

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

FAKULTA EKONOMICKÁ

Diplomová práce

Ocenění společnosti DARUMA spol. s r.o.

Business valuation of DARUMA spol. s r.o.

Bc. Matěj Mašek

Plzeň 2016

Zadání diplomové práce:

Ocenění společnosti DARUMA spol. s r.o.

- Popište teoretický úvod do ocenění podniku.
- Charakterizujte vybraný podnik.
- Sestavte finanční a strategické analýzy pro účely ocenění.
- Vytvořte finanční plán v návaznosti na provedených analýzách.
- Stanovte hodnotu podniku zvolenými metodami dle účelu ocenění.
- Proved'te zhodnocení získaných poznatků a předložte doporučení.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma

„Ocenění společnosti DARUMA spol. s r.o.“

vypracoval samostatně pod odborným dohledem vedoucí diplomové práce za použití pramenů uvedených v příložené bibliografii.

Plzeň dne ...

.....

podpis autora

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval mé vedoucí diplomové práce Ing. Marii Černé, Ph.D. za cenné rady, trpělivost a věcné poznámky. Také chci vyjádřit poděkování Ing. Michaelae Krechovské, Ph.D., která mi byla nápomocna při vypracování úvodních kapitol.

Úvod	7
1 Úvod k ocenění podniku	9
1.1 Podnik	9
1.2 Hodnota podniku	9
1.3 Předpisy pro ocenění podniku.....	11
1.4 Důvody k ocenění podniku	13
2 Postup při oceňování podniku	13
2.1 Strategická analýza	14
2.2 Finanční analýza	19
2.3 Poměrová analýza.....	22
2.4 Bonitní a bankrotní modely	26
2.5 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná	28
2.6 Generátory hodnoty	28
2.7 Finanční plán pro ocenění.....	31
2.8 Ocenění na základě analýzy výnosů	31
2.9 Ocenění na základě analýzy majetku	39
3 Praktická část	40
4 Finanční analýza	41
4.1 Analýza finančních výkazů.....	41
4.2 Analýza poměrových ukazatelů.....	47
4.3 Souhrnné ukazatele.....	50
5 Strategická analýza	52
5.1 Analýza vnějšího potenciálu	52
5.2 Analýza vnitřního potenciálu	59

5.3	Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná	63
6	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	64
6.1	Tržby.....	64
6.2	Provozní zisková marže	65
6.3	Pracovní kapitál	66
6.4	Investice do dlouhodobého majetku	68
7	Finanční plán	70
7.1	Výkaz zisku a ztráty.....	70
7.2	Přehled o peněžních tocích	71
7.3	Plánovaná rozvaha	73
8	Náklady kapitálu	74
9	Hodnota podniku.....	80
9.1	Metoda DCF entity	80
9.2	Účetní hodnota podniku.....	81
	Závěr	83

Úvod

Tématem diplomové práce je ocenění podniku Daruma spol. s r. o. Společnost Daruma spol. s r. o. je reálně fungující firma, která se zabývá vývojem a výrobou multimediálních orientačních panelů, zvukových průvodců, vývojem mobilních aplikací a dalších zařízení, které tvoří součást městského mobiliáře.

Hodnota, která vzejde z tohoto ocenění, odpovídá ceně, kterou by za společnost měli požadovat vlastníci při jejím prodeji potenciálnímu neznámému investorovi. Tato cena bude odpovídat všem identifikovaným rizikům, šancím a dalším okolnostem, kterým je podnik vystaven.

Zaměření této diplomové práce poskytuje možnost propojit široké pole znalostí. Obor oceňování je zajímavá ekonomická disciplína právě pro svou komplexitu a možnost během studia získané vědomosti převést v jeden celek.

Dalším důvodem pro výběr tohoto tématu je skutečnost, že managementu společnosti byla investory v minulosti již několikrát předložena nabídka k jejímu prodeji. K takové transakci zatím nedošlo, ale vlastníci se prodeji v budoucnosti nebrání. Nemají však pro tuto situaci prozatím žádný podklad pro případné vyjednávání.

Práce se skládá ze dvou hlavních částí – teoretické a praktické. V teoretické části jsou představeny obecně uznávané postupy při oceňování podniku. Nejedná se o jejich vyčerpávající výčet, zpracovány jsou jen oblasti a problematika, které jsou přímo relevantní pro dané ocenění. Na teoretickou část navazuje část praktická, která vychází z podkladu definovaného v části teoretické. Na úvod je provedena finanční analýza pro potřeby ocenění podniku, včetně bonitních a bankrotních modelů. Následuje strategická analýza, která zhodnocuje vnitřní a vnější potenciál společnosti a která vymezuje trh a predikuje jeho vývoj. Výsledkem této části je prognóza tržeb podniku, což je jeden z klíčových parametrů pro ocenění společnosti. V dalších kapitolách je provedeno rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná, sestavena prognóza generátorů hodnoty a další dílčích položek, které jsou nezbytné k sestavení samotného finančního plánu pro období 2016-2020.

V závěrečné části již proběhne ocenění samotné. Pro tento účel je zvolena metoda DCF entity, která je pro daný účel nejvhodnější a nejlépe reflektuje požadavek nezávislého

tržního ocenění. Metoda účetní hodnoty na bázi historických cen slouží jen jako doplňková pro ověření potenciálu firmy tvořit hodnotu.

1 Úvod k ocenění podniku

1.1 Podnik

Definice podniku se vyskytuje celá řada. Každý významný autor si volí svou vlastní definici. Občanský zákoník popisuje podnik jako: „*Obchodní 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.*

„*Soubor jednotlivých věcí náležejících těžce osobě, považovaný za jeden předmět a jako takový nesoucí společné označení, pokládá se za celek a tvoří hromadnou věc (Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník, §501, §502).*“

K této definici je však dle profesora Maříka nutné dodat dvě důležité poznámky a to, že součástí podnikání je i jistá míra závazků a při oceňování je nutno tyto závazky brát v potaz. Dále se může zdát v definici občanského zákoníku zavádějícím slovo soubor. Podnik totiž nepředstavuje jen majetek, skupinu věcí, podnik je funkční celek a tak je na něj třeba i nahlížet.

1.2 Hodnota podniku

Cílem této práce je ocenění podniku. Aby tak mohlo být učiněno, je nutné vymezit pojem hodnota. Tato hodnota může sloužit různým skupinám k různorodým účelům, které budou popsány v další části. Užitná hodnota statku vychází z jeho schopnosti uspokojovat potřeby, je individuální a záleží na preferencích a záměrech. Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň se vyskytuje v omezeném množství, má i svou směnnou hodnotu. Pokud se směnná hodnota vyjádří, získá se tržní cena. „*Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (Mařík 2011, s. 20).*“

Hodnota podniku není jednoznačná, neexistuje nic jako objektivní hodnota nebo vzorec, pomocí něhož se hodnota vypočte. Naopak lze rozlišit hned několik kategorií hodnoty podniku. Ty se liší v návaznosti na účelu, metodě ocenění.

Postupně se dle (Mařík 2011) vyvinuly 4 základní přístupy k oceňování podniku:

1. tržní hodnota,

2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

1.2.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty vychází z otázky, kolik by byl ochoten za podnik zájemce zaplatit na trhu. Její přesná definice dle Mezinárodních oceňovacích standardů IVS zní: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku* (Mařík 2011, s. 22).“

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Tato hodnota dává odpověď na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Investiční hodnota je: „*Hodnota aktiva pro vlastníka nebo pro investory podle stanovených cílů investice. Jedná se o specifickou hodnotu v oceňování. Subjektivní hodnota může být stejná jako tržní hodnota. Investiční hodnota odráží subjektivní motivace při střetu kupujícího s prodávajícím* (International Valuation Standards, 2011).“

Liší se z pohledu subjektu, z jehož hlediska je stanovena. Investiční hodnota má dvě základní charakteristiky:

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány na základě představ manažerů odhadovaného podniku;
- diskontní míra je stanovena na základě možnosti podniku alternativně investovat (Mařík, 2011).

Investiční hodnota se od té tržní liší zejména v tom, že konkrétní subjekt bere v potaz určité synergie, proniknutí na nové trhy, liší se jeho postoj k riziku oproti trhu či je v jiné daňové pozici.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Subjektivní hodnota však neopouští příliš prostoru profesionálním odhadcům, ti se snaží o objektivní určení hodnoty podniku, kterou je schopen určit jen profesionál. Proto se v německy mluvících zemích odborníci shodli, že je potřeba hodnotu nějakým způsobem objektivizovat. Objektivní hodnota v podstatě neexistuje, ale lze ji objektivizovat, proto pojem objektivizovaná hodnota.

Dle (Vochozka, Mulač, 2012, s. 120):

„Tento přístup odmítá subjektivní náhled a pokouší se své výstupy do jisté míry přiblížit utopické univerzálně platné hodnotě podniku, tedy hodnotě objektivní.“

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku, jaká hodnota podniku je obecně přijatelná. Existuje jistý vztah mezi tržní a objektivizovanou hodnotou, protože i tržní hodnotu lze chápat jako jistou formu objektivizace. Postup ocenění je založený na datech nezávislých na osobě oceňovatele. Objektivizaci lze provést podle profesora Maříka dvěma způsoby. Prvním z nich je použití dat z trhu, přičemž je myšlen především trh kapitálový. Druhou formou objektivizace je použití odbornou veřejností přijatých uzancí a to v případě, že nejsou dostupná data či není jasné, jaký zdroj použít.

1.2.4 Netržní kategorie hodnoty – Likvidační hodnota

Tato hodnota popisuje situaci, kdy je podnik chápán jen jako soubor aktiv fungujících dohromady a bude po částech prodáván s tím, že celý proces povede k ukončení činnosti podniku. Při likvidaci podniku je třeba počítat s tím, že hodnota bude snížena o náklady související s likvidací, jako jsou prodejní poplatky, administrativní náklady, daně a podobně.

1.3 Předpisy pro ocenění podniku

V České republice v současnosti neexistuje žádný konkrétní předpis nebo zákon, podle kterých by se osoba oceňující podnik musela závazně řídit. Nicméně existuje celá řada zákonů či předpisů, které se této oblasti dotýkají a oceňovatel by o nich měl vědět a pracovat s nimi.

1.3.1 České předpisy

- **Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a vyhlášky Ministerstva financí ČR**

Tyto předpisy však nemají pro oceňovatele velký přínos, dotýkají se především daňové problematiky a obsahují tudíž jen minimum informací, které by se týkaly oceňování podniku jako celku.

- **Metodický pokyn České národní banky**

Pokyn sloužící přímo oceňovatelům, ale jen pro posudky určené ČNB. Podle těchto pokynů se postupuje v případě, kdy je třeba doložit přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů. Tento metodický postup je dostupný na internetových stránkách České národní banky.

1.3.2 Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

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

Tyto standardy obsahují definice hodnoty, rámcově upravují postupy a zásady, které je při oceňování nutné respektovat. Nemají závazný charakter, ale lze je chápat jako soubor mezinárodně uznávaných doporučení. Nicméně jedná se o doporučení velmi rámcová a týkají se především oceňování nemovitostí, oceňování podniku zůstává dotčeno pouze okrajově.

1.3.3 Národní standardy některých zemí

Dále je možné využít ještě standardy jiných zemí. Jsou sice platné na územích cizích států, nicméně je možné je využít i v České republice a jsou přizpůsobeny více pro účel ocenění podniku. V praxi je možné setkat se především s těmito:

- **Americké oceňovací standardy US PAP**
- **Německý standard IDW S1**

1.4 Důvody k ocenění podniku

Objednatel ocenění podniku může mít k tomuto kroku různé pohnutky, ocenění tak může sloužit různým účelům. Základní rozdělení spočívá v tom, zda se mění vlastnická práva, či nikoliv:

- **Ocenění související s vlastnickými změnami:**
 - Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku.
 - Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti.
 - Ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů.
 - Ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů.
 - Ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti.
 - Ocenění v souvislosti s fúzí.
 - Ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti.

- **Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám:**
 - Změna právní formy společnosti.
 - Zastavení obchodního podílu.
 - Ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru.
 - Ocenění v souvislosti se sanací podniku (Mařík, 2011).

2 Postup při oceňování podniku

Ačkoliv je určujícím faktorem celého oceňování podniku účel, ke kterému je ocenění prováděno, dá se sestavit na základě praktických zkušeností a teoretických zkušeností obecný postup, ze kterého lze vycházet.

Obrázek 1: Obecný postup při oceňování podniku



Zdroj: Mařík, 2011

Před začátkem procesu ocenění podniku je třeba provést několik kroků. Především je třeba vymežit účel ocenění podniku, vše další se od vymezeného účelu odvíjí. Následuje sběr širokého množství informací, které jsou dostatečně kvalitní, v dostatečném množství a jsou relevantní vůči účelu, za kterým je ocenění podniku zhotoveno. Jde zde zejména o údaje z podniku samotného, informace o konkurenci, o podnikovém okolí a v neposlední řadě o makroekonomické údaje.

Další fází je analýza těchto dat. Je třeba zpracovat strategickou i finanční analýzu a na ně navazující finanční plán. Na základě analýzy dat se snažíme odpovědět na otázky:

- Jaká je budoucnost oceňovaného podniku?
- Jak bude vypadat vývoj faktorů hodnoty?
- Jaká jsou rizika?

Na základě provedených analýz následně odhadce zvolí vhodnou metodu pro ocenění odpovídající účelu a toto ocenění provede. Následuje zhodnocení celého procesu ocenění podniku a vnesení konkrétní hodnoty nebo hodnot stanovených k určitému datu.

2.1 Strategická analýza

Strategická analýza tvoří klíčovou část ocenění podniku a neměla by chybět v žádném posudku oceňovatele nehledě na účel tohoto ocenění. Dává odpovědi na to, jaká je perspektiva trhu. Hodnotí konkurenční pozici podniku a to, zda je podnik schopen se na

trhu udržet. Podává informaci o tom, jaký lze očekávat vývoj a v neposlední řadě identifikuje a hodnotí rizika, která jsou s podnikem a jeho fungováním spojena. Zkoumán je potenciál vývoje podniku, který závisí jak na vnějších, tak vnitřních faktorech.

„Strategická analýza obsahuje různé analytické techniky využívané i pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku zahrnujícím makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenty, a zdrojovým potenciálem podniku (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 8).“

Obrázek 2: Strategická analýza



Zdroj: vlastní zpracování, 2016

2.1.1 Analýza vnějšího potenciálu

Vnější potenciál společnosti lze vyjádřit souborem šancí, které se podniku naskýtají a souborem rizik, kterým musí podnik čelit ze svého okolí. Jedná se o výchozí bod strategické analýzy. Prvním krokem je co možná nejpřesnější vymezení trhu, na kterém podnik působí.

2.1.1.1 Vymezení relevantního trhu

Kvalitativní vymezení relevantního trhu

Trh je potřeba vymezit z těchto následujících hledisek:

- Produktu.
- Území (město, region, stát).
- Zákazníků.

- Konkurentů.

Kvantitativní vymezení relevantního trhu

- Velikost poptávky (je vhodné mít k dispozici hodnotové i fyzické jednotky).
- Vývoj poptávky v čase.
- Analýza časové řady.

Vymezení příčin vývoje poptávky v časové řadě

Příčiny se dělí na obecné a konkrétní. Obecné příčiny představuje například vývoj HDP, vývoj počtu obyvatel či vývoj důchodů. Jako nejvhodnější je označován vývoj HDP, neboť existují poměrně přesné prognózy budoucího vývoje od specializovaných firem. Mezi konkrétní příčiny lze řadit technický vývoj nebo spotřební zvyklosti, proto je nutné neustále sledovat vývojový trend a limity spotřebitelů.

Analýza atraktivity trhu

Analýza atraktivity trhu by měla poskytnout souhrnný pohled na daný trh. Přispívá k lepšímu poznání šancí a rizik a může být i podkladem pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Kritéria atraktivity trhu by měla být pro každý trh specificky upravena, ale pokaždé by mělo jít především o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Je tedy vhodné použít růst trhu, který by se měl porovnávat například s růstem HDP, dále velikost trhu, což bývá spíše odhad znalce, dále intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, bariéry vstupu nebo případné substituty. Jako další je důležité analyzovat citlivost trhu na hospodářský cyklus a jako poslední zjistit strukturu a charakter zákazníků.

Prognóza trhu

V ideálním případě by se mělo přihlídnout ke všem relevantním faktorům a zdrojům informací, které hrají rozhodující roli ve vývoji trhu. Jsou to:

- národohospodářské faktory,
- poptávkové faktory (příjem na obyvatele, ceny, demografie),
- specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů (zvyklosti, trendy).

Po analýze trhu by měla následovat prognóza budoucího vývoje trhu, kterou je možno stanovit více způsoby s přihlédnutím k typu ocenění. Vývoj trhu lze určit na základě:

- analýzy časových řad,
- prognózy vývoje jiných faktorů (HDP),
- odborného odhadu.

Obvykle je však nejvhodnější využít služeb specializované analytické společnosti, která má dostatečné množství informací z trhu, know-how a je schopna předpovídat jeho vývoj s větší přesností. Jedná se však o subdodávku, kterou je nutné draze zaplatit.

Analýza vnějšího prostředí nekončí horizontem let, na který jsou analýzy prováděny. Nejdůležitějším výstupem analýzy vnějšího potenciálu je následná prognóza vývoje trhu ve druhé fázi, ve které se předpokládá stabilní tempo vývoje. Navazuje na vývoj trhu určený pro analyzované období a je prognózován do budoucnosti

2.1.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence

Analýza vnitřního potenciálu a konkurence se zaměřuje na stanovení tržního podílu a jeho vývoje. Tato analýza však nemůže vycházet pouze z odhadů sestavených na základě intuice odhadce. *„Komplexně pojatá analýza vnitřních zdrojů a schopností směřuje k určení specifických předností podniku jako základu konkurenční výhody (Synek, 2006, s. 159).“*. Obsahuje následující body:

- Tržní podíl a jeho vývoj.
- Identifikace konkurence.
- Faktory konkurenční pozice.

2.1.2.1 Tržní podíl

Jedná se o první krok v rámci této analýzy. Tržní podíl by měl být určen jak na bázi fyzických jednotek, tak v korunovém vyjádření. Za vhodné se považuje sestavit vývojovou řadu tržního podílu, obvykle totiž koreluje s konkurenční silou podniku. Často v praxi nastává situace, že určení tržního podílu je velmi obtížné nebo prakticky nemožné. V takovém případě je odhadce nucen uchýlit se k použití kvalifikovaných odhadů.

2.1.2.2 Identifikace konkurence

Po stanovení tržního podílu následuje další logický krok, identifikace konkurence. *„Proces identifikace klíčových konkurentů představuje hodnocení jejich cílů, strategií, silných a slabých stránek a typických reakcí (Kotler, 2007, s. 568).“*

Nutné je shromáždit všechny údaje o jejich hospodaření. Dalšími zdroji cenných informací mohou být databáze, odborný tisk, informace odborníků pohybujících se v oboru. Všechny získané údaje je poté vhodné konzultovat s managementem podniku a na jejich základě stanovit hlavní konkurenty včetně základních parametrů jejich hospodaření. Zejména přihlížíme k faktorům ovlivňujících vývoj tržního podílu jednotlivých subjektů.

2.1.2.3 Vnitřní potenciál a konkurenční síla

V množství sestavovaných analýz a získaných údajů je snadné ztratit směr. Úkolem této analýzy je především určit schopnost podniku využít šance, které rozvoj daného trhu poskytuje. Zároveň je však třeba zhodnotit, do jaké míry je podnik schopen čelit vznikajícím hrozbám a útokům konkurence. S tím souvisí i hodnocení konkurenční síly oceňovaného podniku, uvědomění si strategie konkurentů a konkurenčních výhod hodnoceného podniku.

Faktory, které ovlivňují tržní podíl, se dají určit z několika zdrojů, např. rozhovory se zaměstnanci, zákazníky, lze vycházet také z vlastních úvah. Tyto faktory jsou voleny jednak ve vztahu k minulosti, ale i s ohledem na předpokládaný vývoj v budoucnu. Lze je dělit na faktory přímé, mezi které patří:

- kvalita výrobku,
- cenová úroveň,
- technická úroveň,
- dostupnost,
- výhody distribuce,
- image firmy,
- servis a doplňkové služby.

A faktory nepřímé, které tvoří jakési zázemí podniku:

- kvalita managementu,
- kvalita personálu,
- výzkum a vývoj,

- majetek a investice,
- finanční zázemí.

Pokud jsou nějaké faktory významné, jsou tyto faktory rozděleny na další podfaktory. Forma, jakými budou faktory hodnoceny, již záleží na rozhodnutí odhadce. Výsledkem analýzy je zhodnocení konkurenční síly, resp. odhadu možného tržního podílu oceňovaného podniku.

2.1.2.4 Výstup strategické analýzy

Obrázek 3: Výstupy strategické analýzy



Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Pomocí analýzy vnitřního potenciálu se stanoví prognóza tržního podílu a na základě analýzy vnějšího potenciálu lze provést prognózu růstu trhu.

K prognóze je nutno dopočíst tempo růstu tržeb podniku. Nabízejí se zde 2 možnosti výpočtu:

$$\text{Index růstu tržeb podniku} = \frac{\text{Index růstu trhu}}{\text{Index růstu tržeb podniku}} \quad (1)$$

$$\text{Tempo růstu tržeb podniku} = \left(\frac{\text{Velikost trhu } t}{\text{Velikost trhu } t-1} * \frac{\text{Tržní podíl } t}{\text{Tržní podíl } t-1} \right) - 1 \quad (2)$$

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza má v procesu oceňování podniku své nezastupitelné místo. Úkolem finanční analýzy je zodpovědět odhadci několik elementárních otázek. Odhadce zajímá, jaká je majetková finanční struktura podniku, jaké jsou tendence v podnikových aktivech a zdrojích. Zkoumá se likvidita podniku, dlouhodobá rovnováha, a především, zda není ohrožena existence podniku. Zde má velmi důležitou roli výnosnost, přičemž je třeba přihlížet i k faktorům, které ji ovlivňují. Finanční analýza bývá ukončena souhrnným závěrem hodnotícím finanční zdraví podniku. Finanční analýza je však také zdrojem informací pro tvorbu finančních plánů.

2.2.1 Postup práce finančního analytika

Osoba zpracovávající finanční analýzu může postupovat dle následujících pěti po sobě jdoucích kroků:

1. výběr analyzovaného podniku a určení účelu zpracování finanční analýzy,
2. příprava a zpracování vstupních dat,
3. provedení základního vyšetření,
4. specifické způsoby vyšetření, dle účelu finanční analýzy,
5. stanovení diagnózy a návrhy na zlepšení.

Motivem pro vyhotovení této finanční analýzy je vytvoření podkladů pro ocenění podniku, z čehož také vychází metody a hloubka provedené analýzy.

2.2.2 Zdroje finanční analýzy

Zpracování finanční analýzy samotné předchází proces získávání a zpracování vstupních informací. Základním zdrojem, ze kterého osoba zpracovávající finanční analýzu informace čerpá, je účetní závěrka podniku sestávající z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a přílohy k účetní závěrce. Ta obsahuje doplňující informace o účetní jednotce, přiblížení používané metodiky, informace doplňující jednotlivé výkazy, přehled o finančních tocích. Jako další důležitý zdroj může posloužit také výroční zpráva, pokud ji podnik zpracovává. Ta totiž obsahuje výrok auditora, je zde zhodnocena minulost a nastíněn pohled do budoucnosti. Při získávání a zpracovávání informací je však nutné vždy přihlížet k tomu, k čemu a komu budou následně sloužit. Velký důraz je nutné klást na zabezpečení, co možná nejširší informační báze, ze které se bude dále vycházet. Podchycení všech relevantních událostí v konečném důsledku zpřesňuje výstupy.

2.2.3 Uživatelé finanční analýzy

„Informace, které se týkají finančního stavu podniku, jsou předmětem zájmu nejen manažerů, ale i mnoha dalších subjektů přicházejících tak, či onak do kontaktu s daným podnikem (Kislingerová, 2007, s. 33).“

Uživateli účetních informací a finanční analýzy jsou především:

- management,
- investoři,
- banky,
- obchodní partneři (odběratelé a dodavatelé),
- zaměstnanci,
- stát a jeho orgány,
- konkurence.

2.2.4 Horizontální a vertikální analýza účetních výkazů

Jedná se o první krok při zpracování finanční analýzy. Tyto analýzy jsou prováděny u základních účetních výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Poskytují první hlubší pohled do účetních výkazů a pomáhají vidět jednotlivé položky v bližších souvislostech.

2.2.4.1 Horizontální analýza

Slouží ke kvantifikacím meziročním změn ať už v absolutním či procentním vyjádření. Bývá také označovaná jako trendová analýza. Z podstaty této metody vyplývá, že je nutné poměřovat minimálně dvě po sobě jdoucí období. „*Horizontální analýza firmy hledá odpověď na otázky: o kolik se změnili jednotlivé položky finančních výkazů v čase anebo o kolik procent se změnil jednotlivé položky v čase* (Růčková, 2015, s. 115).“ Významné pohyby v rámci jednotlivých let je pak vhodné komentovat podle jejich finančních i nefinančních událostí pramenících z podniku či jeho okolí.

2.2.4.2 Vertikální analýza

Jedná se o pokročilejší stádium zkoumání, ve kterém se zkoumá procentní poměr jednotlivých položek uvedených ve finančních výkazech vůči vybrané vztahové veličině. V případě rozvahy je vztahová veličina jednoznačná – celková bilanční suma. Pokud chceme analyzovat hlouběji, je možné použít jako bilanční sumu některou z podpoložek – oběžná aktiva, cizí zdroje apod. V případě výkazu zisku a ztráty obvykle jako základ slouží výkony nebo tržby. U vertikální analýzy je možné využít nejrůznější základnu jako vztahovou veličinu, vždy je však třeba přihlédnout k vypovídací hodnotě. „*Vertikální analýza je vykročením směrem k poměrovým ukazatelům: je předzvěstí tradiční analýzy*

likvidity, např. když se porovnává podíl likvidního majetku s podílem krátkodobých závazků. Relativizovaný rozměr veličin činí vertikální analýzu velmi vhodným nástrojem pro meziroční a mezipodnikové srovnání (Grünwald, Holečková, 2007, s. 60). “

2.3 Poměrová analýza

Vertikální a horizontální analýza poměřuje vývoj jednotlivých položek finančních výkazů ve sledovaných letech anebo vůči určité vztahové veličině, zatímco poměrová analýza dává do poměru jednotlivé položky mezi sebou a ukazuje je tak v širších souvislostech.

Poměrových ukazatelů byla vytvořena dlouhá řada, často se liší jen jemnými nuancemi a je vždy nutné přihlídnout k tomu, zda jsou relevantní vůči záměru, ke kterému má být finanční analýza zhotovena. Podnik je složitým organismem, a aby byla poměrová analýza schopna reflektovat jeho komplexnost, dělí se na několik dílčích částí, podle oblastí, které má za úkol zkoumat. Je nutné zjišťovat a dávat do souvislosti množství dílčích ukazatelů, aby bylo možné vynést soud o finanční situaci podniku a navrhnout možnosti využití prostoru ke zlepšení. V praxi se obvykle pracuje minimálně s následující soustavou ukazatelů: rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Použité ukazatele z těchto oblastí budou blíže popsány v následujícím textu.

2.3.1 Ukazatele rentability

„Ukazatele rentability patří v praxi k těm nejsledovanějším ukazatelům vzhledem k tomu, že informují o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem (Kislingerová, Hnilica, 2008, s. 29). “

Dávají informace o tom, jak se podniku daří plnit svůj základní cíl - maximalizace jeho tržní hodnoty. Rentabilitu je však vždy třeba hodnotit v souvislosti s platební schopností a finanční stabilitou. Pokud by byl podnik veden čistě snahou o maximální zisk, mohl by brzy přijít do svízelné situace pramenící z neúnosného množství úvěrů, nebo investování volných peněžních prostředků do dlouhodobých aktiv či zásob, ze kterých by je nebyl schopen pohotově přeměnit zpět.

Opačná situace by nastala v případě, že podnik bude uplatňovat příliš opatrnou politiku a za každou cenu se snažil vyhnout platební neschopnosti. Velké množství zadržených volných finančních prostředků brzdí rozvoj podniku, tyto prostředky by totiž mohly být využity jiným způsobem, který by přinášel vyšší ekonomický efekt. Mohlo by tak docházet například k omezení investic, z toho plynoucímu technickému zastarávání

a v konečném důsledku ztrátě konkurenceschopnosti. Z toho je patrné, že finanční zdraví a stabilita podniku jsou do velké míry ovlivněny správně nastaveným poměrem vlastních a cizích zdrojů a jejich strukturou.

ROE - Rentabilita vlastního kapitálu

Všechny ukazatele rentability mají podobnou interpretaci – kolik zisku připadá na 1 Kč zvoleného jmenovatele. Ukazatel rentability vlastního kapitálu tedy informuje o tom, jaký zisk připadá na 1 Kč vlastního kapitálu a má následující tvar:

$$ROE = \frac{EBIT}{VK} \quad (3)$$

ROA - Rentabilita aktiv

Dalším základním ukazatelem rentability je rentabilita aktiv, která určuje, jak efektivně se podniku daří hospodařit s vloženými prostředky, bez toho aby zohledňoval, zda se jedná o kapitál vlastní či cizí. Ve jmenovateli je tentokrát čistý zisk před úroky a zdaněním. Verzí tohoto ukazatele je hned několik, ale tato je vhodná, pokud není žádoucí zobrazovat měnící se sazbu daně ani kapitálovou strukturu podniku.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktiva} \quad (4)$$

ROS – Rentabilita tržeb

Tento ukazatel dává do poměru čistý zisk s tržbami. Udává tak, jaký zisk pramení z 1 Kč tržeb. Jedná se o důležitý ukazatel efektivnosti podniku.

$$ROS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Čisté tržby}} \quad (5)$$

2.3.2 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity se zaměřují na sledování toho, jak podnik využívá svá aktiva. Aktiva lze dělit do několika úrovní, proto i ukazatele sledující aktivitu tyto úrovně odráží. Problém těchto ukazatelů spočívá v náročnosti jejich interpretace. Děje se tak především z toho důvodu, že každé odvětví dosahuje specifických hodnot ukazatelů. „*Měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Pokud jich má podnik příliš mnoho, vznikají mu zbytečné náklady, což negativně působí na tvorbu zisku; v opačném případě má nedostatečné výrobní kapacity, v důsledku čehož přichází o možné tržby* (Rejnuš, 2014, s. 276).“

Obrat zásob

Obrat zásob udává, kolikrát do roka se zásoby promění v ostatní složky oběžného majetku až po prodej výrobků a opětovný nákup zásob.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Průměrná zásoba}} \quad (6)$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob dává přehled o tom, jak dlouho trvá jedna taková obrátka, tedy kolik dní v podniku v průměru zásoby zůstávají.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (7)$$

Průměrná doba splatnosti pohledávek

Jedná se o velmi důležitý ukazatel, který se však výrazně liší v závislosti na odvětví, či například národních zvyklostech. Pokud by průměrná doba splatnosti pohledávek byla delší, než běžná platební podmínka, znamenalo by to, že partneři podniku neplatí včas.

$$\text{Průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (8)$$

Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků

Doba obratu krátkodobých závazků vyjadřuje, jaká doba v průměru uplyne, než podnik uhradí své závazky. Po tuto dobu podnik v podstatě čerpá obchodní úvěr. Zjednodušeně se dá říci, že čím je tato doba delší, tím je to výhodnější. Délka této doby závisí především na velikosti podniku či na jeho vyjednávací síle, dokáže si tak totiž obvykle vyjednat lepší platební podmínky.

$$\text{Průměrná doba splatnosti KZ} = \frac{\text{Krátkodobé závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (9)$$

Obrat aktiv

Tento ukazatel určuje rychlosti obratu aktiv. Hodnota by neměla klesnout pod 1, nicméně nabývat může širokého intervalu v závislosti na odvětví.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}} \quad (10)$$

2.3.3 Ukazatele likvidity

Likviditou je nazývána schopnost podniku přeměnit svůj majetek na finanční prostředky, z nichž hradí své závazky ve stanoveném čase a ve stanovené formě. Likvidita přichází do přímého střetu s rentabilitou. Udržovat si dostatečnou míru likvidity totiž znamená držet určité prostředky v oběžných aktivech. Výše následujících ukazatelů je opět spojena s velikostí podniku, s odvětvím a také s politikou, kterou podnik uplatňuje. Výsledná likvidita bývá výsledkem kompromisu mezi konzervativním a agresivním přístupem. Podnik volí vhodný kompromis, aby udržoval dostatečnou míru likvidity, ale nevázal zbytečně velkou část kapitálu v oběžných aktivech.

Běžná likvidita

Udává schopnost podniku uspokojit věřitele, pokud by všechna svá oběžná aktiva proměnil v hotovost. Hodnota ukazatele nad 2,5 bývá označována jako konzervativní strategie. Naopak agresivní strategie dosahuje hodnot okolo 1,6 a méně.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (11)$$

Pohotová likvidita

Pohotová likvidita vychází ze stejné podstaty jako běžná, zbavuje se však nejméně likvidní položky oběžných aktiv, kterou jsou zásoby. Doporučené hodnoty tohoto ukazatele jsou mezi 0,7 – 1,0.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (12)$$

Okamžitá likvidita

Tento ukazatel si vybírá z oběžných aktiv jen peněžní prostředky a doporučená hodnota se udává na úrovni 0,2. Jeho podoba je následující.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (13)$$

2.3.4 Ukazatele zadluženosti

„Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv cizí zdroje (Kislingerová 2007, s. 96).“ Podnik se snaží najít správný poměr mezi využitím vlastního a cizího kapitálu, tak aby dosáhl přijatelné úrokové míry, výnosnosti vloženého kapitálu a rizika.

Ukazatel věřitelského rizika

Tento ukazatel označovaný také jako *debt ratio* udává, do jaké míry je podnik zadlužen, jaká část aktiv je financována z cizích zdrojů. S rostoucí hodnotou ukazatele se zvyšuje i riziko.

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{Celkové cizí zdroje}}{\text{Celková aktiva}} \quad (14)$$

Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv

Tento ukazatel je nazýván jako *equity ratio* a jak z názvu vypovídá, jeho tvar je následující.

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} \quad (15)$$

Ukazatel úrokového krytí

Tento poměr vymezuje, kolikrát by podnik byl schopen pokrýt úrokové platby z vyprodukovaného zisku před úroky a zdaněním. Vysoké hodnoty bývají známkou dobré bonity a nízkého finančního rizika.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Celkový nákladový úrok}} \quad (16)$$

2.4 Bonitní a bankrotní modely

Modelů hodnotících bonitu či předvídajících bankrot existuje celá řada, obvykle však mají společné to, že vycházejí z finančních ukazatelů. Jedná o důležitý podklad pro hodnocení finančního stavu podniku, k výsledkům samotným je nutné přistupovat kriticky, jedná se totiž pouze o matematicko-statistický model pracující s intervaly bezpečí a rizika. Výsledek je vždy nutné komentovat s přihlédnutím k širším souvislostem a nepřeceňovat jeho závěr. „Na druhou stranu metody komplexního hodnocení podniku mají výhodu v jednoduché interpretaci, která většinou vychází ze srovnání dosaženého výsledku s předem stanovenou škálou (Váchal Jan, Vochozka Marek, 2013, s. 229).“ Jelikož je účelem sestavení finanční analýzy ocenění podniku, jsou použity dva nejpříhodnější modely a to Kralickův rychlý test a Index IN05.

2.4.1 Kralickův rychlý test

Model užívaný, jak název napovídá, právě díky rychlosti jeho sestavení a poměrně dobré vypovídací schopnosti. Kralicek vybral 4 ukazatele – kvótu vlastního kapitálu, dobu splácení dluhů z CF, CF v tržbách a ROA. Ty jsou následně ohodnoceny dle přiložené stupnice. Výsledná známka se stanoví jako aritmetický průměr známek pro jednotlivé ukazatele.

Tabulka 1: Kralickův rychlý test - hodnotící stupnice

Ukazatel	Výborně	Velmi dobře	Dobře	Špatně	Ohrožení
	1	2	3	4	5
Kvóta vlastního kapitálu	>30%	>20%	>10%	>0%	Negativní
Doba splácení dluhů z CF	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	>12 let	>30 let
CF v tržbách	>10 %	>8 %	> 5%	>0 %	Negativní
ROA	>15 %	>12 %	>8 %	>0 %	Negativní

Zdroj: Kislingerová, Hnilica, 2008

2.4.2 Index IN05

Tento model se řadí mezi bankrotní modely a jedná se o určitou modifikaci Altmanova modelu, který je však přizpůsobený českému prostředí. Skládá se z koeficientů souvisejících s finančním stavem podniku, každý má přiřazenou váhu podle důležitosti a výsledkem je jedno číslo, které hodnotí finanční kondici podniku. Udává se, že model odhadne s 80% pravděpodobností, zda je podnik zdravý, či míří k bankrotu. Postup pro sestavení indexu IN05 je následující:

$$IN05 = 0,13 * A + 0,04 * B + 3,97 * C + 0,21 * D + 0,09 * E \quad (17)$$

A = Aktiva / Cizí zdroje

B = EBIT / Nákladové úroky

C = EBIT / Aktiva

D = Tržby / Aktiva

E = Oběžná aktiva / (Krátkodobé závazky + Krátkodobé úvěry)

Při interpretaci získaných výsledků se postupuje podle následující stupnice.

Index $> 1,6$ - podnik tvoří hodnotu

Index $> 0,9$ a zároveň $< 1,6$ – podnik se nachází v šedé zóně

Index $< 0,9$ - podnik spěje k bankrotu.

Zdroj: Neumaierová, Neumaier, 2005

2.5 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná

Na rozdělení aktiv na nezbytná po správný provozní chod podniku a nepotřebná se shoduje většina autorů. Téměř každý podnik má aktiva o určité velikosti a struktuře, která jsou potřebná po jeho aktivity, včetně přiměřených rezerv. Zbytek aktiv, která podnik vlastní se řadí do kategorie nepotřebných neboli neprovozních. Ocenění těchto aktiv probíhá zvlášť od provozního majetku podniku.

2.5.1 Krátkodobý finanční majetek

Dle českých účetních předpisů se nejčastěji jedná o tyto položky: peníze, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry a podíly, vlastní dluhové cenné papíry se splatností do 1 roku držené do splatnosti. Základem pro nepřiměřenou výši těchto položek bývá vytvoření si „polštáře“ pro případ financování investic či splácení úvěru.

Pro hotové peníze a účty v bankách platí, že je zbytečné, aby podnik udržoval vyšší hodnotu těchto položek, než je nezbytně nutné pro zajištění financování svého provozu. Maximální provozně nutnou úroveň peněžních prostředků je možné určit například pomocí ukazatele pohotovosti likvidity. Každý podnik může mít hodnotu zmíněného ukazatele nastavenou dle svých konkrétních potřeb odvíjejících se například od oboru podnikání či risk apetitu managementu, ale obecně lze říci, že doporučená hodnota je na úrovni 20 %, tedy že peněžní prostředky dosahují výše 20 % krátkodobého cizího kapitálu.

2.6 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji je tímto východiskem metoda diskontovaných peněžních toků. Generátory hodnoty jsou například následující (Mařík 2007, s. 125):

- růst tržeb,
- zisková marže,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- doba podnikání.

2.6.1 Tržby

Tržby a jejich vývoj v budoucích obdobích by měly být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza zároveň představuje vstup do finančního plánu. Hodnoty prognózované v rámci strategické analýzy mohou být ještě korigovány s ohledem na další relevantní faktory. Například výše tržeb nepřímo souvisí s kapacitními možnostmi. Kapacita výroby představuje spíš podmínku pro určitou výši tržeb, není pravidlo, že podnik prodá vše, co dokáže vyprodukovat.

2.6.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je velmi důležitým generátorem hodnoty a je udávána poměrem korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy a tržbami. Při určení výše korigovaného provozního výsledku hospodaření se bude vycházet z provozního výsledku hospodaření, který bude očištěn o položky nesouvisející s hlavním účelem podnikání. Tento generátor také neobsahuje odpisy. Ty se promítnou až při sestavování čtvrtého generátoru hodnoty – investic do dlouhodobého majetku.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH před zdaněním a odpisy}}{\text{Tržby}} \quad (18)$$

Prognózu ziskové marže lze provést dvěma způsoby. Základním způsobem je prognózování shora, při němž se vychází z korigovaného provozního výsledku před zdaněním a odpisy a z vývoje zisku a marže. V úvahu se bere konkurenční pozice podniku. Při druhé variantě, prognóze ziskové marže zdola, se vychází z hlavních provozních nákladových položek. Z rozdílu mezi všemi významnými provozními náklady a prognózovanými tržbami se získá korigovaný provozní zisk a je možné dopočítat ziskovou marži. Pomocí těchto dvou metod získáme zpočátku dvě odlišné prognózy ziskové marže, proto je nutné porovnat výsledky mezi sebou a provádět

následné korekce předchozích odhadů, dokud se oběma metodami nedojde ke stejnému výsledku.

2.6.3 Pracovní kapitál

„Pracovní kapitál je obvykle definován jako rozdíl krátkodobých aktiv a závazků. Tato definice musí být upravena pro potřeby ocenění (Damodaran, 2002, s. 261).“ Tvar tohoto provozně nutného modifikovaného pracovního kapitálu vypadá následovně:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{Krátkodobý finanční majetek (provozně nutný)} + \text{pohledávky} + \text{zásoby} - \text{krátkodobé závazky neúročené} + \text{časové rozlišení aktivní} - \text{časové rozlišení pasivní} \quad (19)$$

Analýza a prognóza pracovního kapitálu se sestavuje za účelem zjištění náročnosti růstu tržeb na pracovním kapitálu. Provozně nutný krátkodobý finanční majetek je určen absolutní hodnotou či stanoveným limitem pohotové likvidity, jak je uvedeno výše. Časové rozlišení bývá hodnoceno v závislosti na vztahu k vývoji tržeb. Je možné ho udat v absolutní hodnotě, ponechat ho ve stejné výši, jakou má k datu ocenění, nebo stanovit určitým poměrem k tržbám.

Nejdůležitějšími položkami jsou pohledávky, zásoby a krátkodobé neúročené závazky. Snažíme se nejdříve zanalyzovat minulý vývoj těchto položek. Následuje určení faktorů, které mají na tento vývoj vliv. V posledním kroku zhodnotíme závislost vývoje těchto položek na zmíněných faktorech a je sestavena prognóza pracovního kapitálu.

2.6.4 Dlouhodobý provozně nutný majetek

Plánování investic do dlouhodobého majetku je nejobtížnější částí při určování generátorů hodnoty. To vychází z faktu, že se investice nevyvíjí rovnoměrně, nejde totiž využít extrapolace časových řad. Investice jsou nezbytnou a klíčovou součástí snahy o přežití podniku. Také je nutné vymezit nejen investice do dlouhodobého majetku, ale rozšířit tento pojem o investice do výzkumu a vývoje, stejně tak se v potaz berou i investice do lidského kapitálu.

Existují tři varianty, dle kterých lze výši dlouhodobého majetku naplánovat:

- Globální přístup.
- Přístup podle hlavních položek.

- Přístup založený na odpisech.

Globální přístup je vhodné využít v podnicích uplatňujících průběžnou investiční činnost, kde je majetek pravidelně a plynule obnovován. Globální přístup používá ke zjištění investic do dlouhodobého majetku koeficient dávající do poměru provozně nutný dlouhodobý majetek a tržby. Přístup založený na hlavních položkách lze použít zpravidla pro nejbližší roky. Opírá-li se o investiční plány podniku a obsahují-li i analýzu efektivnosti, mohou sloužit jako hlavní zdroj informací pro oceňovatele podniku. Přístup založený na odpisech je postaven na myšlence, že podniku k jeho fungování dostačují investice na úrovni odpisů.

2.7 Finanční plán pro ocenění

Sestavení finančního plánu navazuje na finanční a strategickou analýzu, dále vychází především z generátorů hodnoty a je nutné ho sestavit, pokud je k ocenění podniku použita některá z výnosových metod. Finanční plán se skládá z obvyklých finančních výkazů – výsledovky, rozvahy, výkazu peněžních toků. Výkaz zisku a ztráty slouží k určení výsledku hospodaření a daňové zátěže. Rozvaha je agregovaná a určuje budoucí majetkovou a kapitálovou strukturu. Podnik v rámci své běžné činnosti sestavuje finanční plán jako součást podnikového plánu. Tento plán může sloužit jako jistý podklad pro finanční plán pro ocenění, ale je vhodné vyvarovat se automatickému přebírání tohoto plánu, informace totiž pocházejí ze samotného podniku a odhadce se snaží dobrat se objektivizované hodnoty.

Při sestavování finančního plánu pro účel oceňování existují určité zásady, které je vhodné respektovat. Doporučuje se členit finanční výkazy na dvě části – provozní a neprovozní. Jádrem plánu vztahující se na provozní majetek obsahuje projekci generátorů hodnoty a projekci FCF. Finanční plán se proti obyčejnému podnikovému plánu sestavuje na delší období, řádově 10 – 15 let a pracuje se s agregovanými položkami.

2.8 Ocenění na základě analýzy výnosů

Oceňovacích metod, které pracují s výnosy, je několik. Všechny však vychází ze stejného předpokladu, a to že hodnota statku odpovídá očekávanému užitku (výnosu) z tohoto statku. Hodnotu je však nutné vztáhnout k současnosti pomocí diskontní míry. Základními metodami jsou:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF).

- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).
- Kombinované metody používající výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

2.8.1 Metoda DCF

„Z hlediska principu je základní výnosovou metodou metoda diskontovaných peněžních toků. Peněžní toky jsou reálným příjmem, a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty (Mařík 2011, str. 164).“

Metoda DCF se vyskytuje ve více obměnách, které se liší ve způsobu určení hodnoty vlastního kapitálu. Jedná se o:

- Metoda DCF entity.
- Metoda DCF equity.
- Metoda DCF APV.

Většina odborné literatury a firem zabývajících se oceňováním se shoduje na DCF entity jako metodě základní. Je však nutné podotknout, že při dodržení správných postupů všemi třemi metodami dojde odhadce ke stejnému výsledku, liší se pouze postup. Podnik je oceňován jako celek. Výchozí předpoklady pro další postup jsou zhotovená strategická analýza, finanční analýza a finanční plán. Tyto kroky byly již popsány v předchozích kapitolách.

2.8.1.1 Investovaný kapitál

Zásadním bodem ocenění metodou DCF je určení hodnoty investovaného kapitálu. Kapitál je již v předchozí části rozdělen na kapitál provozně potřebný a nepotřebný. Provozně potřebný investovaný kapitál slouží podniku nezbytně k vykonávání své činnosti a generuje peněžní toky. Právě z této hodnoty metoda DCF vychází a je jádrem ocenění podniku. Provozně nepotřebný kapitál je následně přičten, a to nejčastěji ve své účetní hodnotě. Při stanovení hodnoty investovaného kapitálu je třeba brát v potaz také pracovní kapitál. Jedná se o část oběžných aktiv, která jsou financována dlouhodobým kapitálem. Výše pracovního kapitálu upraveného pro potřeby ocenění metodou DCF se zjistí jako oběžná aktiva snižená o krátkodobé závazky nevyvolávající náklady, navýšená

o časové rozlišení aktivní a snížená o časové rozlišení pasivní. Hodnota investovaného kapitálu je poté výsledkem této rovnice:

$$\text{Investovaný kapitál} = \text{Provozně potřebná dlouhodobá aktiva} + \text{upravený pracovní kapitál} \quad (20)$$

2.8.1.2 FCFF – Peněžní toky do firmy

„Free cash flow to the firm jsou peněžní prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům, vyplaceny mohou být především formou dividend, anebo věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků (Feldman, 2005, s. 51).“

Jedná se o toky, které lze z podniku odebrat, aniž by byla narušena činnost podniku včetně jejího plánovaného vývoje v budoucnosti.

Pro výpočet tohoto toku se vychází z provozního výsledku před zdaněním, který je nadále upravován, jak je patrné z následující tabulky.

Tabulka 2: Postup výpočtu FCFF

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVH _D *daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík 2011

2.8.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku

Touto technikou jsou myšleny všechny kroky, které spojují dříve získané informace ve výslednou hodnotu podniku. Pro výpočet metodou DFC entity se postupuje dvěma kroky:

Určit celkovou hodnotu podniku

Tímto krokem se rozumí určení výnosové hodnoty investovaného kapitálu. Tuto hodnotu lze získat diskontováním finančních toků pramenících z hlavní činnosti podniku. Nejsou brány v potaz náklady ani příjmy, které pochází z jiné než této činnosti.

Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Výnosová hodnota vlastního kapitálu se získá odečtením úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. V posledním kroku se přičte k provozní hodnotě vlastního kapitálu hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění.

2.8.1.4 Hodnota podniku

Hodnota podniku byla zmíněna v předcházejícím textu a lze jí určit pomocí následující rovnice:

$$H_b = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF^t}{(1+i_k)^t} \quad (21)$$

- kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t
 i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)
n = počet let předpokládané existence podniku

Při postupu dle metody DCF se vychází z předpokladu, že podnik bude fungovat v neomezeně dlouhém horizontu. „*Tento horizont je pak uvažován, pro hodnotově perspektivní společnost jako nekonečný (viz going concern princip)* (Petřík, 2009, s. 309).“ Nastává ale problém s plánováním toků na neomezeně dlouho. Lze jej řešit dvěma způsoby – použít standardní dvoufázovou metodu, či metodu založenou na odhadu průměrného tempa růstu. Dvoufázová metoda je v praxi využívána častěji, a tak je v následujícím textu zvolen právě tento postup.

2.8.1.5 Dvoufázová metoda

Tato metoda počítá s omezenou schopností odhadce prognózovat volné peněžní toky v budoucnosti. Proto jí rozdělujeme na dvě fáze. První fáze je období kdy lze prognózovat peněžní tok pro jednotlivá léta. Délka první fáze se může lišit podnik od podniku v návaznosti na odvětví či schopnosti managementu formulovat svůj výhled

do budoucnosti. Je také svázána s tím, po jaké době dojde ke stabilizaci prognózovaných tržeb podniku. Po uplynutí této doby T, přichází na řadu fáze druhá.

V druhé fázi se začíná od bodu, kde skončila fáze první a pokračuje se do nekonečna. Hodnota, kterou má podnik v této fázi, se označuje jako pokračující hodnota. Z této definice vychází následující vzorec dvoufázové metody:

$$H_b = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF^t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (22)$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni prům. vážených nákladů kapitálu

Dvoufázová metoda má hned několik úskalí, která je třeba při jejím použití překonat. Jedním z nich je již zmíněná délka plánu neboli délka první fáze. Dále je třeba určit diskontní míru, což je klíčový bod celého procesu ocenění. A v neposlední řadě je nutné řešit problematiku pokračující hodnoty. Ta má totiž pro ocenění zpravidla rozhodující význam vzhledem k tomu, že její konečný podíl na hodnotě podniku může představovat několikanásobek prognózované hodnoty.

2.8.1.6 Pokračující hodnota

Při výpočtu druhé fáze lze postupovat podle různých postupů.

Gordonův vzorec

Jedním z nich je Gordonův vzorec. Pro něj je signifikantní, že v druhé fázi předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Gordonův vzorec definuje pokračující hodnotu následovně:

$$T = \frac{FCFF_{t+1}}{i_k - g} \quad (23)$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu FCF do nekonečna

FCCF= volný peněžní tok do firmy

Do uvedeného vzorce je nutné použít odhad FCFF pro první rok, na který neexistuje prognóza. V situaci, kdy neexistuje plán, se dá vycházet z následujícího vzorce:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g) \quad (24)$$

Podmínkou pro využití Gordonova vzorce je předpoklad, že průměrné náklady kapitálu, jsou vyšší než předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze.

Parametrický vzorec

Další metodou vedoucí k získání pokračující hodnoty je vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty neboli parametrický vzorec. Ten počítá se dvěma hlavními faktory ovlivňujícími konečnou hodnotu. Jedná se o tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a očekávanou rentabilitu nových investic. „*Určitým defektem uvedeného ukazatele rentability je tichý předpoklad, že celý přírůstek zisku za běžný rok je možno připsat čistým investicím v předchozím roce. Uvedený předpoklad samozřejmě neodpovídá ve většině případů realitě* (Mařík, 2011, s. 186).“ Vzorec samotný tyto faktory spojuje do následující podoby:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{t+1} * (1 - \frac{g}{r_k})}{i_k - g} \quad (25)$$

kde: $KPVH_{t+1}$ = korigovaný provozní VH po upravených daních
 i_k = diskontní míra
 g = tempo růstu provozního zisku během druhé fáze
 r_k = rentabilita investovaného kapitálu

Při předpokladu stabilizace tempa růstu, rentability investic a investic netto v druhé fázi je dosaženo rovnosti výsledků mezi Gordonovým a parametrickým vzorcem.

2.8.2 Diskontní míra

Bývá označována také jak kalkulovaná úroková míra používaná při metodě DCF. Představuje míru výnosnosti, která je použita pro přepočítání částky vydané či přijaté v budoucnosti na současnou hodnotu. Principem diskontní míry je hledání výnosnosti obdobného instrumentu na kapitálovém trhu z hlediska rizika, doby investování a likvidity.

Postup pro stanovení diskontní míry vychází z použité metody DFC. V této práci vycházíme z metody DFC entity. DCF entity zjišťuje FCF pro vlastníky a věřitele, k čemuž je potřeba zjistit hodnotu kalkulované úrokové míry na úrovni průměrných

vážených nákladů kapitálu, která je v tomto případě prezentována diskontní mírou počítanou na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál, dále jen WACC. Je nutné dodržet zásadu symetrie, která předpokládá, že částky, které budou diskontovány, musí být vystaveny za stejných předpokladů jako použitá diskontní míra.

2.8.3 Průměrné vážené náklady vlastního kapitálu – WACC

Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (26)$$

kde: CK = cizí kapitál; VK = Vlastní kapitál; K = investovaný provozně nutný kapitál;
 n_{CK} = náklady cizího kapitálu; n_{VK} = náklady vlastního kapitálu; d = sazba daně z příjmu

Při výpočtu vážených průměrných nákladů kapitálu lze postup rozdělit do několika kroků, odpovídajících jednotlivým komponentám vzorce. Kroky při výpočtu WACC:

- určit váhy,
- odhadnout náklady příležitosti CK,
- odhadnout náklady příležitosti VK,
- vypočítat vážený průměr.

2.8.4 Váhy kapitálu

V tomto kroku jde o vymezení struktury kapitálových zdrojů, a to na základě nikoliv hodnot účetních, ale hodnot tržních. Lze použít metodu cílové struktury kapitálu. Ta je v podstatě stanoveným odhadem v tržních hodnotách. Vychází se ze současné kapitálové struktury, poté se provádí srovnání kapitálové struktury srovnatelných společností a přihlíží se také k názorům vedení společnosti a jejich požadavkům na strukturu v budoucnosti.

Druhou možností je iterační postup. Při něm se vychází z odhadu výchozí kapitálové struktury. Poté je proveden výpočet WACC. Určení hodnoty brutto a netto a následný výpočet struktury kapitálu, který by se měl rovnat původnímu odhadu. Jedná se o nejpřesnější způsob odhadu vah pro WACC.

2.8.5 Náklady cizího kapitálu

Dalším krokem při stanovení konečné hodnoty WACC je stanovení nákladů na cizí kapitál. Tyto náklady se skládají z nákladů na úročený cizí kapitál, náklady pramenící z dluhopisů a úvěrů. U dluhopisů by byl použit výnos do doby splatnosti. Konečnou výši plateb pramenících z cizího kapitálu je možné odvodit z úroků, disáží a dalších výdajů, přičemž váhami jsou jednotlivé poměry cizího kapitálu. Úroková míra bývá zpravidla přebírána od bankovních subjektů poskytujících podniku úvěry.

Další možností, jak určit náklady cizího kapitálu, je využití následující rovnice:

$$n_{CK} = r_f + RP \quad (27)$$

RP představuje rizikovou přírážku, která vychází z ratingu společnosti. Ten je možno stanovit alespoň orientačně. V praxi je obvyklé proces určení ratingu zjednodušit a vyjít z hodnoty ukazatele úrokového krytí, ze kterého lze následně určit doporučenou přírážku. Bezriziková výnosová míra je určena na základě výnosnosti státních dluhopisů se stejnou dobou splatnosti, jakou má posuzovaný dluh. Součet těchto dvou hodnot představuje náklady cizího kapitálu.

2.8.6 Náklady vlastního kapitálu

Stejně jako v sobě nese náklady kapitál cizí, ani vlastní kapitál není zadarmo. Náklady v tomto případě představuje výnosové očekávání daných investorů. Určení této hodnoty je však oblast velice komplikovaná a přinášející odhadci celou řadu úskalí. Soustředí se na něj však hned několik metod.

2.8.7 Metoda CAPM

Jedná se o metodu, která se přes anglosaské země postupně rozšířila i k nám a je hojně využívána. V současnosti se odborná veřejnost shoduje, že CAPM je jediný ověřený a teoreticky podložený způsob, jak diskontní míru kalkulovat. Profesor Mařík při výpočtu nákladů vlastního kapitálu doporučuje pro Českou republiku model profesora Damodarana. Český kapitálový trh není stále plně rozvinutý, a tak lze používat data z USA a transformovat je do použitelného tvaru úpravou o aktuální riziko dané země. Vzorec pro vypočtení nákladů vlastního kapitálu vypadá následovně:

$$n_{VK} = r_{fUSA} + \beta * RPT_{USA} + RPZ + R_1 + R_2 + R_3 \quad (28)$$

kde: r_{fUSA} = aktuální výnosnost 30letých amerických obligací, β = oborové β přenesené z kapitálového trhu upravené na zadlužení daného podniku, RPT_{US} = riziková prémie amerického trhu, RPZ = riziková prémie země vycházející z ratingu. V případě potřeby je možné využít další přírážky: R_1 = přírážka pro malé společnosti, R_2 = přírážka pro společnost s nejasnou budoucností, R_3 = přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnický podílů.

2.8.8 Stavebnicová metoda

Tato metoda má svůj původ také v USA a přesto, že existuje celá řada jejích variant a obměn, její podstata zůstává. Kalkulovaná úroková míra se získá součtem výnosnosti bezrizikových cenných papírů, zpravidla jsou uvažovány desetileté státní dluhopisy a přírážky za riziko. Právě přírážka za riziko sestává z několika dílčích rizikových přírážek, které kvantifikují širokou škálu faktorů obchodních a finančních rizik. „*Stavebnicová metoda je svou podstatou metoda směřující k postižení úplného rizika. Tedy nejen rizika systematického, ale i specifického* (Mařík, 2011, s. 251).“

2.9 Ocenění na základě analýzy majetku

Tento druh ocenění čerpá výhodu v jednoduchosti a srozumitelnosti. Jedná se o metodu, která vychází z principu, kdy je od majetku podniku odečten souhrn individuálně oceněných závazků. „*Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění* (Mařík, 2011 str. 321).“

2.9.1 Účetní hodnota

Tato metoda nese výhodu jednoznačné průkaznosti výsledného ocenění, vychází totiž z účetních zásad. Hodnota podniku vzejde z účetní hodnoty vlastního kapitálu. Ačkoliv tato metoda slouží pouze jako metoda doplňková, může být použita jako vhodný podklad pro porovnání. „*Výrazně vyšší účetní hodnota než hodnota výnosová může být podnětem k tomu, aby byla zjištěna likvidační hodnota, protože signalizuje nebezpečí, že by výnosová hodnota mohla být nižší než likvidační* (Mařík, 2011, s. 324).“

3 Praktická část

V předcházejících části práce byl vypracován metodologický podklad a předloha pro praktický postup. Ocenění společnosti bude provedeno v souladu s teoretickým základem. Prvním bodem praktické části jsou identifikační údaje společnosti. Konkrétní předmět a specifika podnikání jsou přiblíženy v jednotlivých částech strategické a finanční analýzy.

Charakteristika společnosti

Identifikační údaje

Název:	Daruma spol. s r. o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku:	14. května 1991
Sídlo:	Plzeň, Zelinářská 10, okres Plzeň-město, PSČ 301 64
IČ:	16736842
Základní kapitál:	180 000 Kč (splaceno 100 %)
Společníci:	Mittelbayerische Plakatwerbung GmbH (7/9), Ing. Miroslav Mašek (2/9)
Statutární orgán:	Ing. Miroslav Mašek (jednatel)
Kontakt:	http://www.daruma.cz/ tel. +420 377 259 843
Předmět podnikání:	výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

4 Finanční analýza

Společně se strategickou analýzou je potřeba zjistit pomocí finanční analýzy finanční zdraví hodnoceného podniku. K tomu poslouží metody prezentované v teoretické části této práce. Sledovaným obdobím jsou roky 2012 až 2015.

4.1 Analýza finančních výkazů

Prvním krokem finanční analýzy je provedení rozboru finančních výkazů prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy. Výkazy budou prezentovány ve zjednodušené podobě, to znamená, že zobrazeny budou jen položky s určitou relevancí vůči celku.

V následujících dvou tabulkách jsou uvedeny ve zkrácené podobě finanční výkazy pro lepší orientaci a zpřehlednění nadcházejících analýz.

Tabulka 3: Zkrácená rozvaha podniku 2012 – 2015 (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015
AKTIVA	16958	15913	15628	19341
Dlouhodobý majetek	2585	2618	2131	2383
Dlouhodobý hmotný majetek	2585	2618	2131	2383
Pozemky	103	103	103	103
Stavby	1847	1720	1597	1478
Samostatné movité věci	563	781	396	790
Oběžná aktiva	14373	13295	13497	16958
Krátkodobé pohledávky	3423	2706	2273	2193
Pohledávky z obchodních vztahů	2663	2686	2229	2171
Jiné pohledávky	760	20	44	22
Krátkodobý finanční majetek	10950	10589	11224	14765
Peníze	32	41	11	19
Účty v bankách	10918	10548	11213	14746
	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	16958	15913	15628	19341
Vlastní kapitál	15999	15210	14422	16926
Základní kapitál	180	180	180	180
Základní kapitál	180	180	180	180
Výsledek hospodaření minulých let	17306	15802	14592	13724
Nerozdělený zisk minulých let	17306	17306	15382	14882
Neuhrazená ztráta minulých let	0	-1504	-790	-1158
Výsledek hospodaření běž. úč. obd. (+/-)	-1505	-790	-368	3004
Cizí zdroje	959	703	1206	2415

Dlouhodobé závazky	442	189	0	512
Jiné závazky	442	189	0	511
Krátkodobé závazky	517	514	1206	1903
Závazky z obchodních vztahů	132	90	177	752
Závazky k zaměstnancům	472	469	412	428
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojišt.	284	272	287	336
Stát-daňové závazky a dotace	-375	-319	326	384

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Tabulka 4: Výkaz zisku a ztráty ve zkráceném rozsahu (v tis. Kč)

Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu k 31.12.	2012	2013	2014	2015
Výkony	14570	14589	16389	20290
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	14570	14589	16389	20290
Výkonová spotřeba	5247	5612	4851	5909
Spotřeba materiálu a energie	2282	2682	2060	3088
Služby	2965	2930	2791	2821
Přidaná hodnota	9323	8977	11538	14381
Osobní náklady	8151	8922	9942	9888
Mzdové náklady	6183	6778	7525	7452
Náklady na soc. zabezpečení a zdr. poj.	1968	2144	2417	2436
Daně a poplatky	15	125	499	77
Odpisy dlouhodob. nehmot. a hmot. majetku	0	773	551	568
Tržby z prodeje dlouhodob. majetku a materiálu	55	345	0	0
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	55	345	0	0
Zm. st. rezerv, OP v pr. obl. a kom. nákl. p. o.	0	0	593	314
Ostatní provozní výnosy	5	7	0	0
Ostatní provozní náklady	86	396	593	314
Provozní výsledek hospodaření	1131	-887	-401	3192
Výnosové úroky	42	45	1	1
Nákladové úroky	76	30	6	16
Ostatní finanční výnosy	163	122	74	114
Ostatní finanční náklady	374	40	36	75
Finanční výsledek hospodaření	-245	97	33	24
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0	212
-splatná	0	0	0	212
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	886	-790	-368	3004
Výsledek hospodaření účet. obd. (+/-)	886	-790	-368	3004
Výsledek hospodaření před zdaněním	886	-790	-368	3216

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.1 Vertikální analýza aktiv

Při vertikální analýze aktiv byla jako vztažná veličina použita celková hodnota aktiv. U jednotlivých položek je tak vidět, jakou měrou se na celkové sumě majetku podniku podílí a jak se tento podíl v jednotlivých sledovaných letech vyvíjí.

Na první pohled je patrná absolutní převaha oběžných aktiv na celkové bilanční sumě. Jejich poměr zůstal ve sledovaných letech téměř nezměněn a tvoří 85% aktiv. Největší měrou je tak díky velmi vysokému podílu krátkodobého finančního majetku, konkrétně jde o položku bankovní účet. Jedná se o důsledek extrémně konzervativního přístupu managementu k hospodaření společnosti. Hotovost se ve společnosti kumuluje jakožto výsledek opatrnosti a zároveň pro případ výplat podílu na zisku. Dohromady se podílí nezvykle vysokými 70% na majetku podniku. Poměr mezi dlouhodobým a oběžným majetkem zůstal po sledované období vcelku konstantní. Dlouhodobý majetek je tvořen především stavbami a movitým majetkem.

Již tak vysoký podíl aktiv, který je v podniku v podobě peněz na účtech, se v posledních dvou letech ještě navyšuje. Dlouhodobý majetek je zastoupen především stavbami. Podnik investoval v roce 2010 do přístavby, rozšířil tak prostor stávajících dílen a vystavěl nové nahrávací studio. Položka se snižuje s postupným odepisováním majetku.

Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv

Rozvaha v plném rozsahu k 31.12.	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	15%	16%	14%	12%
Pozemky	1%	1%	1%	1%
Stavby	11%	11%	10%	8%
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	3%	5%	3%	4%
Oběžná aktiva	85%	84%	86%	88%
Krátkodobé pohledávky	20%	17%	15%	11%
Pohledávky z obchodních vztahů	16%	17%	14%	11%
Jiné pohledávky	4%	0%	0%	0%
Krátkodobý finanční majetek	65%	67%	72%	76%
Peníze	0%	0%	0%	0%
Účty v bankách	64%	66%	72%	76%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.2 Vertikální analýza pasiv

U pasiv je patrná změna struktury krytí majetku. Již na začátku sledovaného období byl majetek kryt z velké části především vlastním kapitálem a tento poměr se v roce 2013 přiblížil 96% z celkových pasiv, poté opět mírně poklesl. Vlastní kapitál je navyšován z hospodářských výsledků posledních let. Cizí zdroje tvoří jen minoritní část krytí majetku. Podnik ke svému provozu cizí zdroje prakticky nevyužívá a k využívání cizích zdrojů dochází, jen pokud je to nezbytné v rámci běžného fungování podniku. Dlouhodobé závazky se během sledovaného období pohybují mezi 0% až 3%. Stejně tak nízké jsou i závazky krátkodobé včetně položky závazků vůči zaměstnancům.

Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv

	2012	2013	2014	2015
Vlastní kapitál	94%	96%	92%	88%
Základní kapitál	1%	1%	1%	1%
Výsledek hospodaření minulých let	102%	99%	93%	71%
Nerozdělený zisk minulých let	102%	109%	98%	77%
Neuhrazená ztráta minulých let	0%	-9%	-5%	-6%
Výsledek hospodaření běž. úč. obd. (+/-)	-9%	-5%	-2%	16%
Cizí zdroje	6%	4%	8%	12%
Dlouhodobé závazky	3%	1%	0%	3%
Jiné závazky	3%	1%	0%	3%
Krátkodobé závazky	3%	3%	8%	10%
Závazky z obchodních vztahů	1%	1%	1%	4%
Závazky k zaměstnancům	3%	3%	3%	2%
Závazky ze soc. zabezp. a zdrav. pojišt.	2%	2%	2%	2%
Stát-daňové závazky a dotace	-2%	-2%	2%	2%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Při pohledu na výsledky vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty je patrná stabilita položek, ve vztahu k tržbám za prodeje vlastních výrobků a služeb. Výkonová spotřeba mezi lety 2012 – 2015 oscilovala mezi 29% a 38 %. Jedinou patrnou změnu zaznamenaly osobní náklady v posledním sledovaném roce. Je to především výrazným růstem tržeb, na které nestačily mzdové náklady zatím reagovat, v krátkém horizontu se jedná o fixní položku. Podobné chování měla i položka služeb.

Tabulka 7: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty v plném rozsahu k 31.12.	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100%	100%	100%	100%
Výkonová spotřeba	36%	38%	30%	29%
Spotřeba materiálu a energie	16%	18%	13%	15%
Služby	20%	20%	17%	14%
Přidaná hodnota	64%	62%	70%	71%
Osobní náklady	56%	61%	61%	49%
Mzdové náklady	42%	46%	46%	37%
Náklady na soc. zabezpečení a zdr. poj.	14%	15%	15%	12%
Odpisy dlouhodob. nehmot. a hmot. majetku	0%	5%	3%	3%
Zm. st. rezerv, OP v pr. obl. a kom. nákl. p. o.	0%	0%	4%	2%
Ostatní provozní náklady	1%	3%	4%	2%
Provozní výsledek hospodaření	8%	-6%	-2%	16%
Výsledek hospodaření před zdaněním	6%	-5%	-2%	16%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.4 Horizontální analýza aktiv

Pomocí horizontální analýzy je možné kvantifikovat meziroční změny jednotlivých položek finančních výkazů. Patrné jsou změny v dlouhodobém i krátkodobém majetku. Dlouhodobý majetek nezaznamenal žádné turbulentní změny. Meziroční výkyvy jsou spojené s prodejem a nákupem firemních automobilů.

Většina majetku je držena v oběžných aktivech, a ačkoliv dochází k významným změnám položek oběžného majetku, tou jedinou opravdu podstatnou položkou jsou zde peníze na bankovních účtech, které v posledních dvou obdobích rostou.

Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv

	2012/2013	2013/2014	2014/2015
AKTIVA	-6%	-2%	24%
Dlouhodobý majetek	1%	-19%	12%
Dlouhodobý hmotný majetek	1%	-19%	12%
Pozemky	0%	0%	0%
Stavby	-7%	-7%	-7%
Samostatné movité věci a soubory mov. Věcí	39%	-49%	99%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	-81%	157%	-67%
Oběžná aktiva	-8%	2%	26%
Krátkodobé pohledávky	-21%	-16%	-4%
Pohledávky z obchodních vztahů	1%	-17%	-3%
Jiné pohledávky	-97%	120%	-50%
Krátkodobý finanční majetek	-3%	6%	32%

Peníze	28%	-73%	73%
Účty v bankách	-3%	6%	32%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.5 Horizontální analýza pasiv

Jak je patrné z následující tabulky, vlastní kapitál po poklesu v prvních sledovaných obdobích postupně klesal, což bylo způsobeno především klesajícím výsledkem hospodaření za běžné účetní období. Cizí zdroje podniku v prvním sledovaném období prudce klesly, v nominální hodnotě se však jedná vždy pouze o zanedbatelné výkyvy. Činnost podniku je financována ze zdrojů vlastních. V dalších obdobích došlo naopak k růstu jednotlivých položek cizího kapitálu, ne však příliš významně.

Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv

	2012/2013	2013/2014	2014/2015
PASIVA	-6%	-2%	24%
Vlastní kapitál	-5%	-5%	17%
Základní kapitál	0%	0%	0%
Základní kapitál	0%	0%	0%
Výsledek hospodaření minulých let	-9%	-8%	-6%
Nerozdělený zisk minulých let	0%	-11%	-3%
Výsledek hospodaření běž. úč. obd. (+/-)	-48%	-53%	-916%
Cizí zdroje	-27%	72%	100%
Krátkodobé závazky	-1%	135%	58%
Závazky z obchodních vztahů	-32%	97%	325%
Z. ke společník., čl. družstv. A k úč. Sdruž.	-50%	100%	-25%
Závazky k zaměstnancům	-1%	-12%	4%
Závazky ze soc. zabezp. A zdrav. Pojišt.	-4%	6%	17%
Stát-daňové závazky a dotace	-15%	-202%	18%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.1.6 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Z následující analýzy je na první pohled patrný pozitivní vývoj v oblasti tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb během sledovaných období. Položka tržeb mezi lety 2013 a 2014 rostla o 12 %, v posledním období dokonce o 24 %. Z ostatních významných položek tohoto výkazu je třeba zmínit mzdové náklady, které mezi lety 2012 a 2014 rostly o 10 %, což odráží mzdovou politiku podniku. V posledním období již mzdy stagnovaly. Nepříjemnou situaci znamenal prudce klesající výsledek hospodaření účetního období,

který se však podařilo v druhém období stabilizovat a v posledním již výrazně vzrostl, podnik má pozitivní výhled do budoucnosti.

Tabulka 10: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Tržby za prodej vlast. výr. a služeb	0%	12%	24%
Výkonová spotřeba	7%	-14%	22%
Spotřeba materiálu a energie	18%	-23%	50%
Služby	-1%	-5%	1%
Přidaná hodnota	-4%	29%	25%
Osobní náklady	9%	11%	-1%
Mzdové náklady	10%	11%	-1%
Náklady na soc. zabezpečení a zdr. Poj.	9%	13%	1%
Daně a poplatky	733%	299%	-85%
Odpisy dl. nehmot. a hmot. majetku	100%	-29%	73%
Ostatní provozní náklady	360%	50%	-47%
Provozní výsledek hospodaření	-178%	55%	896%
Výnosové úroky	7%	-98%	0%
Nákladové úroky	-61%	-80%	167%
Ostatní finanční výnosy	-25%	-39%	54%
Ostatní finanční náklady	-89%	-10%	108%
Finanční výsledek hospodaření	140%	-66%	-27%
Výsledek hospodaření před zdaněním	-189%	53%	974%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.2 Analýza poměrových ukazatelů

V následující části práce je proveden rozbor významných ukazatelů rentability, aktivity, likvidity a zadlužení.

4.2.1 Ukazatele rentability

Rentabilita patří mezi nejsledovanější ukazatele, protože dokáže informovat o využívání kapitálu. Všechny sestavené ukazatele kopírují stejný vývoj. Patrný je především prudký nárůst rentability v roce 2012. V tomto roce došlo k odprodeji nevyužívané nemovitosti, který se výrazně podepsal na výsledku hospodaření a způsobil tak prudký nárůst. Pokud bude výsledek hospodaření od tohoto vlivu oproštěn, budou získané hodnoty podobné jako v roce 2011. Druhým výrazným momentem je propad ukazatelů rentability v roce 2013, kdy podnik skončil ve ztrátě, která zapříčinila záporné hodnoty rentability.

Při použití Du Pontova rozkladu pro bližší analýzu ukazatele ROE, je patrné, jaké položky měly na vývoj ROE největší vliv. Zmiňovaný vzestup v roce 2012 nastal především

v důsledku prudkého růstu rentability tržeb, a to i přes pokles obratu aktiv. Potvrzuje se i závěr z předchozí části, rentabilita aktiv byla negativně ovlivněna záporným výsledkem hospodaření, protože obrat aktiv ani finanční páka výrazných změn nedoznaly. Pro společnost náročné období v letech 2013 a 2014, které je patrné již z předchozích ukazatelů, je v posledním sledovaném roce vystřídáno pozitivním impulzem, což dokazují všechny sledované ukazatele rentability.

Tabulka 11: Ukazatele rentability

	2012	2013	2014	2015
ROE	6%	-5%	-3%	18%
ROA	5%	-5%	-2%	17%
ROS	6%	-5%	-2%	15%
Čistý zisk/Tržby	6%	-5%	-2%	15%
Tržby/aktiva	0,86	0,92	1,05	1,05
Aktiva/vlastní kapitál	1,06	1,05	1,08	1,14

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.2.2 Ukazatele aktivity

Tato skupina vypovídá o tom, jak podnik využívá jednotlivé skupiny svých aktiv. Výše konkrétních ukazatelů je závislá především na odvětví, ve kterém se podnik pohybuje a na podstatě jeho činnosti. Ačkoliv analyzovaná společnost není čistě nevýrobní podnik, neudrhuje žádné zásoby, ukazatele obratu zásob a doby obratu zásob nelze určit, což je typický znak nevýrobních podniků.

Průměrná doba splatnosti pohledávek může být ovlivněna mnoha faktory, mezi které patří politika podniku, co se platebních podmínek týče, či vyjednávací síla podniku. V roce 2012 doba splatnosti pohledávek dosahovala téměř 60 dní, v dalším roce stoupla až na 70 dní a v roce 2015 klesla už jen na necelých 48 dní. Vývoj tohoto ukazatele tak nakonec zaznamenal příznivý obrat. Společnost má ve formě pohledávek vázány finanční prostředky a poskytuje tak odběratelům v podstatě bezplatný krátkodobý úvěr. Opačným směrem se vyvíjel ukazatel doby splatnosti závazků. Tento vývoj však, spíše než o čemkoliv jiném, vypovídá o pečlivosti účetního oddělení, které závazky hradí okamžitě. Výjimkou byl poslední sledovaný rok, kdy se podniku podařilo sjednat lepší platební podmínky u jednoho ze svých velkých dodavatelů. Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků tak činí 13 dní. Jak je patrné z Du Pontova rozkladu, obrat aktiv za sledované čtyřletí vzrostl z 0,86 na 1,05. Na tomto růstu se podílelo především zvýšení

tržeb. Ačkoliv i ukazatel obratu aktiv silně souvisí s odvětvím, hranice doporučená profesorkou Kislingerovou pro tento ukazatel bývá 1. To že nad tuto orientační hladinu podnik stoupl, lze považovat za pozitivní vývoj.

Tabulka 12: Ukazatele aktivity

	2012	2013	2014	2015
Obraz zásob	-	-	-	-
Doba obratu zásob	-	-	-	-
Průměrná doba splatnosti pohledávek	59,1	70,5	58,5	47,7
Průměrná doba splatnosti krátkodobých závazků	3,3	2,2	3,9	13,3
Obrat aktiv	0,86	0,92	1,05	1,05

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.2.3 Ukazatele likvidity

Likvidita podniku je hodnocena poměrem určité skupiny oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. Tyto tři ukazatele jsou získány postupným odebráním méně likvidních částí aktiv. Běžná likvidita se shoduje s likviditou pohotovou, což je způsobeno tím, že podnik neudrhuje žádné zásoby. V tomto případě nemá smysl porovnávat získané výsledky s doporučenými hodnotami, společnost má totiž likviditu ve všech ukazatelích řádově vyšší. V prvních dvou letech „těží“ podnik ze záporných hodnot položky „Státdaňové závazky a dotace“. Za povšimnutí stojí i další vývoj, zejména výrazný pokles v dalších letech, kdy podnik dosáhl vysokého zisku a vznikla mu naopak tak nebývale vysoká daňová povinnost. Hodnoty likvidity jsou však stále nad doporučenými limity.

Nebývale vysoká úroveň likvidity vychází především z malé míry rizika, které je management ochotný podstoupit. Tato konzervativnost je patrná ve většině obratových ukazatelů. Za zamyšlení také stojí úvaha nad tím, zda management společnosti staví na dlouhodobé strategii svého rozvoje. Výsledky likvidity spíše naznačují, že podnik disponuje dostatečným kapitálem, nezná však metody, kterými by ho byl schopen efektivně zhodnotit.

Tabulka 13: Ukazatele likvidity

	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	27,8	25,9	11,2	8,9
Pohotová likvidita	27,8	25,9	11,2	8,9
Okamžitá likvidita	21,2	20,6	9,3	7,8

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.2.4 Ukazatele zadluženosti

Vysoká úroveň zadluženosti nemusí nutně signalizovat alarmující stav, naopak podnik zapojením cizího kapitálu pozitivně zapojuje vliv finanční páky a zvyšuje tak svou rentabilitu, což však není případ tohoto podniku. Firma si udržuje nízkou míru zadluženosti a opět se zde promítá výrazný odpor managementu vůči riziku. Ukazatel věřitelského rizika během sledovaných období zůstává poměrně konstantní, stejně tak i poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv. Tyto dva ukazatele jdou z podstaty proti sobě a vyplývá z nich, že aktiva jsou kryta v roce 2015 z 88 % vlastními zdroji. To je další důkaz konzervativního přístupu k hospodaření firmy.

Ukazatel úrokového krytí je poznamenám výkyvy hospodářského výsledku. V roce 2012 tento ukazatel dosahuje hodnot více než uspokojivých. V dalších letech je hodnota záporná, z předchozích ukazatelů však jasně vyplývá, že neúměrná zadluženost či neschopnost dostát svým závazkům, rozhodně nepatří mezi problémy, které jsou pro společnost aktuální. Kladný hospodářský výsledek v roce 2015 již vrátil úrokové krytí do vysokých kladných hodnot. Otázka pro management podniku je spíše opačná, zda se společnost s příliš velkou zarputilostí nevyhýbá zapojení cizího kapitálu. Jednoznačně tak sráží vlastní rentabilitu.

Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti

	2012	2013	2014	2015
Ukazatel věřitelského rizika	6%	4%	8%	12%
Poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv	94%	96%	92%	88%
Ukazatel úrokového krytí	12,1	-26,8	-60,5	201,9

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.3 Souhrnné ukazatele

4.3.1 Kralickův rychlý test

Tento test analyzuje firmu na základě čtyř klíčových ukazatelů, kterým jsou následně přiřazeny body. Výsledná známka hodnotící bonitu podniku vzniká zprůměrováním získaných bodů. Podnik, který dosahuje hodnot menších než 2, lze označit za bonitní. Z tohoto pohledu nemůže být podnik v prvních třech sledovaných letech spokojen. V posledním sledovaném období však vzhledem ke kladnému výsledku hospodaření lze podnik hodnotit jako prosperující podnik mimo hranice ohrožení.

Pokud se blíže zaměříme na jednotlivé ukazatele, kvóta vlastního kapitálu a doba splácení dluhu z cash-flow, vychází ve všech obdobích výborně, což značí vysokou finanční stabilitu. Společnost si nevede dobře v ukazatelích CF v tržbách a především rentabilitě aktiv. Tento jev vyplýval již z obrátových ukazatelů.

Tabulka 15: Kralickův rychlý test

	2012	2013	2014	2015
Kvóta vlastního kapitálu	95,7%	72,4%	85,0%	106,4%
Doba splácení dluhu z CF	1,1	-41,4	1,6	0,6
CF v tržbách	6,1%	-0,1%	4,7%	19,2%
ROA	5,5%	-3,8%	-2,1%	20,3%
Kvóta vlastního kapitálu	1	1	1	1
Doba splácení dluhu z CF	1	5	1	1
CF v tržbách	3	4	4	1
ROA	4	5	5	1
Průměr	2,25	3,75	2,75	1

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

4.3.2 Index IN05

Tabulka 16: Index IN05

	2012	2013	2014	2015
A = Aktiva / Cizí zdroje	17,7	22,6	13,0	8,0
B = EBIT / Nákladové úroky	12,1	-26,8	-60,5	201,9
C = EBIT / Aktiva	0,1	-0,1	0,0	0,2
D = Tržby / Aktiva	0,9	0,9	1,0	1,0
E = Oběžná aktiva / (Krátkodobé závazky a Krátkodobé úvěry)	27,8	25,9	11,2	8,9
IN05	5,7	4,2	0,4	10,8

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Tento komplexní ukazatel poukazuje na dobré finanční zdraví podniku. Výjimku tvořil rok 2014, kdy ztráta stáhla podnik do zóny, kde je hodnocen jako spějící k bankrotu. Jednalo se pouze o jednorázový pokles, nikoliv trend. Společnost ve všech zbývajících obdobích tvořila hodnotu a to navíc s výraznou rezervou. Za úspěchem stojí především komponenta E a v posledním roce také B.

5 Strategická analýza

5.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýza vnějšího potenciálu se skládá z vymezení relevantního trhu, analýzy atraktivity trhu a prognózy vývoje trhu a jedná se o důležitou část procesu oceňování podniku.

5.1.1 Vymezení relevantního trhu

Společnost Daruma spol. s r. o. spadá dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE do sekce M – profesní, vědecké a technické činnosti, konkrétně je vedena jako činnost reklamních agentur.

Území

Ačkoliv se sídlo společnosti nachází v Plzni, působí již 23 let na celém území České republiky. Své panely společnost navíc provozuje i v cizích zemích, například v Německu, Polsku, na Slovensku, či na Maltě. Prioritou pro podnik je však území České republiky.

Produkt

Většina tržeb podniku plyne z prodeje reklamních ploch na orientačních panelech a prostoru ve svých průvodcovských mobilních aplikacích. Druhá, menší část, pochází z prodeje již hotových panelů, které na sobě nenesou žádnou plochu určenou pro reklamu.

Zákazníci

Zákazníky jsou většinou podniky či veřejné organizace v blízkém okolí panelu umístěného v konkrétním městě. Jedná o velmi širokou škálu subjektů, kterou nelze dobře jednoduše kvantifikovat. Řeč je o ubytovacích a restauračních zařízeních, přes drobné obchodníky, řemeslníky, bankovní instituce až po státní organizace jako jsou školy, nemocnice nebo památky v blízkém okolí.

Konkurence

Vymezení konkurentů je v tomto případě velmi komplikovaná záležitost. Pokud jsou brány v potaz veškeré formy, kterými se mohou firmy, instituce a jednotlivci prezentovat, je jejich škála skutečně široká. Model podnikání, který zvolila společnost Daruma je specifický a společnost v něm má na trhu monopolní postavení.

5.1.2 Odhad velikosti relevantního trhu

Fakt, že neexistující oficiální statistiky, nutí při odhadu velikosti relevantního trhu vycházet z několika zjednodušujících předpokladů. V předchozí části bylo konstatováno, že podnik je na trhu, na kterém se pohybuje, monopolem. To znamená, že velikost trhu je v podstatě určena velikostí tržeb, které podnik na tomto trhu realizoval.

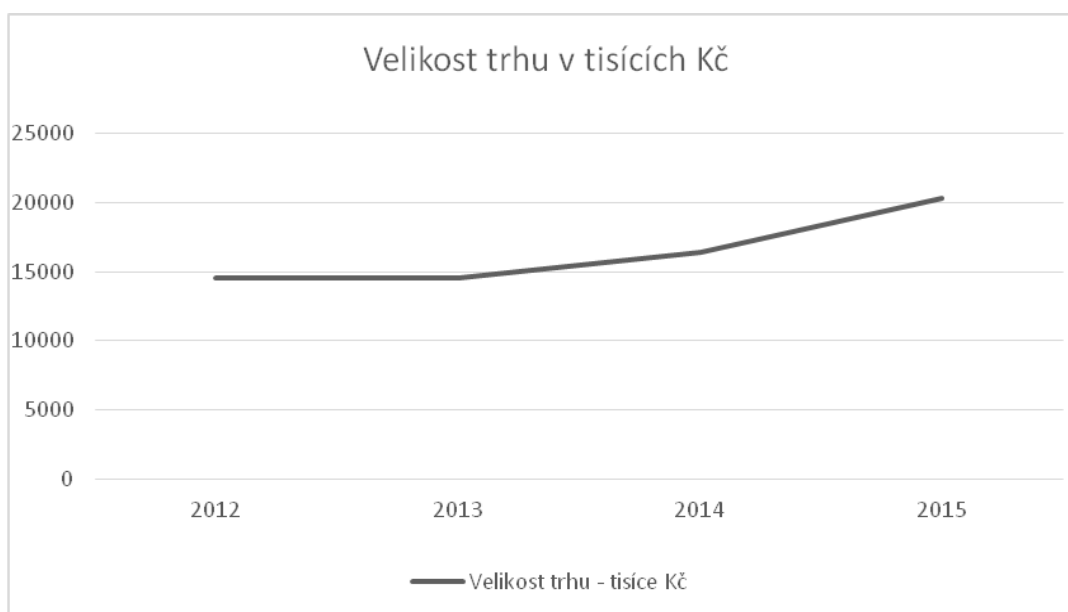
Tabulka 17: Velikost trhu (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Velikost trhu - tisíce Kč	17272	20217	21133	14570	14589	16389	20290
Tempo růstu trhu	-30%	17%	5%	-31%	0%	12%	24%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Tato tabulka udává velikost trhu v tisících Kč. Jedná se o tržby podniku z posledních šesti sledovaných období. Jak lze vidět, trh měl své výkyvy, lze z něj však vyčíst určitý trend. Jak je na první pohled patrné i z následujícího grafu. Trh buď stagnoval, nebo klesal a v posledních dvou obdobích rostl a ustálil se na hranici dvaceti milionů korun.

Graf 1: Velikost trhu (v tisících Kč)



Zdroj: vlastní zpracování, 2016

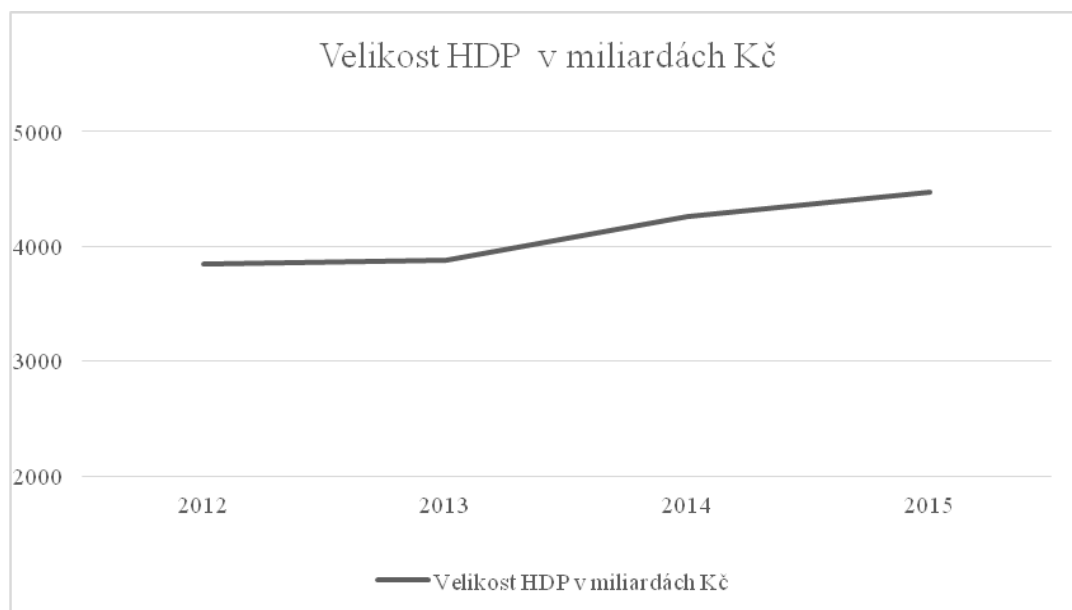
5.1.3 Vymezení příčiny vývoje poptávky

Příčin, které mají vliv na změny poptávky, může být nespočet. Patří k nim například vývoj cen, důchody, demografické změny, technologický pokrok nebo spotřební zvyklosti. Analyzované odvětví však vykazuje přímou závislost na vývoji HDP daného

státu. Z přiloženého grafu je jasně patrné, jak se poptávka vyjádřena v tržbách v grafu 1 vyvíjí naprosto totožně s křivkou vývoje reálného HDP v miliardách Kč.

Podoba obou sledovaných křivek není ničím překvapivým. Naprostá většina podniků v období hospodářského útlumu hledá prostor pro úspory a omezení vlastní propagace je nejjednodušší a zároveň téměř okamžité řešení, ke kterému se dá uchýlit. To, že se obě časové řady navzájem kopírují, usnadní stanovení prognóz v další části práce.

Graf 2: Velikost HDP (v miliardách Kč)



Zdroj: vlastní zpracování, 2016

5.1.4 Analýza atraktivity trhu

Tato analýza pomáhá kvantifikovat příležitosti a hrozby spojené s výše charakterizovaným trhem. Vycházet zde budu z doporučení profesora Maříka, který doporučuje stanovit kritéria, která jsou pro podnik z hlediska trhu, prodeje a poptávky klíčová. Těmto faktorům jsou přiřazeny váhy a celá analýza vyústí v hodnotu, která atraktivitu trhu vystihuje. Hodnocení jednotlivých faktorů musí být řádně zdůvodněno a objasněno, aby mohla být tato analýza považována za transparentní.

Růst trhu

Trh, tak jak byl definován v předchozích částech této práce, nemá příliš velké předpoklady pro další výrazný růst. Za dobu působnosti společnosti dosáhl trh určité velikosti a ta se s nejvyšší pravděpodobností ustálila.

Velikost trhu

Trh je určen počtem informačních tabulí rozmístěných v jednotlivých městech, potažmo prodávanou reklamní plochou na těchto tabulích. Z tohoto pohledu se trh dá považovat za saturovaný. Společnost působí na trhu již 25 let a za tuto dobu naplnila města v České republice do téměř maximální možné míry. Na základě všech dostupných informací tedy nelze předpokládat, že trh bude výrazně růst, pokles však také nepřipadá v úvahu.

Intenzita přímé konkurence

Přímá konkurence je z tohoto trhu prakticky vyloučena, podnik zastává téměř monopolní postavení. Management společnosti odhaduje, že jeho podíl je 95 % z celého trhu.

Bariéry vstupu, substitute

Bariéry vstupu představuje vybudování husté sítě informačních nosičů. Tato iniciativa by s sebou nesla velké investiční náklady. Zároveň je velmi obtížné získat od města či obce povolení na pronájem plochy, kde panel stojí, včetně elektrické přípojky a dalších formalit, nehledě na fakt, že nejvhodnější místa jsou již zabraná analyzovanou společností. Bariéry vstupu tak lze označit za značné.

Možnosti, jaký lze nahradit služby poskytované analyzovanou společností různými substituty, jsou značné. Mezi tyto substituty spadá celá řada mediální i nemediální propagace.

Citlivost na konjukturu

Jak je zmíněno v předchozí části této práce, poptávka po službách společnosti kopíruje vývoj HDP a podniku se tento fakt nedaří změnit. Vysoká citlivost na konjukturu je hodnocena negativně.

Struktura a charakter zákazníků

Podnik má širokou škálu zákazníků, kteří tak mají malou vyjednávací sílu. Jako monopol může určovat ceny. Množství substitutů je ale značné a tak je třeba při volbě ceny nastavit takovou úroveň, kterou jsou zákazníci ochotni akceptovat. Tento faktor tak lze hodnotit jako mírně nadprůměrný.

Vliv prostředí

Největší vliv na společnost plynoucí z prostředí představuje technický pokrok. Společnost však investuje prostředky do vývoje a snaží se technických změn a novinek

využívat ve svůj prospěch. Neustále inovovat a zajišťovat si náskok před případnou konkurencí. Proto je tento faktor hodnocen mírně pozitivně.

Závěry z analýzy atraktivity trhu

Hodnoty zjištěné pro jednotlivá kritéria jsou v poslední fázi zaneseny do tabulky a dle příslušné váhy vynásobeny. Konečná suma bodů pak představuje dosažené hodnocení.

Tabulka 18: Analýza atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3			x					6
Velikost trhu	2			x					4
Intenzita konkurence	3							x	18
Průměrná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	1							x	6
Možnosti substituce	1		x						1
Citlivost na konjunkturu	1		x						1
Struktura zákazníků	2					x			8
Vlivy prostředí	1						x		5
Celkem	16								53

Zdroj: vlastní dle (Mařík 2011), 2016

V rámci analýzy lze maximálně získat 96 bodů. Hodnocená společnost dosáhla 53 bodů. Dosažené hodnocení = $53 / 96 = 55 \%$, atraktivita trhu se tak pohybuje mírně nad průměrem.

Po provedení analýzy atraktivity trhu je vhodné sestavit seznam hrozeb a příležitostí spojených s podnikem a jeho působením na daném trhu.

Příležitost: Rozvoj technologií.

Spolupráce se zahraničními partnery.

Růst trhu nemediální reklamy.

Růst cestovní ruchu.

Hlavní příležitost vidí management podniku v rozvoji technologií, které jim pomůžou posunout své podnikání dál, rozšířit nabídku svých produktů a rozšířit tak trh. Spolupráce se zahraničními partnery s tím souvisí. Aby společnost ušetřila náklady na výzkum a vývoj, rozvíjí tuto spolupráci, ve které vidí vysoký potenciál. Trh nemediální reklamy, pod který společnost spadá, v posledních letech pozvolna roste a to lze považovat za předpoklad fungování firmy i v budoucnosti. Na cestovním ruchu nepřímo závisí velká skupina zákazníků společnosti. Pokud se cestovní ruch bude rozvíjet, znamená to tržní impuls a zvýšení poptávky po produktech a službách společnosti.

Hrozby: Velké množství substitutů.

Dlouhotrvající recese.

Omezený a nerostoucí trh.

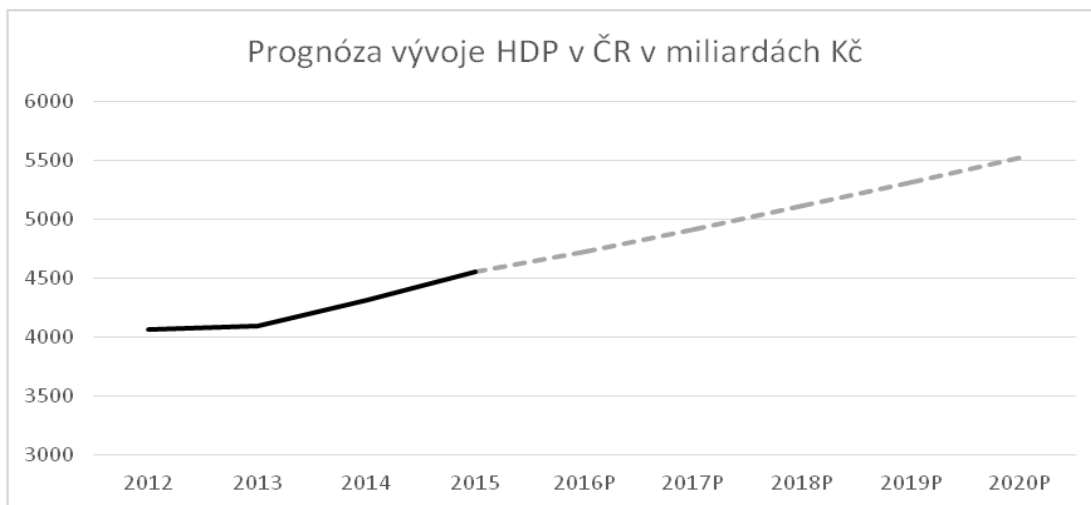
Růst nákladů na zaměstnance.

Jako silná hrozba je vnímána široká škála substitutů, mezi kterými si potenciální zákazníci vybírají. Jak bylo konstatováno v předchozí části práce, společnost vykazuje extrémní citlivost na konjunkturu, další dlouhotrvající recese by tak představovala vznik existenčních problémů. Ačkoliv má společnost monopol, trh je poměrně malý a příliš neroste, což velmi omezuje schopnost podniku rozvíjet se. Až 60% tržeb pokrývalo ve sledovaném období náklady na zaměstnance. Pokud by výrazně rostl tlak na zvyšování mezd, při současné úrovni tržeb by se společnost dostala do svízelné situace.

5.1.5 Prognóza vývoje trhu

Na trh má vliv velké množství faktorů, jejichž vzájemná interakce formuje budoucí vývoj. Na základě analýzy časových řad lze dojít k závěru, že trh jeví naprostou závislost na vývoji HDP. Jak bylo zmíněno, na trh působí množství dalších faktorů například inflace, měnový kurz, kupní síla obyvatelstva, daň z příjmu právnických osob. „*Regresní analýza je postavena na faktorech, které vysvětlují vývoj relevantního trhu* (Menčlová, 2014).“ HDP tyto faktory sjednocuje a i z hlediska spolehlivosti je vhodné využít prognózu HDP a vztáhnout ji na celý trh.

Graf 3: Prognóza růstu HDP v miliardách Kč



Zdroj: Oxford Economics, vlastní zpracování, 2016

Jak je patrné z grafu i následující tabulky, po roce 2013 HDP České republiky roste. V roce 2018 by se HDP mělo dostat nad hranici 5000 miliard Kč a v podobném tempu by mělo růst i po zbylé dva prognózované roky. Plánované roky jsou v grafu označeny šrafovanou čarou a písmenem P.

Tabulka 19: Prognóza růstu HDP České republiky (v miliardách Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
HDP	4557	4721	4911	5110	5313	5522

Zdroj: Oxford Economics, vlastní zpracování, 2016

Pro prognózu vývoje trhu bude využita jednoduchá regrese, jako regresor je určen procentní růst HDP v jednotlivých letech. Z hlediska kvality prognózy je lineární závislost na HDP považována za velmi uspokojivou.

$$y = -17831 + 8,33 * x$$

y – velikost trhu v jednotlivých letech

x – vývoj HDP

Tabulka 20: Výsledky regresní analýzy (HDP v miliardách a trh v tisících Kč)

	Rok	HDP	Trh v ČR závislý na HDP
skutečnost	2012	3846	14570
	2013	3884	14589
	2014	4261	16389
	2015	4477	20290

prognóza	2016	4721	21491
	2017	4911	23073
	2018	5110	24731
	2019	5313	26422
	2020	5522	28163

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Koeficient spolehlivosti této regrese má úroveň 94,2 %, což představuje potvrzení předpokladu vysoké míry závislosti vývoje trhu a vývoje HDP. Hned v prvním sledovaném období by se měl trh vrátit do hodnot před recesí. V následujících letech je v návaznosti na příznivý vývoj HDP pomalý růst trhu. Jak bylo konstatováno níže, trh je malý s poměrně omezeným růstovým potenciálem, čemuž odpovídá i zhotovená prognóza.

Lze předpokládat, že v obdobích počínajících rokem 2021 a dále bude pokračovat růst na úrovni posledního prognózovaného období, tj. 2,8 %.

5.2 Analýza vnitřního potenciálu

5.2.1 Tržní podíl a jeho vývoj

Podnik na konkrétním trhu zastává pozici téměř výhradního monopolu. Tržní podíl je tak kvalifikovaným odhadem stanoven na úrovni 95% a tato hodnota je předpokládána i v budoucnosti.

5.2.2 Identifikace konkurentů

Konkurence prakticky neexistuje. Již několikrát se stalo, že se objevil jedinec či subjekt, který chtěl poskytovat podobnou službu, nicméně trh je poměrně malý a již plně vyčerpán, prostor pro konkurenci v současnosti neexistuje.

5.2.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Tato fáze s sebou přináší značné úskalí, je obtížné formulované závěry kvantifikovat a přetvořit ve hmatatelný a uchopitelný výstup. Analýza bude provedena skrze matice hodnotící jednotlivá kritéria, klíčová pro fungování podniku. Výsledkem bude zjištění, na kolik procent je společnost schopna využívat svůj vnitřní potenciál a budovat konkurenční sílu

Tabulka 21: Hodnocení konkurenční síly podniku

	Kritérium	Bodové hodnocení						Celkem	
		Negativní		Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5		6
Přímé faktory	Kvalita služeb					X			
	Šířka poskytovaných služeb					X			
	Použité technologie						X		
	Cenová politika				X				
	Obchodní politika					X			
	Know - how						X		
	Image společnosti			X					
Servis				X					
Nepřímé faktory	Kvalita managementu					X			
	Výkonný personál				X				
	Výzkum a vývoj						X		
	Majetek a investice					X			
	Finanční situace						X		
Četnost bodů		0	0	1	3	5	4	0	
Body x četnost		0	0	2	9	20	20	0	51

Zdroj: vlastní dle (Mařík 2011), 2016

Kvalita služeb je těžko hodnotitelná. Ke kvalitě služeb se vyskytují výhrady jen zřídka, převažuje kladná odezva. Množství poskytovaných služeb se v posledních letech rozrostlo například o mobilní aplikace, či nové panely rozšiřující městský mobiliář, čímž se společnost snaží přilákat další zákazníky. Výroba společnosti se snaží intenzivně vyvíjet nové produkty a zasahovat širší okruh potenciálních zákazníků, což se daří se střídavými úspěchy.

Jak bylo zmíněno dříve, společnost v rámci svého výzkumu a vývoje neustále inovuje vlastní produkty, rozšiřuje služby a v tomto ohledu si neustále snaží udržovat náskok před konkurencí. V posledních letech byla managementem vynaloženo značné úsilí na předefinování své cenové politiky, tak aby produkty byly dostupné široké skupině zákazníků, přístupné malým a zároveň uspokojivé pro velké zákazníky. Zároveň společnost nabízí možnost úhrady formou splátek. Ve společnosti pracuje v průměru deset obchodních zástupců, z nichž několik dokonce více než dvacet let. Ti své know-how předávají služebně mladším a novým zaměstnancům. Obchodní politika byla

po celou dobu fungování firmy důsledně promyšlena, a ačkoliv vznikají čas od času drobné nepříjemnosti, lze ji hodnotit spíše pozitivně.

Know – how společnosti je pravděpodobně jedním z hlavních faktorů, který utváří konkurenční výhodu. Know – how se týká jak výroby samotné, tak celého obchodního procesu a nelze opomenout ani přínos technického oddělení, které administrativně připravuje instalaci panelů a v tomto ohledu má mnoho zkušeností. Obchodní zástupci získávají zákazníky vždy v určité oblasti, která je jim přidělena. V této oblasti se pohybují několik týdnů až měsíc. Jelikož zde jsou primárně za účelem získávání zákazníků, je image společnosti klíčovou záležitostí a prioritou. Do této oblasti se navíc v tříletých intervalech vrací, což potřebu dobré image ještě umocňuje. Ne vždy se jí však daří udržet, v minulosti se společnost potýkala s nečestnými zaměstnanci, kteří byli schopni napáchat téměř nevratné škody na pověsti firmy. Tomu se snaží nyní vedení širokou paletou prostředků předcházet. Servis je neodmyslitelnou součástí poskytovaných služeb, je smluvně garantovaný a probíhá bez jakýchkoliv problémů. Společnost zodpovídá za to, že její produkty a služby budou poskytovány v jisté formě a kvalitě, pokud se tak neděje, servis situaci s minimální prodlevou napraví.

Co se vnějších faktorů týká, kvalita managementu patří k těm klíčovým. Součástí úvahy nad konečným ohodnocením společnosti bylo přihlédnutí ke schopnosti tvořit vize a strategie, osobní kvalifikace managementu, schopnost uvažovat nad riziky a příležitostmi. Management je hodnocen mírně pozitivně. Má bohaté zkušenosti, daří se mu naplňovat zvolené strategie, přesto chybí dlouhodobá vize a podnik je také brzděn zarputilým odporem k riziku. Výkonný personál je hodnocen průměrně. Je kvalifikovaný a plní své úkoly, chybí však větší míra iniciativy, zřejmě nedostatkem motivace. Výzkum a vývoj je od počátku fungování podniku jedním z klíčových prvků. Podnik funguje na principech neustálého zlepšování, je zde snaha držet se na vrcholu a využívat špičkové technologie, což se se střídavými úspěchy daří.

Majetek a investice jsou hodnoceny pozitivně. Ačkoliv například vozový park zastarává, v jiných oblastech došlo v minulých letech k velkým investicím. Bylo rozšířeno oddělení výroby a zbudováno bylo i špičkové nahrávací studio. Jak vyplývá z finanční analýzy, přes slabé výsledky v posledním roce si společnost vytvořila dostatečnou rezervu a disponuje prostředky pro bezproblémový provoz a nastartování další výkonnosti.

Z možných 78 bodů společnost získala 51, což představuje 65 %. Lze říci, že společnost využívá svůj vnitřní potenciál na 65 %. Tento výsledek bude promítnut do následného hodnocení perspektivnosti podniku.

5.2.4 Závěr o perspektivnosti podniku

Aby bylo možné provést prognózu tržeb, je třeba zhodnotit perspektivnost podniku z hlediska jeho konkurenční síly a atraktivitu trhu. Z výsledků předchozích částí analýzy vyplývá, že podnik disponuje velkou konkurenční silou a pohybuje se na středně atraktivním trhu. Z toho pramení dobrá perspektiva podniku.

Tabulka 22: Hodnocení perspektivnosti podniku

Konkurenční síla	Velká	Změna podnikatelské činnosti	Dobrá perspektiva	Jasná perspektiva
	Střední	Změna podnikatelské činnosti	Přijatelná perspektiva	Dobrá perspektiva
	Malá	Bez perspektivy	Malá perspektiva	Omezená perspektiva
		Malá	Střední	Velká
	Atraktivita trhu			

Zdroj: vlastní dle (Mařík 2011), 2016

5.2.5 Prognóza růstu tržeb

Získanou prognózu růstu trhu a zjištěný vnitřní potenciál a konkurenční sílu lze použít k získání prognózy růstu tržeb. Ze zjištěných výsledků vyplývá, že má daný trh v příštích letech mírně posílit. Tržní podíl je odhadován jako stále stejný. Kombinací těchto informací vznikla následující prognóza tržeb.

Tabulka 23: Prognóza tržeb (HDP v miliardách, ostatní v tisících Kč)

	Rok	HDP	Trh v ČR závislý na HDP	Tržní podíl	Tržby společnosti Daruma
prognóza	2016	4721	21491	95%	20416
	2017	4911	23073	95%	21920
	2018	5110	24731	95%	23494
	2019	5313	26422	95%	25101
	2020	5522	28163	95%	26754

Zdroj: vlastní dle (Mařík 2011), 2016

5.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Pro další proces ocenění je potřeba rozdělit aktiva na provozně nutná a nenutná. Aktiva jsou pro provoz potřeba jen v určitém množství a struktuře. Podnik nevlastní žádný dlouhodobý hmotný majetek, který by bylo možné označit za provozně nenutný.

Mezi provozně nenutná aktiva však patří velká část krátkodobého finančního majetku, konkrétně peníze v pokladně a na bankovních účtech. Jako doporučená hodnota bývá udávána hranice krátkodobého finančního majetku na úrovni 20 % krátkodobých zdrojů. Všechny prostředky přesahující tuto hodnotu tak budou označeny jako provozně nenutné a bude s nimi tak v další části práce nakládáno.

Tabulka 24: Rozdělení krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015
Krátkodobé závazky	517	514	1206	1903
Krátkodobý finanční majetek	10950	10589	11224	14765
Provozně nutný krátkodobý finanční majetek	103	103	241	381
Provozně nenutný krátkodobý finanční majetek	10847	10486	10983	14384

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Takto upravená aktiva lze považovat za provozně nutná. Plný přehled provozně nutných aktiv v průběhu sledovaných období je shrnut v následující tabulce.

Tabulka 25: Provozně nutná aktiva (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	2585	2618	2131	2383
Dlouhodobý hmotný majetek	2585	2618	2131	2383
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	3526	2809	2514	2574
Zásoby	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3423	2706	2273	2193
Krátkodobý finanční majetek	103	103	241	381
Časové rozlišení	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Nyní lze dojít k výši provozně nutného investovaného kapitálu společnosti Daruma spol. s r. o. ve sledovaných obdobích. Postup je patrný z následující tabulky.

Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

Název položky	2012	2013	2014	2015
Dlouhodobý majetek	2585	2618	2131	2383
Dlouhodobý hmotný majetek	2585	2618	2131	2383
Pracovní kapitál provozně nutný	3009	2295	1308	671
Krátkodobý finanční majetek	103	103	241	381
Krátkodobé pohledávky	3423	2706	2273	2193
Krátkodobé závazky	517	514	1206	1903
Časové rozlišení aktivní	0	0	0	0
Provozně nutný investovaný kapitál	5594	4913	3439	3054

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Poslední položkou, kterou je vhodné určit vzhledem k dalšímu postupu, je korigovaný provozní výsledek hospodaření. V tomto případě je provozní výsledek hospodaření upraven o tržby a zůstatkovou cenu z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.

Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015
Provozní výsledek hospodaření	1131	-887	-401	3192
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	55	345	0	0
Zůstatk. cena prod. dlouh. majetku a mat.	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	1076	-1232	-401	3192
Odpisy dlouhodob. nehmot. a hmot. majetku	1042	773	551	568
KPVH před odpisy a zdaněním	2118	-459	150	3760

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

6 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

6.1 Tržby

Prognóza tržeb je výstupem strategické analýzy. Tržby mohou být v určitých případech ještě korigovány, například v případě omezení výrobní kapacitou, to však není tento případ. Tržby byly převzaty bez korekce v uvedené podobě.

Tabulka 28: Tržby podniku Daruma (v tis. Kč)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	14570	14589	16389	20290	20416	21920	23494	25101	26754

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

6.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže bude nejprve sestavována shora. Vyjde se ze ziskové marže dosahované v minulých letech. Uváží se faktory získané ze strategické analýzy ovlivňující ziskovou marži a na jejich základě a s přihlédnutím k minulosti je zisková marže pro další období prognózována. „Obecně vzato je zisková marže nejvyšší v prvních letech a postupem let se marže stabilizuje (Damodaran, 2002, s. 296).“ Vzhledem k příznivému výhledu chodu ekonomiky a prokázané závislosti výsledků společnosti na HDP je zisková marže stanovena taktéž optimisticky, avšak v reálném rozpětí, a to na úrovni 12 %.

Tabulka 29: Zisková marže shora (v tis. Kč)

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	14570	14589	16389	20290	20416	21920	23494	25101	26754
KPVH před odpisy a zdaněním	2118	-459	150	3760	2450	2630	2819	3012	3210
Zisková marže	14,5%	-3,1%	0,9%	18,5%	12%	12%	12%	12%	12%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Nyní je možné přistoupit k sestavení provozní ziskové marže zdola, a to přes prognózu významných nákladových položek. Prognóza vychází ze závislosti těchto položek na tržbách. Prognóza ziskové marže shora a zdola již prošla sladěním a výše korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy se tak rovnají.

Tabulka 30: Prognóza ziskové marže zdola (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	14570	14589	16389	20290	20416	21920	23494	25101	26754
Výkonová spotřeba	5247	5612	4851	5909	6125	6576	7048	7530	8026
Výkonová spotřeba / tržby	36,01%	38,47%	29,60%	29,12%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Osobní náklady	8151	8922	9942	9888	11229	12056	12922	13806	14715
Osobní náklady / tržby	55,94%	61,16%	60,66%	48,73%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%	55,00%
Ostatní náklady celkem	86	396	593	314	408	438	470	502	535
Ostatní náklady / tržby	0,59%	2,71%	3,62%	1,55%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Daně a poplatky	15	125	499	77	214	230	247	264	281
daně a poplatky / tržby	0,10%	0,86%	3,04%	0,38%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Celkové ostatní provozní v.	5	7	0	0	10	11	12	13	13
Ostatní výnosy / tržby	0,03%	0,05%	0,00%	0,00%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
KPVH před odp. a zdaněním	1076	-459	504	4102	2450	2630	2819	3012	3210
Marže	7%	-3%	3%	20%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Výkonová spotřeba

Podíl výkonové spotřeby na tržbách ve sledovaných letech byl vyrovnaný navzdory strmému poklesu tržeb. Společnost v minulých obdobích investovala se záměrem outsourcovat stále menší množství služeb. Plánován je mírný pokles podílu výkonové spotřeby na tržbách v prognózovaném období.

Osobní náklady

Osobní náklady jsou smluvně vázány a jak je z předchozí tabulky patrné, ani s výrazným poklesem tržeb se nijak významně nemění. Předpokládá se, že se po plánovaném oživení osobní náklady vrátí na úroveň podobné před propadem tržeb. Vzhledem ke své povaze si poté osobní náklady udrží konstantní hodnotu a budou se pohybovat na úrovni 55 % v poměru k tržbám.

Ostatní náklady

Ostatní náklady tvoří jen minoritní podíl na celkových nákladech a navíc je to položka těžko předvídatelná. Dlouhodobě se však dá reálně počítat s hodnotou ostatních nákladů na úrovni 2 % z tržeb podniku.

Ostatní výnosy

Ostatní provozní výnosy představují minoritní položku a jsou ponechány na úrovni roku 2013. Jedná se především o výjimečně poskytované služby, které společnost plánuje poskytovat i v horizontu nadcházejících let.

6.3 Pracovní kapitál

Hlavní položky oběžných aktiv jsou určeny na základě analýzy jejich vývoje v minulosti vzhledem k jejich poměru k denním tržbám. Na základě denního obratu jednotlivých položek a po hlubším rozboru s přihlédnutím k výsledkům finanční a strategické analýzy byly určeny následující hodnoty.

Tabulka 31: Doby obratu oběžných aktiv

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Krátkodobé pohledávky	84,6	66,8	49,9	38,9	40	40	40	40	40
Krátkodobé závazky celkem	12,8	12,7	26,5	33,8	33	33	33	33	33
Krátkodobé závazky z obchodních vztahů	3,3	2,2	3,9	13,3	10	10	10	10	10
Krátkodobé závazky SP a ZP	7,0	6,7	6,3	6,0	6	6	6	6	6

Krátkodobé závazky vůči státu	-9,2	-7,8		6,9	7	7	7	7	7
Krátkodobé závazky vůči zaměstnancům	11,7	11,6	9,0	7,6	10	10	10	10	10

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Krátkodobé pohledávky zaznamenaly předvídatelný vývoj. V dobách, kdy se společnost vzpamatovávala z recese, byla doba obratu krátkodobých pohledávek výrazně delší. V posledních 2 letech však spolu s oživením ekonomiky klesla hodnota obratu krátkodobých pohledávek až pod hodnotu 40. V dalších obdobích je prognózována právě tato hranice.

Položky materiálu a zboží, které dohromady tvoří zásoby, se ve sledovaných obdobích nijak neměnily. Společnost nemá sklad, tudíž ani žádný materiál a zboží. V budoucnosti není v plánu na tomto stavu nic měnit a tak tyto položky zůstávají i nadále nulové.

Položky závazků měly během sledovaných období nesourodý vývoj. Krátkodobé závazky z obchodních vztahů v posledním sledovaném období výrazně vybočily především díky prodloužení doby splatnosti pohledávek způsobenému zlepšením vztahů s dodavateli. V tomto trendu má podnik v plánu pokračovat. Krátkodobé závazky vůči státu rostly a klesaly s vývojem hospodářského výsledku. Společnosti je prognózován podobný hospodářský výsledek, jakého podnik dosáhl v roce 2015. Z této hodnoty vychází i vývoj v dalších letech. Doba obratu závazků plynoucí ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění nabyla hodnoty 6 dní, ta byla převzata i pro plánované období. Závazky vůči zaměstnancům ve sledovaných letech se držely na hodnotě 10 dní, proto je počítáno právě s touto úrovní závazků za zaměstnanci i v následujících letech. Po sečtení dílčích složek dosahují krátkodobé závazky doby obratu 33 dní ve všech plánovaných letech. To přibližně odpovídá hladině z roku 2015, kdy podnik dosáhl podobné úrovně tržeb, jaká je plánovaná i v letech 2016 – 2020.

Tabulka 32: Provozně nutný pracovní kapitál (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3423	2706	2273	2193	2268	2436	2610	2789	2973
Provozně nutné peněžní prostředky	103	103	241	381	374	402	431	460	490
Krátkodobé závazky	517	514	1206	1903	1871	2009	2154	2301	2452
Provozně nutný pracovní kapitál	3009	2295	1308	671	771	828	888	948	1011

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Fáze určení investic do dlouhodobého majetku je v rámci generátorů hodnoty nejobtížnější. Jednou z možných metod je odhad náročnosti růstu tržeb na investice a růst dlouhodobého majetku, jejíž začátek je zpracován v následující tabulce. Jsou vynechány pouze položky dlouhodobého nehmotného majetku, který společnost v minulosti nevlastnila.

Tabulka 33: Dlouhodobý majetek 2012 – 2015 (v tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015
Stavby				
Stav majetku ke konci roku	1847	1720	1597	1478
Odpisy	132	127	123	119
Změna stavu majetku		-127	-123	-119
Změna stavu majetku + odpisy		0	0	0
Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2015				0,0%
Samostatné movité věci				
Stav majetku ke konci roku	1107	1317	563	781
Odpisy		646	428	449
Změna stavu majetku		210	-754	218
Změna stavu majetku + odpisy		856	-326	667
Investiční náročnost růstu tržeb 2012-2015				7,5%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Investiční náročnost movitého majetku tvoří 7,5 %. Management společnosti však poskytl dodatečné informace k této položce. Po konzultaci s vedoucími jednotlivých oddělení je prognózována investiční náročnost ve dvojnásobné výši oproti minulosti.

Tabulka 33: Prognóza investiční náročnosti movitého majetku (v tis. Kč)

Plánovaný přírůstek tržeb (2016-2020)	6338
Investiční náročnost růstu tržeb (2012-2015)	15%
Odhad investic netto pro růst tržeb	951
Roční investice netto	238

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Plánovaná investiční náročnost se především vzhledem ke stavu vozového parku musí dle informací z vedení společnosti zdvojnásobit.

Tabulka 34: Prognóza investic do dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nehmotný majetek						
Stávající - Odpis	0	0	0	0	0	0
- Zůstatková cena	0	0	0	0	0	0
Investice netto		75	150	100	100	100
Investice brutto		75	150	100	100	100
Kumulované investice		75	225	325	425	525
Odpisy (1/4)		0	15	45	65	85
Odpisy celkem		0	15	45	65	85
Zůstatková cena		75	210	265	300	315
Stavby						
Stávající - Odpis	119	117	115	113	111	110
- Zůstatková cena	1478	1361	1246	1133	1022	912
Investice netto		0	0	0	0	0
Investice brutto		117	115	113	111	110
Kumulované investice		0	0	0	0	0
Odpisy		0	0	0	0	0
Odpisy celkem		117	115	113	111	110
Zůstatková cena		1361	1246	1133	1022	912
Samostatné movité věci						
Stávající - Odpis	449	421	360	0	0	0
- Zůstatková cena	781	360	0	0	0	0
Investice netto		238	238	238	238	238
Investice brutto		659	598	238	238	238
Kumulované investice		659	1257	1495	1733	1971
Odpisy (1/5)		0	132	251	299	347
Odpisy celkem		421	492	251	299	347
Zůstatková cena		1019	466	453	392	283

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Podnik má v současnosti veškerý nehmotný majetek odepsaný. V následujících letech se však kvůli rozšíření portfolia poskytovaných služeb plánuje i rozšíření softwaru, potřebného ke zpracování zvukových a video spotů. Tyto investice jsou zakomponovány v uvedeném plánu.

Společnost v roce 2012 provedla přístavbu, čímž rozšířila kapacity dílny a vybudovala nahrávací studio. Tyto kapacity jsou brány jako dostatečné i pro plánovaná období, a tak se položka staveb obejde bez dalších investic.

Tabulka 35: Prognóza investic do dlouhodobého majetku celkem (v tis. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dlouhodobý majetek celkem						
Stávající - Odpis	568	538	475	113	111	110
- Zůstatková cena	2259	1721	1246	1133	1022	912
Investice netto		313	388	338	338	338
Investice brutto		851	863	451	449	448
Kumulované investice		734	1482	1820	2158	2496
Odpisy		0	147	296	364	432
Odpisy celkem		538	622	409	475	542
Zůstatková cena		2455	1922	1851	1714	1510

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Předchozí tabulka shrnuje údaje získané pro jednotlivé položky dlouhodobého majetku. Vyjadřuje tak prognózu investic do dlouhodobého majetku celkem a poslouží jako vstup do výkazů finančního plánu.

7 Finanční plán

Finanční plán se skládá ze tří hlavních výkazů. Výkaz zisku a ztráty je sestaven jako první, na něj navazuje přehled o peněžních tocích. Jako poslední přichází na řadu sestavení samotné rozvahy.

7.1 Výkaz zisku a ztráty

Jednotlivé složky výkazu zisku a ztráty vychází ze sestavených generátorů hodnoty, pracuje se s agregovanými položkami. Většina položek již byla určena v rámci sestavování generátorů hodnoty. Jedná se o tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a s ní související výkonovou spotřebu, dále osobní náklady a ostatní provozní náklady a výnosy. Změna stavu rezerv není plánována, tudíž ponechána na nule. Odpisy dlouhodobého majetku vychází z plánu investic a příjmy z prodeje dlouhodobého majetku souvisí s postupným odprodejem nejvíce opotřeбенé části vozového parku.

Od roku 2016 podnik plánuje nemít žádný úročený cizí kapitál, z čehož plyne, že nákladové úroky budou v plánovaném období nulové. Výnosy z finančního majetku jsou plánovány stále na stejné úrovni a stejně tak i ostatní finanční výnosy. Z jednotlivých položek bylo dosaženo výsledku hospodaření za běžnou činnost. Sazba z daně příjmu právnických osob je v roce 2016 ve výši 19 %, v této výši je převzata i pro další období.

Vlastníci podniku se dohodli, že přerozdělí každý rok 500 tisíc Kč z výsledku hospodaření za běžnou činnost.

Tabulka 36: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020
Sazba daně	0	0	0	0	0
Tržby za prodeje výrobků a služby	20416	21920	23494	25101	26754
Výkonová spotřeba	6125	6576	7048	7530	8026
Osobní náklady	11229	12056	12922	13806	14715
Úpravy hodnot v provozní oblasti (odpisy)	538	557	258	329	400
Ostatní provozní výnosy	10	11	12	13	13
Ostatní provozní náklady	408	438	470	502	535
Provozní výsledek hospodaření	2126	2304	2808	2947	3091
Výnosové úroky	1	1	1	1	1
Nákladové úroky	16	16	16	16	16
Ostatní finanční výnosy	114	114	114	114	114
Ostatní finanční náklady	75	75	75	75	75
VH před zdaněním	2150	2328	2832	2971	3115
Daň z příjmu	409	442	538	564	592
VH po zdanění	1742	1886	2294	2406	2523
Převod podílu na VH společníkům	500	500	500	500	500
Nerozdělený zisk	1242	1386	1794	1906	2023

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

7.2 Přehled o peněžních tocích

Při sestavení přehledu o peněžních tocích se vychází z provozního výsledku hospodaření po zdanění převzatého z plánovaného výkazu zisku a ztráty. V práci bude v souvislosti s využitím výkazů sestavených před 1. 1. 2016 využito postupů platných pro období, ve kterých byly příslušné výkazy sestavovány.

Dále následuje úprava o odpisy z investičního plánu, změna pracovního kapitálu. Po započtení investic do provozně nutného dlouhodobého majetku se získá cash flow z provozně nutného majetku.

V dalším kroku se stanovuje cash flow z neprovozního majetku. Ten je získán započtením výnosů z finančního majetku, prodeje majetku a odečtením nákupu neprovozního dlouhodobého majetku. Po zaúčtování ostatních finančních nákladů a výnosů je získán cash flow z nenutného majetku.

Poslední částí cash flow, kterou je třeba určit je cash flow z finanční činnosti. Jeho hodnota je získána započtením nákladových úroků, rozdílu celkové daně a daně z KPVH přičteno je pořízení nových úvěrů, odečítají se naopak splátky těchto úvěrů a jsou započteny také změny kapitálu. Na závěr je odečtena část zisku, která je vyplácena vlastníkům, její výše je převzata z předchozího plánu zisku a ztráty.

Celkové cash flow generované podnikem pro stanový rok je získáno sečtením tří mezistupňů získaných v předchozí části. Stav peněz na konci roku se získá sečtením peněz na začátku sledovaného roku upraveného o hodnotu získaného celkového cash flow. Tato hodnota pak opět slouží jako výchozí stav peněz na začátku roku pro následující období.

Tabulka 37: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020
Stav peněz na začátku roku	381	1910	3697	5671	7838
CF z hlavní provozní činnosti					
korigovaný provozní VH	2126	2304	2808	2947	3091
Daň připadající na KPVH	404	438	533	560	587
Zdaněné KPVH	1722	1866	2274	2387	2504
Odpisy	538	557	258	329	400
Změna rezerv	0	0	0	0	0
Změna provozně nutného PK (bez peněz)	-107	-29	-31	-31	-32
Provozní CF	2153	2394	2502	2685	2872
Investice do provozně nutného DM	338	338	338	338	338
CF z provozně nutného majetku	1815	2056	2164	2347	2534
CF z neprovozního majetku					
Ostatní finanční náklady	75	75	75	75	75
Ostatní finanční výnosy	114	114	114	114	114
CF z nenutného majetku celkem	39	39	39	39	39
Finanční činnost					
Nákladové úroky	16	16	16	16	16
Výnosové úroky	1	1	1	1	1
Rozdíl mezi celkovou daní a daní z KPVH	-190	-208	-287	-296	-154
Pořízení nových úvěrů	0	0	0	0	0
Splátky úvěrů	0	0	0	0	0
Externí změny vlastního kapitálu	0	0	0	0	0
Výplata podílů na zisku	500	500	500	500	500
CF z finanční činnosti	-325	-307	-228	-219	-361
CF celkové	1529	1787	1975	2167	2212
Stav peněz na konci roku	1910	3697	5671	7838	10051

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

7.3 Plánovaná rozvaha

Stav dlouhodobého finančního majetku a dlouhodobých pohledávek je ponechán po všechna plánovaná období nulový. Krátkodobý finanční majetek se skládá z provozně nutných a nepotřebných peněžních prostředků. Provozně nutné peněžní prostředky byly naplánovány v tabulce výše. Provozně nenutné peněžní prostředky jsou tvořeny rozdílem celkové hodnoty krátkodobého finančního majetku a právě provozně nutných prostředků.

Výše základního kapitálu, kapitálových fondů, rezervních fondů a dlouhodobých závazků je také zanechána na úrovni roku 2015. Výsledek hospodaření minulých let běžného období je tvořen součtem výsledku hospodaření minulých let z předchozího roku a výsledku hospodaření za účetní období z předchozího roku po ponížení o výplatu podílů na zisku. Výsledek hospodaření běžného účetního období je doplněn z výkazu zisku a ztráty. Jakožto kontrola správnosti předchozích operací a výpočtů slouží bilanční rovnost, aktiva = pasiva.

Tabulka 38: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020
AKTIVA	20733	22469	24698	27053	29387
Dlouhodobý majetek	2171	1952	2032	2041	1979
Dlouhodobý NHM	100	175	225	250	250
Dlouhodobý HM	2071	1777	1807	1791	1729
Pozemky	103	103	103	103	103
Stavby	1361	1246	1133	1022	912
Samostatné movité věci	607	428	571	666	714
Dlouhodobý FM	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	18562	20517	22666	25012	27408
Zásoby	0	0	0	0	0
Materiál	0	0	0	0	0
Nedokončená výroba	0	0	0	0	0
Výrobky	0	0	0	0	0
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	2268	2436	2610	2789	2973
Krátkodobý FM	16294	18081	20056	22223	24435
Peníze a BÚ - nutné	374	402	431	460	490
Nenutné	15920	17679	19625	21762	23944
Časové rozlišení	0	0	0	0	0
	2016	2017	2018	2019	2020
PASIVA	20733	22469	24698	27053	29387
Vlastní kapitál	18862	20460	22545	24752	26935

Základní kapitál	180	180	180	180	180
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Zákonný rezervní fond	18	18	18	18	18
Neuhrazená ztráta minulých let	-964	-752	-460	-159	0
Výsledek hospodaření minulých let	17886	19128	20513	22307	24214
VH za běžné období	1742	1886	2294	2406	2523
Cizí zdroje	1871	2009	2154	2301	2452
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	1871	2009	2154	2301	2452
Bankovní úvěry	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

8 Náklady kapitálu

Podnik nemá k datu ocenění žádné úročené cizí zdroje. Se zapojením cizího kapitálu dle informací managementu společnost v budoucnosti ani nepočítá. Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byla zvolena komplexní stavebnicová metoda dle profesora Maříka. Jedná se o variantu, která určuje náklady kapitálu s přihlédnutím k široké škále rizik. Zohledněné je tak riziko systematické i nesystematické.

Vzhledem k tomu, že jednotlivé faktory mohly být konzultovány a následně určeny po rozboru s vedením společnosti, má tato metoda potenciál nejlépe obsáhnout a reflektovat všechny relevantní skutečnosti.

Výchozím krokem je vymezení konkrétních faktorů rizika, která mohou dopadnout na konkrétní podnik a také jednotlivá rizika ohodnotit. Takto lze získat konečnou hodnotu rizikové přírážky.

Jedná se o následující faktory rizika:

- faktory obchodního rizika,
 - rizika oboru podnikání a příslušného trhu,
 - rizika bezprostřední konkurence a konkurenční síly,
 - rizika úrovně managementu,
 - rizika výrobních problémů, které mohou v podniku nastat,
 - rizika ostatních faktorů,

- faktory finančního rizika,
 - o jedná se především o rizika plynoucí z financování podniku, především o kolísání peněžních toků.

Dalším krokem je stanovení základních parametrů pro výpočet nákladů vlastního kapitálu. Bezriziková míra výnosnosti je stanovena na základě českého státního dluhopisu (10letý), kde je průměrný výnos investice do doby splatnosti 3,1 %. Na základě finanční analýzy mohou být maximální náklady vlastního kapitálu na úrovni 21,08 %. Pokud by tato hranice byla překonána, podnik by již nebyl schopen tvořit hodnotu. Parametr a je dopočítán podle vzorce uvedeného níže.

Tabulka 39: Parametry

Bezriziková úroková míra	3,1%
Maximální riziko	21,08%
a	1,778

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Bezriziková úroková míra $r_f = 3,10\%$

$$\text{Konstanta } a \dots\dots\dots a = \left(\frac{n_{vk, \max}}{r_f} \right)^{\frac{1}{4}} \quad (29)$$

$$\text{Dílčí riziková přírážka } RP_x = r_f \cdot (a^x - 1) \quad (30)$$

Tabulka 40: Výpočet rizikové přírážky pro jeden faktor

X	ax	$Z = ax - 1$	$Z \cdot r_f / \text{počet faktorů}$
1	1,778	0,778	0,08%
2	3,161	2,161	0,22%
3	5,621	4,621	0,46%
4	9,994	8,994	0,90%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Při výpočtu rizikové přírážky je počítáno s 31 rizikovými faktory. Nyní následuje propočet jednotlivých dílčích rizikových přírážek včetně komentářů, které byly tvořeny na základě konzultace s vedením společnosti.

Rizika oboru

- stabilně mírně rostoucí,
- typicky cyklický,
- se značným technologickým růstem, bez řadových inovací,
- podnik se podílí na rozvoji nových trendů.

Tabulka 41: Rizika oboru

Rizika oboru	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přirážka
Nízké	0,08%	1	0,08%
Přiměřené	0,22%	2	0,43%
Zvýšené	0,46%		0,00%
Vysoké	0,90%	1	0,90%
Součet		4	1,41%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Riziko trhu

- Domácí trh saturován, hledání nových zahraničních trhů.
- Existuje historie tržeb a nárůst je možný prognózovat.
- Zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu či proniknutí na nové trhy.

Tabulka 42: Rizika trhu

Rizika trhu	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přirážka
Nízké	0,08%		0,00%
Přiměřené	0,22%	1	0,22%
Zvýšené	0,46%		0,00%
Vysoké	0,90%	2	1,80%
Součet		3	2,01%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Riziko konkurence

- Vysoké bariéry vstupu na trh, stabilní tržní podíl.
- Produkty společnosti Daruma jsou srovnatelné se špičkovou konkurencí.
- Ceny i zisková marže jsou srovnatelné s konkurencí.

- Kvalita je lepší než u konkurence.
- Vývoj nových výrobků reagující na požadavky zákazníků a vylepšování stávajících.
- Reklamní náklady jsou vynakládány nepravidelně, firma nezná jejich skutečný přínos.
- Distribuční síť je vybudována, pravidelný odbyt u domácích zákazníků je zajištěn.

Tabulka 43: Rizika z konkurence

Rizika z konkurence	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,08%	2	0,16%
Přiměřené	0,22%	3	0,65%
Zvýšené	0,46%	2	0,92%
Vysoké	0,90%		0,00%
Součet		7	1,73%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Rizika managementu

- Změna vize, upřesnění strategie.
- Společnost se opírá o několik klíčových osobností, jejichž náhrada by byla obtížná.
- Organizační struktura je přiměřeně jednoduchá.

Tabulka 44: Rizika managementu

Management	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,08%		0,00%
Přiměřené	0,22%	2	0,43%
Zvýšené	0,46%		0,00%
Vysoké	0,90%	1	0,90%
Součet		3	1,33%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Rizika výrobního procesu

- Zakázková výroba, opakované stabilní požadavky zákazníků.

- Používá se vyzkoušená technologie a probíhá postupná modernizace.
- Nedostatek schopných obchodních zástupců.
- Dodavatelé jsou stabilní, vztahy bez potíží.

Tabulka 45: Rizika výrobního procesu

Výrobní proces	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,08%		0,00%
Přiměřené	0,22%	2	0,43%
Zvýšené	0,46%	1	0,46%
Vysoké	0,90%	1	0,90%
Součet		4	1,79%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Další faktory ziskové marže

- Podíl fixních aktiv na celkových aktivech je malý.
- Postavení vůči odběratelům je značně slabé vzhledem ke konkurenci v odvětví.
- Postavení vůči dodavatelům je silné.
- Silné bariéry vstupu do odvětví.

Tabulka 46: Další faktory ziskové marže

Další faktory	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,08%	1	0,08%
Přiměřené	0,22%	2	0,43%
Zvýšené	0,46%	1	0,46%
Vysoké	0,90%		0,00%
Součet		4	0,97%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Finanční riziko

Při stanovení rizikových přírážek za finanční riziko se vychází z finanční analýzy a jsou zvoleny následující ukazatele:

- Nízký podíl cizích zdrojů.
- Krytí úroků je vysoké.

- Splatnost pohledávek převyšuje splatnost faktur.
- Likvidita je dostatečná.
- Zásoby odpovídají technologiím.
- Pracovní kapitál kryje stabilní výši OM.

Tabulka 47: Finanční rizika

Finanční rizika	RP	Počet faktorů	Dílčí riziková přírážka
Nízké	0,08%	5	0,39%
Přiměřené	0,22%	0	0,00%
Zvýšené	0,46%	0	0,00%
Vysoké	0,90%	1	0,90%
Součet		6	1,29%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Výpočet nákladů vlastního kapitálu je výsledkem bezrizikové výnosové míry, ke které je započteno riziko obchodní a riziko finanční. Součet těchto položek se poté rovná nákladům vlastního kapitálu.

Tabulka 48: Náklady vlastního kapitálu

Bezriziková výnosová míra	3,10%
I. Rizika oboru	1,41%
II. Rizika trhu	2,01%
III. Rizika z konkurence	1,73%
IV. Management	1,33%
V. Výrobní proces	1,79%
VI. Specifické faktory	0,97%
Finanční riziko	1,29%
Riziková prémie celkem	10,54%
Náklady vlastního kapitálu	13,64%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Výsledné náklady vlastního kapitálu dle komplexní stavebnicové metody se tedy rovnají 13,64 %, přičemž nejvyšší podíl na nich mají rizika trhu a rizika pramenící z výrobního procesu.

Jelikož společnost nemá k datu ocenění žádné úročené závazky, žádné další položky nevstupují do ocenění. To je obvyklý jev u menších podniků, u kterých management

pocit'uje averzi k riziku a snaží se vyvarovat cizímu kapitálu. Stejně tak se jedná o jev typický pro podniky působící v odvětví reklamy. Tyto podniky staví na vlastním kapitálu.

9 Hodnota podniku

Jakožto příhodná metoda pro ocenění tohoto typu podniku byla vybrána metoda DCF entity.

9.1 Metoda DCF entity

Všechny potřebné položky pro závěrečný výpočet této práce jsou již spočítány a sestaveny. V následujících tabulkách jsou zobrazeny jednotlivé kroky vedoucí k výsledné hodnotě podniku.

Tabulka 49: Podklady pro výpočet FCFF (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-dále
KPVH	2126	2304	2808	2947	3091	3178
Daň připadající na KPVH	404	438	533	560	587	604
Zdaněné KPVH	1722	1866	2274	2387	2504	2574
Odpisy	538	557	258	329	400	400
Investice do upraveného PK	-101	-57	-59	-61	-62	-62
Investice do DLHM	-338	-338	-338	-338	-338	-338

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Z těchto položek je možné zjistit FCFF připadající na konkrétní rok. Ke zdaněnému KPVH, které bylo zjištěno v předchozí části práce, je nutné přidat odpisy. Odpisy se před druhou fází rovnají investicím do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, a proto je zajištěna udržitelnost podnikání, což podporuje princip going concern. Následným snížením této částky o investiční položky v daném roce vznikne FCFF.

Tabulka 50: FCFF a diskontované CF (v tis. Kč)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021-dále
FCFF	1822	2028	2135	2317	2504	2574
Diskontní faktor	0,880	0,774	0,681	0,600	0,528	0,528
Diskontované CF	1603	1570	1455	1389	1321	1358

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

K výpočtu diskontního faktoru byl použit Gordonův vzorec z teoretické části práce, který má ze své podstaty s každým dalším rokem klesající tendenci. Vynásobením diskontního

faktoru a dříve získaného FCFF vzniká diskontované cash-flow, které již slouží jako vstup pro závěrečné fáze výpočtu hodnoty podniku touto metodou.

Tabulka 51: Výpočet výsledné hodnoty podniku (v tis. Kč)

Současná hodnota první fáze	7339
Růst (g)	2,8%
Pokračující hodnota (Gordonův vzorec)	23746
Současná hodnota druhé fáze	12530
Hodnota netto (hodnota VK)	19869
Neprovozní aktiva	14662
Výsledná hodnota podniku	34531

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Současná hodnota první fáze se rovná sumě diskontovaného CF za období 2016 – 2020. Růst byl ve strategické analýze určen na úrovni 2,8 %, tedy na předpokládané úrovni růstu HDP. Gordonův vzorec byl aplikován, neboť se předpokládá stabilizace všech veličin, které vstupují do výsledného ocenění. Pokračující hodnota je výsledkem vynásobení Pokračující hodnoty (Gordonův vzorec) a diskontního faktoru posledního roku první fáze. Sečtením současné hodnoty první fáze a současné hodnoty druhé fáze byla získána hodnota společnosti. K výsledné hodnotě musí být přičtena na závěr neprovozní aktiva v posledním roce. Tím bylo docíleno výsledné hodnoty podniku.

9.2 Účetní hodnota podniku

Účetní hodnota podniku byla zvolena jako doplňková metoda, vhodná pro vytvoření referenční hodnoty k hodnotě vzešlé z ocenění metodou DCF. Vychází z principu historických cen.

Tabulka 52: Účetní hodnota na principu historických cen (v tis. Kč)

Vlastní kapitál k datu ocenění	16926
Výsledná hodnota podniku (DCF)	34531
Poměr hodnot	49,0%

Zdroj: vlastní zpracování, 2016

Účetní hodnota je v porovnání s výslednou hodnotou pomocí metody DCF více než dvakrát nižší. Konkrétně tvoří vlastní kapitál k datu ocenění pouze 49 % výsledné hodnoty podniku dosažené pomocí výnosové metody. Tím je ověřen potenciál společnosti tvořit hodnotu. Pokud by byla situace opačná, hodnota vlastního kapitálu by

byla vyšší než hodnota získaná výnosovou metodou, bylo by vhodné zjistit hodnotu likvidační.

Závěr

Cílem této práce bylo zjištění tržní hodnoty podniku Daruma spol. s r. o. k datu 1. 1. 2016. Bylo tak učiněno na základě účetních výkazů, veřejně dostupných zdrojů a informací poskytnutých vedením společnosti.

Samotnému ocenění předcházelo však několik podstatných kroků. Nejdříve bylo třeba zpracovat finanční analýzu za účelem ověření finančního zdraví podniku. Podnik se projevil jako finančně zdravý. Podnik se v současnosti jeví jako prosperující firma s dobrými výhledy a bez viditelných slabin. Konzervativní přístup managementu v oblasti financování své činnosti pomohl podniku obstát v období krize, nyní však společnost drží neúměrně vysoký podíl hotovosti a tuto „železnou zásobu“ nijak nezhodnocuje.

V rámci strategické analýzy byl zhodnocen nejdříve vnější potenciál. Došlo k vymezení trhu, určení tržního podílu a popsání jeho specifických předpokladů. Byla prokázána velice silná závislost trhu na hospodářském cyklu. V analýze vnitřního potenciálu byly identifikované některé pozitivní faktory jako například know-how či aktivní oddělení výzkumu a vývoje. Slabou stránkou je však absence dlouhodobé vize a schopnost účelně investovat. Na základě získaných výstupů bylo možné stanovit klíčovou položku pro následné ocenění - prognózu tržeb. V neposlední řadě byl také potvrzen předpoklad trvání podniku.

Na základech finanční a strategické analýzy bylo možné prostřednictvím generátorů hodnoty sestavit finanční plán společnosti pro období 2016-2020.

K ocenění podniku byla zvolena metoda DCF entity, jakožto varianta této výnosové metody mající nejširší podporu odborné veřejnosti. Podnik nevyužívá žádný cizí kapitál a ani v budoucnosti s touto možností nepočítá.

Ačkoli se diplomová práce zabývá stanovením tržní hodnoty, bylo provedeno také stanovení nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou, neboť oceňovaná společnost je velmi malá, a proto na ni kromě tržních rizik působí i rizika specifická. Stavebnicová metoda umožnila přihlídnout k široké škále aspektů, které by nejčastěji používaný model CAPM nebyl schopen zohlednit. Bylo zde navíc možné zpracovat získané informace poskytnuté autorovi vedením společnosti během praxe.

Výsledná hodnota společnosti určená prostřednictvím popsaného postupu činí k 1. lednu 2016 34,531 milionů korun českých. Doplnující ocenění na základě metody účetní hodnoty podpořilo předpoklad, že podnik má potenciál tvořit hodnotu a tudíž je pro potenciální investory zajímavý.

Seznam tabulek, obrázků, grafů, zkratk

Seznam tabulek:

Tabulka 1: Kralickův rychlý test - hodnotící stupnice.....	27
Tabulka 2: Postup výpočtu FCFF	33
Tabulka 3: Zkrácená rozvaha podniku 2012 – 2015 (v tis. Kč)	41
Tabulka 4: Výkaz zisku a ztráty ve zkráceném rozsahu (v tis. Kč).....	42
Tabulka 5: Vertikální analýza aktiv	43
Tabulka 6: Vertikální analýza pasiv	44
Tabulka 7: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	45
Tabulka 8: Horizontální analýza aktiv	45
Tabulka 9: Horizontální analýza pasiv	46
Tabulka 10: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	47
Tabulka 11: Ukazatele rentability	48
Tabulka 12: Ukazatele aktivity	49
Tabulka 13: Ukazatele likvidity.....	49
Tabulka 14: Ukazatele zadluženosti	50
Tabulka 15: Kralickův rychlý test	51
Tabulka 16: Index IN05	51
Tabulka 17: Velikost trhu (v tis. Kč)	53
Tabulka 18: Analýza atraktivity trhu	56
Tabulka 19: Prognóza růstu HDP České republiky (v miliardách Kč).....	58
Tabulka 20: Výsledky regresní analýzy (HDP v miliardách a trh v tisících Kč)	58
Tabulka 21: Hodnocení konkurenční síly podniku	60
Tabulka 22: Hodnocení perspektivnosti podniku	62
Tabulka 23: Prognóza tržeb (HDP v miliardách, ostatní v tisících Kč)	62
Tabulka 24: Rozdělení krátkodobého finančního majetku (v tis. Kč).....	63
Tabulka 25: Provozně nutná aktiva (v tis. Kč)	63
Tabulka 26: Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč).....	64
Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tis. Kč).....	64
Tabulka 28: Tržby podniku Daruma (v tis. Kč).....	64
Tabulka 29: Zisková marže shora (v tis. Kč).....	65
Tabulka 30: Prognóza ziskové marže zdola (v tis. Kč)	65
Tabulka 31: Doby obratu oběžných aktiv	66

Tabulka 32: Provozně nutný pracovní kapitál (v tis. Kč)	67
Tabulka 33: Dlouhodobý majetek 2012 – 2015 (v tis. Kč)	68
Tabulka 34: Prognóza investic do dlouhodobého majetku (v tis. Kč).....	69
Tabulka 35: Prognóza investic do dlouhodobého majetku celkem (v tis. Kč)	70
Tabulka 36: Plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)	71
Tabulka 37: Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)	72
Tabulka 38: Plánovaná rozvaha (v tis. Kč).....	73
Tabulka 39: Parametry	75
Tabulka 40: Výpočet rizikové přírážky pro jeden faktor.....	75
Tabulka 41: Rizika oboru	76
Tabulka 42: Rizika trhu	76
Tabulka 43: Rizika z konkurence	77
Tabulka 44: Rizika managementu	77
Tabulka 45: Rizika výrobního procesu.....	78
Tabulka 46: Další faktory ziskové marže	78
Tabulka 47: Finanční rizika	79
Tabulka 48: Náklady vlastního kapitálu	79
Tabulka 49: Podklady pro výpočet FCFF (v tis. Kč).....	80
Tabulka 50: FCFF a diskontované CF (v tis. Kč).....	80
Tabulka 51: Výpočet výsledné hodnoty podniku (v tis. Kč)	81
Tabulka 52: Účetní hodnota na principu historických cen (v tis. Kč)	81

SEZNAM OBRÁZKŮ:

Obrázek 1: Obecný postup při oceňování podniku.....	14
Obrázek 2: Strategická analýza.....	15
Obrázek 3: Výstupy strategické analýzy	19

SEZNAM GRAFŮ:

Graf 1: Velikost trhu (v tis. Kč).....	53
Graf 2: Velikost HDP v miliardách Kč.....	54
Graf 3: Prognóza růstu HDP v miliardách Kč	58

SEZNAM ZKRATEK:

DCF.....	Diskontované cash flow
ČNB	Česká národní banka
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
EVS.....	Evropské oceňovací standardy
IDW S1	Německý standard pro oceňování podniku
US PAP.....	Americké oceňovací standardy
HDP	Hrubý domácí produkt
EBIT.....	Zisk před úroky a zdaněním
ROA.....	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS.....	Rentabilita tržeb
CF.....	Cash flow
FCF	Volné cash flow
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
APV	Upravená současná hodnota
KPVH.....	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
FCFF	Volné cash flow do firmy
WACC	Průměrné vážené náklady vlastního kapitálu
T.....	Délka první fáze v letech
PH	Pokračující hodnota
ik	Kalkulovaná úroková míra na úrovni prům. vážených nákladů kapitálu
g	Předpokládané tempo růstu
RP.....	Riziková přírážka
VK.....	Vlastní kapitál
CK.....	Cizí kapitál

нск..... Náklady cizího kapitálu

PK Pracovní kapitál

DM..... Dlouhodobý majetek

Zdroje

LITERATURA

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku, Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol.: *Manažerské finance*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck 2007. ISBN 978-80-7179-903-0.

DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2002. Wiley finance. ISBN 0-471-41490-5.

FELDMAN, Stanley J. *Principles of private firm valuation*. Hoboken, N. J.: John Wiley & Sons, 2005. ISBN 978-0-471-48721-0.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

ZÁKON Č. 89/2012 Sb. Název, *Zákon občanský zákoník*. Částka, 33 (22. 3. 2012). Účinnost, od 1. 1. 2014

KOTLER, Philip. *Moderní marketing*: 4. evropské vydání. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1545-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

SYNEK, Miloslav. *Podniková ekonomika*. 4., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-892-4.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2015. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-5534-2.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

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

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA. *Podnikové řízení*. Praha: Grada, 2013. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

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

International valuation standards 2011. London: International Valuation Standards Council, c2011. ISBN 978-0-9569313-0-6.

PERIODIKA

MENČLOVÁ, Barbora. Oceňování: *Metody plánování při výnosovém oceňování*. Praha: Nakladatelství Oeconomica, 2014, 7(4). ISSN 1803-0786.

INTERNETOVÉ ZDROJE

Výnos dluhopisu: 10letý státní dluhopis ČR. *Kurzy* [online]. [cit. 2016-12-08]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

Databáze Oxford economics: Forecast [online]. [cit. 2016-12-08]. Dostupné z: <http://www.oxfordeconomics.com>

Abstrakt:

MAŠEK, Matěj. *Ocenění společnosti DARUMA spol. s r.o.*. Plzeň, 2016. 92 s. Diplomová práce. Západočeská univerzita v Plzni. Fakulta ekonomická

Klíčová slova: DCF Entity, ocenění, Daruma spol. s r.o., finanční analýza, strategická analýza

Diplomová práce se věnuje ocenění společnosti DARUMA spol. s r.o. k datu 1. 1. 2016. Nejprve je uveden teoretický základ, dle kterého je poté samotná práce zpracována. V rámci této práce je provedena finanční analýza hodnotící zdraví podniku a hodnocení perspektivnosti. Navazuje strategická analýza hodnotící vnější a vnitřní prostředí. Tyto výstupy slouží jako podklad pro provedení prognózy tržeb podniku. Dále jsou vymezeny generátory hodnoty a je sestaven finanční plán podniku. Ty poté tvoří podklad pro určení hodnoty podniku metody diskontovaných peněžních toků ve variantě entity.

Abstract:

MAŠEK, Matěj. *Business valuation of DARUMA spol. s r.o.* Plzeň, 2016. 92 p. Master Thesis. University of West Bohemia. Faculty of Economics

Key words: DCF Entity, valuation, Daruma spol. s r.o., financial analysis, strategic analysis

The main goal of this diploma thesis is to determine the market value of the company DARUMA spol. s r.o. to 1. 1. 2016. The first part contains theoretical framework that provides guidance to evaluation. In the next chapter financial analysis is made to verify prospects of valued company. Next chapter includes strategic analysis and examines influences of internal and external environment. These data are used for the sales forecast of the company. Further, the value drivers and the financial plan are determined. Based on the results of the previous steps, value of the company is calculated by DCF Entity method.