktéž splněno. Celkový růst tržeb převyšuje růst investic. Každá investice byla tedy zhodnocena vyšším růstem provozních tržeb.

Obrázek 23: Bilanční růstové pravidlo



Zdroj: Vlastní zpracování

## 10.7 Zhodnocení interního vývoje

V období mezi lety 2015 a 2016 firma zaznamenala prudký pokles tržeb a ocitla se v záporném výsledku hospodaření. Od tohoto jevu se také odvíjely hodnoty jednotlivých ukazatelů finanční analýzy. Po roce 2016 byl však podnik opět ziskový a poměrové ukazatele ukázaly, že se firma může zařadit mezi relativně zdravé.

Hodnoty ukazatelů rentability byly sice proměnlivé, ale ve většině případů odpovídaly doporučeným hodnotám. Nejlépe na tom byl podnik v roce 2015 a naopak nejhůře v roce 2016. V roce 2017 se opět stabilizoval.

Pomocí ukazatelů aktivity bylo zjištěno, že firma váže nadprůměrně dlouhou dobu své finance v pohledávkách a doba obratu krátkodobých závazků je nižší než doba obratu pohledávek, tudíž firma splácí své závazky rychleji, než jsou splaceny její pohledávky, což může firmě způsobovat nevýhodné situace.

Všechny hodnoty ukazatelů likvidity se pohybovaly nad hodnotami doporučenými. Z této skutečnosti můžeme vyvodit, že má firma vázanou velkou část aktiv ve formě pohotových prostředků a také se snaží vyhnout riziku.

Co se týče zadluženosti má firma výhodou v tom, že nekryje svá aktiva žádným úročným dlouhodobým kapitálem. Její zadlužení je tedy velice nízké díky tomu, že firma své aktivity financuje ve velké míře z vlastních zdrojů.

Vzhledem k vývoji čistého pracovního kapitálu a zejména nefinančního pracovního kapitálu, můžeme říci, že dochází k jeho špatnému řízení. Firma by se měla zaměřit na tuto oblast a především na snížení krátkodobého finančního majetku.

I přes všechny výše zmíněné slabiny, má firma potenciál dalšího rozvoje na trzích. Proto bude její hodnota determinována budoucími efekty a je tedy vhodné přistoupit k aplikaci výnosového způsobu ocenění. Pro tento účel bude nutné učinit odhad budoucího vývoje formou finančního plánu.



# 11 Finanční plán

Aby mohlo dojít k ocenění podniku, je nutné sestavit finanční plán. Pro účely ocenění bude vytvořen plánovaný výkaz zisku a ztráty a plánovaná rozvaha pro období 2018–2021. Rok 2017 nemusí být naplánován, neboť byly prostřednictvím účetního úseku firmy poskytnuty podklady pro účetní závěrku, tudíž byl tento rok zahrnut ještě do finanční analýzy. Pro vytvoření finančního plánu společnosti Elektroinstala BBS bude využita metoda procenta tržeb. Ta je postavena na procentuálním podílu jednotlivých položek VZZ a rozvahy na provozních tržbách. Některé položky v plánovaných letech budou stanovená dle hodnoty posledního roku či na základě odhadu.

## 11.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Pro vytvoření plánovaného výkazu zisku a ztráty je využita metoda % z tržeb. Na základě předchozího vývoje tržeb a předpokládané reálné budoucí pozice na trzích, je jejich meziroční růst do plánovaných let stanoven na 7 %. Můžeme tedy vidět, že se jejich hodnota zvýší od roku 2018 do roku 2021 o 2 863 tis. Kč.

Podíl výkonové spotřeby na tržbách činil průměrně 50 %, osobní náklady přibližně 40 %, odpisy 1 % a ostatní provozní náklady 2 %. Ostatní provozní výnosy tvořili zhruba 2 % tržeb. Hodnota těchto položek bude tedy v naplánovaných letech stoupat a provozní výsledek se díky růstu tržeb bude taktéž navyšovat. Jeho hodnota by měla dosahovat v roce 2018 částky 1 311 tis. Kč a v roce 2021 hodnoty 1 606 tis. Kč.

Finanční výnosy i náklady byly stanoveny dle posledních údajů v roce 2017. Jejich výše bude tedy od roku 2018–2021 konstantní. Finanční výsledek hospodaření by tak měl být ve všech letech -59 tis. Kč.

Daň, která citelně ovlivňuje výsledek hospodaření, se bude pohybovat mezi 238–294 tis. Kč. Výsledek hospodaření za účetní období by měl mít dle výpočtů pozitivní vývoj a mezi lety 2018 a 2021 vzroste o 239 tis. Kč.

Tabulka 21: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty		2018	2019	2020	2021
I.	Tržby	12 721	13 612	14 565	15 584
A	Výkonová spotřeba	6 361	6 806	7 282	7 792
B	Osobní náklady	5 088	5 445	5 826	6 234
C	Odpisy	127	136	146	156
II.	Ostatní provozní výnosy	456	488	522	558
D	Ostatní provozní náklady	290	310	332	355
*	Provozní výsledek hospodaření	1 311	1 403	1 501	1 606
III.	Ostatní finanční výnosy	1	1	1	1
E	Ostatní finanční náklady	60	60	60	60
*	Finanční výsledek hospodaření	-59	-59	-59	-59
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	1 252	1 344	1 442	1 547
F	Daň z příjmu	238	255	274	294
**	Výsledek hospodaření za účetní období	1 014	1 088	1 168	1 253

Zdroj: Vlastní zpracování

## 11.2 Plánovaná rozvaha

V tabulce 2 je zachycena plánovaná rozvaha ve zkrácené podobě. Celková bilanční suma bude zaznamenávat každoročně mírný růst a z původní hodnoty 9 184 tis. Kč v roce 2018 vzroste na hodnotu 10 449 tis. Kč. V aktivech bude tento nárůst nejvíce zapříčiněn navýšením oběžných aktiv, která stoupnou o 1 121 tis. Kč. Zásoby budou růst jen nepatrně, neboť jejich průměrný podíl na tržbách byl ve sledovaném období jen 7 %, zatímco podíl krátkodobých pohledávek byl 30 % a během plánovaných let se zvednou o téměř o 1 mil. Kč. Finanční majetek bude taktéž udržován na určité úrovni a jeho zvýšení bude jen mírné. Pro naše potřeby je krátkodobý finanční majetek rozdělen na potřebný a zbytný. Potřebný KFM byl určen jako 0,4 x krátkodobé závazky, což představuje doporučenou hodnotu peněžní likvidity. Můžeme tedy vidět, že rozdíl mezi potřebným KFM a zbytným KFM bude po celou dobu téměř 3 mil. Kč.

Tabulka 22: Plánovaná rozvaha (tis. Kč)

Rozvaha		2018	2019	2020	2021
<b>Aktiva celkem</b>		<b>9 184</b>	<b>9 577</b>	<b>9 998</b>	<b>10 449</b>
<b>A</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>636</b>	<b>681</b>	<b>728</b>	<b>779</b>
<b>B</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>8 548</b>	<b>8 896</b>	<b>9 270</b>	<b>9 669</b>
<b>B.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>890</b>	<b>953</b>	<b>1 020</b>	<b>1 091</b>
<b>B.II.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>3 816</b>	<b>4 084</b>	<b>4 369</b>	<b>4 675</b>
<b>B.III.</b>	<b>Potřebný KFM</b>	<b>662</b>	<b>708</b>	<b>757</b>	<b>810</b>
<b>B.IV.</b>	<b>Zbytný KFM</b>	<b>3 180</b>	<b>3 152</b>	<b>3 124</b>	<b>3 093</b>
<b>Pasiva celkem</b>		<b>9 184</b>	<b>9 577</b>	<b>9 998</b>	<b>10 449</b>
<b>A</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>6 981</b>	<b>7 258</b>	<b>7 555</b>	<b>7 874</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>102</b>
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fond</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>5 795</b>	<b>5 997</b>	<b>6 215</b>	<b>6 449</b>
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného ÚO</b>	<b>1 014</b>	<b>1 088</b>	<b>1 168</b>	<b>1 253</b>
<b>B</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>2 204</b>	<b>2 320</b>	<b>2 443</b>	<b>2 576</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>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>	<b>550</b>
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>1 654</b>	<b>1 770</b>	<b>1 893</b>	<b>2 026</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 12 Ocenění společnosti

V této kapitole se budeme věnovat stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. Ze všeho nejdříve je potřeba vybrat nejvhodnější metodu pro ocenění a dále provést výpočty a odhady, které budou pro stanovení hodnoty nezbytné. Ke všem datům a poznatkům, které budou zjištěny, je taktéž nutné vynést výroky o hodnotě podniku.

### 12.1 Výběr metody

Dle výsledků strategické a finanční analýzy, která byla doplněná finančním plánem, bylo zjištěno, že firma splňuje podmínky pro dlouhodobé zdravé fungování. Na základě těchto skutečností, lze stavět na předpokladu going concernu. Díky splnění tohoto předpokladu je možné stanovit hodnotu pomocí výnosové metody. Ocenění bude tedy provedeno na základě analýzy výnosů prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků (DCF) a to ve variantě entity. Pro kontrolu byla zvolena také metoda DCF ve variantě equity, metoda ekonomické přidané hodnoty a taktéž metoda účetní hodnoty podniku. Podkladem pro stanovení hodnoty bude vypracovaný finanční plán.

### 12.2 Výpočet WACC

Pro výpočet současné hodnoty volných peněžních prostředků do firmy je zapotřebí stanovit diskontní míru. Pro naši potřebu bude diskontní míra stanovena na základě vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC).

Připomeňme si způsob výpočtu WACC:

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

Nejdříve je nutné stanovit hodnotu nákladů vlastního kapitálu. Pro výpočet  $r_e$ , je zapotřebí vypočítat hodnotu beta levered. Tu zjistíme dle vztahu:

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

Poté můžeme všechny příslušné parametry vložit do vztahu:

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

Náklady vlastního kapitálu se v letech 2015–2021 pohybují kolem 8,5 %.

Tabulka 23: Tabulka 24: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2016 - 2021

re		2016	2017	2018	2019	2020	2021
betaunlevered	0,95						
rf	2,50%						
rm-rf	5,89%						
(1-t)		81%	81%	81%	81%	81%	81%
D/E		0,12	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07
betalevered		1,04	1,01	1,01	1,01	1,01	1,00
re		8,62%	8,46%	8,45%	8,44%	8,43%	8,41%

Zdroj: Vlastní zpracování

V tabulce níže můžeme vidět hodnoty ukazatelů, které jsou potřebné k výpočtu WACC a v posledním řádku také samotnou hodnotu WACC.

Tabulka 24: Výpočet WACC v letech 2016 - 2021

WACC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
D	0	0	0	0	0	0
E	5 737	6 765	6 981	7 258	7 555	7 874
C	5 737	6 765	6 981	7 258	7 555	7 874
1-t	81%	81%	81%	81%	81%	81%
re	8,62%	8,46%	8,45%	8,44%	8,43%	8,41%
rd	0%	0%	0%	0%	0%	0%
WACC	8,62%	8,46%	8,45%	8,44%	8,43%	8,41%

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k faktu, že firma ve sledovaném období nevyužívala žádný úročený dlouhodobý cizí kapitál, je v položce D zaznamenána hodnota 0 pro všechny roky plánu. Od toho se také odvíjí náklady na cizí kapitál  $r_d$ , který je taktéž zapsán nulovou hodnotou. Hodnota vlastního kapitálu byla převzata z finančního plánu a hodnota celkového kapitálu C je mu rovna, neboť je součtem dlouhodobého cizího kapitálu, který je nulový a kapitálu vlastního. Výpočet nákladů vlastního kapitálu  $r_e$  je zachycen v tabulce níže. Pro stanovení této hodnoty byl využit model oceňování kapitálových aktiv CAPM, u kterého je zapotřebí stanovit parametr bezrizikové výnosové míry, koeficientu beta a tržní rizikové prémie. Bezriziková výnosová míra je stanovena dle výnosnosti českých státních dluhopisů, podle Ministerstva financí České republiky. V tomto případě se jedná o míru výnosnosti 15,5 letého dlouhodobého dluhopisu emitovaného 7. 3. 2018. Hodnota nezadluženého beta koeficientu je určena z internetových stránek profesora Damodarana. Pro jeho stanovení je využita beta podle odvětví Construction v regionu Evropa pro rok 2018. Tržní riziková prémie je taktéž převzata ze stránek [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Pro Českou republiku je stanovena ve výši 5,89 %.<sup>66</sup>

<sup>66</sup> Damodaran online: Current Data [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/7>

## 12.3 Stanovení tempa růstu g

Ke stanovení hodnoty podniku je taktéž nutné stanovit tempo růstu pro 2. fázi ocenění. Tempo růstu g by nemělo přesáhnout dlouhodobý vývoj HDP v ČR. Proto bylo stanoveno ve výši 2,4 %.

## 12.4 Stanovení hodnoty společnosti na základě FCFE

Nejdříve si připomeneme vzorec pro výpočet samotného volného peněžního toku do firmy:

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

Kde: FCFF = volný peněžní tok do firmy  
EBIT = zisk před zdaněním  
T = míra zdanění příjmů PO  
ODP = odpisy  
 $\Delta WC$  = růst čistého pracovního kapitálu  
INV = výše nových investic

Tabulka 25: Výpočet volných peněžních toků do firmy v letech 2017 - 2021

FCFF	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT(1-t)	984	1 014	1 088	1 168	1 253
+ odpisy	145	127	136	146	156
- růst WC	976	-561	232	250	267
- růst nových investic	31	418	181	193	207
FCFF	122	1 284	812	870	935

Zdroj: Vlastní zpracování

Zisk před zdaněním je stanoven na základě plánovaného VZZ, daňová sazba je odhadována na 19 % a odpisy byly v plánu stanoveny jejich průměrným procentuálním podílem na celkových tržbách, který činil zhruba 1 %. Pracovní kapitál je určen jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků a jeho růst je dán změnou mezi jednotlivými roky. V poslední řadě byla stanovena výše nových investic jako meziroční rozdíl dlouhodobého majetku. V posledním řádku tabulky můžeme vidět výslednou hodnotu FCFF.

Po stanovení a vypočtení všech potřebných hodnot, může dojít k výpočtu samotné hodnoty podniku. Ocenění je provedeno k 15. 4. 2018. Hodnota FCFF za rok 2017 je tedy určena jako 260/365. Výsledkem je 0,71233. V dalších letech je pak FCFF touto hodnotou vyděleno. Hodnota volného peněžního toku do firmy je poté přepočítána na současnou hodnotu pomocí diskontu, který je určen jako součet 1 + WACC příslušného roku násobený diskontem roku předchozího. Sečtením diskontovaného FCFF v letech 2018 až 2021 získáme hodnotu podniku první fáze, jež činí 2 961 tis. Kč.

V dalším kroku je potřebné vypočítat pokračující FCFF pro rok 2022 a dále. To získáme vynásobením volného peněžního toku do firmy v posledním plánovaném roce, v našem případě 2021, hodnotou dlouhodobého růstu  $g + 1$ , přičemž  $g$  činí 2,4 %. Pokračující FCFF dosahuje hodnoty 958 tis. Kč. Díky vypočítanému pokračujícímu FCFF pak můžeme zjistit hodnotu druhé fáze, která je vypočítána jako podíl hodnoty pokračující fáze v roce 2022 a rozdílu WACC v roce 2021, které vykazovaly hodnotu 8,41 % a tempa růstu  $g$ . Tento výsledek poté ještě vydělíme hodnotou diskontu v roce 2021, který činí 1,35.

Tabulka 26: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (FCFF)

Hodnota dle FCFF	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující
FCFF	0,712329	915	812	870	935	958
diskont		1,06	1,15	1,25	1,35	
disk. FCFF		863	707	698	692	
hodnota 1. fáze		2 961				
hodnota 2. fáze	11 794					
hodnota firmy	14 754					

Zdroj: Vlastní zpracování

Celkovou hodnotu firmy získáme sečtením hodnoty první a druhé fáze ocenění. Ta je rovna 14 754 tis. Kč. Vzhledem k faktu, že firma nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem, má provozní hodnota brutto a netto a taktéž výsledná hodnota vlastního kapitálu stejnou výši.

## 12.5 Stanovení hodnoty na základě FCFE

Další vybranou možností stanovení hodnoty podniku je metoda DCF equity. Tato metoda vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu firmy prostřednictvím volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE). V našem případě slouží ke kontrolnímu propočtu k ocenění podniku metodou DCF entity.

Při výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky v letech 2017 až 2021 je vycházeno z postupu výpočtu peněžního toku pro vlastníky i věřitele, který byl již popsán v rámci ocenění dle metody DCF entity. Od hodnoty FCFF je však ještě odečtena splátka dluhu, která v roce 2017 činila 120 tis. Kč, a v dalších letech pak byla nulová. Postup a výsledky výpočtu FCFE jsou znázorněny v tabulce 27.

Tabulka 27: Výpočet volných peněžních prostředků pro vlastníky v letech 2017 - 2021

FCFE	2017	2018	2019	2020	2021
EAT	998	1 014	1 088	1 168	1 253
+ odpisy	145	127	136	146	156
- růst WC	976	-561	232	250	267
- růst nových investic	31	418	181	193	207
- splátka dluhu	120	0	0	0	0
<b>FCFE</b>	<b>16</b>	<b>1 284</b>	<b>812</b>	<b>870</b>	<b>935</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

Výpočet hodnoty společnosti je zachycen v tabulce 28. V první fázi jsou sečteny peněžní toky pro vlastníky, které jsou převedeny prostřednictvím diskontu na současnou hodnotu, který je opět stanoven na základě vážených nákladů na kapitál WACC, stejně jako tomu bylo u předchozí metody.

Pro výpočet druhé fáze je opět nutné stanovit hodnotu pokračující fáze, která byla opět získána vynásobením hodnoty FCFE v roce 2021 tempem růstu  $g + 1$ .

Tabulka 28: Výpočet hodnoty podniku dle metody DCF equity (FCFE)

Hodnota dle FCFE	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující
FCFE	0,712329	915	812	870	935	958
diskont		1,06	1,15	1,25	1,35	
disk. FCFE		863,47	706,54	698,27	692,43	
hodnota 1. fáze		2 961				
hodnota 2. fáze	11 794					
<b>hodnota firmy</b>	<b>14 754</b>					

Zdroj: Vlastní zpracování

Sečtením hodnot první a druhé fáze získáme celkovou hodnotu firmy, která činí 14 754 tis. Kč, stejně jako tomu bylo u předchozí metody FCFF.

## 12.6 Stanovení hodnoty na základě EVA

Jako další kontrolní metoda k ocenění společnosti metodou DCF entity byla vybrána metoda ekonomické přidané hodnoty EVA.

Ze všeho nejdříve je nutné stanovit hodnotu ukazatele EVA pro všechny roky plánu, tedy od roku 2017 až do roku 2021. Při výpočtu vycházíme ze zdaněného EBITu, od kterého odečteme náklady investovaného kapitálu. Ty získáme vynásobením celkového kapitálu  $C$  a vážených průměrných nákladů na kapitál WACC. Hodnota  $C$  je stanovena jako součet vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků a hodnota WACC je převzata z výpočtu předchozími metodami DCF. Výpočet jednotlivých parametrů a samotného ukazatele EVA v jednotlivých letech je zobrazen v tabulce 29.

Tabulka 29: Výpočet ekonomické přidané hodnoty v letech 2017 - 2021

EVA	2017	2018	2019	2020	2021
EBIT(1-t)	984	1 014	1 088	1 168	1 253
C	7 315	7 531	7 808	8 105	8 424
WACC	8,46%	8,45%	8,44%	8,43%	8,41%
EVA	365	377	429	485	544

Zdroj: Vlastní zpracování

I zde využijeme pro stanovení hodnoty dvě fáze. Ve fázi první jsou hodnoty EVA převáděny na současnou hodnotu pomocí diskontu, který je na úrovni WACC. Součtem diskontovaných hodnot EVA získáme hodnotu první fáze, která činí 1 420 tis. Kč.

K výpočtu hodnoty druhé fáze je třeba zjistit pokračující ekonomickou přidanou hodnotu. Tu vypočteme, stejně jako u předchozích metod, součinem poslední hodnoty EVA v roce 2021 a dlouhodobého tempa růstu  $g + 1$ . Tu pak vydělíme rozdílem mezi hodnotou WACC a tempem růstu a tento výsledek je pak ještě třeba vydělit hodnotou diskontovaného WACC. Hodnota druhé fáze tedy odpovídá 6 865 tis. Kč.

Tabulka 30: Výpočet hodnoty podniku dle metody EVA

Hodnota dle EVA	2017	2018	2019	2020	2021	pokračující
EVA	0,712329	269	429	485	544	557
disk WACC		1,06	1,14891	1,2457	1,3505	
disk EVA		253,7646	373,752	389,29	403,05	
hodnota 1. fáze		1 420				
hodnota 2. fáze	6 865					
hodnota firmy	8 285					
C	7 315					
celková hodnota firmy	15 600					

Zdroj: Vlastní zpracování

Čistá hodnota podniku je tedy součtem první a druhé fáze a činí 8 285 tis. Kč. Přičteme-li k této hodnotě investovaný kapitál k datu ocenění, potom získáme provozní hodnotu podniku brutto, která činí 15 600 tis. Kč.

## 12.7 Ocenění metodou účetní hodnoty

Jako poslední doplnění metod ocenění pro kontrolu byla zvolena metoda účetní hodnoty, která je založena na analýze majetku. Tato metoda vychází pouze z dat, která jsou k nalezení v rozvaze, která je platná k 31. 12. 2017. V tabulce níže tedy můžeme vidět výslednou hodnotu vlastního kapitálu, která je stanovena dle hodnoty celkových aktiv, neboť chceme znát hodnotu podniku jako takovou a nikoliv hodnotu pro vlastníky.



Tabulka 31: Výsledná hodnota podniku dle metody účetní hodnoty k datu ocenění

Účetní hodnota	
Název položky	k 31. 12. 2017
Aktiva celkem	8 806
Dlouhodobý majetek	345
Oběžná aktiva	8 461
Pasiva celkem	8 806
Vlastní kapitál	6 765
Cizí zdroje	2 041
Hodnota podniku	8 806

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti, která je stanovená metodou účetní hodnoty činí 8 806 tis. Kč.

## 12.8 Value/EBITDA

Další rychlou kontrolou pro zjištění správně zvolené metody ocenění, lze zvolit metodu Value/EBITDA. Ta počítá s výsledkem hospodaření před zdaněním (EBIT), ke kterému jsou ještě přičteny odpisy. Tato hodnota je poté vynásobena koeficientem V/EBITDA, který je opět k nalezení na stránkách profesora Damodarana dle odvětví. V případě stavebnictví se jedná o hodnotu 10,65.<sup>67</sup>

Tabulka 32: Hodnota podniku dle metody Value/ EBITDA

EBITDA	1 360
V/EBITDA	10,65
Value EBITDA	14 484

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná Value/EBITDA je tedy rovna 14 484 tis. Kč, která se od hodnoty podniku, která byla vypočítána dle metody DCF entity, téměř neliší.

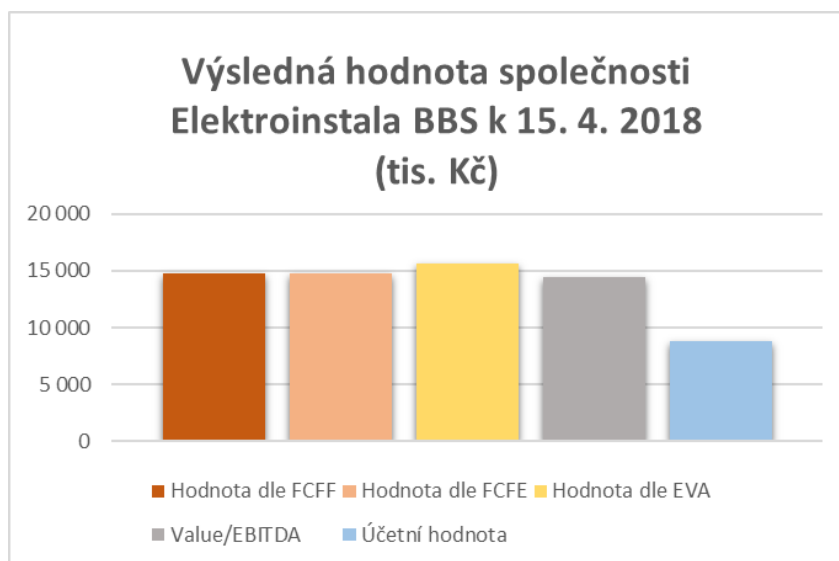
---

<sup>67</sup> Damodaran online: Current Data [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/7>

## 12.9 Výrok k hodnotě

Ke stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS bylo zvoleno hned několik variant a to zejména z důvodu kontroly. Hlavní metodou výpočtu byla DCF entity, dále pak byla pro kontrolu využita metoda DCF equity, metoda ekonomické přidané hodnoty, metoda účetní hodnoty a jako poslední Value/EBITDA. Na obrázku níže můžeme vidět porovnání výsledků jednotlivých metod ocenění.

Obrázek 24: Výsledná hodnota společnosti Elektroinstala BBS k datu ocenění



Zdroj: Vlastní zpracování

Z grafu můžeme vidět, že hodnota podle FCFF a FCFE má stejnou výši, zatímco hodnota podle ekonomické přidané hodnoty je nepatrně vyšší a účetní hodnota na druhé straně výrazně nižší.

Hlavní zvolenou metodou byla DCF entity (FCFF) neboť se předpokládá, že potenciálního kupce firmy by zajímal spíše výnosový potenciál společnosti, než účetní hodnota podniku, která je znatelně nižší. Hodnota DCF entity a equity mají stejnou výši a to 14 754 tis. Kč, neboť firma nedisponuje žádným úročeným cizím kapitálem.

Hodnota podniku stanovená na základě ekonomické přidané hodnoty je téměř o 850 tis. Kč vyšší. Tento rozdíl však není nijak zásadní a tak lze v rámci kontrolní funkce této metody považovat hlavní zvolenou metodu DCF entity za správně zvolenou a stěžejní pro stanovení hodnoty podniku.

Správnost výsledné hodnoty dle DCF entity byla také ověřena na základě výsledné hodnoty podniku dle metody účetní hodnoty. Účetní hodnota podniku je téměř o 6 mil. Kč nižší, než je hodnota stanovená na základě DCF entity a představuje dolní mez ocenění podniku.

Poslední zvolenou metodou pro kontrolu správnosti výsledků, byla metoda Value/EBITDA, která se dle propočtů téměř rovná výsledným hodnotám, které byly vypočítány výnosovými metodami. To nasvědčuje faktu, že hlavní zvolená metoda pro stanovení hodnoty podniku DCF entity, byla vybrána vhodně a podává věrohodný obraz o hodnotě společnosti Elektroinstala BBS, s.r.o.

## 13 Analýza citlivosti

V rámci citlivostní analýzy budou zkoumány vstupní veličiny, které byly využity při výpočtu ocenění a bude hodnocen jejich vliv na výslednou hodnotu podniku Elektroinstala BBS, s.r.o.

Pro potřeby této diplomové práce byla zvolena tzv. jednofaktorová analýza citlivosti, díky které bude zjištěn dopad jednotlivých změn vstupních veličin na výslednou hodnotu, kdy ostatní veličiny zůstávají na své plánované hodnotě. Mezi zkoumané hodnoty byly vybrány tempo růstu  $g$ , WACC podniku a pokračující FCFF.

### 13.1 Vliv tempa růst $g$ na hodnotu podniku

V tabulce níže je znázorněn vliv tempa růstu  $g$  na hodnotu podniku. Původní hodnota  $g$  byla dle expertního odhadu určena jako 2,4 %. Podíváme-li se na snížení tempa růstu o 10 % na hodnotu 2,16 %, zjistíme, že v případě pesimistického scénáře s klesajícím tempem růstu, klesá i hodnota podniku. V našem případě se jedná o pokles na hodnotu 14 275 tis. Kč.

Tabulka 33: Vliv tempa růstu  $g$  na celkovou hodnotu podniku

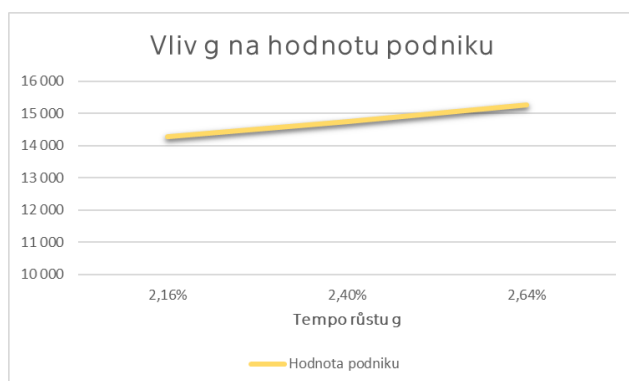
Faktor změna o %	g		
	hodnota faktoru	hodnota podniku	index změny
-10	2,16%	14 275	0,9675
0	2,40%	14 754	1,0000
10	2,64%	15 273	1,0352

Zdroj: Vlastní zpracování

Je-li scénář optimistický a počítáme se zvýšením tempa růstu o 10 % na hodnotu 2,64 %, pak hodnota podniku stoupá. Zde stoupla na úroveň 15 273 tis. Kč

Obecně vzato platí, že je tempo růstu závislé na růstu hospodářství ČR, neboť nikdy nesmí dlouhodobě překročit tempo růstu HDP. Tento faktor nelze tedy příliš ovlivnit. Čím více se ale přibližuje  $g$  hodnotě WACC, tím rychleji stoupá hodnota společnosti. V obrázku níže můžeme názorně vidět výsledek zkoumání vlivu tempa růstu na hodnotu podniku. Je tedy jasné, že s rostoucím tempem růstu, roste i hodnota podniku a naopak.

Obrázek 25: Vliv tempa růstu g na hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

## 13.2 Vliv WACC na hodnotu podniku

Původní hodnota WACC byla stanovena jako průměr let 2017–2021 a činí 8,47 %. Při této hodnotě dosahuje podnik 14 754 tis. Kč. Pokud by došlo ke snížení WACC o 10 %, hodnota podniku by se zvýšila na 16 968 tis. Kč. Naopak zvýšení WACC o 10 % by zapříčinilo snížení hodnoty na 12 852 Kč.

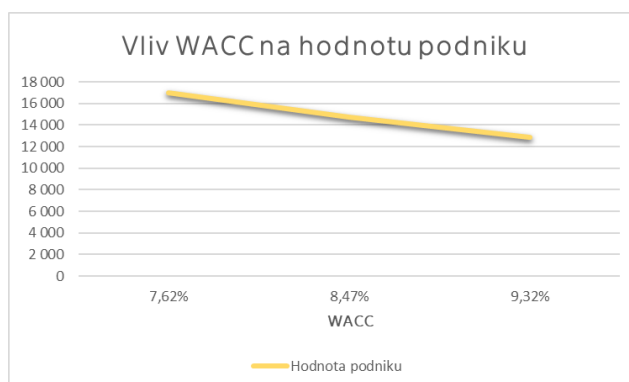
Tabulka 34: Vliv WACC na hodnotu podniku

Faktor změna o %	WACC		
	hodnota faktoru	hodnota podniku	index změny
-10	7,62%	16 968	1,1501
0	8,47%	14 754	1,0000
10	9,32%	12 852	0,8711

Zdroj: Vlastní zpracování

Snížení či zvýšení WACC může být zásadně ovlivněno hodnotou  $r_e$ , či podílem cizích zdrojů na financování podniku. Náklady vlastního kapitálu jsou ovšem z velké části ovlivněny i externími faktory a ke změně WACC tedy nemůže dojít pouze z podnětu podniku.

Obrázek 26: Vliv WACC na hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

### 13.3 Vliv hodnoty FCFF 2. fáze na hodnotu podniku

Posledním zkoumaným faktorem je FCFF 2. fáze. Původní stanovená hodnota pokračující fáze FCFF je 958 tis. Kč. V tabulce níže můžeme pozorovat jeho přímý vliv na hodnotu podniku. Zvýšíme-li odhad pokračujícího FCFF o 10 %, zvýší se hodnota 2. fáze a tedy i hodnota podniku vzroste z původních 14 754 tis. Kč na 15 940 tis. Kč. V relativním vyjádření se jedná o 8% zvýšení. Naopak snížení odhadu pokračujícího FCFF způsobuje snížení celkové hodnoty podniku. 10% snížení FCFF 2. fáze by pak způsobilo pokles celkové hodnoty podniku na 13 576 tis. Kč.

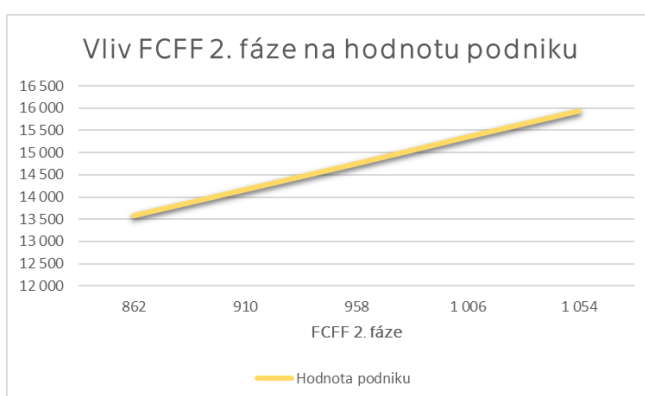
Tabulka 35: Vliv hodnoty FCFF 2. fáze na hodnotu podniku

Faktor změna o %	pokračující FCFF		
	hodnota faktoru	hodnota podniku	index změny
-10	862	13 576	0,9202
-5	910	14 167	0,9602
0	958	14 754	1,0000
5	1 006	15 349	1,0403
10	1 054	15 940	1,0804

Zdroj: Vlastní zpracování

Predikce tohoto faktoru z velké části závisí na sestavení finančního plánu. Výše pokračujícího FCFF vychází z výše FCFF předešlých let. Velkými rozdíly mezi minulými a pokračujícími peněžními toky by byl porušen princip kontinuity a plán by tak nebyl reálný. S velikostí vstupních parametrů je možno manipulovat pouze na základě posouzení finančního plánu.

Obrázek 27: Vliv FCFF 2. fáze na hodnotu podniku



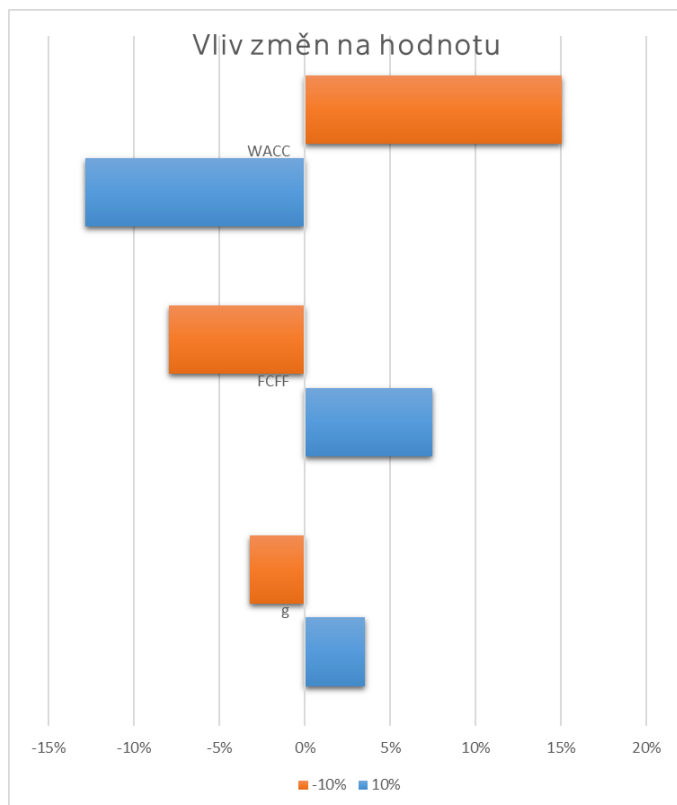
Zdroj: Vlastní zpracování

## 13.4 Shrnutí analýzy citlivosti

Faktory, které může firma v největší míře ovlivnit, jsou náklady vlastního kapitálu  $r_e$  a WACC. Prostřednictvím úpravy těchto parametrů, by mohla firma docílit vyšší hodnoty podniku. Nákladovost vlastního kapitálu může být například snížena úpravou modelu CAPM, kdy lze provést přepočítání koeficientu beta. Poklesem nákladovosti VK, klesne i diskontní míra a tím se zvýší hodnota společnosti. Hodnota WACC může být ovlivněna podílem cizích zdrojů ve firmě.

Faktory, které nejvíce ovlivňují hodnotu podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. je tempo růstu, které zároveň ovlivňuje i FCFF 2. fáze a WACC. Tempo růstu  $g$  ovlivňuje hodnotu podniku pozitivně. Zvyšuje-li se  $g$ , zvyšuje se i hodnota podniku. Naopak růst WACC má na hodnotu podniku negativní vliv.

Tabulka 36: Vliv změn vybraných faktorů na hodnotu podniku



Zdroj: Vlastní zpracování

# Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Elektroinstala BBS, s.r.o. k 15. 4. 2018. V první části byl čtenář seznámen s danou problematikou na teoretické bázi. Byly zde vyjmenovány důvody, které mohou vést vedení firmy k potřebě ocenění podniku, dále byl vymezen postup při stanovování hodnoty a teoreticky byla také popsána strategická, finanční a citlivostní analýza a v neposlední řadě bylo potřebné seznámit se s jednotlivými metodami ocenění.

V praktické části byl oceňovaný podnik v krátkosti charakterizován a poté byla zpracována analýza makroprostředí a mikroprostředí, ve kterém podniká. Zde byly zhodnoceny nejdůležitější faktory, které na podnik působí.

Další nedílnou součástí stanovení hodnoty podniku musí být finanční analýza. Zde byly vypočítány jednotlivé ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti a na základě výsledků pak bylo zhodnoceno finanční zdraví podniku. Lze konstatovat, že firma se po svém propadu v roce 2016 opět stabilizovala a dá se považovat za „zdravou“.

Finanční plán byl vytvořen pro roky 2018–2021 metodou procenta z tržeb a skládá se z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty. Dle dat ve výkazech lze předpokládat, že firma naváže na úspěchy z posledních let a zůstane i nadále finančně stabilní.

Po sestavení finančního plánu bylo možné provést ocenění podniku. Jako základní metoda byla zvolena DCF entity, neboť účelem bylo ocenění podniku jako celku. Na základě této metody byla zjištěna tržní hodnota společnosti k 15. 4. 2018 ve výši 14 754 tis. Kč. Pro kontrolu vhodnosti zvolené metody a správnosti zjištěné hodnoty bylo navíc provedeno ocenění dle metody DCF equity a EVA entity. Výsledky obou těchto metod prokázaly, že ocenění dle metody DCF entity bylo provedeno korektně. Pro doplnění byla zvolena metoda účetní hodnoty a také Value/EBITDA. Účetní hodnota k 31. 12. 2017 činila 8 806 tis. Kč a představuje tak dolní hranici výsledné hodnoty podniku. Value/EBITDA dosahuje hodnoty 14 484 tis. Kč. I výsledky těchto metod tedy prokázaly, že metoda DCF entity byla zvolena vhodně.

Posledním úkolem bylo zjistit, které parametry nejvíce ovlivňují výslednou hodnotu podniku. K tomu byla využita citlivostní analýza. Bylo zjištěno, že mezi faktory, které firma může v největší míře ovlivnit, lze zařadit náklady vlastního kapitálu a WACC. Úpravou těchto hodnot, by podnik mohl dosáhnout vyšší hodnoty.

Vzhledem ke stanovení tržní hodnoty společnosti Elektroinstala BBS, s.r.o. může být stanovený cíl této diplomové práce považován za splněný.



# Seznam použité literatury

## Tištěné zdroje:

1. DRUCKER, Peter F. The theory of the business: Harvard Business Review Classics. Harvard Business Press, 2017. ISBN 9781633692534.
2. FOTR, J., ŠVECOVÁ L. a kolektiv MANAŽERSKÉ ROZHODOVÁNÍ postupy, metody a nástroje – 2. přepracované vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2010 ISBN 978-80-86929-59-0
3. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku - 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001 ISBN 80-7179-529-1
4. KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažerské finance. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007, Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7179-903-0
5. MAREK, P. a kol., Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006 ISBN 80-86119-37-8
6. MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3
7. PORTER, M. E. *Konkurenční výhoda*. Victoria Publishing, 1993. ISBN 8085605120
8. SYNEK, Miloslav. Manažerská ekonomika. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1992-4
9. SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. [s.l.] : Grada Publishing, a. s., 2008. ISBN 978-80-247-2424-9
10. SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. [s.l.] : Grada Publishing, a. s., 2008. ISBN 978-80-247-2424-9
11. SYNEK, M. Podniková ekonomika. Praha: Beck, 2006. ISBN 80-7179-892-4
12. Výkazy a výroční zprávy firmy Elektroinstala BBS, s. r. o.

## Elektronické zdroje:

13. Český statistický úřad: *Stavebnictví - leden 2018* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/stavebnictvi-leden-2018>
14. CZ NACE: *NACE kódy, 43.21 Elektrické instalace*[online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/43-21-elektricke-instalace/>
15. *Damodaran online: Current Data* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

16. DRUCKER, Peter F. *The Theory of the Business: Harvard Business Review Classics*. Harvard Business Press, 1994.
17. *Elektroinstala BBS, s.r.o.* [online]. [cit. 2018-04-30]. Dostupné z: <http://www.ebbs.cz/>
18. *Hodnota přidaná trhem (MVA - Market Value Added)*[online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/hodnota-pridana-trhem>
19. *International Valuation Standards 1, 2 and 3* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <http://anzvps.api.org.au/documents/ANZVPS-04.pdf>
20. *Kurzy.cz: Stavebnictví - vývoj tržeb ve stavebnictví, 2018 - 1 rok* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/stavebnictvi/?imakroGraphFrom=1.1.2017>
21. *Ministerstvo financí ČR: Makroekonomická predikce - leden 2018* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2018/makroekonomicka-predikce-leden-2018-30908>
22. *Ministerstvo průmyslu a obchodu: Stavebnictví České republiky 2017* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/stavebnictvi-a-suroviny/informace-z-odvetvi/stavebnictvi-ceske-republiky-2017--235093/>
23. *Občanský zákoník: Zákon č. 89/2012 Sb.* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>
24. *Obchodní zákoník: Zákon č. 513/1991 Sb.* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>
25. *Oceňování podniků, jejich částí a podílů: Metody oceňování* [online]. [cit. 2018-04-25]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>
26. *The Economy and the Enviroment in the Czech Republic after 1989* [online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <http://www1.cenia.cz/www/sites/default/files/Economy%20and%20Environment%20in%20the%20Czech%20Republic%20after%201989.pdf>
27. *Veřejný rejstřík a sbírka listin: Elektroinstala BBS, s.r.o.*[online]. [cit. 2018-04-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-šfirma?ico=25011120>

# Seznam obrázků

Obrázek 1: Postavení podniku v rámci makroprostředí.....	15
Obrázek 2: Pět dynamických konkurenčních faktorů, které rozhodují o výnosnosti odvětví.....	18
Obrázek 3: Ukázka práce firmy Elektroinstala BBS, s.r.o.....	48
Obrázek 4: Meziroční růst reálného HDP v %, příspěvky jednotlivých výdajových složek v procentních bodech.....	50
Obrázek 5: Rozklad meziročního růstu spotřebitelských cen.....	51
Obrázek 6: Registrovaná nezaměstnanost v tis. osob, sezónně očištěno.....	52
Obrázek 7: Nominální měnové kurzy.....	53
Obrázek 8: Úrokové sazby v % p. a.....	55
Obrázek 9: Míra nezaměstnanosti v EU v listopadu 2017 v %, sezónně očištěná data.....	57
Obrázek 10: Hrubý domácí produkt - ČR a sousední státy, meziroční reálný růst v %.....	58
Obrázek 11: Výnosy ve stavebnictví v mld. Kč.....	60
Obrázek 12: Vývoj tržeb ve stavebnictví v ČR, 2018 - 1 rok.....	61
Obrázek 13: Struktura oběžných aktiv.....	69
Obrázek 14: Struktura vlastního kapitálu.....	70
Obrázek 15: Struktura cizích zdrojů.....	71
Obrázek 16: Podíl vybraných položek VZZ na celkových tržbách.....	72
Obrázek 17: Vývoj jednotlivých ukazatelů rentability v čase.....	74
Obrázek 18: Vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity.....	76
Obrázek 19: vývoj složek čistého pracovního kapitálu.....	78
Obrázek 20: Zlaté bilanční pravidlo.....	79
Obrázek 21: Bilanční pravidlo vyrovnání rizika.....	79
Obrázek 22: Bilanční pari pravidlo.....	80
Obrázek 23: Bilanční růstové pravidlo.....	80
Obrázek 24: Výsledná hodnota společnosti Elektroinstala BBS k datu ocenění.....	91
Obrázek 25: Vliv tempa růstu g na hodnotu podniku.....	94
Obrázek 26: Vliv WACC na hodnotu podniku.....	94
Obrázek 27: Vliv FCFF 2. fáze na hodnotu podniku.....	95

# Seznam tabulek

Tabulka 1: Vývoj reálného HDP v ČR a jeho predikce .....	49
Tabulka 2: Míra inflace v ČR a její predikce .....	51
Tabulka 3: Míra nezaměstnanosti v ČR a její predikce .....	51
Tabulka 4: Měnové kurzy - roční.....	53
Tabulka 5: Úrokové sazby - roční.....	54
Tabulka 6: Hrubý domácí produkt - meziroční růst v %.....	57
Tabulka 7: Horizontální analýza aktiv - absolutní změny.....	63
Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv - relativní změny .....	64
Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv - absolutní změny.....	66
Tabulka 10: Horizontální analýza pasiv - relativní změny.....	66
Tabulka 11: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - absolutní změny .....	67
Tabulka 12: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty - relativní změny.....	67
Tabulka 13: Vertikální analýza aktiv .....	68
Tabulka 14: Vertikální analýza pasiv .....	70
Tabulka 15: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	72
Tabulka 16: Výpočet ukazatelů rentability.....	73
Tabulka 17: Výpočet ukazatelů rentability.....	75
Tabulka 18: Výpočet ukazatelů likvidity.....	76
Tabulka 19: Výpočet ukazatelů zadluženosti .....	77
Tabulka 20: Analýza čistého pracovního kapitálu.....	77
Tabulka 21: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč) .....	82
Tabulka 22: Plánovaná rozvaha (tis. Kč).....	83
Tabulka 23: Tabulka 24: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2016 - 2021 .....	85
Tabulka 24: Výpočet WACC v letech 2016 - 2021 .....	85
Tabulka 25: Výpočet volných peněžních toků do firmy v letech 2017 - 2021 .....	86
Tabulka 26: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (FCFF).....	87
Tabulka 27: Výpočet volných peněžních prostředků pro vlastníky v letech 2017 - 2021 .....	88
Tabulka 28: Výpočet hodnoty podniku dle metody DCF equity (FCFE) .....	88
Tabulka 29: Výpočet ekonomické přidané hodnoty v letech 2017 - 2021 .....	89
Tabulka 30: Výpočet hodnoty podniku dle metody EVA.....	89
Tabulka 31: Výsledná hodnota podniku dle metody účetní hodnoty k datu ocenění..	90
Tabulka 32: Hodnota podniku dle metody Value/ EBITDA.....	90
Tabulka 33: Vliv tempa růstu g na celkovou hodnotu podniku.....	93
Tabulka 34: Vliv WACC na hodnotu podniku .....	94
Tabulka 35: Vliv hodnoty FCFF 2. fáze na hodnotu podniku .....	95
Tabulka 36: Vliv změn vybraných faktorů na hodnotu podniku .....	96

# Seznam zkratek

A	Aktiva
$\beta$	Beta koeficient, míra systematického rizika
$\beta_{levered}$	Beta zadlužená, beta vlastního kapitálu u zadlužené firmy
$\beta_{unlevered}$	Beta nezadlužená, beta vlastního kapitálu při nulovém zadlužení firmy
C	Celkový investovaný kapitál
CF	Peněžní tok (Cash Flow)
CZ	Cizí zdroje
D	Cizí zpoplatněný kapitál (Debt)
DCF	Diskontovaný peněžní tok (Discounted Cash Flow)
E	Vlastní kapitál (Equity)
EAT	Zisk po zdanění (Earnings After Taxes)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (Earnings Before Interest and Taxes)
EBITDA	Zisk s úroky, zdaněním a odpisy (Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortization)
FCF	Volný peněžní tok (Free Cash Flow)
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky (Free Cash Flow to the Equity)
FCFF	Volný peněžní tok do firmy, tj. pro vlastníky i věřitele (Free Cash Flow to the Firm)
g	Tempo růstu
$H_b$	Hodnota podniku brutto, tj. hodnota podniku jako celku
$H_n$	Hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku
KZ	Krátkodobé závazky
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
NCWC	Nefinanční pracovní kapitál (Noncash Working Capital)
NOA	Čistá operační aktiva (Net Operating Assets)
NOPAT	Provozní zisk po zdanění (Net Operating Profit After Taxes)
NWC	Čistý pracovní kapitál (Net Working Capital)
NÚ	Nákladové úroky
$r_d$	Náklady na cizí kapitál (Rate of debt)
$r_e$	Náklady na vlastní kapitál (Rate of equity)
$r_f$	Bezriziková výnosová míra (Risk-free rate)
$r_m - r_f$	Tržní riziková prémie
ROA	Rentabilita aktiv (Return on Assets)
ROCE	Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (Return on Capital Employed)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity)
ROS	Rentabilita tržeb (Return on Sales)
t	Daňová sazba (Tax rate)
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)
WC	Pracovní kapitál (Working Capital)

# Přílohy

Příloha 1: Rozvaha ve zjednodušeném rozsahu pro roky 2011 - 2017.....	103
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušeném rozsahu pro roky 2011 - 2017.....	104
Příloha 3: Finanční analýza plánu- rentabilita.....	104
Příloha 4: Finanční analýza plánu - aktivita.....	104
Příloha 5: Finanční analýza plánu - likvidita.....	104
Příloha 6: Finanční analýza plánu - zadluženost.....	104

Příloha 1: Rozvaha ve zjednodušeném rozsahu pro roky 2011 – 2017

Rozvaha ve zjednodušeném rozsahu (v tis. Kč)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>5 561</b>	<b>7 362</b>	<b>6 821</b>	<b>7 902</b>	<b>9 367</b>	<b>7 959</b>	<b>8 806</b>
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	525	495	802	688	573	459	345
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	525	495	802	688	573	459	345
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	5 036	6 867	6 019	7 214	8 794	7 500	8 461
C. I.	Zásoby	823	397	312	398	462	517	415
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	-6	4	0	0	4	0
C. III.	Krátkodobé pohledávky	2 382	3 926	2 084	4 087	4 954	2 239	2 478
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 831	2 550	3 619	2 729	3 378	4 740	5 568
D. I.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>5 561</b>	<b>7 362</b>	<b>6 821</b>	<b>7 902</b>	<b>9 367</b>	<b>7 959</b>	<b>8 806</b>
A.	Vlastní kapitál	4 316	4 591	4 971	5 204	6 613	5 737	6 765
A. I.	Základní kapitál	102	102	102	102	102	102	102
A. II.	Kapitálové fondy	85	90	90	10	53	30	60
A. III.	Fondy ze zisku	10	10	10	10	10	10	10
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	3 489	4 113	4 264	4 518	4 772	5 948	5 595
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	630	276	505	564	1 676	-353	998
B.	Cizí zdroje	1 245	2 771	1 850	2 698	2 754	2 222	2 041
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	266	532	486
B. II.	Dlouhodobé závazky	134	136	132	297	361	670	550
B. III.	Krátkodobé závazky	1 111	2 635	1 718	2 401	2 127	1 020	1 005
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	0	0
C. I.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastní zpracování – účetní závěrka Elektroinstala BBS, s.r.o.

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušeném rozsahu pro roky 2011 – 2017

Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušeném rozsahu ( v tis. Kč)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0	0
II.	Výkony	8 189	10 640	11 153	1 637	14 042	8 255	11 889
B.	Výkonová spotřeba	3 551	6 241	6 386	6 959	7 765	4 051	6 055
C.	Osobní náklady	3 981	3 701	4 162	4 414	4 622	4 140	4 578
D.	Daně a poplatky	47	35	19	73	51	46	45
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	76	54	103	145	138	181	145
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálů	17	20	14	3	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	14	6	12	1	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	190	0	0	62	266	-3	40
IV.	Ostatní provozní výnosy	348	234	196	766	899	141	258
H.	Ostatní provozní náklady	0	467	0	5	1	275	10
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	695	370	681	747	2 098	-294	1 274
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	1	0	0	1
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	64	47	55	59	57	59	60
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-64	-47	-55	-58	-57	-59	-59
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	0	47	121	125	365	0	217
**	Výsledek hospodaření za běžnou činností	631	276	505	564	1 676	-353	1 215
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	1	0	0	0	0	0	0
S.	Daň z příjmu z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-1	0	0	0	0	0	0
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	630	276	505	564	1 676	-353	998

Zdroj: Vlastní zpracování – účetní závěrka Elektroinstala BBS, s.r.o.

Příloha 3: Finanční analýza plánu - rentabilita

<b>Rentabilita</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
ROE(čistý zisk/vl.kap)	15%	15%	15%	16%
ROA (EBIT/Aktiva)	14%	14%	14%	15%
ROCE (EBIT/dl.kap)	17%	17%	18%	18%
ROS (čistý zisk/tržby)	8%	8%	8%	8%

Zdroj: Vlastní zpracování – finanční plán

Příloha 4: Finanční analýza plánu - aktivita

<b>Aktivita</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Obrat aktiv	1,39	1,42	1,46	1,49
Obrat zásob	14,29	14,29	14,29	14,29
Obrat pohledávek	7,69	3,33	3,33	3,33
Obrat krátkodobých závazků	7,69	7,69	7,69	7,69
Doba obratu zásob	25,20	25,20	25,20	25,20
Doba obratu pohledávek	46,80	108,00	108,00	108,00
Doba obratu krátkodobých závazků	46,80	46,80	46,80	46,80

Zdroj: Vlastní zpracování – finanční plán

Příloha 5: Finanční analýza plánu - likvidita

<b>Likvidita</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Běžná likvidita	5,17	5,03	4,90	4,77
Pohotová likvidita	4,63	4,49	4,36	4,23
Okamžitá likvidita	2,32	2,18	2,05	1,93

Zdroj: Vlastní zpracování – finanční

Příloha 6: Finanční analýza plánu - zadluženost

<b>Zadluženost</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Zadluženost celkem	24%	24%	24%	25%
Zadluženost dlouhodobá	7%	7%	7%	7%

Zdroj: Vlastní zpracování – finanční plán



# Evidence výpůjček

Prohlášení:

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

Jméno a příjmení: Šárka Cyriusová

V Praze dne: 04. 05. 2018

Podpis:

Jméno	Oddělení/ Pracoviště	Datum	Podpis