

DIPLOMOVÁ PRÁCE

Stanovení hodnoty firmy

Business Valuation of a Company

STUDIJNÍ PROGRAM

Projektové řízení inovací

VEDOUCÍ PRÁCE

Ing. Miroslav Sponer, Ph.D.

MICHAL

TOMKO

2022

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: **Tomko** Jméno: **Michal** Osobní číslo: **470482**
Fakulta/ústav: **Masarykův ústav vyšších studií**
Zadávací katedra/ústav: **Institut ekonomických studií**
Studijní program: **Projektové řízení inovací**

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

Stanovení hodnoty firmy

Název diplomové práce anglicky:

Business Valuation of a Company

Pokyny pro vypracování:

CÍL PRÁCE: Cílem závěrečné práce je na základě provedené strategické a finanční analýzy stanovit hodnotu vybraného podniku.

PŘÍNOS PRÁCE: Přínosem práce bude provedení strategické a finanční analýzy vybraného podniku a následné stanovení jeho hodnoty.

OSNOVA: (1) Úvod práce, cíl práce, (2) Relevantní teoretická východiska, (3) Charakteristika podniku, (4) Analýza současného stavu, (5) Návrh řešení, doporučení k implementaci, (6) Závěry, shrnutí výsledků.

Seznam doporučené literatury:

GRANT, James L. Foundations of Economic Value Added. 2. United States of America: John Wiley, 2003. ISBN 0-471-23483-4.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-808-7865-385.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava. Finanční analýza firmy. 1. vyd. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357392-8.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3308-1.

SINHA, Gokul. Financial statement analysis. 2. New Delhi: PHI learning, 2012. ISBN 978-81203-4660-4.

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

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

Ing. Miroslav Sponer, Ph.D., institut ekonomických studií MÚ

Jméno a pracoviště druhé(ho) vedoucí(ho) nebo konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: **25.01.2021**

Termín odevzdání diplomové práce: **13.01.2022**

Platnost zadání diplomové práce: **19.09.2022**

Ing. Miroslav Sponer, Ph.D.
podpis vedoucí(ho) práce

Mgr. František Hřebík, Ph.D.
podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

prof. PhDr. Vladimíra Dvořáková, CSc.
podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Diplomant bere na vědomí, že je povinen vypracovat diplomovou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací. Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je třeba uvést v diplomové práci.

Datum převzetí zadání

Podpis studenta

TOMKO, Michal. *Stanovení hodnoty firmy*. Praha: ČVUT 2022. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV
VYŠŠÍCH STUDIÍ
ČVUT V PRAZE**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v 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: 13. 01. 2022

Podpis:

Poděkování

Tímto bych chtěl poděkovat svému vedoucímu Ing. Miroslavu Sponerovi, Ph.D. za poskytnutí odborného vedení a dohledu při zpracovávání diplomové práce, za jeho rady a rychlé reakce na mé otázky.

Abstrakt

Tato diplomová práce má za cíl ocenit podnik Rudolf Jelínek a.s. V teoretické části se zabývá nejprve definicí samotného podniku a jeho hodnotou a následně se zabývá základními předpoklady, které jsou pro ocenění nutné, v samotném závěru teoretické části pak rozebírá jednotlivé metody oceňování. V praktické části podrobně představuje podnik Rudolf Jelínek a.s., v dalších krocích je zhotovená strategická a finanční analýza. S ohledem na výsledky obou analýz je vytvořen finanční plán. Nakonec je kompletní finanční plán využit pro využití metody diskontovaných peněžních toků, která nám stanoví hodnotu podniku.

Klíčová slova

Podnik, ocenění, hodnota, strategická analýza, finanční analýza, finanční plánování

Abstract

This master thesis aims to evaluate company Rudolf Jelínek a.s. The theoretical part deals with the definition of company itself and its value and then it focuses on basic requirements that are necessary for evaluation of a company. At the very end of theoretical part are discussed various valuation methods. In the practical part is presented company Rudolf Jelínek a.s., in the next step strategic and financial analysis is made. According to results of both analyses, a financial plan is created. Finally, financial plan is used for usage of discounted cash flow method, which determines the value of the company.

Key words

Company, evaluation, value, strategic analysis, financial analysis, financial plan

Obsah

Úvod	5
1 Teoretická východiska pro oceňování podniku	8
1.1 Podnik	8
1.2 Podnik a jeho hodnota	8
1.3 Důvody oceňování podniku.....	11
1.4 Faktor času.....	12
1.5 Faktor rizika	12
2 Postup oceňování	13
2.1 Sběr vstupních dat.....	14
3 Strategická analýza	15
3.1 Analýza makroprostředí	16
3.1.1 PEST analýza	16
3.2 Analýza mikroprostředí.....	17
3.2.1 Porterův model pěti sil	18
3.3 SWOT analýza.....	18
4 Finanční analýza	19
4.1 Analýza účetních výkazů z pohledu oceňovatele.....	19
4.2 Finanční analýza a její metody.....	20
4.3 Absolutní ukazatele.....	21
4.3.1 Vertikální analýza.....	21
4.3.2 Horizontální analýza	22
4.4 Poměrové ukazatele	22
4.4.1 Ukazatele rentability	22
4.4.2 Ukazatele zadluženosti.....	23
4.4.3 Ukazatele aktivity	24
4.4.4 Ukazatele likvidity	26
4.5 Pracovní kapitál.....	27
4.6 Ekonomická přidaná hodnota	27
5 Finanční plánování	28
5.1 Postup sestavení finančního plánu	28

6	Oceňovací metody	29
6.1	Ocenění na základě výnosových metod	30
6.1.1	Metoda diskontovaného cash flow.....	30
6.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	33
6.2	Oceňování na základě analýzy trhu	34
6.2.1	Přímé ocenění vycházející z dat kapitálového trhu.....	34
6.2.2	Oceňování metodou tržního porovnání	35
6.3	Ocenění na základě analýzy majetku	35
6.3.1	Metoda likvidační hodnoty.....	35
6.3.2	Metoda účetní hodnoty.....	36
6.3.3	Substanční metoda	37
7	Rudolf Jelínek a.s.	39
7.1	Základní údaje o společnosti.....	39
7.2	Představení společnosti	40
7.2.1	Historie společnosti	41
7.2.2	Produktové portfolio	42
8	Strategická analýza vnějšího prostředí	43
8.1	PEST analýza.....	43
8.1.1	Politické a legislativní faktory	43
8.1.2	Ekonomické faktory	44
8.1.3	Sociální a demografické faktory	45
8.1.4	Technologické faktory.....	45
8.2	Porterův model 5 sil.....	46
8.2.1	Dodavatelé.....	46
8.2.2	Odběratelé	46
8.2.3	Potenciální noví konkurenti	46
8.2.4	Substituční výrobky	47
9	Finanční analýza společnosti	48
9.1	Zkrácené účetní výkazy.....	48
9.1.1	Rozvaha	48
9.1.2	Výkaz zisku a ztráty.....	49
9.2	Vertikální a horizontální analýza	49

9.2.1	Vertikální a horizontální analýza rozvahy	49
9.2.2	Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	52
9.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	54
9.3.1	Analýza ukazatelů rentability.....	54
9.3.2	Analýza ukazatelů zadluženosti	55
9.3.3	Analýza ukazatelů aktivity.....	56
9.3.4	Analýza ukazatelů likvidity.....	58
9.4	Analýza pracovního kapitálu.....	59
9.5	Analýza ukazatele EVA	60
10	SWOT analýza.....	61
10.1.1	Silné stránky	61
10.1.2	Příležitosti	62
10.1.3	Slabé stránky	62
10.1.4	Hrozby	62
10.1.5	Vyhodnocení SWOT analýzy	63
11	Finanční plán	64
11.1	Plán rozvahy	64
11.2	Plán výkazu zisku a ztráty.....	65
12	Ocenění společnosti	67
12.1	Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál.....	67
12.2	Výpočet volných peněžních toků do firmy	68
12.3	Stanovení hodnoty.....	68
12.3.1	První fáze.....	68
12.3.2	Druhá fáze	69
12.3.3	Hodnota podniku	69
	Závěr	70
	Seznam použité literatury	72
	Seznam obrázků	75
	Seznam tabulek	76

Úvod

V této diplomové práci se budeme zabývat stanovením hodnoty podniku. Společnost, která je předmětem ocenění je Rudolf Jelínek a.s., neboť se jedná o podnik s bohatou historií a je velmi známý napříč českou populací. Výchoziskem pro ocenění tohoto podniku jsou veřejně dostupné účetní výkazy za posledních pět let. Nejaktuálnější použitá účetní závěrka je zhotovena k datu 31. 12. 2020, takže i výsledná hodnota podniku bude platná k tomuto datu.

Destiláty společnosti Rudolf Jelínek a.s. jsou dnes známé v mnoha zemích světa a jejich tradice sahá až do roku 1585. Společnost je proslulá především výrobou slivovice, ale její produktové portfolio obsahuje mnoho dalších destilátů. V současnosti patří společnost mezi největší výrobce alkoholických nápojů v České republice a lze tvrdit, že každý Čech jméno Rudolf Jelínek zná.

Ocenění podniku je v podstatě služba, která se přizpůsobuje potřebám objednavatele na základě jeho cílů a zájmů. Nejčastějším důvodem ocenění je koupě či prodej podniku, ale zhotovuje se také v situaci, kdy do podniku vstupují noví společníci, v případě fúze či přeměně podniku. Pro správné ocenění je nutné brát v úvahu nejen finanční data o podniku, ale také okolí, ve kterém operuje.

Na hodnotu podniku lze nahlížet mnoha pohledy, v základu jí můžeme rozdělovat na brutto a netto. Hodnota brutto v sobě zahrnuje pro vlastníky i věřitele, takže se jedná o hodnotu celé podnikatelské entity. V rámci hodnoty netto uvažuje pouze hodnotu kapitálu, který byl vložen vlastníky.

Cílem diplomové práce je ocenit podnik Rudolf Jelínek a.s. s využitím strategické a finanční analýzy. Výstupy práce mohou sloužit managementu společnosti pro budoucí rozhodování nebo potenciálnímu kupci.

Diplomová práce je rozdělena na dva hlavní oddíly. Prvním oddílem je teoretická část vytvářející základ, ze kterého vychází druhý oddíl práce – praktická část.

V teoretické části bude nejdříve definován pojem podnik a hodnota, které jsou zásadní k pochopení celé problematiky. Po vymezení těchto základních termínů se přesuneme k představení nástrojů, které se zaměřují na mikro a makro prostředí podniku a pomáhají nám zanalyzovat strategickou pozici podniku. Dále probereme finanční analýzu a běžně používané finanční ukazatele. Nezbytnou součástí ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků je finanční plán, kterému se budeme věnovat v kapitole před samotnými oceňovacími metodami.

Prvním krokem praktické části bude podrobné představení oceňované podniku, podíváme se na jeho historii, produktové portfolio a ostatní zajímavá data. V další fázi budeme vycházet z teoretické části a nástroje v ní představené budeme aplikovat na

konkrétní situaci a data. V rámci strategické analýzy zjistíme, jak si podnik stojí z pohledu trhu a konkurence, ve finanční analýze pak využijeme finanční data, na základě kterých budeme schopni zhodnotit finanční zdraví podniku. Po zhotovených analýzách se přesuneme k finančnímu plánu, ve kterém budeme zohledňovat výsledky obou analýz. Závěrem praktické části bude stanovení hodnoty podniku s využitím metody diskontovaných peněžních toků do firmy (FCFF), protože dokáže nejlépe uchopit finanční plán, který se opírá o podrobnou analýzu finančních dat a situaci na trhu.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Teoretická východiska pro oceňování podniku

Na začátku je důležité, abychom si definovali základní pojmy, se kterými se při oceňování podniku pracuje, a plně chápali jejich význam, neboť hodnota podniku jako taková nespočívá pouze v hodnotě jeho aktiv, ale ovlivňuje jí mnoho dalších aspektů, které je nutné si vymezit.

1.1 Podnik

Vzhledem k tomu, že v diplomové práci se budeme zabývat stanovováním hodnoty podniku, je nutné, abychom si tento pojem vysvětlili.

Definice podniku není pouze jedna platná, ale existuje jich hned několik. Nejdříve se podíváme na to, jak je definován samotným zákonem. Od roku 2012 byl pojem podnik nahrazen termínem obchodní závod a dle zákona č. 89/2012 sb. je definován následovně: „*Obchodní závod (dále jen „závod“)* je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (Zákon č.89/2012 sb.)

Toto znění postrádá vysvětlení pojmu podnikání a podnikatele jako takového, a proto je vhodné, abychom si zde uvedli znění § 420, vymezující pojem podnikatel: „*Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.*“ (Zákon č.89/2012 sb.)

Nyní se podíváme, jak podnik definují někteří autoři. Lze ho chápat jako méně likvidní aktivum, se kterým lze obchodovat na trzích, které nejsou příliš transparentní. Vliv nízké transparentnosti se poté projevuje v samotném vymezování hodnoty podniků (Mařík, 2018, s. 17).

Kislingerová (1999) na podnik nahlíží jako na soubor hmotného a nehmotného majetku, jehož součástí je také lidský faktor, který chápeme jako pracovní sílu společně se znalostmi a zkušenostmi. Kombinace těchto faktorů pak utváří ucelený komplex umožňující podniku svou činnost.

1.2 Podnik a jeho hodnota

Hodnota podniku je stanovena očekávanými příjmy v budoucnosti na úrovni vlastníků, případně všech investorů, které budeme diskontovat na jejich hodnotu v současnosti.

Jinými slovy lze hodnotu podniku chápat jako očekávání jeho budoucího vývoje převedené na peníze (Sabolovič, 2008, s. 16).

Dle Maříka (2018) lze na hodnotu podniku při jejím stanovování nahlížet z více rovin:

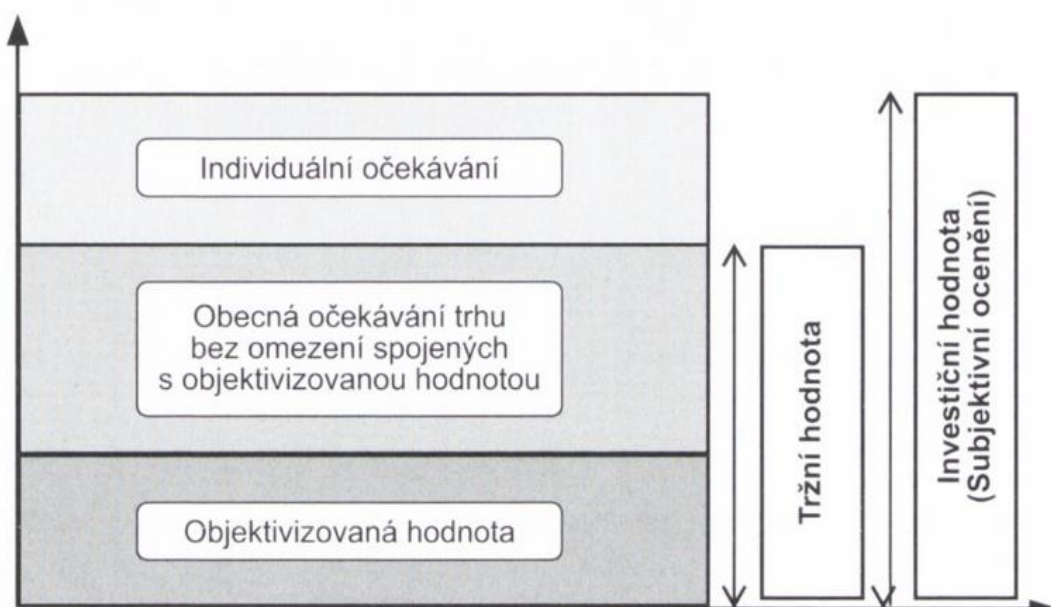
- Hodnota brutto
- Hodnota netto

Hodnota brutto uvažuje hodnotu podniku jako celé podnikatelské entity a zahrnuje v sobě hodnotu pro vlastníky i věřitele. V dnešní době je však obvyklé, že vymezení této hladiny může mít různá pojetí. Lze na ní nahlížet jako na ocenění veškerého majetku, který podnik vlastní, takže sledujeme hodnotu pro vlastníky a veškeré věřitele. V druhém případě, který je dnes častější, je určení brutto hodnoty pro vlastníky, ale jen pouze pro věřitele, kteří podniku poskytli úročený cizí kapitál (Mařík, 2018, s. 19).

Hodnota netto se zaměřuje na hodnotu kapitálu vložený samotnými vlastníky, tudíž je pro věřitele tato hodnota irelevantní. Oceňování na úrovni netto je obvyklý úkol pro oceňovatele (Mařík, 2018, s. 19).

Je důležité si také uvědomit, že hodnota podniku není synonymum pro jeho cenu, jako je obvyklé pro jiné zboží, neboť výsledná cena podniku je ovlivněna dalšími specifickými faktory, jako jsou například vztahy mezi jednotlivými stranami a jejich vyjednávací schopnosti.

Pokud na podnik budeme nahlížet jako na zboží, tak lze říct, že se vyznačuje primárně vzácností, protože působení trhu se zde nahrazuje individuálním jednáním o podmínkách směny. Dalším specifikem je nízká míra organizovanosti trhu, jelikož zde není běžná konkurence a chybí zde soustředování nabídky a poptávky, a také zde působí fakt, že každý podnik je ve své podstatě jedinečný (Kislingerová, 1999, s. 7).



Obrázek 1 Vztah mezi jednotlivými druhy hodnot, zdroj: Mařík, 2018, s. 37

- Tržní hodnota

Tržní hodnota představuje částku, kterou je ochoten potenciální kupec za podnik zaplatit. Tato hodnota je tedy platná v případě, že existuje trh s podniky, ve kterém se nachází více kupujících a prodávajících, a společné splnění těchto podmínek nám vytvoří situaci pro vznik tržní ceny. Obecně tedy platí, že tržní hodnota je odhadem rovnovážné ceny.

Pro oceňovatele je zásadní, aby měl k dispozici všechna významná data a při stanovování hodnoty zohlednit všechna fakta s podnikem a jeho hodnotou související. Nicméně je také nutné, aby oceňovatel zapojil vlastní úsudek z důvodu nedostatečného množství srovnatelných údajů na trhu a charakteristiky majetku (Mařík, 2018, s. 26).

Hütter (2008) pojednává o tržní hodnotě jako o hodnotě, která je platná ke konkrétnímu datu a odpovídá ceně, za kterou bude podnik prodán. Podmínkou této transakce je transparentnost a svobodný průběh ze strany všech zainteresovaných stran.

- Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota řeší otázku toho, za kolik by bylo vhodné čili spravedlivé převést podnik z jednoho subjektu na druhý při zohlednění všech výhod a nevýhod plynoucích pro obě strany transakce. Od tržní hodnoty se liší tím, že v tržní hodnotě se promítají pouze benefity, které mohou plynout pro jakýkoliv tržní subjekt. Může ovšem nastat situace, kdy se spravedlivá hodnota nachází na stejné hladině jako tržní.

Tato hodnota je problematická v tom, že při jejím stanovování nelze použít žádná obecná pravidla, neboť v každé situaci bude její určení něčím specifické a jedinečné (Mařík, 2018, s. 33).

- Investiční hodnota

Investiční hodnota se zaměřuje na hodnotu podniku pro konkrétní subjekt, proto lze tuto hodnotu můžeme také nazývat jako subjektivní. Je určena přínosy, které subjekt získává při vlastnění podniku. Narozdíl od tržní či spravedlivé hodnoty se při práci s hodnotou investiční nemusí nutně předpokládat s budoucím prodejem podniku. Je tedy založená na podmínkách a finančních cílech vlastníka, neboť z jeho pohledu je počítána. Často je tedy výpočet této hodnoty vykonáván samotným vlastníkem a není potřeba účast odhadce (Mařík, 2018 s. 34).

Dle Saboloviče (2008) se tento typ hodnoty používá, pokud se rozhoduje mezi sanací či likvidací podniku.

- Objektivizovaná hodnota

Tento typ hodnoty je stanovovaný především odhadci, protože investiční hodnota uvažuje s výhodami plynoucí pro vlastníci subjekt a není tedy objektivní pro okolí, které

nemá s podnikem žádnou vazbu. Odhadce tedy hodnotu objektivizuje tím, že se jedná o nezajímavou stranu a do svého odhadu nezapočítává výhody plynoucí vlastníku podniku. Při postupu stanovování se dodržují určité zásady, aby se dosáhlo maximální reprodukovatelnosti ocenění a zamezilo se pochybnostem (Mařík, 2018, s. 35). Sabolovič (2008) ve své publikaci uvádí, že objektivizovaná hodnota je vhodná především při posuzování bonity podniku a slouží jako pomůcka při rozhodnutí, zda podniku poskytnout úvěr.

- Kolínská škola

V Evropě je často problémem hovořit o tržní hodnotě podniku jako takové, protože trh s podniky je v Evropě velmi omezen. Na trhu není dostatečná transparentnost a ve většině případů také není jasné, zda byl obchodovaný podnik samostatně pokračující ve své činnosti či obsahuje synergie. Reálným trhem je tedy pouze kapitálový trh, z jehož pohledu můžeme u akciových společností hovořit o tržní hodnotě. Na základě této situace je východiskem na straně prodávajícího i kupujícího subjektivní hodnota, na který pohlíží právě Kolínská škola. Ta prosazuje, že ocenění se nemá upravovat podle jednotlivých podnětů, ale na základě funkcí, které má pro uživatele ocenění přinášet (Mařík, 2018, s. 38).

Dle Maříka (2018) jsou to zejména následující funkce:

- Poradenská funkce
- Rozhodčí funkce
- Argumentační funkce
- Komunikační funkce
- Daňová funkce

1.3 Důvody oceňování podniku

Na oceňování podniku nahlížíme jako na službu, neboť potenciálnímu zákazníkovi přináší nějaký užitek. Přínos pro objednavatele může mít různé podoby podle jeho potřeb a cílů, na jejichž základě je oceňování zhotoveno (Mařík, 2018, s. 42).

Důvody pro ocenění mohou být různé, kde za základní můžeme považovat ocenění z důvodu koupě či prodeje podniku. Je ale také nezbytné při vstupu nových společníků nebo při fúzi či přeměně podniku (Vochozka, 2011).

Podle Maříka (2018) lze důvody rozřadit do základních dvou hledisek:

- Ocenění související s vlastnickými změnami
- Ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám

Výše zmíněné důvody jsou související s vlastnickými změnami, pokud bychom si měli vyjmenovat nějaké, které můžeme řadit do situace, kdy nedochází k vlastnickým změnám, tak to jsou situace takové, kdy se jedná například o změnu právní normy podniku, zastavení podílu nebo také v souvislosti s poskytnutím úvěru.

1.4 Faktor času

Hodnotou aktiva rozumíme jeho současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které plynou jeho držitelům (Sabolovič, 2008).

Na základě této definice postupuje oceňovatel při využití výnosových metod, zároveň se může podle ní řídit i při majetkovém ocenění, nicméně zmíněná definice má své opodstatnění i při použití jiné oceňovací metody.

Dalším důležitým aspektem je časová hodnota peněz, která nám říká, že příjem, který získáme dříve, má pro nás větší význam než ten získaný později, neboť ho můžeme využít k investicím, ze kterých budou plynout další výnosy.

Na základě zmíněných definic musíme všechny budoucí příjmy podniku převést k datu ocenění neboli zjistit jejich současnou hodnotu (Mařík, 2018, s. 57).

1.5 Faktor rizika

Faktor rizika pracuje s pravděpodobností, s jakou budou odhadované výnosy v budoucnu naplněny. Do této pravděpodobnosti vstupuje nejistota a nepředvídatelnost vývoje budoucích výnosů z hospodářské činnosti (Sabolovič, 2008, s. 27).

Hodnota aktiva narůstá s růstem pravděpodobnosti očekávaných příjmů, naopak čím vyšší riziko je s těmito příjmy spojené, tím je hodnota aktiva v současnosti nižší (Mařík, 2018, s. 58).

Ideálním příkladem tohoto faktoru je současná pandemie, která ochromila hlavně v první polovině roku 2020 široké spektrum průmyslových odvětví a následně tedy ovlivnila hodnoty zasažených podniků.

Mařík (2018) faktor rizika týkající se podnikatelské činnosti rozděluje do následujících podskupin:

- Obchodní riziko
- Finanční riziko
- Celkové riziko

Obchodní riziko je spjato s proměnlivostí čistých výnosů způsobenou změnou v množství prodeje nebo ve výši fixních nákladů.

Finanční riziko je rovněž spjato s fixními náklady, neboť je spojeno se splácením fixních nákladových úroků, které vede k proměnlivosti celkového výsledku hospodaření.

Celkové riziko se pak určuje na základě kolísání samotného výsledku hospodaření za běžnou činnost.

2 Postup oceňování

Zprvu je žádoucí, abychom si stanovili jasný důvod, na základě kterého hodnotu podniku budeme určovat a jaký druh hodnoty chceme stanovit. Vybrané techniky se tedy přímo podřizují účelu, za kterým je oceňování prováděno (Sabolovič, 2008, s. 41).

Mařík (2018) ve své knize vytvořil postup v následujících bodech:

- Vytvořit strategickou a finanční analýzu
- Zvolit vhodnou metodu oceňování

Tvorba strategické a finanční analýzy nám nastíní, jaká je celková současná situace podniku, jeho postavení na trhu a hlavně nám pomůže pochopit, jaká je jeho schopnost tvořit hodnotu a přežít v budoucnu.

V další fázi zvolíme vhodnou metodu pro stanovení hodnoty podniku, jejíž výběr se zakládá také právě na zhotovené strategické a finanční analýze. Je důležité si uvědomit, zda ocenění vzniká za účelem spojení podniků, neboť v tomto případě je postup odlišný. Nejdříve stanovíme hodnotu podniku, při které budeme předpokládat, že podnik pokračuje samostatně a v další části zahrneme do oceňování i faktory, které ovlivňují hodnotu podniku po spojení s jiným. Tyto dvě hodnoty nám pak tvoří určitou představu o dolní a horní hranici ceny.

Zatímco Mařík (2018) nám definoval postup spíše obecně, Kislíngerová (1999) uvádí postup, který je více zaměřen na specifikaci jednotlivých kroků:

- Vymezení zadání práce
- Vytvoření pracovního týmu
- Plán práce
- Sběr vnitřních a vnějších informací
- Analýza dat
- Výběr metod ve vazbě na cíl práce
- Analýza ocenění
- Syntéza výsledků
- Závěr

2.1 Sběr vstupních dat

Získání vstupních dat je stěžejním krokem pro oceňování podniku. Při sběru dat vycházíme z účelu, za jakým je oceňování zhotovováno, a také bereme v úvahu, jakou bázi hodnoty zjišťujeme.

Podle Maříka (2018) můžeme rozdělovat vstupní data do určitých kategorií:

- Základní data

V této kategorii identifikujeme základní údaje o podniku, jedná se především o název, právní normu a v neposlední řadě o odvětví, ve kterém podnik operuje. Zaměřujeme se také na vlastnickou strukturu a dceřiné společnosti. Je také vhodné prostudovat historii podniku a v případě potřeby jeho další finanční investice.

- Ekonomická data

V této části se jedná především o finanční data podniku, která najdeme v účetních výkazech. Pro plnohodnotnou analýzu je vhodné využít účetní výkazy za posledních 3 až 5 let. Pracujeme také s výročními zprávami a zprávami auditorů, ze kterých se dozvíme dodatečné údaje, které samotné výkazy neobsahují.

- Data o trhu

Do této kategorie zařazujeme veškeré informace související s trhem, ve kterém podnik operuje. Zajímáme se o velikost trhu, předpokládaný vývoj a jeho segmenty. Určujeme jednotlivé faktory, které vývoj mohou ovlivnit a které ovlivňují jeho atraktivitu.

- Konkurenti na trhu

Za pomocí těchto dat identifikujeme přímé konkurenty a následně si o nich získáme důležitá data, která nám nastíní, jak silná jejich pozice na trhu je. Vymezíme si také možné substituty produktů analyzovaného podniku. Vhodné je také určit závislost analyzovaného podniku na jeho dodavatelích a odběratelích.

- Odbytová a marketingová data

V této sféře si vytvoříme ucelený pohled na produktové portfolio podniku a srovnáme ho s konkurencí. Zaměříme se také na ceny produktů, které rovněž srovnáme s konkurencí. Důležité je také zjistit informace o reklamě, a pokud máme dostatečná data, tak srovnat náklady na reklamu oproti konkurenci. Do této kategorie můžeme řadit i výsledky výzkumu a vývoje, ale jedná se o data, která často nejsou veřejně dostupná.

- Informace o dodavatelích a výrobě

Tato sekce pracuje primárně s interními informacemi podniku. Jedná se především o data týkající se řízení kvality a certifikátů. Zjišťujeme rovněž informace o výrobních kapacitách a do jaké míry jsou využity. Z pohledu dodavatelů analyzujeme jejich strukturu, závislost oceňovaného podniku na dodavatelích a také jakou má podnik výši a strukturu zásob. Do této kategorie můžeme také řadit informace o dlouhodobém majetku a investiční plány.

- Personální informace

V poslední části sběru dat se zaměřujeme na zaměstnaneckou strukturu. Zjišťujeme, jaké nároky na kvalifikaci pracovníků podnik má. Zajímáme se rovněž o produktivitu práce a fluktuaci zaměstnanců a provádíme srovnání s konkurencí, ale je opět nutné mít na paměti, že se jedná o data, která nejsou veřejně dostupná. Z pohledu financí zjišťujeme, jaké jsou personální náklady a jejich rozdělení podle jednotlivých typů pozic.

3 Strategická analýza

Strategická analýza je soubor technik, za pomoci kterých analyzujeme situaci okolo podniku a jeho vztah s okolím. Má za úkol zhodnotit všechny relevantní faktory, které ovlivňují podnikovou strategii a způsob jeho hospodaření (Sedláčková, 2006, s. 10).

Pokud budeme vztahovat strategickou analýzu na oceňování podniku, tak jejím hlavním cílem je určit výnosový potenciál podniku, jež je předmětem oceňování. Tento potenciál je závislý jak na vnitřním, tak na vnějším prostředí (Mařík, 2018, s. 74).

Podle Saboloviče (2008) je strategická analýza základním pilířem pro přesné a realistické ocenění podniku. Musí být provedena bez ohledu na zvolenou metodu oceňování a zdůrazňuje, že tento fakt je často opomíjen.

Dle Maříka (2018) by strategická analýza měla přinést odpovědi na tyto zásadní otázky:

- Jaké jsou dlouhodobé perspektivy podniku?
- Jak se vyvíjí odvětví, konkurence a z nich vycházející vývoj tržeb podniku?
- Jaká rizika se pojí s oceňovaným podnikem?

3.1 Analýza makroprostředí

Na makroprostředí můžeme nahlížet jako na prostor, do kterého vstupují politické, ekonomické, sociální a technologické vlivy, kterými je podnik nějakým způsobem ovlivňován. Tyto faktory jsou specifické tím, že se nachází mimo aktivní působení podniku, takže není v přímé moci, aby je ovlivnil. Společnost na ně může svým chováním pouze aktivně reagovat a vyvodit určité alternativy, které budou formovat její další vývoj (Sedláčková, 2006, s. 16).

3.1.1 PEST analýza

PEST analýza je nástroj, který je určen právě k analýze makroprostředí. Její název vychází z jednotlivých faktorů ovlivňující fungování podniku – faktory politické a legislativní, ekonomické, sociální a demografické a faktory technologické. Důležitost jednotlivých faktorů se liší napříč odvětvími, ale také situací, kdy například na konci 20. století zahraniční investoři sledovali primárně faktory politické, neboť v počátku 90. letech docházelo ve střední Evropě k výrazným politickým změnám (Sedláčková, 2006, s. 16).

Tabulka 1 Příklady jednotlivých faktorů PEST analýzy

Polické a legislativní faktory	Ekonomické faktory
Antimonopolní zákony	Hospodářský cyklus
Ochrana životního prostředí	Trendy HDP
Ochrana spotřebitele	Devizové trhy
Daňová politika	Kupní síla
Regulace v oblasti zahraničního obchodu	Úrokové míry
Pracovní právo	Inflace
Politická stabilita	Nezaměstnanost
Sociální a demografické faktory	Technologické faktory
Demografický vývoj populace	Vládní podpora výzkumu a vývoje
Změny životního stylu	Celkový stav technologie
Mobilita	Nové objevy
Úroveň vzdělání	Změny technologie
Přístup k práci a volnému času	Rychlost Zastarávání

Zdroj: Sedláčková, 2006, s. 19

Politických a legislativních faktorů se dotýká zejména stabilita národní a zahraniční politiky, například se může jednat o členství v EU či jiné mezinárodní skupině, které v budoucnu může přinést nové obchodní příležitosti. V rámci legislativních faktorů jde hlavně o daňovou politiku nebo různé regulace (Sedláčková, 2006, s. 16).

Ekonomické faktory jsou dány stavem ekonomiky, ve které podnik provádí svou aktivitu. Makroekonomické trendy mají zásadní vliv na rozhodování podniku, protože ovlivňují plnění podnikových cílů. S růstem ekonomiky je přímo spojený růst nebo případný pokles spotřeby, při nízkých úrokových mírách se podniku nabízí vhodná situace k realizaci investic (Sedláčková, 2006, s. 17).

Sociální a demografické faktory vycházejí ze struktury obyvatelstva, jeho postojů a způsobu života. Stárnoucí obyvatelstvo otevírá možnost rozvoje v oblastech zaměřené na zdraví či následnou péči. Způsob života obyvatel se odráží v tom, jakým způsobem tráví svůj volný čas nebo jak se oblékají. S tím, jak roste zájem o vyšší kvalitu soukromého života, jsou podniky nucené přistupovat k zaměstnancům odlišně, než tomu bylo v minulosti, jedná se zejména o flexibilní pracovní doba nebo delší dovolenou (Sedláčková, 2006, s. 17).

Technologické faktory jsou pro podnik důležité, protože pokud chce být úspěšný, tak je nutné, aby se přizpůsoboval nejnovějším trendům. Na základě těchto trendů a novinek pak podniky náležitě investují do svého rozvoje, jako příklad si můžeme uvést obměnu strojů, kdy novější zařízení dokážou pracovat efektivněji a zároveň být šetrnější k životnímu prostředí (Sedláčková, 2006, s. 17).

3.2 Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí je dáno primárně odvětvím, ve kterém společnost provádí svou činnost, a konkurencí, která v něm působí. Identifikujeme základní charakteristiky odvětví a prognózujeme jeho budoucí vývoj. Při identifikaci charakteristických znaků odvětví se zaměřujeme na citlivost na změny způsobené hospodářským cyklem, regulace ze strany státu a strukturu odvětví (Kislingerová, 1999, s. 22).

Podle Kislingerové (1999) lze odvětví ve vazbě na hospodářský cyklus rozdělit do následujících skupin:

- Cyklická odvětví
- Neutrální odvětví
- Anticyklická odvětví

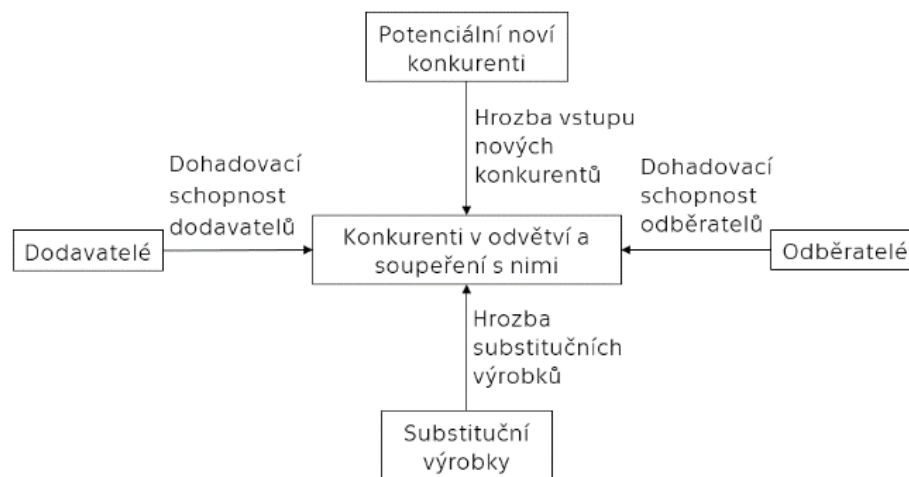
Cyklická odvětví jsou taková, která se vyvíjí podle hospodářského cyklu. Tato závislost je podmíněna především charakterem produktu. Jsou to primárně produkty, které lze klasifikovat jako zboží dlouhodobé spotřeby, jako jsou například automobily.

Do neutrálních odvětví řadíme především nezbytné statky, po kterých je stálá úroveň poptávky. Stálá úroveň poptávky po těchto produktech způsobuje, že hospodářský cyklus tato odvětví neovlivňuje. Do této skupiny můžeme řadit potraviny, léky, ale také výrobky s nízkou cenovou elasticitou, kterými jsou tabákové výrobky a alkohol.

V anticyklických odvětvích je dosahováno nejlepších výsledků v období recese a při expanzi ekonomiky jejich prosperita naopak klesá. Do této skupiny můžeme řadit herní automaty či sázkové kanceláře.

3.2.1 Porterův model pěti sil

Pro analýzu struktury odvětví používáme Porterův model pěti sil. Tento model se zaměřuje na analýzu rizik vstupu potenciálních konkurentů, rivalitu mezi podniky, smluvní sílu dodavatelů a odběratelů a substituční výrobky. Podle Portera tyto vlivy omezují podnik ve zvyšování cen a tím pádem i dosahování vyššího zisku. Cílem tohoto modelu je identifikovat příležitosti, které může představovat slabá konkurence, dovolující podniku dosahovat vyššího zisku, a ohrožení, které naopak představuje silná konkurence, a tedy nižší prostor pro zvyšování zisku (Dedouchová, 2001, s. 17).



Obrázek 2 Porterův model pěti sil, zdroj: Porter, 1993, s. 23

3.3 SWOT analýza

„Cílem SWOT analýzy je identifikovat to, do jaké míry jsou současná strategie firmy a její specifická silná a slabá místa relevantní a schopná se vyrovnat se změnami, které nastávají v prostředí.“ (Jakubíková, 2008, s. 103)

Silné a slabé stránky vycházejí z vnitřního prostředí podniku, zejména se hodnotí využití zdrojů a plnění stanovených cílů. Příležitosti a hrozby pak analyzují vnější prostředí, které vstupuje do aktivit podniku, a má na něj bezprostřední vliv (Kozel, 2006, s. 39).

4 Finanční analýza

V následující části práce si rozebereme metody finanční analýzy, která je pro ocenění podniku zásadním krokem. Její podstatou je vytvořit ucelený soubor informací pro kvalitní rozhodování o fungování podniku.

Jedná se o zhodnocení ekonomického hospodaření podniku, během kterého data získaná z účetních výkazů porovnáváme mezi sebou, kvantifikujeme vztahy mezi nimi a na základě nalezených souvislostí mezi daty předpovídáme vývoj v budoucnosti (Sedláček, 2011, s. 3).

Sestavujeme jí za účelem vytvoření uceleného pohledu na finanční zdraví podniku. Porovnáváme jednotlivé ukazatele během časového horizontu, toto porovnání nám umožní vidět výkonnost podniku a také identifikovat potenciální problémy (Vochozka, 2020).

Podle Maříka (2018) plní finanční analýza z pohledu oceňování podniku následující úlohy:

- Prověření finančního zdraví
- Podklad pro finanční plán

První úloha spočívá v prosté analýze historických dat pomocí finančních ukazatelů a odhadu budoucího vývoje.

V druhé je finanční analýza brána jako prostředek, který nám předá maximální množství poznatků, s jejichž pomocí jsme schopni plánovat hlavní finanční veličiny.

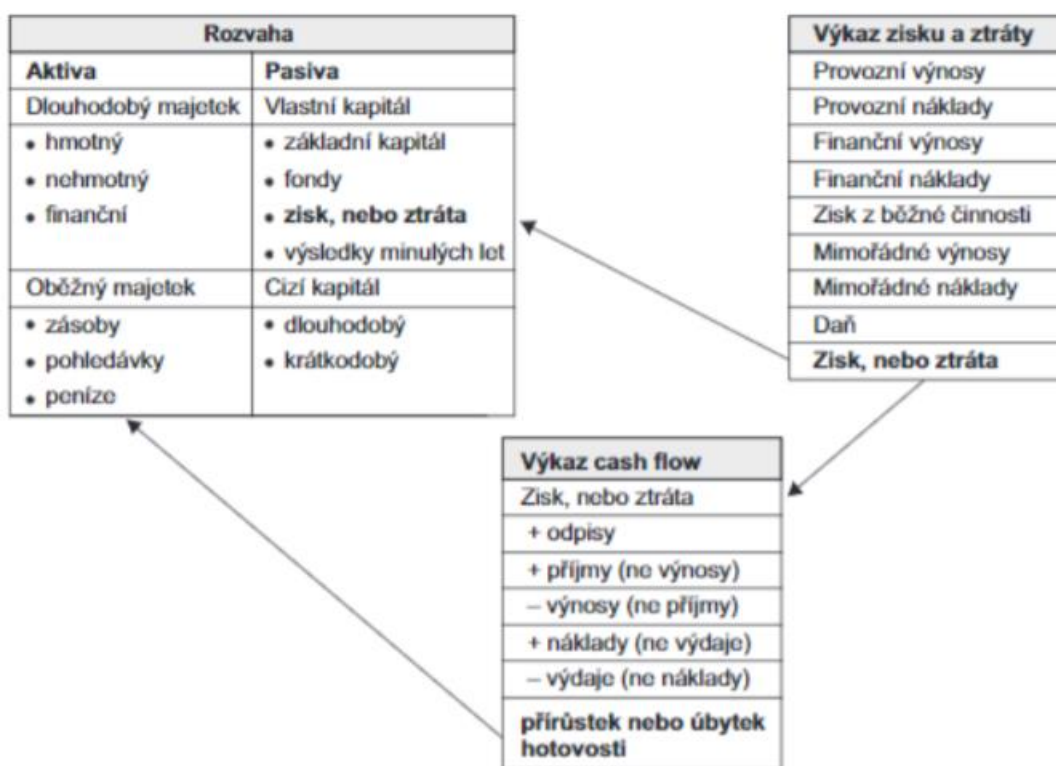
4.1 Analýza účetních výkazů z pohledu oceňovatele

Prvním účetním výkazem, kterým se budeme zabývat, je rozvaha. Je důležité, aby oceňovatel měl přístup k rozvahám za více účetních období, aby mohl pozorovat jednotlivé trendy. V rozvaze je pro oceňovatele zásadní bilanční suma a její změny, struktura aktiv a pasiv a jednotlivé provázanosti mezi nimi. Mohou jimi být například poměr mezi dlouhodobým majetkem a dlouhodobými pasivy, velikost dlouhodobého majetku a vlastního kapitálu nebo také poměr mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji (Mařík, 2018, s. 117).

U výkazu zisku a ztráty se oceňovatel opět zaměřuje na strukturu a meziroční změny jednotlivých položek. Zjišťujeme, jak jednotlivé položky ovlivňují výsledek hospodaření a měli bychom věnovat více pozornosti těm nejvýznamnějším. Pro oceňovatele je nejdůležitější provozní výsledek hospodaření, neboť reprezentuje jádro ekonomiky zkoumaného podniku oproti finančnímu výsledku hospodaření, který v sobě zahrnuje také

způsob financování a politiku v oblasti finančního majetku a investic (Mařík, 2018, s. 119).

Výsledek hospodaření může být manipulován, protože se v něm promítá účetní politika podniku, která spočívá ve způsobu odepisování, nakládání s rezervami a z velké části způsob, jakým jsou oceňovány zásoby. Z tohoto důvodu se pro přesnější analýzu finanční prosperity přesouvá oceňovatel k výkazu peněžních toků. Ten nám podává ucelený pohled na to, jak podnik peníze ve zkoumaném období získával a k čemu je využil. Na základě cashflow z provozní činnosti zjistíme, jakým způsobem byl výsledek hospodaření ovlivněn změnami pracovního kapitálu a jaká část odpovídá skutečně vydělaným prostředkům (Mařík, 2019, s. 120).



Obrázek 3 Provázanost účetních výkazů, zdroj: Scholleová, 2012, s. 42

4.2 Finanční analýza a její metody

Metody finanční analýzy lze rozložit do dvou základních rozborových technik – procentní rozbor a poměrová analýza. U obou zmíněných technik se využívá stavových i tokových veličin, které mají původ v účetních výkazech oceňovaného podniku (Kislingerová, 2010, s. 63).

Mrkvička (2006) a Růčková (2010) ve svých publikacích dělí metody finanční analýzy na následující:

- a) Technická analýza
- b) Fundamentální analýza

Z pojmenování těchto dvou typů analýz jasně plyne, že v případě technické analýzy naším cílem bude kvantitativní zpracování dat, kterého dosáhneme za využití matematických metod. Naopak fundamentální analýza bude stavět na hledání vzájemných souvislostí.

4.3 Absolutní ukazatele

V rámci absolutních ukazatelů jsou pro nás zdrojem data z účetních výkazů v hodnotovém vyjádření a následně se pomocí nich vytváří základní finanční rozbor. Princip jejich používání je takový, že srovnáváme dvě po sobě jdoucí období, v rámci oceňování podniku nejčastěji srovnáváme meziroční změny (Kislingerová, 2010, s. 65).

4.3.1 Vertikální analýza

Pomocí vertikální analýzy identifikujeme složení aktiv a pasiv. Nejčastěji vycházíme z bilanční sumy aktiv a pasiv, u výkazu zisku a ztráty jsou to pak tržby (Pešková, 2012).

Při analýze struktury aktiv dostaneme pohled na to, kam byl mířeny investice podniku. U pasiv pak jejich struktura prozrazuje, jak drahé zdroje byly použity k pořízení veškerých aktiv. Rovněž nám vertikální analýza umožňuje provádět srovnání s ostatními podniky ve stejném odvětví (Růčková, 2019).

Z vertikální analýzy vyplývají bilanční pravidla, která představují určitá doporučení ke vhodné struktuře majetku. Finančně zdravé podniky by měly zpravidla všechna tyto pravidla splňovat, jelikož zajišťují dlouhodobou stabilitu (Sedláček, 2011, s. 28).

Nejběžnější bilanční pravidla využívaná v praxi jsou:

- a) Bilanční pravidlo
- b) Pari pravidlo
- c) Pravidlo vyrovnání rizika

Na základě bilančního pravidla by měl podnik mít svá dlouhodobá aktiva pokryt kapitálem, který je dlouhodobě či trvale k dispozici.

Pari pravidlo nám doporučuje, aby podnik měl pokryt dlouhodobá aktiva primárně z vlastních zdrojů.

V rámci pravidla vyrovnání rizika se soustředíme na cizí zdroje, které by neměly být vyšší, než jsou zdroje vlastní.

4.3.2 Horizontální analýza

U horizontální analýzy se jedná o prosté sledování změn hodnot v čase, které získáme v rozvaze či výkazu zisku a ztráty. Obvykle se sledují data v posledních 3 až 10 letech a pro jednodušší orientaci se vyjadřují v procentech.

Růčková (2019) říká, že je potřeba při horizontální analýze brát v úvahu odvětví, ve kterém podnik operuje, aby se zamezilo chybě při analýze výsledků.

4.4 Poměrové ukazatele

Cílem poměrových ukazatelů je popsat vzájemný vztah dvou, či více, absolutních ukazatelů, při kterém zjišťujeme jejich podíl (Sedláček, 2011, s. 55).

Považujeme je za základní nástroj finanční analýzy. Obvykle se při jejich výpočtu využívá dělení jedné položky další položkou, případně jejich skupin, jejichž hodnoty získáme z účetních výkazů (Pešková, 2012, s. 59).

4.4.1 Ukazatele rentability

Tuto skupinu ukazatelů můžeme označovat i jako ukazatele rentability či návratnosti. Promítá se v nich veškeré řízení podnikových aktiv, jejich financování a také likvidita podniku. Skupina těchto ukazatelů má velmi jednoduchou a jasnou interpretaci – říkají nám, kolik zisku v Kč připadá na 1 Kč veličiny použité ve jmenovateli (Kislingerová, 2010, s. 83).

Neexistuje žádný daný seznam ukazatelů výnosnosti, podle kterého by se měl oceňovatel řídit, vždy záleží na konkrétních potřebách prováděné analýzy. V následující části práce si popíšeme ty nejpoužívanější a nejvhodnější s ohledem na cíl práce.

- Rentabilita aktiv (ROA)

Tento ukazatel poměruje zisk a hodnotu veškerých aktiv a nebere při tom v úvahu zdroje financování. Do čitatele lze dosadit různé druhy zisku, opět podle potřeb prováděné analýzy. Pokud například dosazujeme provozní zisk, tak takový poměr nám pak znázorňuje velikost hrubé produkční síly aktiv ještě před odečtením daní či úroků (Sedláček, 2011, s. 57).

V různých publikacích se můžeme setkat s rozdílnými vzorci pro výpočet, avšak Sedláček (2011) a Kislingerová (2010) se shodují, že nejjvhodnější způsob výpočtu je s využitím zisku před odečtením úroků, daní a odpisů:

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

- Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Tento ukazatel nám říká, kolik čistého zisku vygeneruje jedna koruna vlastního kapitálu. V rámci vlastního kapitálu je nutné potřeba počítat veškeré položky v rozvaze, které pod vlastní kapitál spadají (Vochozka, 2020).

$$ROE = \frac{EAT}{Vlastní\ kapitál}$$

- Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)

V tomto ukazateli měříme zhodnocení peněz investorů neboli kolik korun provozního zisku před zdaněním připadá na jednu korunu investora. V tomto ukazateli se tedy odrážejí principy fungování kapitálového trhu, který v tomto případě bereme jako prostor pro podniky, ve kterém mohou získávat zdroje financování (Kislingerová, 2010, s. 83).

$$ROCE = \frac{EAT + \text{Úroky}}{Vlastní\ kapitál + Dlouhodobé\ závazky}$$

- Rentabilita tržeb (ROS)

Rentabilita tržeb nám vyjadřuje, kolik korun zisku připadá na jednu korunu tržeb. Tento ukazatel dokáže napovědět mnohé o finančním zdraví podniku, neboť je-li jeho hodnota negativní, tak je vysoce pravděpodobné, že podnik má problém ve více sférách a ostatní ukazatele budou negativní trend následovat (Kislingerová, 2010, s. 84).

$$ROS = \frac{EAT}{Tržby}$$

4.4.2 Ukazatele zadluženosti

Tato skupina ukazatelů se zabývá vztahem mezi vlastním kapitálem a cizími zdroji, jež jsou využívány k financování podnikových aktiv. Využívají se k analýze rizika, která mohou nastat při konkrétním složení kapitálu (Knápková, 2013).

V reálných podmínkách se pro financování podniku zcela běžně používají oba druhy kapitálu, neboť obecně platí, že využívání pouze vlastního kapitálu je drahé, a naopak

využívat pouze cizí kapitál, což z pohledu zákonů není v mnohých případech ani možné, představuje příliš vysoké riziko (Synek, 2011, s. 357).

- Celková zadluženost

Celková zadluženost dává do poměru cizí kapitál a aktiva. V situaci, kdy je hodnota nad odvětvovým průměrem, se pro podnik zhoršují podmínky pro získání nových věřitelů. Naopak pokud je hodnota ukazatele nízká, tedy situace, kdy v podniku je větší množství vlastního kapitálu, tak je to pro věřitele bezpečná situace (Vochozka, 2020).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

- Dlouhodobá zadluženost

Tento ukazatel funguje na stejném principu jako předchozí, nicméně s takovým rozdílem, že v rámci cizího kapitálu pracujeme pouze s tím dlouhodobým (Sedláček, 2011, s. 65).

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{Dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

- Běžná zadluženost

Ukazatel běžné zadluženosti pracuje naopak od dlouhodobé zadluženosti s krátkodobými cizími zdroji (Sedláček, 2011, s. 65).

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}{\text{Aktiva}}$$

- Úrokové krytí

Ukazatel úrokového krytí říká, kolikrát vyšší je dosažený provozní zisk před zdaněním a úroky než výše placených úroků. Pokud tedy dosahuje hodnoty 1, tak veškerý zisk byl využit k zaplacení úroků (Vochozka, 2020).

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

4.4.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity se zaměřují na schopnost podniku využívat své prostředky a provázanost kapitálu s jednotlivými položkami aktiv a pasiv (Růčková, 2019, s. 70).

Můžeme je interpretovat, jako kolikrát za rok se jmenovatel promění v tržby. Vyjde nám tedy násobek, který lze převést na počet dní, pokud počet dní v roce vydělíme výsledkem daného ukazatele (Kislingerová, 2010, s. 93).

- Obrat aktiv

Tento základní ukazatel aktivity se zaměřuje na hospodaření s veškerými aktivy podniku. Podle Kislingerové (2010) by se jeho hodnota v případě finančně zdravého podniku měla pohybovat na úrovních 1 a více.

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

- Obrat dlouhodobého majetku

Obrat dlouhodobého majetku je vhodný ukazatel zejména v situaci, kdy se podnik rozhoduje o nové investici, neboť nám říká, jak efektivně podnik využívá svých strojních zařízení, budov nebo jiného dlouhodobého majetku (Kislingerová, 2010, s. 93).

$$\text{Obrat dlouhodobé majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$$

- Obrat zásob

Pokud podnik zadržuje nadbytečné zásoby, tak mu vznikají další náklady. Obrat zásob se zaměřuje, kolikrát za rok se zásoby prodají a opět dokoupí (Kislingerová, 2010, s. 94). Pokud je hodnota nad průměrem, znamená to, že podnik nedrží nadměrné množství zásob, které vyžadují další financování (Vochozka, 2020).

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

- Doba splatnosti krátkodobých závazků

Tento ukazatel nám říká, za jak dlouhou dobu podnik v průměru splácí své krátkodobé závazky (Kislingerová, 2010, s. 94).

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

- Doba splatnosti pohledávek

Doba splatnosti pohledávek informuje o tom, jak dlouho jsou peníze za prodané zboží či služby ve formě pohledávek. Podnik během této doby nemá peníze k dispozici. Velkou roli u tohoto ukazatele hraje také legislativa dané země (Kislingerová, 2010, s. 94).

Interpretovat ho zle jako počet dní, za které odběratel uhradí fakturu vůči podniku, který je předmětem analýzy (Knápková, 2013).

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

4.4.4 Ukazatele likvidity

Tato skupina ukazatelů nám zprostředkovává obecnou orientaci v peněžních prostředcích podniku a schopnosti plnit své závazky. Pro hlubší analýzu je potřeba využít výkazu cash flow (Mařík, 2018, s. 124).

Likvidita znamená schopnost podniku dostát svým závazkům. Její dostatečná výše je podmínkou pro finanční stabilitu podniku, ale je ovšem nutné ji držet v rozumné míře. Vysoká míra likvidity značí, že likvidní aktiva jsou zadržována a nejsou použita k dalšímu zhodnocení, což má negativní dopad na rentabilitu společnosti (Růčková, 2019).

Mařík (2018) ve své publikaci vytvořil seznam jasných výhod a nevýhod ukazatelů likvidity v praxi. Mezi hlavní výhody těchto ukazatelů řadí:

- Srozumitelnost
- Jednoduchost
- Rozšířenost v praxi

Jako zásadní nevýhody stanovil následující:

- Platí pouze v okamžik výpočtu
- Neberou v úvahu obrát aktiv
- Jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv

Interpretace těchto ukazatelů je v principu stejná jako u ukazatelů aktivity, takže výsledky představují také násobky, ovšem v tomto případě se dozvídáme, kolikrát zvolená položka v čitateli kryje krátkodobé závazky.

- Běžná likvidita

Tento ukazatel dává do poměru oběžná aktiva a krátkodobé závazky, jeho hodnota by neměla být nižší než 1,5 (Sedláček, 2011, s. 66).

Podle Vochozky (2020) by se nemělo ve finančně stabilním podniku stát, že hodnota běžné likvidity klesne pod 1.

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

- Pohotová likvidita

Tento ukazatel likvidity počítá pouze s peněžními prostředky a tím tedy odbourává ovlivnění strukturou zásob. Doporučovaná hodnota by měla být vyšší než 1 (Sedláček, 2011, s. 67).

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

V situaci, kdy je mezi běžnou a pohotovou likviditou větší rozdíl, má podnik vysoké množství zásob. Tento stav je obvyklý u obchodních společností.

4.5 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál (Working capital) a z něj odvozený čistý pracovní kapitál (Net working capital) patří do skupiny rozdílových ukazatelů, které můžeme chápat jako fondy finančních prostředků, kde fondem rozumíme shrnutí stavových ukazatelů vyjadřující rozdíl mezi určitými krátkodobými aktivy a pasivy (Sedláček, 2011, s. 35).

Pracovní kapitál představuje veškerá oběžná aktiva podniku a pro získání hodnoty čistého pracovního kapitálu od něj musíme odečíst krátkodobé závazky, vzorec tedy bude formulován následovně:

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

Vypočítaná hodnota nás informuje o tom, do jaké míry jsou oběžná aktiva financována z dlouhodobých zdrojů. Na základě zjištěné hodnoty rozlišujeme 3 strategie:

- Agresivní
- Neutrální
- Konzervativní

Agresivní strategie nastává v případě, kdy se podnik soustředí primárně na krátkodobé zdroje, hodnota čistého pracovního kapitálu je tedy méně než 0.

V případě, že nám vyjde hodnota NWC rovna 0, znamená to, že podnik respektuje zlaté bilanční pravidlo.

Pokud podnik využívá část svých dlouhodobých zdrojů k financování oběžných aktiv, hodnota NWC je tedy vyšší než 0, tak se jedná konzervativní strategii.

4.6 Ekonomická přidaná hodnota

Využívá se jako nástroj finanční analýzy, při řízení podniku samotného a samozřejmě také při jeho oceňování. Odstraňuje nedostatky běžných ukazatelů rentability, jejichž

hodnota je založena na účetním zisku, ukazatele rentability se totiž dají snadno ovlivnit výší vykazovaného zisku, a to i s využíváním postupů v souladu se zákonem. Dalším jejich nedostatkem je, že nepočítají s časovou hodnotou peněz a s rizikem investorů (Mařík, 2018, s. 320).

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty se podle Sedláčka (2011) počítá následovně:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

WACC je vážený průměr nákladů na kapitál. C chápeme jako investovaný kapitál v podniku. NOPAT je provozní zisk po zdanění, který můžeme vypočítat na základě zisku před zdaněním a úroky od něhož odečteme daň (Synek, 2011, s. 364).

Ukazatel EVA je možné počítat i pomocí jiných vzorců, kde se přímo pracuje s alternativním nákladem na vlastní kapitál:

$$EVA = (ROE - r_e) * Vlastní kapitál$$

Jediná nová neznámá v předchozím vzorci je r_e , které právě značí alternativní náklad na vlastní kapitál. Pro jeho výpočet lze využít model CAPM, který pracuje s bezrizikovou výnosností a rizikovou prémie trhu. Jednodušší způsob pro jeho stanovení nám nabízí Ministerstvo průmyslu a obchodu, které vytvořilo volně dostupný analytický nástroj, který na základě rozvahových položek a zvoleném odvětví dokáže aplikovat model CAPM a požadovanou výnosnost vlastního kapitálu pro daný podnik stanovit.

5 Finanční plánování

Tvorba finančního plánu oceňovaného podniku je důležitá především při použití některé z výnosových metod. Plán se sestavuje ze všech běžných typů finančních výkazů – rozvahy, výsledovky a cash flow.

Finanční plán je v běžné praxi i součástí plánování v rámci řízení podniku, ten vychází z jeho vize a strategie. Podnikový plán se navíc také sestává ze soustavy vzájemně souvisejících plánů. Nejčastěji to bývá plán prodeje, na základě kterého se odhadují výnosy v budoucnu, plán produkce, který podniku umožní odhadnout náklady na danou produkci. Obvykle se také plánují i investice, údržby a obnovy a v neposlední řadě také odpisy (Mařík, 2018, s. 175).

5.1 Postup sestavení finančního plánu

V této části práce si rozebereme jednotlivé kroky finančního plánování za účelem ocenění podniku podle Maříka (2018).

Prvotním krokem je plán financování, který se zaměřuje na úvěry, především na předpokládané splácení, obdržení úvěrů nových, a také na případné navyšování vlastního kapitálu. Bez tohoto dílčího kroku hrozí nereálné odhady, například na základě strategické analýzy vznikne předpoklad nadměrného růstu tržeb, takže oceňovatel ve svém plánu zahrne investice do navýšení výrobních kapacit, ale už by nezohlednil, že pro něj podnik nemá dostatek finančních zdrojů a ani je není schopný zajistit.

V druhé fázi provádíme plánování vhodných, ale méně zásadních položek, které nemají na výsledné ocenění výrazný vliv, ale slouží spíše jako doplnění a upřesnění. Pomáhají také k dodržení kontinuity časové řady minulých a budoucích finančních výkazů. V praxi se tedy jedná o menší nákladové a výnosové položky, závazky či pohledávky, které jsou pravidelně vykazovány. Jelikož jsou méně významné, tak není nutné aplikovat komplexní prognózu, ale můžeme je nechat ve výši k datu ocenění.

V třetím kroku se přesouváme od hlavního provozu podniku a doplňujeme plán o položky, které s provozem přímo nesouvisí. Běžně to může být plán prodeje majetku, který podnik už nepotřebuje, ale také plán investic přebytečných peněžních prostředků například do cenných papírů či jiných potenciálně výnosných investičních trhů. I přes to, že jsou tyto položky oceňovány samostatně, mají vliv na situaci podniku v budoucnu, takže nepřímo ovlivňují oceňovatele a jeho závěry o hodnotě podniku.

Ve čtvrtém bodě zapracujeme také předpokládanou výši vyplacených podílů na zisku nebo dividend, aby se zamezilo přílišnému a neúměrnému růstu peněžních prostředků v plánované rozvaze. Tento prvek slouží k dodání věrohodnosti plánování, ale na finální stanovení hodnoty podniku by zpravidla neměl mít vliv.

Jako poslední provedeme formální dopočet všech zbylých položek, které jsou potřeba ke kompletaci finančních výkazů, a ještě jsme se jich v rámci předchozích kroků nedotkli. Může se jednat o dopočet výše dlouhodobého majetku, nerozdělený zisk či fondy ze zisku nutné ke složení rozvahy.

6 Oceňovací metody

V následující části práce si rozebereme konvenční metody oceňování podniku. Metody lze dle Maříka (2018) rozčlenit na tři velké skupiny, které nazýváme oceňovací přístupy, které lze aplikovat na ocenění jakýchkoliv aktiv:

- Výnosový přístup
- Tržně srovnávací přístup
- Nákladový přístup

Toto členění vychází ze vstupních dat, na základě kterých je hodnota oceňovaného aktiva odvozována. Vzhledem ke specifičnosti podniku jako aktiva je vhodné si oceňovací metody rozčlenit odlišně. Mařík (2018) uvádí následující členění:

- Metody založené na analýze výnosů podniku
- Metody založené na analýze současných cen na trhu
- Metody založené na ocenění podnikového majetku

Nelze říct, že existuje všeobecně daná a správná metoda pro stanovení hodnoty podniku, neboť vždy záleží na důvodu oceňování. Oceňovatel se rozhoduje vždy na základě účelu oceňování, ale také na charakteru podniku a aktiv, které jsou podnikem vlastněné. Každopádně je obvyklé, že se využívá hned několika metod a není vhodné svůj odhad řídit na základě jedné z nich (Kislingerová, 1999, s. 100).

6.1 Ocenění na základě výnosových metod

Tento druh oceňovacích metod vychází z předpokladu, že hodnotu aktiva určuje jeho očekávaný užitek pro jeho vlastníka. Pokud tuto definici aplikujeme na podnik, tak očekávaným užitekem jsou v tomto případě očekávané výnosy, konkrétněji se jedná o peněžní příjmy plynoucí z podniku jeho vlastníkově (Mařík, 2018, s. 191).

Oceňovací metody založené na analýze výnosů se nejčastěji využívají v situaci, kdy důvodem oceňování podniku je investice, jejíž uskutečnění se bude opírat právě o výsledek ocenění. Smyslem investic je plynoucí užitek v budoucnu, rozhodnutí o jejím uskutečnění bude tedy stát na současné hodnotě budoucích výnosů (Kislingerová, 1999, s. 119).

6.1.1 Metoda diskontovaného cash flow

Tato metoda je vnímaná jako základní výnosovou metodou, neboť peněžní toky chápeme jako skutečné vyjádření užitku z vlastněného aktiva, takže přesně odráží teoretickou definici hodnoty. Nejvíce využívaná je ve Velké Británii a USA, nicméně se v současnosti rozšiřuje i v kontinentální Evropě vlivem globalizace investičních procesů (Mařík, 2018, s. 193).

Metody diskontovaného cash flow pracují s volnými peněžními toky, které řadíme do dvou skupin na základě toho, komu jsou peněžní toky určeny. První skupinou jsou ty peněžní toky, které jsou určeny pro vlastníky i věřitele, označujeme je jako FCFF (free cash flow to the firm). Druhou skupinou jsou peněžní toky pouze pro vlastníky, které značíme jako FCFE (free cash flow to the equity). Nejzásadnější rozdíl mezi těmito skupinami peněžních toků je především v diskontní míře, zatímco u FCFE je pro výpočet

nutné znát očekávané výnosy vlastního kapitálu r_e , u FCFF nám pro diskontování postačí průměrné vážené náklady na kapitál (WACC) (Kislingerová, 2001, s. 160).

Podle Maříka (2018) rozlišujeme tři základní techniky výpočtu metody diskontovaného cash flow, které se odlišují v přístupu určování hodnoty vlastního kapitálu:

- Metoda entity
- Metoda equity
- Metoda upravené současné hodnoty

U metody entity postupuje oceňovatel ve dvou krocích. V prvním kroku se zaměříme na peněžní toky, které byly dostupné pro vlastníky i věřitele. Následně provedeme jejich diskontování, kterým získáme celkovou hodnotu podniku, tu nazýváme hodnotou brutto. V druhé fázi od ní odečteme výši cizího kapitálu a vyjde nám tak hodnota kapitálu vlastního neboli hodnota netto. Tuto techniku můžeme označit jako základní, neboť se nejčastěji využívá v praxi, protože se dá použít i na oceňování samostatných podnikových divizí, budeme s ní tedy také pracovat.

U metody equity se oproti předchozí metodě zaměřujeme pouze na ty peněžní toky, které byly k dispozici jen vlastníkům. Ty pak následně opět diskontujeme a dostaneme hodnotu vlastního kapitálu – hodnota netto.

Metoda upravené současné hodnoty je nejméně obvyklá. Stejně jako metoda entity se skládá ze dvou kroků, nejprve potřebujeme zjistit celkovou hodnotu podniku, kterou ovšem s využitím této techniky zjišťujeme pomocí součtu hodnoty podniku v situaci, kdy je zadlužení nulové, a současné hodnoty daňových úspor na úrocích. Následně od výsledku odečteme hodnotu cizího kapitálu a vyjde nám hodnota netto.

- Metoda entity

Sabolovič (2008) a Kislingerová (2001) uvádějí následující vzorec pro výpočet free cash flow to the firm:

$$FCFF = EBIT * (1 - t) + Odpisy - \Delta WC - Investice$$

V předchozí části práce jsme si řekli, že pro diskontování FCFF využíváme vážených průměrných nákladů na kapitál, většina autorů shodně uvádí následující vzorec:

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

Kde:	C	celkový kapitál
	D	cizí kapitál
	E	vlastní kapitál
	r_e	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu
	r_d	náklady na cizí kapitál
	t	sazba daně

U metody entity se můžeme setkat s více způsoby výpočtu, jedná se o metody, které jsou založené na odhadu průměrného tempa růstu, a dvoufázovou metodu, která je v praxi nejvíce používaná, existuje také třífázová metoda, nicméně tu nebudeme v naší práci používat. V první fázi se pracuje s časovými obdobími, u kterých jsme schopni pro jednotlivé roky vypracovat odhady volných peněžních toků. Ve druhé fázi se pracuje s obdobími od konce první fáze až do nekonečna, to označujeme jako pokračující hodnotu. Pokračující hodnotu tedy můžeme chápat jako aktuální hodnotu peněžních toků od konce první fáze do nekonečna (Mařík, 2018, s. 207).

Mařík (2018) ve své publikaci uvádí následující obecný výraz pro určení hodnoty podniku jako celku, tedy hodnotu brutto:

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

Kde:	FCFF _t	volné cash flow do firmy v roce t
	i_k	kalkulovaná úroková míra, v našem případě používáme WACC
	n	předpokládaný počet let existence podniku

Ve dvoufázové metodě pak na základě Maříka (2018) přidáváme k obecnému výrazu další část, která pracuje s pokračující hodnotou. Výsledný vzorec je tedy následující:

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

Kde:	PH	pokračující hodnota
	T	délka první fáze

Pro stanovení pokračující hodnoty se používá takzvaný Gordonův vzorec, který je běžně používán ke stanovení hodnoty akcií na základě dividend. V první fázi je obvyklá délka prognózy od 4 do 14 let. Druhá fáze pak stojí na předpokladu, že volný peněžní tok bude růst stabilně a trvale. Je důležité si uvědomit, že pokud prognózuje na

extrémně dlouhá období, kdy se pohybujeme v řádu 50 let a více, tak pokračující hodnota bude zanedbatelná a nebude tedy nutné jí při výpočtu používat (Mařík, 1998, s. 55).

Gordonův vzorec vypadá následovně:

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

Kde: T poslední rok prognózovaného období neboli konec první fáze
g očekávané tempo růstu volného cash flow po celou dobu druhé fáze

FCFF v čase T+1 počítáme pomocí tohoto vzorce:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g)$$

Pro platnost Gordonova vzorce je zásadní, aby platila podmínka $i_k > g$.

- Metoda equity

U metody ekvity používáme FCFE, tedy free cash flow to equity. Záleží především na využívání finanční páky, protože v situaci, kdy podnik finanční páku ke svému hospodaření nevyužívá, se aplikuje stejný vzorec jako u FCFF. Jestliže pracuje podnik i s cizím kapitálem, je důležité do vzorce zahrnout i splátky úvěrů a zároveň také namísto NOPAT použijeme čistý zisk po zdanění a úrocích (Kislingerová, 2001, s. 162).

$$FCFE = EAT + Odpisy - \Delta WC - Investice - Splátka dluhu$$

Pro pokračující hodnotu používáme rovněž Gordonův model, výsledný vzorec pak pro stanovení netto hodnoty podniku vypadá dle Maříka (2003) následovně:

$$H_n = \frac{FCFE}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * (1 + i_k)^{-T}$$

Je důležité si pamatovat, že oproti metodě entity, kdy jsme za proměnou i_k dosazovali hodnotu WACC, nyní budeme dosazovat očekávanou výnosnost vlastního kapitálu r_e .

6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je oceňovací postup pocházející z německy mluvících zemí a byla v nich dříve používána častěji než metoda DCF. V 90. letech jí podle dotazníkového šetření používalo 39 % oceňovatelů, kdežto DCF metodu volilo 33 % dotazovaných (Peemöller, 2012, s. 278).

U tohoto způsobu oceňování standardně pracujeme s hodnotou netto, takže vycházíme z výnosů kapitálu vlastníků a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Rozlišujeme dva druhy metod kapitalizovaných čistých výnosů, rozlišují na základě toho, jak tyto čisté výnosy chápeme (Mařík, 2018, s. 295).

- Varianta 1

Tato varianta je založená na tom, že čisté výnosy jsou určeny rozdílem příjmů a výdajů, a je rozšířena hlavně mezi akademiky. Vzhledem k tomu, jakým způsobem u této varianty určujeme čisté výnosy, je možné tuto metodu ztotožňovat s DCF metodou equity. Oceňovatel musí také přepočítat výsledek hospodaření, aby ověřil, jestli rozsah volných peněžních toků pro vlastníky koresponduje se zjištěným výsledkem hospodaření a zároveň je v souladu s obchodním zákoníkem akciových společností (Mařík, 2018, s. 295).

- Varianta 2

Oproti první variantě byla tato zkonstruována institutem auditorů, zásadním rozdílem je zde způsob, kterým počítáme čisté výnosy. Nyní čisté výnosy odvozujeme z upravených výsledků hospodaření, konkrétně se jedná o rozdíl účetně chápaných výnosů a nákladů. Musíme také brát v potaz finanční rovnováhu, takže je nutné, aby oceňovatel zhotovil plán financování (Mařík, 2018, s. 295).

6.2 Oceňování na základě analýzy trhu

Tato skupina metod je nejjednodušeji pochopitelná pro uživatele, kteří se v dané problematice příliš nepohybují. Je to proto, že zde funguje princip stanovení ceny na základě cen obdobných statků s využitím tržních analýz (Mařík, 2018, s. 343).

6.2.1 Přímé ocenění vycházející z dat kapitálového trhu

Při použití tohoto typu oceňování jsme často v situaci, kdy je naším cílem ocenit akciovou společnost, která má veřejně obchodované akcie. Často dochází k tomu, že hodnota podniku je ztotožňována s tržní kapitalizací, kterou získáme vynásobením počtem akcií a jejich ceny, nicméně se jedná o dva odlišné údaje (Mařík, 2018, s. 343).

Původcem odlišnosti mezi těmito údaji je jednak cena akcie, kde se nabízí otázka, s jakou cenou pracovat, neboť se nám nabízí například průměrná cena za určité období, cena v konkrétní okamžik nebo cena při uzavření akciového trhu. Všeobecně se tvrdí, že nejvhodnější je pracovat s uzavírací cenou v daný den. Dalším důvodem odlišnosti těchto údajů je vztah mezi průměrnou a mezní hodnotou. Ten nám říká, že aktuální cena akcie na trhu je dána výsledkem prodejů malého zlomku z celkového množství

emitovaných akcií a nemůžeme tedy předpokládat, že při prodeji všech akcií bude cena stejná. Z historie vyspělých trhů vyplývá, že pokud dojde k nákupu většího množství akcií, tak zaplacená cena je vyšší o 20 až 50 % oproti předcházejícímu stavu. Růst ceny může být způsoben několika důvody, jedním z nich může být, že zaplacená prémie je cenou za to, že nakupující získá možnost kontrolovat chod podniku.

Ať už jsou příčiny premie jakékoliv, u prosperujících společností je potřeba s premií počítat téměř vždy, ale její velikost se z tržních analýz nedá odvodit a je nutné využít i dalších metod (Mařík, 2018, s. 344).

6.2.2 Oceňování metodou tržního porovnání

Tento způsob oceňování je vhodný zejména v situaci, kdy je předmětem oceňování jiná než akciová společnost, případně akciové společnosti, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovány. V obecné rovině platí, že tržní hodnota aktiva je stanovena na základě informací o konkrétních či tržních cenách podobných aktiv. Nedostatkem této metody je, že mezi srovnávanými aktivy mohou být jen drobné rozdíly, to v případě podniků je v podstatě nemožné, neboť každý podnik je jedinečný (Mařík, 2018, s. 344).

Pro odstranění rozdílů mezi podniky se uplatňují dva způsoby. Můžeme u každého podniku provést určité korekce, které odstraní nejzásadnější rozdíly nebo je alespoň minimalizuje. Případně na základě rozdílů snížíme váhu metody tržního porovnání při určení výsledné hodnoty podniku (Mařík, 2018, s. 345).

6.3 Ocenění na základě analýzy majetku

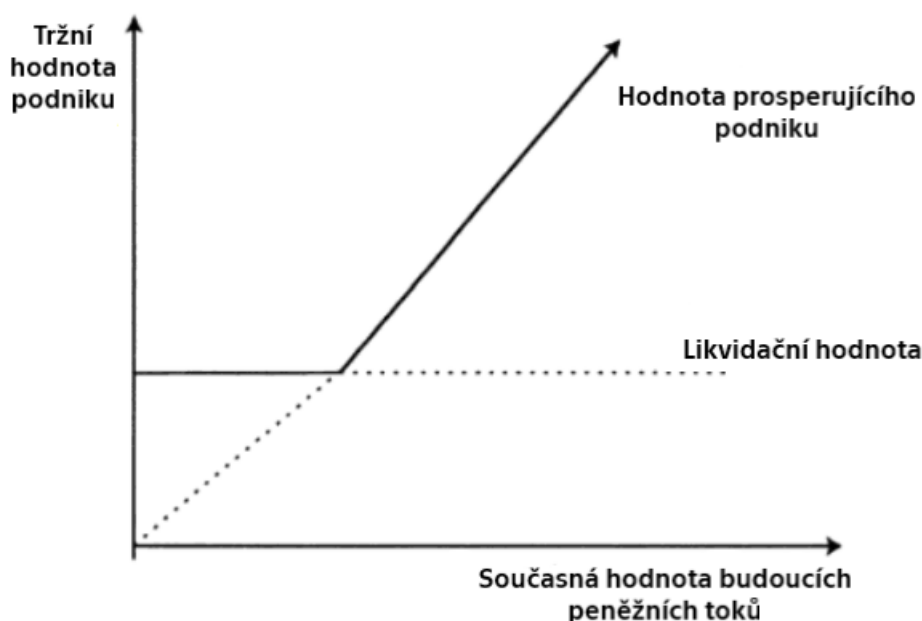
Princip ocenění na základě analýzy majetku je založený na postupném ocenění jednotlivých majetkových položek a jejich následném součtu, od něhož je následně potřeba odečíst individuálně oceněné závazky, takže pro uživatele je tato metoda jednoduše pochopitelná a interpretovatelná. Výsledná hodnota opírající se o majetkové ocenění je pak závislá zejména na struktuře a množství majetku a na pravidlech jeho oceňování (Mařík, 2003, s. 281).

6.3.1 Metoda likvidační hodnoty

Všechny metody, které jsme doposud v práci probírali, stojí na předpokladu, že podnik bude v budoucnu nadále pokračovat, v praxi se ale setkáváme i s oceňováním podniků, jejichž prosperita v budoucnu je nejistá. V takovém případě nastává situace, kdy se vlastníci musí rozhodnout, zda v podnikatelské činnosti pokračovat nebo zda je vhodnější činnosti podniku ukončit a likvidovat jeho aktiva. Likvidační hodnota pak představuje celkové množství získaných prostředků z prodeje aktiv, která je ještě navíc snížena o odměnu likvidátora. Pokud je současná hodnota budoucích výnosů pod úrovní

likvidační hodnoty, znamená to, že likvidační hodnota je aktuální oceněním podniku, lze jí tedy chápat jako spodní hranici hodnoty daného podniku (Kislingerová, 2001, s. 143).

Následující obrázek popisuje vztah mezi likvidační hodnotou a hodnotou prosperujícího podniku.



Obrázek 4 Vztah likvidační hodnoty a hodnoty prosperujícího podniku, zdroj: Kislingerová, 2001, s. 143

Mařík (2018) ve své knize uvádí tyto nejčastější důvody, kdy se při oceňování využívá likvidační hodnota:

- Součást ocenění podniku s omezenou životností
- Ocenění ztrátových podniků
- Rozhodování mezi sanací nebo likvidací
- Měřítko jistoty investovaného kapitálu
- Ocenění neprovozního majetku

6.3.2 Metoda účetní hodnoty

Východiskem pro ocenění podniku metodou účetní hodnoty jsou informace obsažené v rozvaze, takže se pracuje se stavovými veličinami. Oceňovatel zprvu pracuje s dlouhodobým majetkem, poté přechází k oběžným aktivům a na závěr se zajímá o hodnotu závazků a dluhů. Po ocenění jednotlivých složek se aktiva sečtou a jejich hodnota se sníží o hodnotu závazků a dluhů, tím získáme hodnotu vlastního kapitálu (Dluhošová, 2010, s. 178).

Tato metoda má pro oceňovatele pouze informativní váhu, protože zjištěná hodnota může být značně odlišná od reality. Je to způsobeno například tím, že hodnota investic je zachycena z historie a není stanovena její současná hodnota, dalším faktorem může být nezahrnutí všech aktiv, které podnik vlastní, vzhledem k jejich obtížné prodejnosti, zejména se jedná o nehmotná aktiva (Mařík, 2003, s. 284).

6.3.3 Substanční metoda

Cílem této metody oceňování je stanovení částky, která je potřeba ke znovuvybudování daného podniku. Podobně jako u výnosových metod rozlišujeme hodnotu brutto a netto.

Substanční hodnota brutto se zjišťuje na základě reprodukční ceny stejného nebo podobného majetku, kterou snížíme o případné opotřebení, takže stanovíme částku, která je potřeba pro znovupořízení podnikových aktiv. Když následně odečteme závazky, vyjde nám substanční hodnota netto, která v podstatě reprezentuje hodnotu vlastního kapitálu (Mařík, 2018, s. 369).

PRAKTICKÁ ČÁST

7 Rudolf Jelínek a.s.

Předmětem praktické části této diplomové práce bude ocenění společnosti Rudolf Jelínek a.s., které budeme provádět za účelem případného prodeje či vstupu nového společníka. Stavení peněžní hodnoty bude rovněž vhodné i pro současné majitele, kterým tato práce nastíní, v jaké cenové relaci je možné s jejich podnikem obchodovat.

7.1 Základní údaje o společnosti

Název:	RUDOLF JELÍNEK a.s.
Sídlo:	Razov 472, 763 12 Vizovice
Identifikační číslo:	49971361
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	233 882 184 Kč
Počet zaměstnanců:	134
Předmět podnikání:	Činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence, výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, hostinská činnost, zemědělství včetně nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje, výroba a úprava kvasného lihu, konzumního lihu, lihovin a ostatních alkoholických nápojů (s výjimkou piva, ovocných vín, ostatních vín a medoviny a ovocných destilátů získaných pěstitelem pálením) a prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin
Představenstvo:	Předseda představenstva – Ing. Pavel Dvořáček Místopředseda představenstva – Ing. Zdeněk Chromý Člen představenstva – Ing. Markéta Matějčná Člen představenstva – Mgr. Miroslav Motyčka
Dozorčí rada:	Předseda dozorčí rady – Ing. Miroslav Rychna Člen dozorčí rady – Ing. Petr Mareček Člen dozorčí rady – André Stephan Lenard



Original Czech Distilleries

Obrázek 5 Logo společnosti Rudolf Jelínek a.s., Zdroj:
<https://rjelinek.cz/pro-partnery/logo-spolecnosti/>

7.2 Představení společnosti

Společnost Rudolf Jelínek a.s. produkuje destiláty známé po celé České republice a v mnohých koutech světa, jejichž tradice pochází již z roku 1585. Nejznámějším výrobkem je slivovice a jiné ovocné destilát, vyrábí ovšem i prémiové košer destiláty, které jsou vyráběny podle předpisů židovské víry pod dohledem zástupce unie amerických rabínů.



Obrázek 6 Organizační struktura společnosti, Zdroj: Výroční zpráva Rudolf Jelínek a.s. 2020

"Vizí společnosti RUDOLF JELÍNEK a.s. je posilovat pozici značky R. JELÍNEK na domácím i globálním trhu a zabezpečit, aby značka byla vnímána jako majoritní představitel slivovice a ovocných destilátů v celém světě." (Účetní závěrka Rudolf Jelínek a.s., 2020)

Společnost ve své účetní závěrce 2020 vytyčuje následující strategické cíle a principy, kterými se řídí pro jejich plnění:

- rámci skupiny R. JELINEK Group přispívat k udržení pozice největšího výrobce ovocných destilátů při zabezpečení nejvyššího standardu kvality ovocných destilátů.
- Zvýšení podílu na trhu s lihovinami.
- Udržitelný růst ziskovosti.
- Dlouhodobé zajištění kvalitního ovoce.
- Částečná diverzifikace hlavního předmětu podnikání na související, a přitom podpůrné činnosti.

K plnění těchto cílů se společnost řídí těmito jasnými principy:

- Zákazník – Sloužíme našim zákazníkům a učíme se od nich.
- Strategie – Své zdroje soustředíme do hlavní činnosti, jako jsou vývoj, výroba, prodej, marketing a související služby
- Kvalita – Neustále usilujeme o příkladnou kvalitu našich výrobků a služeb.
- Komunikace – Mezi sebou hovoříme otevřeně a s informacemi zacházíme svobodně a odpovědně.

- Vedení – Vyžadujeme vlastní zodpovědnost našich pracovníků. Vše řídíme pomocí otevřené komunikace, dohodnutých cílů a vyhodnocujeme naše úspěchy.
- Tvořivost – Chceme vytvořit prostředí, ve kterém mohou být rozvíjeny myšlenky a pokrok. Podporujeme kreativitu našich pracovníků.
- Organizace – Věříme v autonomii a decentralizaci, ale soustředujeme se na několik základních hodnot. Chráníme své postavení samostatné a nezávislé společnosti.
- Zaměstnanci – Chceme motivované a angažované spolupracovníky.
- Zisk – Uznáváme ziskovost jako hnací sílu naší společnosti.
- Inovativnost – Neustále zavádíme výhodnější postupy ve všech procesech.

7.2.1 Historie společnosti

První písemný doklad o výrobě destilátů na Valašsku pochází z roku 1585. Vzhledem k příznivému klimatu se v této oblasti mimořádně dařilo ovocným stromům, zejména švestkám, a tak se v polovině 18. století začala vyrábět slivovice, jejíž rozmach nastal počátkem 19. století.

Původní pálenice byla svěřena Jakubovi Jelínkovi do pronájmu v roce 1882, který řízení palírny svěřil svému synovi Zikmundovi. Ten později využil své zkušenosti a založil vlastní pálenici, v roce 1894 tak vznikají základy společnosti postavením výroby lihovin a skladiště.

V roce 1921 Zikmund předal vedení svým synům Vladimírovi a Rudolfovi, kteří hned v prvním roce koupili upadající společnost Razov, která měla ovšem strategickou polohu svého závodu, ten stál totiž blízko železniční trati. Roku 1926 se cesta bratrů Jelínků rozešla a Rudolf zůstal ve vedení Razovského závodu a pojmenoval firmu svým jménem, následně roku 1934 zahájil výrobu košer destilátů, které přinesly firmě světový úspěch a byly exportovány až do zámoří.

Během druhé světové války byl Rudolf nucen odjet do USA, protože byl židovského původu a společnost vzhledem k okolnostem spadla pod nucenou správu. Výrobu obnovil syn Zdeněk Jelínek v roce 1945, podařilo se mu to především díky státním dotacím. O rok později umírá na tuberkulózu a budoucnost podniku je nejistá, protože druhý Rudolfův syn Jiří nedosáhl v té době zletilosti.

V roce 1948 byla společnost znárodněna a stala se součástí národního podniku Moravské lihovary a octárny Brno. Vizovická palírna byla během 60. let vedena jako závod číslo 6 spadající pod národní podnik Slovácké konzervárny Uherské Hradiště a výroba byla opět zaměřena na výrobu košer destilátů a jejich export. Během socialismu pak vizovická palírna pokrývala přibližně 85 % celého exportu lihovin, především do USA, Austrálie a západní Evropy.

Po revoluci se národní podnik Slovácké konzervárny Uherské Hradiště osamostatnil a přejmenoval na Rudolf Jelínek, během následné privatizace vzniká akciová společnost Rudolf Jelínek a.s. Společnost založila dceřiné společnosti napříč Evropou, ale například také v Chile. Export se na tržbách podílí přibližně ze 40 % a míří do většiny zemí

Evropy, do Austrálie, Jižní Afriky a také na severoamerický kontinent (rjelinek.cz, 2019, [online]).

7.2.2 Produktové portfolio

Rudolf Jelínek a.s. nabízí ve svém produktovém portfolio poměrně široké spektrum lihovin – ovocné destiláty, ovocné a bylinné likéry, kosher produkty a borovičku. Společnost se také s oblibou pouští do různých limitovaných a dárkových edic.

Mezi ovocné destiláty patří především slivovice, která je pro společnost pomyslnou vlajkovou lodí, vyrábí ovšem i destiláty z hrušek, meruněk, třešní a jablek. Zaměřují se i na netradiční destiláty, v portfolio je v současné době 14 druhů, a často jsou vyráběné v omezeném množství. Jedná se například o destiláty z piva či lesních plodů.

Ovocné likéry vycházejí z ovocných destilátů, které jsou jemnější než samotné pálenky a osloví tak širší spektrum zákazníků. Nabídku dotváří bylinné likéry, tuto produktovou řadu nazývá společnost jako Elixíry (rjelinek.cz, 2019, [online]).

8 Strategická analýza vnějšího prostředí

V následující části práci se zaměříme na mikro a makro okolí společnosti Rudolf Jelínek a.s. Pomůže nám k vytvoření uceleného pohledu na jeho situaci na trhu, které budou stěžejní při ocenění. Nejdříve se zaměříme na vnější prostředí s využitím PEST analýzy a při analýze mikroprostředí aplikujeme Porterův model 5 sil. Závěrečným výstupem strategické analýzy bude matice SWOT.

8.1 PEST analýza

PEST analýza nám bude sloužit jako nástroj pro analýzu makroprostředí podniku Rudolf Jelínek a.s., jedná se tedy o faktory, které ovlivňují jeho hodnotu a zasahují do jeho fungování, ale podnik jako takový na ně vliv nemá.

8.1.1 Politické a legislativní faktory

Vzhledem k aktuální situaci je nutné se předně zaměřit na probíhající pandemii. Již necelé dva roky se společnosti v ČR potýkají s nejrůznějšími omezeními a restrikcemi. Mluvíme-li o podniku vyrábějícím alkohol, tak se ho zásadně dotklo uzavření veškerých restauračních zařízení, kdy i po jejich opětovném otevření není vytíženost stejná, jako dřív, protože stále platí určitá omezení a lidé je nenavštěvují v takové míře. Uzavření gastronomického odvětví trvalo v ČR 123 dní, na exportním trhu na Slovensku trvalo 135 dní.

Karanténní opatření se projevují především na chybějících zaměstnancích, kdy jeden nakažený zaměstnanec mohl dostat do karantény nespočet svých kolegů a ochromit tak pravidelnost výroby. Tento problém už částečně řeší očkování, které ovšem šíření nemoci v podnicích nezastavilo, ale společně s povinným testováním zaměstnanců se problém s jejich nedostatkem alespoň částečně minimalizuje.

Vzhledem k členství České republiky v EU je také vhodné zmínit, že podniky vyrábějící alkohol se musí řídit jejími nařízeními. Jedním z nich je například nařízení č. 110 z roku 2008, které se zabývá zeměpisným označením lihovin. Členství v EU rovněž přináší větší otevřenost zahraničních trhů, kdy je pro české podniky snazší a levnější na zahraniční trhy vstoupit, ale stejně tak pro ně vzniká riziko ze vstupu nové konkurence.

Pokud se podíváme přímo na legislativu ČR, tak zásadní vliv má i na cenu produktů, neboť pro alkohol platí vyšší spotřební daň, upravenou zákonem č. 353/2003 Sb. Dalším zákonem, který vstupuje do fungování producentů alkoholu, je zákon č. 61/1997 sb., který stanovuje, za jakých podmínek lze lihoviny vyrábět.

8.1.2 Ekonomické faktory

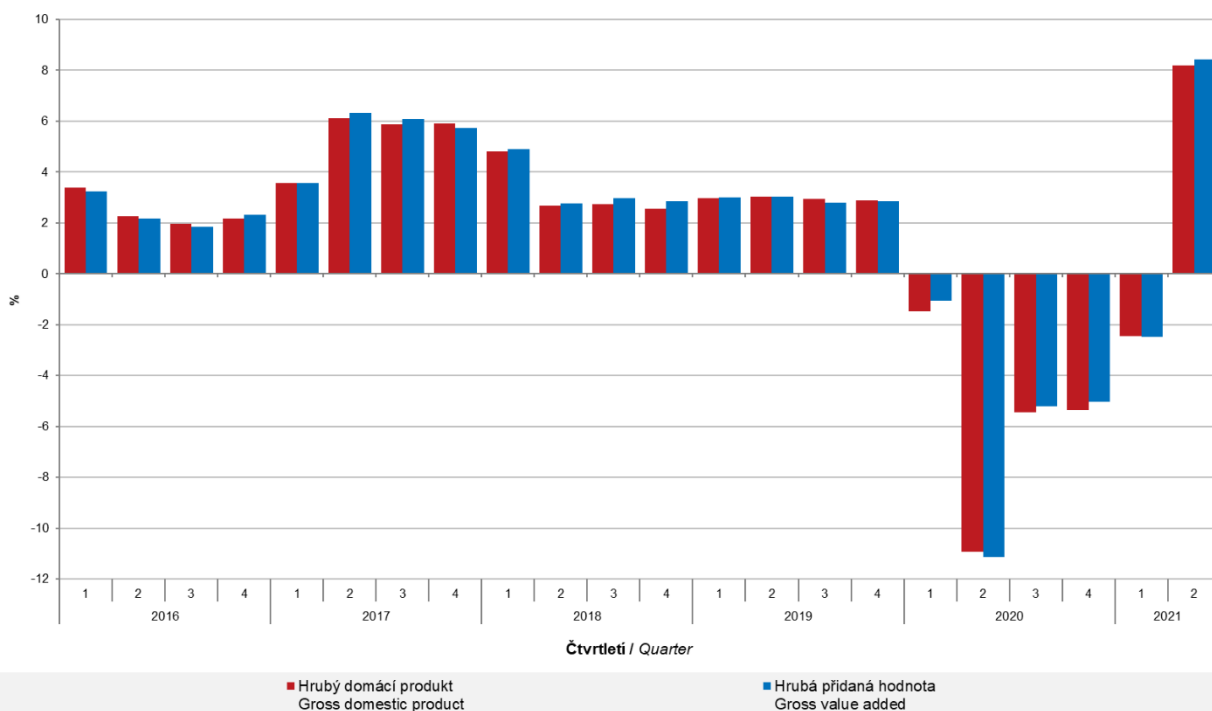
Pandemie se rovněž promítla do ekonomické situace v ČR a zapříčinila značné oslabení. Během roku 2020 pokleslo HDP o 5,6 %, ale nyní již nastává obrat a HDP se začíná z propadu vzpamatovávat. Mezi prvním a druhým čtvrtletím roku 2021 byla změna HDP kladná a meziročně vzrostlo o 8,2 % a Český statistický úřad očekává ve 3. čtvrtletí další růst.

Vzhledem k rostoucí inflaci, která by měla meziročně dosáhnout až k 7 %, klesá kupní síla obyvatel, neboť v drtivé většině případů růst inflace nekoresponduje s růstem mezd.

Nezaměstnanost se během roku 2020 držela na 4 %, v září roku 2021 klesla na 3,5 %. Vzhledem k nejistotě klesá ochota lidí měnit svá zaměstnání. Již delší dobu panuje trend, že množství uchazečů o pracovní místo dorovnává množství pracovních míst a podnik by mohl v budoucnu mít problém s obsazením takových pracovních míst, kde je nutná vysoká kvalifikace. Vzhledem k pandemii musela společnost Rudolf Jelínek a.s. propustit 20 % svých zaměstnanců.



Hrubý domácí produkt a hrubá přidaná hodnota – meziroční reálná změna, sezónně očištěno
Gross domestic product and gross value added – year-on-year real growth rate, seasonally adjusted



Obrázek 7 Graf znázorňující změny HDP, Zdroj: Český statistický úřad

8.1.3 Sociální a demografické faktory

Výrobci a prodejci alkoholických nápojů mají na českém trhu výhodu především v tom, že konzumace alkoholu v české společnosti brána s určitou samozřejmostí a je v ní hluboce zakořeněna. Česká republika je ve světě proslulá množstvím produkce ale i konzumací litrů alkoholu na osobu.

Tabulka 2 Spotřeba alkoholu v litrech na 1 osobu

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Lihoviny (40%)	7,0	6,9	6,7	6,5	6,7	6,9	7,0	6,9	7,0	7,1
Víno	19,4	19,4	19,8	18,8	19,5	18,9	19,6	19,4	20,4	20,3
Pivo	144,4	142,5	148,6	147,0	147,0	146,6	146,9	144,3	145,2	146,0
Celkem	170,9	168,8	175,2	172,3	173,3	172,4	173,5	170,6	172,5	173,4

Zdroj: Český statistický úřad

Konzumace alkoholu s ohledem na pandemii podle průzkumu Zdravotní pojišťovny ministerstva vnitra ČR klesla, nicméně pravidelní konzumenti svou spotřebu zvýšili, takže pokles byl výrazně ovlivněn zavřenými restauracemi a hospodami.

Většina české populace je v produktivním věku, což je pro odvětví alkoholických nápojů příznivé, v budoucnu bude průměrný věk populace stoupat, protože je v současnosti nízká porodnost. Lze také očekávat, že s rostoucím zájmem o zdravý životní styl bude mít spotřeba alkoholu klesající tendenci, které bude zároveň přispívat růst cen alkoholu vlivem vyšších daní na alkohol a tabákové výrobky.

8.1.4 Technologické faktory

Samotný postup výroby lihovin je pevně stanoven a není příliš prostoru pro jeho inovaci, i s ohledem na výrobu kosher destilátů, kdy produkce podléhá přísným pravidlům. Proto se společnost Rudolf Jelínek a.s. soustředí primárně na modernizaci výroby za účelem úspory času a zvýšení produktivity.

V roce 2020 společnost modernizovala své počítačové servery a pro zefektivnění produkce pořídila nový etiketovací stroj. V předchozích letech se soustředila na úpravy regálových systémů a celkové fungování logistiky, zároveň implementovala nové software pro řízení výroby. Velkou část technologického rozvoje byla směřována také do sadů, především šlo o jejich mechanizace. V roce 2016 byla instalována nová destilační kolona, modernizovány byly také destilační kotle.

Je patrné, že společnost se snaží udržet krok s dobou a do svých procesů implementuje nejmodernější technologie, což je zároveň zásadní pro udržení kroku s konkurencí a udržení ziskovosti.

8.2 Porterův model 5 sil

Nyní se podíváme na mikroprostředí analyzované společnosti s využitím Porterova modelu 5 sil a vytvoříme si tak určitý obraz o tomto průmyslovém odvětví.

8.2.1 Dodavatelé

Suroviny pro výrobu může společnost nakupovat od širokého spektra firem. Vzhledem k tomu, že je Rudolf Jelínek a.s. součástí nadnárodního holdingu, který má dceřiné společnosti v různých zemích Evropy, je snazší i kontakt se zahraničními dodavateli. Společnost zároveň neustále rozšiřuje své ovocné sady a snižuje tak svou závislost na dodavatelích ovoce, jen v roce 2020 vysadila 3,7 ha švestkových sadů.

Vzhledem ke své velikosti staví Rudolf Jelínek a.s. na dlouhodobých vztazích s dodavateli a často je v pozici jednoho z klíčových zákazníků.

Na základě výše zmíněného lze tedy soudit, že vyjednávací síla dodavatelů je všeobecně v alkoholovém odvětví nízká a v kombinaci s velikostí a dosahem analyzované společnosti je nezávislost na odběratelích ještě umocněna.

8.2.2 Odběratelé

Největší procento odběratelů je tvořeno velkoobchody a maloobchody, ale z části portfolio odběratelů tvoří hospody a restaurace nebo také čerpací stanice.

Budeme se věnovat primárně obchodním řetězcům, neboť to jsou zákazníci tvořící větší část tržeb. Výhodou pro Rudolf Jelínek a.s. je, že tato skupina odběratelů je obvykle spolehlivá a vznik ztrát z nezaplacených pohledávek je spíše raritou, takže jim může poskytovat vysoké obchodní úvěry, které jsou pojistitelné u specializovaných pojišťoven pro úplné minimalizování rizik.

Tato skupina odběratelů si je vědoma, že se jich na trhu vyskytuje omezené množství a zároveň existuje poměrně mnoho producentů alkoholu, od kterých lze odebírat velké množství zboží. Jejich vyjednávací síla je tedy vysoká.

Rudolf Jelínek a.s. se snaží na tuto situaci odpovědět budováním vlastních prodejen a restaurací, také navazuje spolupráce s vybranými restauracemi a snižuje tak podíl obchodních řetězců ve svém odběratelském portfoliu.

8.2.3 Potenciální noví konkurenti

Hrozba vstupu nových konkurentů je poměrně malá, neboť existuje několik zásadních bariér pro vstup.

Obecně podléhá výroba alkoholických nápojů mnoha legislativním požadavkům a omezením. Česká společnost si zakládá na tradici a nové značky alkoholu se většinou

nesetkají zdaleka s tak velkým úspěchem. To se promítá v i preferencích podnikatelských subjektů, které radši nakupují dlouhodobě ověřené a známé značky, protože méně známé značky alkoholu se hůře prodávají.

Často jsou také alkoholické nápoje připravovány speciální recepturou, která je chráněná zákonem a takovou recepturu mohou používat jen konkrétní společnost nebo skupina společností, takže lze tvrdit, že i při vstupu nové konkurence nebudou produkty společnosti Rudolf Jelínek a.s. zcela nahraditelné a poptávka po nich bude nadále vysoká.

V neposlední řadě mohou pro nové konkurenty představovat problém vysoké prvotní investice, které jsou nutné k zahájení výroby. Nižší zajímavost tohoto trhu pak podtrhuje dlouhodobě klesající zájem lidí o konzumaci alkoholu a směřování ke zdravému životnímu stylu.

8.2.4 Substituční výrobky

Za nejpravděpodobnější substituty produktů Rudolf Jelínek a.s. můžeme považovat především pivo a víno, jejichž spotřebu jsme mohli sledovat v tabulce 2.

Pro konzumenty je poměrně lehká zaměnitelnost, protože drtivé procento konzumentů tvrdého alkoholu pije také nápoje s nižším procentem alkoholu, kterými jsou právě pivo a víno. Sklouznutí k substitučním výrobkům může také podporovat cena, protože pivo a víno je obvykle levnější než tvrdý alkohol.

Faktorem, který snižuje riziko nahrazení substitučními výrobky, je pak samotný obsah alkoholu, který může být pro určitou část konzumentů zásadním.

9 Finanční analýza společnosti

Po strategické analýze se podíváme na finanční data podniku Rudolf Jelínek a.s., které podrobně zanalyzujeme. Ve spojení se strategickou analýzou pak vznikne ucelený soubor informací, pomocí kterých vytvoříme finanční plán a následné ocenění reflektující aktuální situaci uvnitř i okolo podniku.

9.1 Zkrácené účetní výkazy

Abychom měli základní představu o hodnotě majetku a finančních prostředcích, se kterými podnik operuje, podíváme se na zkrácené účetní výkazy za posledních pět let.

9.1.1 Rozvaha

V tabulce číslo 4 můžeme vidět hodnoty jednotlivých položek aktiv a pasiv za posledních 5 let. Je patrné, že majetek společnosti a zdroje financování pravidelně narůstaly, ale v posledním roce došlo k poklesu pravděpodobně vlivem pandemie.

Tabulka 3 Rozvaha společnosti Rudolf Jelínek a.s.

AKTIVA	2016	2017	2018	2019	2020
		618 744	643 490	734 982	864 722
Dlouhodobý majetek	265 187	275 003	327 224	371 627	380 733
Dlouhodobý nehmotný majetek	635	613	570	3 177	5 705
Dlouhodobý hmotný majetek	256 156	266 494	319 002	360 798	356 676
Dlouhodobý finanční majetek	8 396	7 896	7 652	7 652	18 352
Oběžná aktiva	349 883	364 845	404 728	488 794	374 915
Zásoby	175 905	179 215	220 899	261 127	244 125
Pohledávky	156 223	166 179	166 137	207 148	113 942
Dlouhodobé pohledávky	10 380	8 501	6 069	836	377
Krátkodobé pohledávky	145 843	157 678	160 068	206 312	113 565
Krátkodobý finanční majetek	3	3	3	3	3
Peněžní prostředky	17 752	19 448	17 689	20 516	16 845
Časové rozlišení	3 674	3 642	3 030	4 301	4 583
PASIVA	2016	2017	2018	2019	2020
	618 744	643 490	734 982	864 722	760 231
Vlastní kapitál	369 228	375 576	392 445	408 476	423 955
Základní kapitál	233 882	233 882	233 882	233 882	233 882
Ážio a kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	12 509	13 670	14 402	15 602	14 951
Výsledek hospodaření minulých let	99 626	113 386	122 062	134 412	158 902
Výsledek hospodaření běžného účetního	23 211	14 638	22 099	24 580	16 220
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku					
Cizí zdroje	245 325	263 469	336 825	449 997	332 260
Rezervy	9 018	13 021	13 584	4 739	3 073
Závazky	236 307	250 448	323 241	445 258	329 187
Dlouhodobé závazky	43 960	27 972	68 545	107 944	112 703
Krátkodobé závazky	192 347	222 476	254 696	337 314	216 484
Časové rozlišení	4 191	4 445	5 712	6 249	4 016

Zdroj: Účetní závěrky Rudolf Jelínek a.s.

9.1.2 Výkaz zisku a ztráty

Stejně jako v rozvaze se v posledním roce výkazu zisku a ztráty promítla pandemie Covid-19. Došlo k výraznému propadu tržeb vlivem uzavřených podniků, což mělo za následek i nižší tržby.

Tabulka 4 Výkaz zisků a ztráty společnosti Rudolf Jelínek a.s.

Výkaz zisku a ztráty	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby z prodeje výrobků a služeb	392 631	409 532	422 361	447 562	368 516
Tržby za prodej zboží	34 202	35 963	43 595	45 282	43 805
Výkonová spotřeba	319 010	318 395	369 992	372 307	305 891
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-5 320	11 764	-32 682	-10 741	-13 526
Aktivace	-6 426	-6 187	-7 677	-8 469	-6 215
Osobní náklady	62 501	68 236	79 637	88 783	82 891
Úpravy hodnot v provozní oblasti	22 950	18 922	16 996	22 181	27 162
Ostatní provozní výnosy	10 575	5 252	7 176	6 396	23 363
Ostatní provozní náklady	13 437	14 605	14 945	-341	12 093
Provozní výsledek hospodaření	31 256	25 012	31 921	35 520	27 388
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	1 500	0	0
Náklady vynaložené na prodané podíly			244		
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem					
Výnosové úroky a podobné výnosy	274	270	206	108	7
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti					
Nákladové úroky a podobné náklady	2 173	1 804	3 216	5 411	4 083
Ostatní finanční výnosy	1 046	2 555	3 243	2 631	4 642
Ostatní finanční náklady	1 161	7 332	5 375	1 894	7 908
Finanční výsledek hospodaření	-2 014	-6 311	-3 886	-4 566	-7 342
Výsledek hospodaření před zdaněním	29 242	18 701	28 035	30 954	20 046
Daň z příjmů za běžnou činnost	6 031	4 063	5 936	6 374	3 826
Výsledek hospodaření za účetní období	23 211	14 638	22 099	24 580	16 220
Čistý obrát za účetní období	438 728	453 572	478 081	501 979	440 333

Zdroj: Účetní závěrky Rudolf Jelínek a.s.

9.2 Vertikální a horizontální analýza

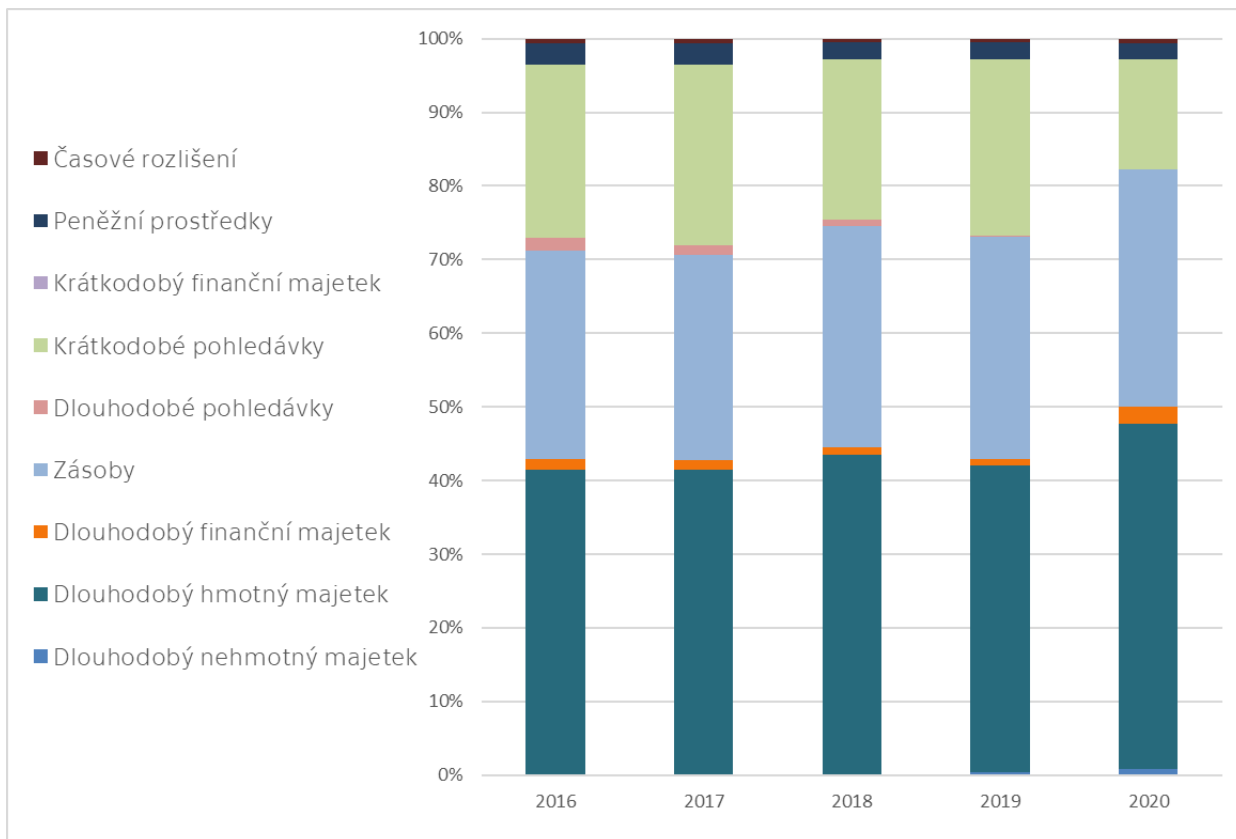
Potom, co jsme se podívali na konkrétní finanční údaje v jednotlivých letech se nyní zaměříme na účetní výkazy procentuálně. Nejdříve se podíváme na složení majetku, jeho meziroční změny a vyhodnotíme splnění bilančních pravidel, následně se budeme zabývat nákladovými položkami.

V rámci analýzy rozvahy použijeme sloupcové grafy, neboť rozvaha se v našem případě skládá pouze z kladných položek. Při práci s výkazem zisku a ztráty budeme pro lepší orientaci, vzhledem k nákladovým a výnosovým položkám, používat tabulky s konkrétními hodnotami.

9.2.1 Vertikální a horizontální analýza rozvahy

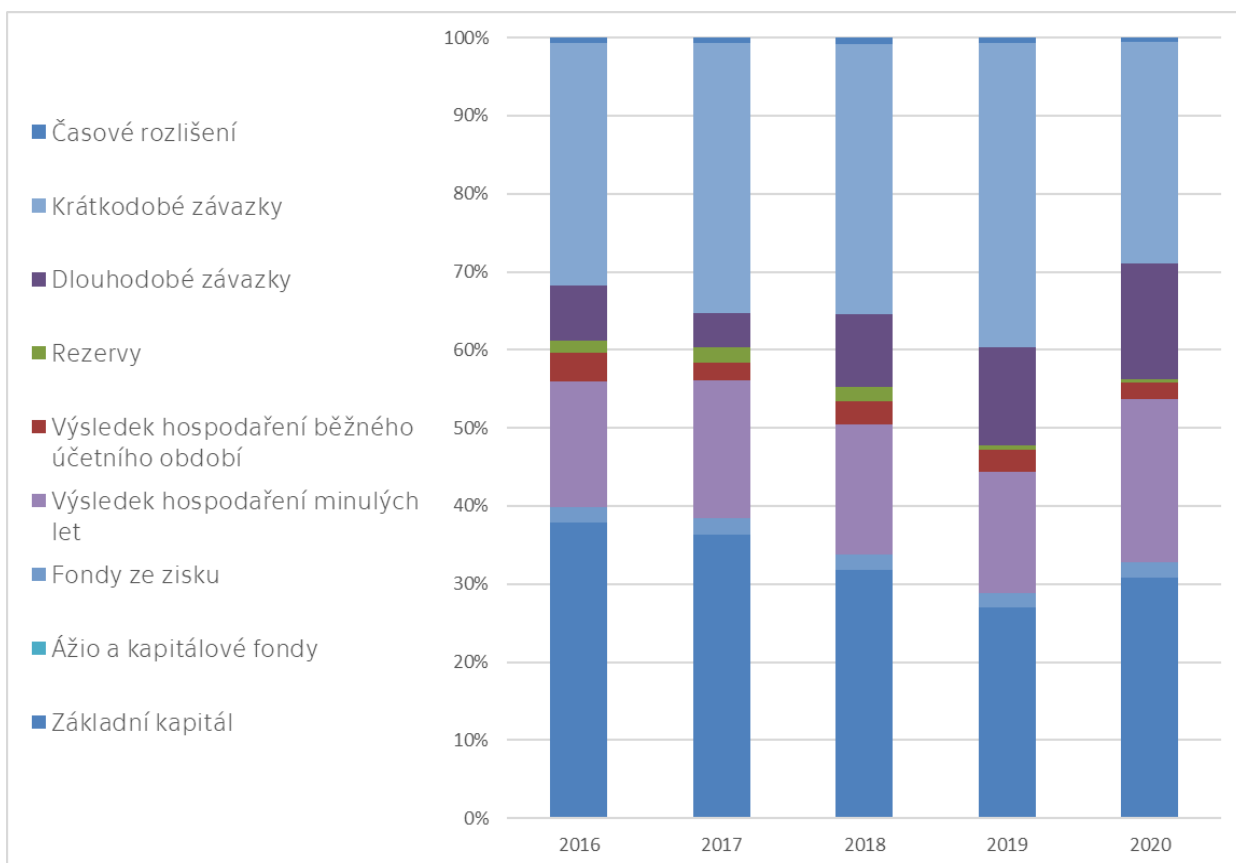
Na obrázku číslo 8 můžeme vidět, že struktura aktiv neprošla ve sledovaných obdobích žádnými zásadními změnami. Patrný je pokles krátkodobých pohledávek, které v letech 2016 až 2019 tvořily téměř 25 % aktiv, ale v posledním roce měly vlivem pandemie

podíl pouze 15 %. Dlouhodobý majetek s příchodem pandemie velkou změnou neprošel, ale vlivem poklesu pohledávek se jeho procentuální zastoupení v celkovém složení aktiv zvýšilo, takže v posledním sledovaném roce bylo rozložení oběžných aktiv a dlouhodobého majetku 50:50, rok před pandemií na oběžná aktiva připadalo 56,5 % a na dlouhodobý majetek 43,5 %.



Obrázek 8 Graf znázorňující složení aktiv, Zdroj: Vlastní zpracování

Složení pasiv nám znázorňuje obrázek číslo 9, na první pohled je patrné, že jejich složení prošlo v průběhu sledovaných let výraznějšími změnami, než tomu bylo u aktiv. Podíl základního kapitálu se mezi lety 2016 až 2019 snížil o 10 %, na změnu měly vliv ostatní položky, neboť hodnota základního kapitálu je neměnná. Vliv měl především nárůst cizích zdrojů, které ve stejném časovém rozmezí vzrostly o 12 %. Zaměříme-li se na příčinu nárůstu cizích zdrojů, tak zjistíme, že podnik navýšil krátkodobé úvěry na více než dvojnásobek, kdy z původních 40 milionů Kč byla v roce 2019 jejich hodnota 105 milionů Kč, v roce 2020 pak 110 milionů Kč. Téměř na dvojnásobnou hodnotu také vzrostly dlouhodobé úvěry. V roce 2019 tak cizí kapitál měl větší podíl než vlastní kapitál, nicméně v roce 2020 se poměrové rozložení vrátilo zpět ve prospěch vlastního kapitálu. Hlavním důvodem bylo meziroční snížení krátkodobých závazků s podstatným vlivem o 50 %, ze 180 milionů Kč na 90 milionů Kč, takže krátkodobé pohledávky tím pádem poklesly o 10 %.



Obrázek 9 Graf znázorňující složení pasiv, Zdroj: Vlastní zpracování

Na závěr analýzy majetku a zdrojů financování si vyhodnotíme jednotlivá bilanční pravidla. V tabulce číslo 6 jsou hodnoty dlouhodobých aktiv a dlouhodobých pasiv. Je zřejmé, že v celém sledovaném období je hodnota dlouhodobých pasiv vyšší, takže zlaté bilanční pravidlo bylo v každém roce splněno se značnou rezervou.

Tabulka 5 Zlaté bilanční pravidlo

	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobá aktiva	265 187	275 003	327 224	371 627	380 733
Dlouhodobá pasiva	426 397	421 014	480 286	527 408	543 747

Zdroj: Vlastní zpracování

Nyní si zhodnotíme splnění zlatého pari pravidla, které můžeme sledovat v tabulce číslo 7. Vlastní kapitál dosahuje ve všech sledovaných letech vyšší hodnoty než dlouhodobá aktiva, takže zlaté pari pravidlo společnost splňuje.

Tabulka 5 Zlaté pari pravidlo

	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobá aktiva	265 187	275 003	327 224	371 627	380 733
Vlastní kapitál	369 228	375 576	392 445	408 476	423 955

Zdroj: Vlastní zpracování

Na závěr si vyhodnotíme zlaté pravidlo vyrovnání rizika. V tabulce 8 můžeme sledovat hodnoty vlastního a cizího kapitálu v jednotlivých letech. Kromě roku 2019, kdy cizí kapitál převýšil kapitál vlastní, je zlaté pravidlo vyrovnání rizika splněno.

Tabulka 6 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

	2016	2017	2018	2019	2020
Cizí kapitál	245 325	263 469	336 825	449 997	332 260
Vlastní kapitál	369 228	375 576	392 445	408 476	423 955

Zdroj: Vlastní zpracování

9.2.2 Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Nyní se budeme zabývat analýzou výkazu zisku a ztráty, nejprve se podíváme na meziroční změny. Položky, které byly v celém časovém rozpětí nulové, jsou skryté.

V tabulce číslo 9 můžeme vidět vertikální analýzu, na první pohled je patrné, že nejvyšší náklad představuje výkonová spotřeba, která v celém období neklesla pod 70 %. Je tedy zřejmé, že i pokles tržeb v době pandemie snížil rovnoměrně i výkonovou spotřebu. Povšimnout si můžeme, že podíl osobních nákladů každoročně rostl i přes to, že v roce 2020 došlo v podniku k velkému propouštění za účelem minimalizace nákladů. Ostatní položky ve výkazu zaujímaly ve všech sledovaných obdobích téměř stejné procentuální zastoupení, jednalo se o změny jen v řádech několika jednotek procent.

Tabulka 7 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vertikální analýza VZZ	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby z prodeje výrobků a služeb					
Tržby za prodej zboží	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotřeba	74,74%	71,47%	79,40%	75,54%	74,19%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,25%	2,64%	-7,01%	-2,18%	-3,28%
Aktivace	-1,51%	-1,39%	-1,65%	-1,72%	-1,51%
Osobní náklady	14,64%	15,32%	17,09%	18,01%	20,10%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	5,38%	4,25%	3,65%	4,50%	6,59%
Ostatní provozní výnosy	2,48%	1,18%	1,54%	1,30%	5,67%
Ostatní provozní náklady	3,15%	3,28%	3,21%	-0,07%	2,93%
Provozní výsledek hospodaření	/	/	/	/	/
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0,00%	0,00%	0,32%	0,00%	0,00%
Náklady vynaložené na prodané podíly	0,00%	0,00%	0,05%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,06%	0,06%	0,04%	0,02%	0,00%
Nákladové úroky a podobné náklady	0,51%	0,40%	0,69%	1,10%	0,99%
Ostatní finanční výnosy	0,25%	0,57%	0,70%	0,53%	1,13%
Ostatní finanční náklady	0,27%	1,65%	1,15%	0,38%	1,92%
Finanční výsledek hospodaření	/	/	/	/	/
Výsledek hospodaření před zdaněním	/	/	/	/	/
Daň z příjmů za běžnou činnost	1,41%	0,91%	1,27%	1,29%	0,93%
Výsledek hospodaření za účetní období	/	/	/	/	/
Čistý obrat za účetní období	/	/	/	/	/

Zdroj: Vlastní zpracování

Na meziroční změny neboli horizontální analýzu se zaměřuje tabulka číslo 10. Na tržbách se jednoznačně projevila pandemie, neboť každoročně docházelo k růstu tržeb a v roce 2020 přišel pokles o 20 %. I přes to, že tržby v roce 2019 vzrostly téměř o 10 %, tak v podniku vzrostla výkonová spotřeba pouze o 0,63 %. Velké změny se každý rok udály u položky aktivace, jejíž výše se měnila v řádech desítek procent. Propouštění zaměstnanců v roce 2020 se projevilo meziročním poklesem osobních nákladů o 6,6 %. Výraznými změnami prošly také blíže nespecifikované položky ostatních nákladů a ostatních výnosů, nejzásadnější byla meziroční změna mezi lety 2019 a 2020, kdy ostatní provozní výnosy vzrostly o 265 % a ostatní provozní náklady zaznamenaly nárůst o 3646 %.

Posuneme-li se od provozní části k finanční, tak si všimneme, že ve stovkách procent vzrostly v roce 2020 ostatní provozní náklady. Celkově pak finanční výsledek hospodaření kromě roku 2018 klesal.

Výsledek hospodaření za účetní období mezi lety 2016 a 2017 poklesl o 37 %, ale pak nabral rostoucí trend, kdy meziročně v roce 2018 vzrostl o 51 % a v dalším roce o 11 %. Tento stoupající trend byl utnut pandemií a v roce 2020 byl o 34 % nižší než v roce předchozím.

Tabulka 8 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza VZZ	2016-2017		2017-2018		2018-2019		2019-2020	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Tržby z prodeje výrobků a služeb	16 901	4,30%	12 829	3,13%	25 201	5,97%	-79 046	-17,66%
Tržby za prodej zboží	1 761	5,15%	7 632	21,22%	1 687	3,87%	-1 477	-3,26%
Výkonová spotřeba	-615	-0,19%	51 597	16,21%	2 315	0,63%	-66 416	-17,84%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	17 084	321,13%	-44 446	-377,81%	21 941	67,13%	-2 785	-25,93%
Aktivace	239	3,72%	-1 490	-24,08%	-792	-10,32%	2 254	26,61%
Osobní náklady	5 735	9,18%	11 401	16,71%	9 146	11,48%	-5 892	-6,64%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-4 028	-17,55%	-1 926	-10,18%	5 185	30,51%	4 981	22,46%
Ostatní provozní výnosy	-5 323	-50,34%	1 924	36,63%	-780	-10,87%	16 967	265,28%
Ostatní provozní náklady	1 168	8,69%	340	2,33%	-15 286	-102,28%	12 434	3646,33%
Provozní výsledek hospodaření	-6 244	-19,98%	6 909	27,62%	3 599	11,27%	-8 132	-22,89%
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	/	1 500	/	-1 500	-100,00%	0	/
Náklady vynaložené na prodané podíly	0	/	244	/	-244	-100,00%	0	/
Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	/	0	/	0	/	0	/
Náklady související s ost. dlouhodobým finančním majetkem	0	/	0	/	0	/	0	/
Výnosové úroky a podobné výnosy	-4	-1,46%	-64	-23,70%	-98	-47,57%	-101	-93,52%
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0	/	0	/	0	/	0	/
Nákladové úroky a podobné náklady	-369	-16,98%	1 412	78,27%	2 195	68,25%	-1 328	-24,54%
Ostatní finanční výnosy	1 509	144,26%	688	26,93%	-612	-18,87%	2 011	76,43%
Ostatní finanční náklady	6 171	531,52%	-1 957	-26,69%	-3 481	-64,76%	6 014	317,53%
Finanční výsledek hospodaření	-4 297	-213,36%	2 425	38,42%	-680	-17,50%	-2 776	-60,80%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-10 541	-36,05%	9 334	49,91%	2 919	10,41%	-10 908	-35,24%
Daň z příjmů za běžnou činnost	-1 968	-32,63%	1 873	46,10%	438	7,38%	-2 548	-39,97%
Výsledek hospodaření za účetní období	-8 573	-36,94%	7 461	50,97%	2 481	11,23%	-8 360	-34,01%
Čistý obrat za účetní období	14 844	3,38%	24 509	5,40%	23 898	5,00%	-61 646	-12,28%

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této části práce využijeme finanční data získaná z výkazů k poměření v rámci ukazatelů rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity.

9.3.1 Analýza ukazatelů rentability

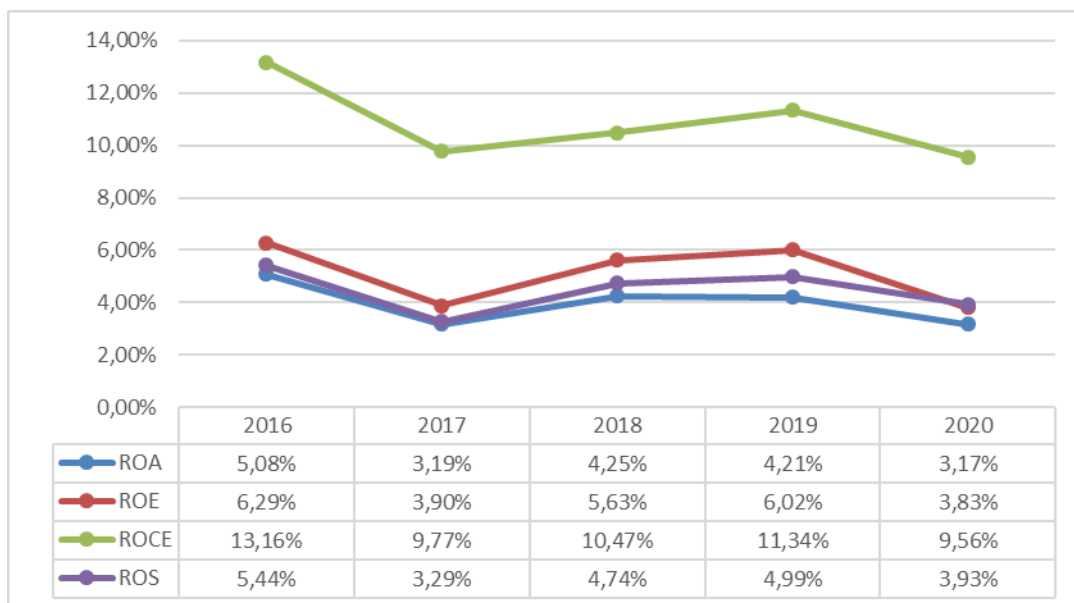
Vývoj ukazatelů rentability ve sledovaném časovém rozpětí můžeme vidět na obrázku 10. Na první pohled je jasné, že všechny využitě ukazatele rentability následovaly velmi podobný trend.

Nejvýraznější meziroční propad zaznamenala rentabilita aktiv v roce 2017. Tento pokles byl výraznější než pokles, který přišel s nástupem pandemie. Bylo to způsobeno tím, že společnost Rudolf Jelínek a.s. měla výrazně nižší zisk před zdaněním a úroky než v ostatních letech, byl o téměř 11 milionů Kč nižší než průměrná hodnota EBIT ve sledovaném období. Nejnižší rentabilitu aktiv měl podnik v roce 2020. I přes to, že hodnotu aktiv společnost snížila o více než 100 milionů Kč, tak tržby byly vlivem pandemie nízké a na 1 Kč aktiv připadlo 0,03 Kč zisku před zdaněním a úroky.

Rentabilita vlastního kapitálu se vývojem odchýlila od rentability aktiv, kdy v roce 2019 vzrostla o 0,4 %, kdežto ROA kleslo. Za rostoucí tendencí v letech 2017–2019 stál každoroční růst čistého zisku, zatímco změna vlastního kapitálu byla jen v řádech několika procent.

Největší meziroční pokles nastal v roce 2017 u ukazatele rentability dlouhodobých zdrojů, oproti předchozímu roku se snížil o 3,4 %. Stejně jako u ostatních druhů zisku poklesl zisk před zdaněním, úroky a odpisy o 27,5 %. Vlastní kapitál a dlouhodobé závazky v součtu klesly v malé míře také, takže tím výsledný poměr vyšel nízký.

Tržby byly i přes příchod pandemie rentabilnější než v roce 2017, společnost totiž v roce 2020 dosáhla vyššího čistého zisku o 1,3 milionu Kč a zároveň vygenerovala o 30 milionů Kč nižší tržby. V roce 2017 podnik totiž vykázal položku změna stavu zásob vlastní činnosti mnohonásobně vyšší než ve všech ostatních letech. Také došlo k více než 500 % růstu ostatních finančních nákladů, které výsledný EAT ještě více oslabily.



Obrázek 10 Graf znázorňující vývoj ukazatelů rentability, Zdroj: Vlastní zpracování

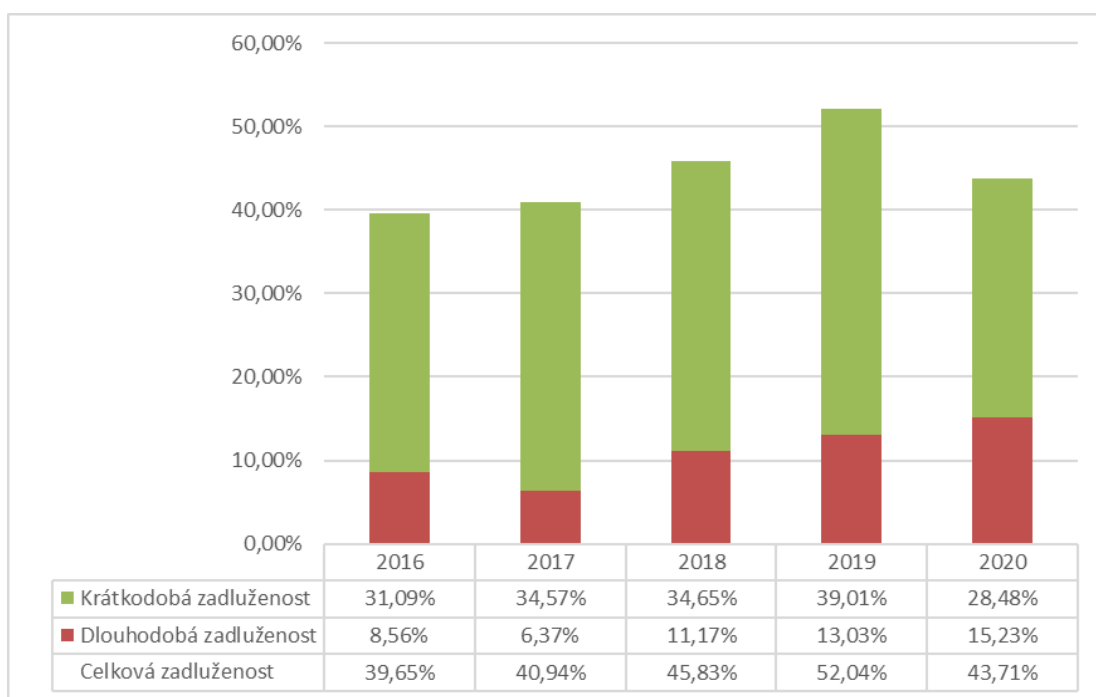
9.3.2 Analýza ukazatelů zadluženosti

Poté, co jsme si rozebrali vývoj rentability, se nyní podíváme na vývoj ukazatelů zadluženosti. Na obrázku 11 je zobrazen stav ukazatelů dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti, celková zadluženost pak představuje jejich součet.

Krátkodobá zadluženost kromě posledního sledovaného roku stoupala, mezi lety 2017 a 2018 byl však růst pouze nepatrný. Na nárůstu o 3,5 % po roce 2016 se podílelo navýšení krátkodobých úvěrů, kdy se jejich hodnota zvýšila o 50 %, o 16 % také narostly závazky vůči dodavatelům, celkově se tedy krátkodobý cizí kapitál zvedl o zhruba 15,7 %. Hodnota pasiv rovněž vzrostla, nicméně nárůst představoval pouze 4 %. Další významný růst se odehrál mezi lety 2018 a 2019, konkrétně o 4,4 %. I v tomto období došlo k nárůstu závazků z obchodních vztahů a úvěrů, nebyl to ovšem hlavní důvod nárůstu ukazatele zadluženosti. Hlavním faktorem bylo navýšení rozvahové položky stát – daňové závazky a dotace, která vzrostla o téměř 90 %, celkově krátkodobé závazky vzrostly o 32,4 %, kdežto celková pasiva jen o 17,8 %. Na poklesu krátkodobé zadluženosti v roce 2020 se podílela z jedné části pandemie, kdy vlivem restrikcí společnost vyráběla méně, což vedlo k nižšímu množství objednaných surovin a závazky k dodavatelům se snížily o 30 %. Zároveň se také vrátila hodnota položky stát – daňové závazky a dotace na ještě nižší hodnoty, než tomu bylo před rokem 2019. Ve výsledku se krátkodobé závazky s rokem 2020 snížily o 35,8 % a celková pasiva o 12 %.

Dlouhodobá zadluženost měla při pohledu na celé sledované období rostoucí trend, v posledním roce byla o 78 % větší než v počátku analyzovaného období. Mezi lety 2016 a 2017 došlo k poklesu, neboť se dlouhodobé úvěry snížily o 36 %. Vzhledem k nárůstu krátkodobých úvěrů je patrné, že se jednalo hlavně o přesun dlouhodobých

úvěrů mezi krátkodobé v rámci účetnictví. Pandemie v roce 2020 pravděpodobně zapříčinila, že dlouhodobé závazky podniku zůstaly téměř nezměněné, došlo ale ke snížení celkových pasiv a hodnota ukazatele se tímto zvýšila.



Obrázek 11 Graf složení zadluženosti, Zdroj: Vlastní zpracování

Na závěr zhodnocení ukazatelů zadluženosti se podíváme na úrokové krytí, jehož hodnoty můžeme vidět v tabulce 11. Ve všech analyzovaných letech by dokázal zisk pokrýt nákladové úroky hned několikrát, avšak násobek krytí se každoročně snižoval. Nákladové úroky i EBIT se měnily každoročně stejným směrem, nicméně rozdíl mezi nimi se zmenšoval, je však potřeba podotknout, že i hodnota 5,91 je velmi dobrá a dostatečná.

Tabulka 9 Hodnoty úrokového krytí v jednotlivých letech

	2016	2017	2018	2019	2020
Úrokové krytí	14,46	11,37	9,72	6,72	5,91

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3.3 Analýza ukazatelů aktivity

Nejprve se podíváme na obratovost aktiv, dlouhodobého majetku a zásob, jejichž hodnoty v jednotlivých letech můžeme vidět na obrázku 12. Obrat aktiv byl v celém časovém rozpětí pod doporučenou hodnotou 1, po roce 2017 zároveň nabral klesající tendenci. Od roku 2016 do roku 2019 tržby podniku rostly, jejich průměrný meziroční růst byl 4,9 %, ale tempo růstu aktiv bylo rychlejší, v průměru přesáhlo hranici 10 %.

Obrat dlouhodobého majetku a obrat zásob měly podobný vývoj jako obrat aktiv z obdobných důvodů, nicméně v roce 2017 zaznamenaly nepatrný růst. Meziroční nárůst

tržeb byl v tomto roce 4,4 %, ale dlouhodobý majetek se zvedl jen o 3,7 % a zásoby o 1,88 %. Oba ukazatele dosahují poměrně nízkých hodnot a podnik by se měl zaměřit na efektivnější práci s dlouhodobým majetkem a zásobami. Podnik pravidelně investuje do rozvoje dlouhodobého majetku, takže je pravděpodobné, že v blízké budoucnosti dosáhne určitého zefektivnění jeho využívání a ukazatel vyjde příznivěji. Rok 2020 a s ním spojená pandemie se na výsledcích těchto ukazatelů příliš nepro-mítla, jelikož došlo k poklesu tržeb a s ním společně došlo ke snížení množství aktiv, takže pokles měl podobné tempo jako v předcházejících letech.

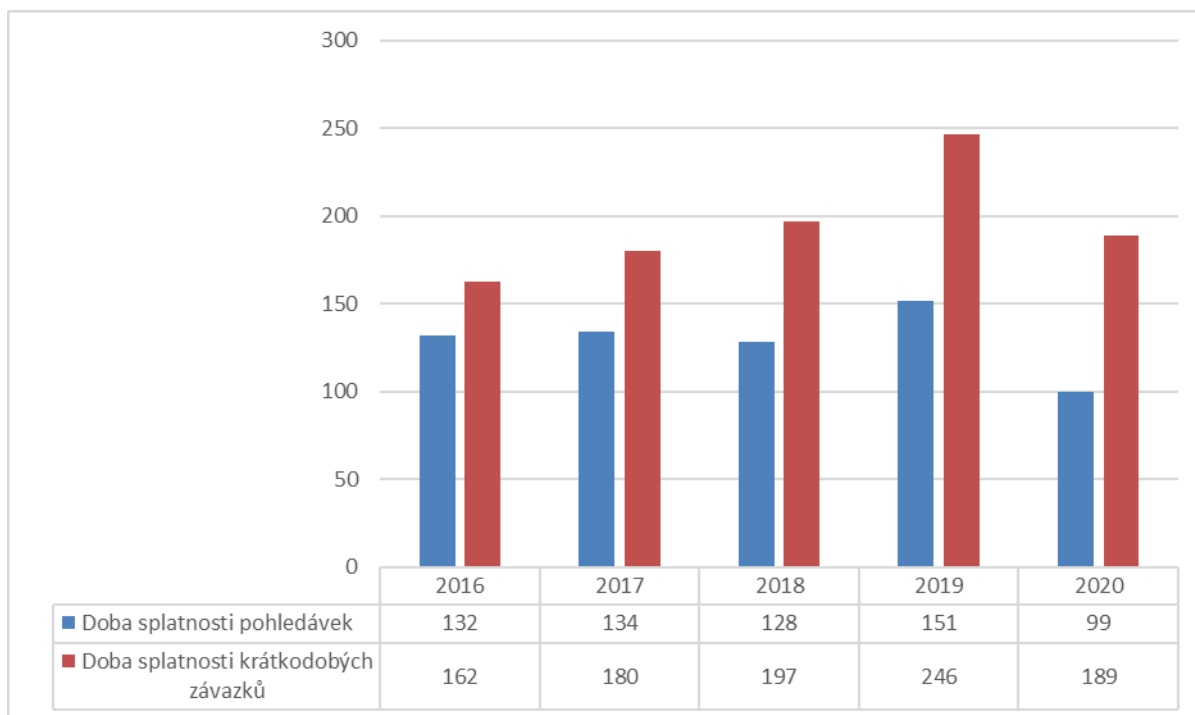


Obrázek 12 Graf znázorňující vývoj vybraných ukazatelů aktivity, Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 13 se zaměřuje na průměrné doby splatnosti pohledávek a závazků. V prvních 3 letech se doba splatnosti pohledávek příliš neměnila, pak v roce 2019 přišel nárůst o 23 dní. I hodnotu 151 dní lze považovat za dobrou z pohledu rizika nezaplacení, jelikož se zpravidla jedná pohledávky za velkými odběrateli, jako jsou obchodní řetězce a vystavené faktury mají dobu splatnosti delší. Navíc velké pohledávky má společnost pojištěné, takže riziko se tak dále minimalizuje.

Doba splatnosti krátkodobých závazků rostla, nejvýraznější skok přišel v roce 2019. Tento růst byl způsoben růstem položky daňových závazků a dotací, který již ovlivnil ukazatele zadluženosti.

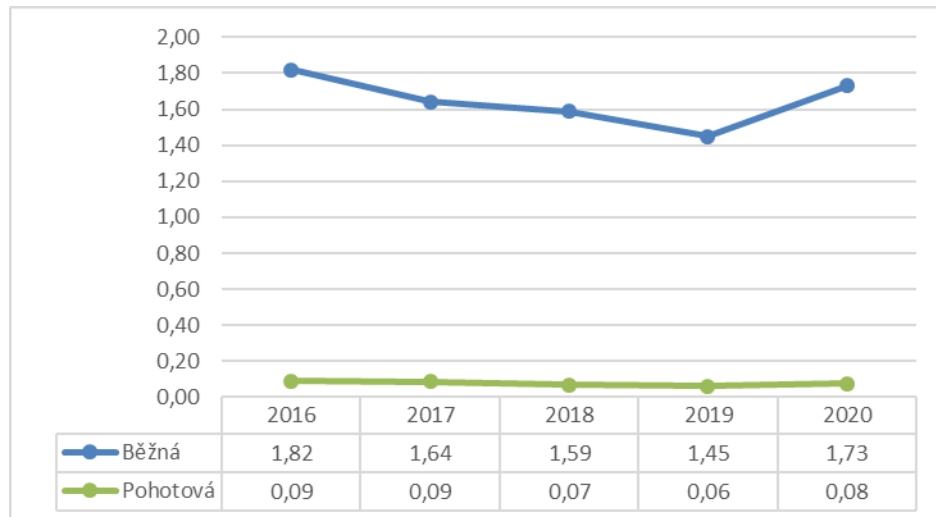
V roce 2020 vidíme výrazný pokles u obou ukazatelů. S nástupem protiepidemických opatření společnost méně vyráběla i prodávala. Závazky z obchodních vztahů poklesly o 30 %, pohledávky z obchodních vztahů byly nižší dokonce o 45 % a tržby se snížily o 16 %, proto tedy výsledný poměr výrazně snížil hodnoty ukazatelů.



Obrázek 13 Graf znázorňující doby splatnosti, Zdroj: Vlastní zpracování

9.3.4 Analýza ukazatelů likvidity

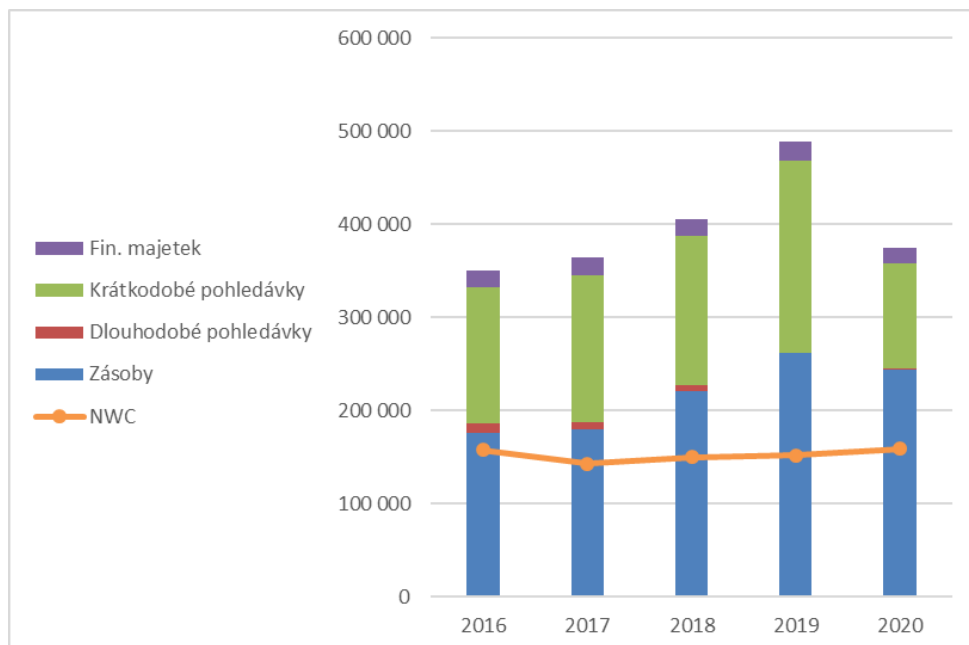
Vývoj běžné a pohotové likvidity zobrazuje graf na obrázku číslo 14. Běžná likvidita před rokem 2020 klesala, až se v roce 2019 dostala pod doporučovanou úroveň 1,5. Oběžná aktiva i krátkodobé závazky rostly, primárně šlo o nárůst zásob a závazků k úvěrovým institucím. Od roku 2016 do 2019 rostla oběžná aktiva meziročně v průměru o 12 % a krátkodobé závazky o 20,9 %, což zapříčinilo výsledné snižování běžné likvidity. V posledním sledovaném roce došlo k výraznému růstu, protože společnost redukovala množství zásob a měla nižší prodeje, ze kterých plynou nižší pohledávky. Pokud budeme uvažovat pouze nejlikvidnější formu oběžných aktiv, tedy peněžní prostředky, tak zjistíme, že hodnoty likvidity jsou velice nízké, doporučuje se alespoň hodnota 1. Podnik má vzhledem k výši krátkodobých závazků, které se pohybují v řádech stovek milionů, velmi malé množství peněžních prostředků čítající nižší desítky milionů. Nízké množství peněžní hotovosti svědčí o tom, že podnik svůj zisk reinvestuje do svého rozvoje a v likvidní formě si nechává naprosté minimum. Je tedy patrné, že podnik nemá dostatečnou hotovost, aby mohl uhradit veškeré krátkodobé závazky.



Obrázek 14 Graf znázorňující vývoj ukazatelů likvidity, Zdroj: Vlastní zpracování

9.4 Analýza pracovního kapitálu

Společnost Rudolf Jelínek a.s. do příchodu pandemie každoročně navyšovala svůj pracovní kapitál, na jehož výši se primárně podílely zásoby a krátkodobé pohledávky. Po odečtení krátkodobých závazků byl čistý pracovní kapitál v celém časovém rozpětí vyšší než 0, podnik se tedy řídí konzervativní strategií a k financování krátkodobého majetku využívá i část dlouhodobých zdrojů.



Obrázek 15 Graf znázorňující složení pracovního kapitálu, Zdroj: Vlastní zpracování

9.5 Analýza ukazatele EVA

Na závěr finanční analýzy se podíváme na ukazatel ekonomické přidané hodnoty, jehož hodnoty můžeme sledovat v tabulce 12. Hodnota se každoročně výrazně snižovala, nejvýrazněji v roce 2017. Bylo to způsobeno především nižší hodnotou NOPAT. EBIT se v tomto roce snížil téměř o 11 milionů Kč a zároveň došlo k drobnému navýšení nákladů na kapitál a celkového kapitálu. V roce 2020 sice došlo ke snížení kapitálu o 100 milionů Kč, ale vlivem vyšších nákladů na kapitál a značnému snížení zisku před zdaněním a úroky výsledná hodnota ukazatele EVA opět klesla.

Tabulka 10 Hodnoty ukazatele EVA v jednotlivých letech

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	24 936	16 050	24 634	28 877	19 524
WACC	7,78%	9,90%	11,69%	12,22%	14,33%
C	618 744	643 490	734 982	864 722	760 231
EVA	-23 205	-47 666	-61 298	-76 818	-89 395

Zdroj: Vlastní zpracování

10 SWOT analýza

Na závěr strategické analýzy zhotovíme SWOT matici, kde využijeme zmiňovaná fakta v předchozích částech práce.

Tabulka 11 SWOT matice

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">• Tradiční a známá značka• Vysoký podíl exportu• Kvalita produktů• Velikost společnosti• Součást nadnárodního holdingu• Stabilní a kladný zisk• Pravidelné investice	<ul style="list-style-type: none">• Malé množství produktů s nízkým obsahem alkoholu• Nízké povědomí o ostatních produktech• Import ovoce ze zahraničí• Silná vyjednávací síla odběratelů• Nedostatečná likvidita• Reklamní kampaň na nové produkty• Vlastní suroviny
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none">• Vstup na nové zahraniční trhy• Vlastní provozovny• Spolupráce s menšími pěstiteli v ČR• Rozšíření portfolia	<ul style="list-style-type: none">• Legislativní změny v ČR a EU• Klesající zájem o alkohol• Vliv počasí

Zdroj: Vlastní zpracování

10.1.1 Silné stránky

Nespornou silnou stránkou společnosti Rudolf Jelínek a.s. je, že jejich produkty jsou velmi známé a v české společnosti tuto značku můžeme považovat za tradiční.

Vzhledem k aktivnímu přístupu k využívání nových technologií a vyladěné receptuře se produkty těší velmi vysoké kvalitě, které společnost dosahuje stabilně již mnoho let. Společnost vzhledem ke své velikosti má velmi silnou pozici na českém trhu, generuje dostatečný zisk pro další růst a členství v nadnárodním holdingu upevňuje její finanční stabilitu. Nadnárodní holding jí zároveň umožňuje jednodušší vstup na zahraniční trhy, a to se projevuje vysokým exportem, díky kterému se povědomí o značce šíří dále ve světě.

Společnost také trvale investuje do svého rozvoje, zejména do modernizace strojů, otvírání vlastních provozoven a výsadba stromů v sadech.

10.1.2 Příležitosti

Společnost může využít sílu holdingu pro expanzi na další zahraniční trhy. Se zahraničními trhy má již mnoho zkušeností a je tak pravděpodobné, že vstup na nový bude s ohledem na předchozí zkušenosti probíhat hladce a efektivně.

Ideální příležitostí jsou také lokální pěstitelé, od kterých může Rudolf Jelínek a.s. nakupovat a podpořit tím rozvoj české ekonomiky a dotčených regionů a zároveň snížit svou závislost na dovozu ze zahraničí.

Nabízí se možnost ještě většího zaměření na rozvoj vlastní sítě hospod a restaurací, který bude pozitivně prohlubovat vztah české společnosti ke značce a zároveň bude generovat další tržby.

10.1.3 Slabé stránky

V současné době nabízí Rudolf Jelínek a.s. kromě pálenek mnoho dalších produktů, nicméně nejsou natolik podpořené reklamní kampaní, takže velká část populace si s touto značkou nadále spojuje pouze jejich slivovici. Většina portfolia je také tvořena lihovinami s vysokým obsahem alkoholu, který neosloví každého a zužuje se tak potenciální okruh zákazníků.

Podnik je v situaci, kdy mají jeho odběratelé silnou vyjednávací pozici, což není optimální. Tento problém už částečně řeší rozvojem vlastních podniků a spoluprací s některými gastronomickými podniky tak, aby byly diversifikovány zdroje tržeb a snížil se vliv obchodních řetězců.

Za slabou stránku lze považovat dovoz ovoce ze zahraničí, který podporuje ekonomiku v zahraničí, namísto podpory českých pěstitelů. Je pravděpodobné, že při dalším rozšiřování vlastních sadů a nákupu od českých producentů ovoce klesne dovoz surovin ze zahraničí.

Z finanční analýzy vyplynulo, že podnik drží velmi málo hotovosti, která ani zdaleka nestačí na pokrytí závazků.

10.1.4 Hrozby

Neodmyslitelným rizikem jsou pro výrobce alkoholu změny v legislativě, která může omezit prodej a ovlivňovat ceny. Výše spotřební daně se odvíjí od množství alkoholu v nabízených produktech a vzhledem k vysokému obsahu alkoholu v nabízených produktech by měla změna výše spotřební daně velký vliv na ziskovost podniku a cenu jejich produktů.

Spotřeba alkoholu dlouhodobě klesá a lidé se zajímají o své zdraví více než v minulosti. Rostoucí snaha držet se zdravého životního stylu může toto odvětví v budoucnu značně oslabit.

Vzhledem k tomu, že Rudolf Jelínek a.s. nakupuje a produkuje velké množství ovoce, je nutné považovat za hrozbu i počasí, které ovlivňuje úrodu. Nízká úroda pak bude mít za následek vyšší cenu vstupů.

10.1.5 Vyhodnocení SWOT analýzy

Na základě SWOT matice a zanalyzování jednotlivých bodů v ní obsažených, je pro podnik ideální strategie W-O, která spočívá v překonání slabých stránek využitím dostupných příležitostí. Z jednotlivých aktuálně prováděných aktivit je patrné, že podnik je na tuto strategii zaměřen.

V současnosti buduje síť vlastních prodejen a restaurací, kterými zmírňuje vyjednávací sílu odběratelů. Ovocem z vlastních sadů se pak snaží omezovat dovoz ovoce ze zahraničí.

V budoucnu může podnik navázat spolupráci s lokálními pěstiteli ovoce pro naprostou minimalizaci nutnosti dovážet ze suroviny ze zahraničí. Rozšířením portfolia lze odbourat nedostatečné množství produktů s nízkým obsahem alkoholu a s kvalitní reklamní kampaní může dosáhnout značného rozšíření povědomí o ostatních nabízených produktech.

11 Finanční plán

Před samotným oceněním si sestavíme finanční plán společnosti Rudolf Jelínek a.s. s časovým rozpětím od roku 2021 do roku 2025. Do plánu bude nepochybně nutné zahrnout aktuální pandemii a znovuožívování ekonomiky.

Poslední oficiálně dostupná účetní závěrka je za období 1. 1. 2020 až 31. 12. 2020, v tomto období se pandemie ve finančních datech plně projevila a vzhledem k současnému vývoji lze tvrdit, že právě toto účetní období bylo to, které pandemie nejvíce zasáhla a všechna následující budou ve znamení růstu. Gastronomický průmysl je pro českou ekonomiku zásadní a veškerá nařízení proti šíření COVID-19 nechávají určitý prostor pro fungování restaurací a hospod. S tím, jak stoupá množství očkované populace, budou postupně restriktce ubývat a z COVID-19 se s nejvyšší pravděpodobností stane běžná nemoc, při které nakažení nezatěžují zdravotní systém, jako tomu je nyní.

Některé položky, které jsou zanedbatelné a nedají se odhadovat, případně položky, které se ve výkazech nevyskytují s určitou pravidelností, zprůměrujeme, případně jim necháme stejnou hodnotu v situaci, kdy se v předchozím pětiletém období nezměnily.

11.1 Plán rozvahy

V plánu rozvahy pracujeme s předpokladem, že nejvíce se pandemie COVID-19 projevila již v uzavřeném roce 2020 a s dalšími účetními obdobími se budou hodnoty postupně zlepšovat. Během roku 2021 byla stále v platnosti určitá omezení, nicméně už nebyla natolik razantní a omezující a ekonomické aktivity se navyšovaly. Následující roky se firma tedy bude opět ubírat svým prosperujícím a rostoucím směrem a hodnota majetku bude pozvolna narůstat.

Společnost v minulosti aktivně investovala do rozvoje, ať už se jednalo o rozšiřování sadů či nákup nových efektivnějších strojů a můžeme očekávat, že bude pozvolně navyšovat hodnoty dlouhodobých aktiv svou investiční činností.

Oběžná aktiva se pohybovala v předchozích letech na úrovni 56 % z celkové hodnoty aktiv, v roce 2020 se snížil poměr na 49 %. Tento poměr bude Rudolf Jelínek a.s. udržovat i v budoucích letech.

Zásoby společnost v analyzovaném období zaujímaly 50 % a v budoucnu lze očekávat podobné hodnoty.

Na krátkodobých pohledávkách se zpočátku bude projevovat růst prodeje a obnovení zájmu odběratelů. Nejzřetelnější skok se odehraje hned v roce 2021, poté se bude podnik snažit udržovat pohledávky na stabilních hodnotách.

V položkách vlastního kapitálu se budou odehrávat změny hlavně v rámci výsledku hospodaření běžného účetního období, který bude mít rostoucí trend, více se na něj zaměříme v plánu výkazu zisku a ztráty.

Krátkodobé závazky si podnik bude udržovat na poměrně stálých hodnotách. V rámci dlouhodobých závazků se společnost zaměří na postupné snižování, jelikož bude dosahovat poměrně vysokého zisku, který sníží potřebu využití dlouhodobého cizího kapitálu.

Tabulka 12 Plán rozvahy

AKTIVA	2021	2022	2023	2024	2025
		777 644	790 715	801 192	814 919
Dlouhodobý majetek	382 050	378 895	379 803	394 072	411 557
Dlouhodobý nehmotný majetek	4 616	2 161	1 689	698	2 131
Dlouhodobý hmotný majetek	362 566	365 866	371 566	385 686	397 261
Dlouhodobý finanční majetek	14 868	10 868	6 548	7 688	12 165
Oběžná aktiva	391 748	407 974	417 543	417 001	423 644
Zásoby	190 984	199 816	201 866	187 658	211 216
Pohledávky	188 063	193 487	197 675	214 654	196 776
Dlouhodobé pohledávky	577	899	1 686	8 756	514
Krátkodobé pohledávky	187 486	192 588	195 989	205 898	196 262
Krátkodobý finanční majetek	3	3	3	3	3
Peněžní prostředky	12 698	14 668	17 999	14 686	15 649
Časové rozlišení			3 846		
PASIVA	2021	2022	2023	2024	2025
	777 644	790 715	801 192	814 919	839 047
Vlastní kapitál	446 636	465 339	490 909	513 876	543 673
Základní kapitál	233 882	233 882	233 882	233 882	233 882
Ážio a kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	15 263	16 764	17 161	18 213	20 236
Výsledek hospodaření minulých let	175 122	197 491	214 693	239 866	261 781
Výsledek hospodaření běžného účetního období	22 369	17 201	25 173	21 915	27 774
Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku					
Cizí zdroje	326 085	320 454	305 361	296 120	290 451
Rezervy	2 864	4 866	3 862	4 686	2 648
Závazky	323 221	315 588	301 499	291 434	287 803
Dlouhodobé závazky	91 555	102 522	53 600	33 450	61 651
Krátkodobé závazky	231 666	213 066	247 899	257 984	226 152
Časové rozlišení			4 923		

Zdroj: Vlastní zpracování

11.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Při plánování výkazu zisku a ztráty pracujeme s předpokladem, že společnost Rudolf Jelínek a.s. naváže na svůj progresivní růst tržeb, tak jako tomu bylo do roku 2019. V roce 2021 bude na tržbách patrná narůstající poptávka a meziročně vzrostou o 15 %, následující rok bude pravděpodobně rokem, kdy se společnost vrátí k běžnému fungování a COVID-19 již nebude akutní hrozbou a na to bude pozitivně reagovat situace na trhu, tudíž tržby v roce 2022 vzrostou o 8,6 %. Od roku 2023 se růst tržeb ustálí na nižších hodnotách a meziroční růst bude představovat v průměru 4,3 %.

Výkonová spotřeba v minulosti představovala přibližně 75 % tržeb, takže s tímto rozložením jsme rovněž počítali i v letech následujících.

Podíl osobních nákladů na tržbách každý rok v minulosti narůstal. V roce 2020 se jejich číselná hodnota sice snížila, ale pokles byl oproti tržbám mnohem nižší a procentuální podíl opět vzrostl, v roce 2016 představovala 14,6 % a v roce 2020 už 20,1 %. Během

pandemie společnost propouštěla své zaměstnance a je pravděpodobné, že množství zaměstnanců nenaroste skokově, ale bude růst plynule s tím, jak poroste produkce. V roce 2021 budou tedy osobní náklady obdobné jako v roce 2020, ale kvůli růstu tržeb se jejich podíl sníží na přibližně 18 %. V budoucnu budou osobní náklady narůstat, ale procentuální zastoupení bude klesat, jednak je to způsobeno matematicky, tedy že tržby porostou rychleji, ale zároveň bereme v úvahu určité implementování automatizace, které sníží potřebu lidských zdrojů.

Úpravy hodnot v provozní oblasti se nebudou měnit příliš razantně, neboť společnost i v minulosti vykazovala poměrně stabilní hodnoty.

Položky, které mají společný řádek pro všechny plánované roky, vycházejí z průměru hodnot v posledních pěti letech, neboť se jedná o položky, u kterých není zcela jasné, co konkrétně je do nich zahrnuto a zároveň se jejich hodnoty měnily zcela nezávisle a nepravidelně. Tímto postupem nám vznikl souhrnný finanční výsledek hospodaření, takže v celém plánu používáme při výpočtu zisku za účetní období jen jednu hodnotu. Výsledek hospodaření se na úroveň před pandemií dostane v roce 2023 a bude dále růst a naváže tak na rostoucí trend z minulosti, v roce 2025 se pak jeho hodnota po zdanění bude blížit k 28 milionům Kč.

Tabulka 13 Plán výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty	2021	2022	2023	2024	2025
Tržby z prodeje výrobků a služeb	421 868	459 836	482 828	502 141	522 227
Tržby za prodej zboží	51 568	54 146	55 771	56 886	62 864
Výkonová spotřeba	352 710	385 487	401 256	419 270	438 818
Změna stavu zásob vlastní činnosti			-10 101		
Aktivace			-6 995		
Osobní náklady	85 218	90 461	91 562	92 239	93 615
Úpravy hodnot v provozní oblasti	18 946	27 985	25 686	31 528	29 286
Ostatní provozní výnosy			10 552		
Ostatní provozní náklady			10 948		
Provozní výsledek hospodaření	33 262	26 750	36 795	32 690	40 073
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	0	0
Výnosové úroky a podobné výnosy			173		
Nákladové úroky a podobné náklady			3 337		
Ostatní finanční výnosy			2 823		
Ostatní finanční náklady			4 734		
Finanční výsledek hospodaření			-5 075		
Výsledek hospodaření před zdaněním	28 187	21 675	31 720	27 615	34 998
Daň z příjmů za běžnou činnost	5 818	4 474	6 547	5 700	7 223
Výsledek hospodaření za účetní období	22 369	17 201	25 173	21 915	27 774
Čistý obrat za účetní období	486 985	527 531	552 148	572 576	598 639

Zdroj: Vlastní zpracování

12 Ocenění společnosti

Po provedení strategické a finanční analýzy, o které se následně opíral finanční plán, provedeme ocenění podniku s využitím dvoufázové metody entity diskontovaného cash flow. Ta se v našem případě jeví jako optimální metoda, jelikož z finanční analýzy plyne, že podnik je dlouhodobě prosperující a finanční plán nasvědčuje tomu, že se z pandemické krize dokáže zotavit a navázat na svůj předchozí růst.

Na základě vzorce podle Maříka (2018), který se využívá při aplikaci uvedené oceňovací metody, budeme muset propočítat vážené průměrné náklady kapitálu na následující roky, propočítat volné peněžní toky do firmy a pomocí těchto dvou parametrů spočítat první a druhou fázi. Po zjištění všech zmíněných parametrů budeme schopni stanovit hodnotu podniku Rudolf Jelínek a.s.

12.1 Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál

Prvním krokem k určení hodnoty podniku Rudolf Jelínek a.s. je propočet vážených průměrných nákladů na kapitál na následující roky, neboť z této hodnoty vycházíme při výpočtech první i druhé fáze metody entity diskontovaného cash flow.

Hodnoty v jednotlivých letech můžeme vidět v tabulce 15, během tohoto pětiletého období se budou WACC pohybovat kolem 11 %.

Tabulka 14 Propočet WACC na následujících 5 let

	2021	2022	2023	2024	2025
D	91 555	102 522	53 600	33 450	61 651
rD	3,65%	3,26%	6,23%	9,98%	5,41%
t	20,64%	20,64%	20,64%	20,64%	20,64%
E	446 636	465 339	490 909	513 876	543 673
rE	12,26%	12,22%	12,24%	12,20%	12,19%
C	538 191	567 861	544 509	547 326	605 324
WACC	10,67%	10,48%	11,52%	11,94%	11,39%

Zdroj: Vlastní zpracování

12.2 Výpočet volných peněžních toků do firmy

Druhým údajem, který je pro stanovení hodnoty podniku zvolenou metodou nezbytný, je propočet FCFF.

Hodnoty FCFF můžeme vidět v tabulce 16. Vstupní data vycházejí z finančního plánu.

Tabulka 15 Propočet FCFF na následujících 5 let

	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT*(1-t)	25 018	19 850	27 822	24 564	30 423
+ Odpisy	18 946	27 985	25 686	31 528	29 286
- ΔWC	16 833	16 226	9 569	-542	6 643
- Investice	1 317	-3 155	908	14 269	17 485
FCFF	25 814	34 764	43 031	42 365	35 581

Zdroj: Vlastní zpracování

12.3 Stanovení hodnoty

Nyní, když máme všechny potřebné údaje pro stanovení hodnoty, se můžeme přesunout k samotnému stanovení hodnoty podniku Rudolf Jelínek a.s. Nejdříve zjistíme hodnotu pro první fázi a následně pro druhou fázi s využitím vzorců z teoretické části.

12.3.1 První fáze

Pro první fázi jsme využili vypočítané WACC a FCFF vycházející z finančního plánu. V tabulce 17 vidíme, že hodnota brutto pro 1. fázi činí 163 167 000 Kč.

Tabulka 16 Hodnota brutto v 1. fázi

	2021	2022	2023	2024	2025
FCFF	25 814	34 764	43 031	42 365	35 581
(1+WACC)^n	1,1067	1,1048	1,1152	1,1194	1,1139
FCFF(1+WACC)^n	23 326	31 466	38 585	37 846	31 944
Hodnota brutto pro 1. fázi					163 167

Zdroj: Vlastní zpracování

12.3.2 Druhá fáze

Pro propočet druhé fáze již nemáme žádná konkrétní finanční data, se kterými bychom mohli počítat. Využíváme tedy FCFF a WACC z roku 2025, novým údajem, který vstoupí do výpočtu, bude tempo růstu. Pro stanovení tempa můžeme využít prognózou ČNB týkající se růstu HDP. Ta stanovila, že v roce 2022 bude HDP růst o 4,2 %, takže v rámci tempa růstu budeme pracovat s tímto údajem. Hodnota brutto pro druhou fázi včetně vstupní údajů pro výpočet můžeme vidět v tabulce 18.

Tabulka 17 Hodnota brutto v 2. fázi

FCFF_T	35 581
Tempo růstu	4,2%
FCFF_{T+1}	37 075
Pokračující hodnota	515 933
Hodnota brutto pro 2. fázi	300 912

Zdroj: Vlastní zpracování

12.3.3 Hodnota podniku

Po spočítání první i druhé fáze nám pro určení hodnoty podniku Rudolf Jelínek a.s. zbývá už pouze tyto dvě hodnoty sečíst.

K 31. 12. 2020 na základě dvoufázové metody entity diskontovaného cash flow byla hodnota podniku Rudolf Jelínek a.s. 464 079 000 Kč.

Závěr

Před samotným oceňováním společnosti Rudolf Jelínek a.s. jsme probrali teoretická východiska, na základě kterých jsme pak aplikovali získané znalosti. Definovali jsme si nejzákladnější pojmy a poté se věnovali teoretické přípravě pro aplikaci komplexnějších nástrojů strategické a finanční analýzy, finančního plánu a oceňovacích metod. Na výsledky práce měla nepochybně vliv pandemie COVID-19, která se v číslech k 31. 12. 2020 nepochybně projevila, kdy se bilanční suma aktiv a pasiv meziročně propadla o 100 milionů korun a zisk o 8 milionů korun.

Společnost Rudolf Jelínek a.s. jsme si podrobně představili a vytvořili si tak ucelený pohled na její historii, produkty, ale také na její hodnoty a strategické principy.

Dalším krokem byla strategická analýza, kde jsme analyzovali makroprostředí a poté mikroprostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Pro analýzu makroprostředí byla využita PEST analýza. V politických a legislativních faktorech se vyjímal především vládní opatření proti šíření COVID-19. Pandemie se týkaly i ekonomické faktory, ve kterých jsme se věnovali hlavně poklesu HDP a růstu inflace.

Na analýzu mikroprostředí byl použit Porterův model 5 sil. Při analýze dodavatelů jsme došli k závěru, že jejich vyjednávací síla je nízká, neboť vzhledem ke své velikosti je v mnoha případech Rudolf Jelínek a.s. jedním z klíčových zákazníků, zároveň je také součástí nadnárodního holdingu a je pro něj snadnější kontakt s novým zahraničním dodavatelem. U odběratelů je vyjednávací síla podstatně silnější, protože největšími odběrateli jsou obchodní řetězce, kterých je pouze omezené množství a velkoobchodních prodejců alkoholu na českém trhu operuje hned několik. Riziko vstupu nových konkurentů je nízké, protože jsou zde problematické bariéry vstupu do odvětví, jako je mnoho legislativních požadavků a omezení, dalším problémem mohou být vysoké prvotní investice.

Závěrem strategické analýzy bylo sestavení matice SWOT. Mezi silné stránky jsme zařadili například vysoký podíl exportu, velikost společnosti a dlouholetou tradici. Ve slabých stránkách pak figuroval import ovoce ze zahraničí, malé množství produktů s nízkým obsahem alkoholu a silná vyjednávací síla odběratelů. U příležitosti je vhodné zmínit pěstování vlastního ovoce, spolupráce s lokálními pěstiteli a silnější reklamní kampaň na nové produkty. U hrozeb se nabízely především legislativní změny, které jsou pandemií ještě umocněny.

Po strategické analýze jsme se přesunuli k práci s finančními daty za posledních pět let. Nejdříve jsme popsali zkrácené účetní výkazy a provedli u nich vertikální a horizontální analýzu, abychom věděli, s jakými čísly jsme dále pracovali, jak se mezi jednotlivými roky měnila a z čeho se skládají.

Rentabilita podniku byla nejvyšší v roce 2016, kdy byla rentabilita aktiv 5,08 %, rentabilita vlastního kapitálu 6,29 %, rentabilita dlouhodobých zdrojů 13,16 % a rentabilita

tržeb 5,44 %. V roce 2020 byly hodnoty nejnižší a byla tak přerušena tříletá rostoucí tendence těchto ukazatelů.

U ukazatelů zadluženosti jsme se zaměřili na krátkodobou a dlouhodobou zadluženost. Na dlouhodobou zadluženost pandemie vliv neměla a od roku 2017 měla meziroční růst v průměru 2 %. Na krátkodobé zadluženosti už byl vliv pandemie zřetelný, neboť se mezi lety 2019 a 2020 propadla o 10,5 %. Může za to zejména nižší množství závazků vůči dodavatelům, protože společnost méně vyráběla a potřebovala tak méně surovin. U většiny ukazatelů aktivity nebyl vliv pandemie jednoznačný, protože obratovost aktiv, dlouhodobého majetku i zásob klesala od roku 2017 podobným tempem. Zcela jistě se COVID-19 projevil na dobách splatnosti pohledávek a krátkodobých závazků, protože došlo k výraznému poklesu obou položek, a tak vyšly příznivější hodnoty než v roce 2019.

Běžná likvidita byla ve všech letech dostatečně vysoká, pouze v roce 2019 klesla lehce pod doporučovanou hodnotu 1,5. V roce 2020 se výrazně zvýšila, protože podnik snížil množství zásob a evidoval nižší pohledávky vlivem pandemie. Okamžitá likvidita je dlouhodobě na extrémně nízkých hodnotách, v celém sledovaném období byla nižší než 0,1. Podnik nemá dostatečnou hotovost k uhrazení veškerých krátkodobých závazků a v penězích drží naprosté minimum prostředků. Je to velmi riskantní a v budoucnu by měl ze svých zisků nechávat určitou část v penězích.

Předposlední fáze diplomové práce spočívala ve zhotovení finančního plánu, ve kterém se pracovalo s předpokladem, že pandemie se plně projeví v číslech k 31. 12. 2021 a nyní její vliv bude upadat a ekonomické aktivity budou narůstat, poptávka po produktech se začne opět zvyšovat a podnik začne více využívat své výrobní kapacity. Zároveň bylo nutné uvažovat realisticky a nepracovat s přehnanými nárůsty ať už zisku či rozvahových položek. Rovněž bylo nutné v plánu udržovat rozumné hodnoty cash flow a my tak mohli následně stanovit realistickou hodnotu společnosti.

Finální kapitolou diplomové práce bylo stanovit hodnotu podniku Rudolf Jelínek a.s. Ocenění přímo vychází z finančního plánu, ve kterém jsou zohledněny veškeré faktory strategické a finanční analýzy. Jako nejvhodnější pro ocenění byla zvolena dvoufázová metoda entity diskontovaného cash flow, neboť je pro nás vzhledem k datům, se kterými jsme pracovali, nejlépe uchopitelná a dokáže nejlépe reflektovat výsledky strategické a finanční analýzy. Výsledná hodnota podniku byla k 31. 12. 2020 stanovena na 464 079 000 Kč.

Je potřeba brát v úvahu, že pandemie hodnotu do určité míry negativně ovlivnila a v situaci, kdy by rok 2020 nebyl ve znamení COVID-19, by byla hodnota podniku vyšší.

Seznam použité literatury

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Tvorba a užití HDP - 2. čtvrtletí 2021 [online]. 2021 [cit. 2021-12-17]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-2-ctvrtleti-2021>

DEDOUCHOVÁ, Marcela. Strategie podniku. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9603-4.

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

HÜTTER, David, Jan NOVOTNÝ a Renáta NEŠPORKOVÁ. Základy oceňování majetku (podniku a nemovitostí). Ostrava: Vysoká škola podnikání, 2008. ISBN 978-80-7410-007-9.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar. Strategický marketing. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-802-4726-908.

KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-807-4001-949.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. Praha: C.H. Beck, 1999. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9227-6.

KOZEL, Roman. Moderní marketingový výzkum: nové trendy, kvantitativní a kvalitativní metody a techniky, průběh a organizace, aplikace v praxi, přínosy a možnosti. Praha: Grada, 2006. Expert (Grada). ISBN 80-247-0966-X.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 9788024744568.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. Makroekonomická predikce - srpen 2021 [online]. 2021 [cit. 2021-12-17]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2021/makroekonomicka-predikce-srpen-2021-42832>

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-808-7865-385.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-861-1957-2.

MAŘÍK, Miloš. Určování hodnoty firem. [Praha]: Ekopress, 1998. ISBN 80-861-1909-2.

Ministerstvo spravedlnosti České republiky. (2021). Výpis z obchodního rejstříku Rudolf Jelínek a.s. 2021 [cit. 2021-12-10]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=193626&typ=PLATNY>

MRKVIČKA, Josef. Finanční analýza. 2., přeprac. vyd. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80-735-7219-2.

PEEMÖLLER, Volker H. Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. 5. Herne: NWB, 2012. ISBN 978-3482511851.

PEŠKOVÁ, Radka a Irena JINDŘICHOVSKÁ. Finanční analýza. 2., aktualiz. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, 2012. ISBN 978-80-86730-89-9.

PORTER, Michael E. Konkurenční výhoda: (Jak vytvořit a udržet si nadprůměrný výkon). Praha: Victoria Publishing, [1993]. ISBN 80-856-0512-0.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.

RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.

RUDOLF JELÍNEK - O firmě. RUDOLF JELÍNEK - RUDOLF JELÍNEK [online]. Copyright © 2014, 2021 [cit. 25. 11. 2021]. Dostupné z: <https://www.rjelinek.cz/o-firme.html>

SABOLOVIČ, Mojmir. Oceňování podniku. Brno: Rašínova vysoká škola, 2008. ISBN 978-80-87001-13-4.

SEDLÁČEK, Jaroslav. Finanční analýza podniku. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.

SCHOLLEOVÁ, Hana. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012. Expert (Grada). ISBN 978-802-4740-041.

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

Veřejný rejstřík a Sběrka listin - Ministerstvo spravedlnosti České republiky. [online]. Copyright © 2012 [cit. 10. 11. 2021]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-Sfirma>

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2020. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-1701-7.

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 9788024736471.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: Sběrka zákonů. 22. 3. 2012. ISSN 1211-1244.

Seznam obrázků

Obrázek 1 Vztah mezi jednotlivými druhy hodnot, zdroj: Mařík, 2018, s. 37	9
Obrázek 2 Porterův model pěti sil, zdroj: Porter, 1993, s. 23.....	18
Obrázek 3 Provázanost účetních výkazů, zdroj: Scholleová, 2012, s. 42	20
Obrázek 4 Vztah likvidační hodnoty a hodnoty prosperujícího podniku, zdroj: Kislingerová, 2001, s. 143	36
Obrázek 5 Logo společnosti Rudolf Jelínek a.s., Zdroj: https://rjelinek.cz/partnery/logo-spolecnosti/	39
Obrázek 6 Organizační struktura společnosti, Zdroj: Výroční zpráva Rudolf Jelínek a.s. 2020	40
Obrázek 7 Graf znázorňující změny HDP, Zdroj: Český statistický úřad.....	44
Obrázek 8 Graf znázorňující složení aktiv, Zdroj: Vlastní zpracování	50
Obrázek 9 Graf znázorňující složení pasiv, Zdroj: Vlastní zpracování	51
Obrázek 10 Graf znázorňující vývoj ukazatelů rentability, Zdroj: Vlastní zpracování ...	55
Obrázek 11 Graf složení zadluženosti, Zdroj: Vlastní zpracování	56
Obrázek 12 Graf znázorňující vývoj vybraných ukazatelů aktivity, Zdroj: Vlastní zpracování.....	57
Obrázek 13 Graf znázorňující doby splatnosti, Zdroj: Vlastní zpracování	58
Obrázek 14 Graf znázorňující vývoj ukazatelů likvidity, Zdroj: Vlastní zpracování.....	59
Obrázek 15 Graf znázorňující složení pracovního kapitálu, Zdroj: Vlastní zpracování .	59

Seznam tabulek

Tabulka 1 Příklady jednotlivých faktorů PEST analýzy.....	16
Tabulka 2 Spotřeba alkoholu v litrech na 1 osobu	45
Tabulka 3 Rozvaha společnosti Rudolf Jelínek a.s.....	48
Tabulka 4 Výkaz zisků a ztráty společnosti Rudolf Jelínek a.s.	49
Tabulka 5 Zlaté pari pravidlo.....	51
Tabulka 6 Zlaté pravidlo vyrovnání rizika	52
Tabulka 7 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	52
Tabulka 8 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	53
Tabulka 9 Hodnoty úrokového krytí v jednotlivých letech	56
Tabulka 10 Hodnoty ukazatele EVA v jednotlivých letech.....	60
Tabulka 11 SWOT matice	61
Tabulka 12 Plán rozvahy	65
Tabulka 13 Plán výkazu zisku a ztráty.....	66
Tabulka 14 Propočet WACC na následujících 5 let.....	67
Tabulka 15 Propočet FCFF na následujících 5 let.....	68
Tabulka 16 Hodnota brutto v 1. fázi.....	68
Tabulka 17 Hodnota brutto v 2. fázi.....	69

