

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA



KATEDRA FINANCÍ

Ocenění podniku z oboru výroby usní s ohledem na ekonomické šoky
Valuation of a Company in a Leather Production Sector with Regard to Economic
Shocks

Student:
Vedoucí diplomové práce:

bc. Lukáš Skalík
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová, CSc.

Ostrava 2023

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lukáš Skalík**

Studijní program: N0488A050004 Finance a účetnictví

Specializace: S01 Finance

Téma: **Ocenění podniku z oboru výroby usní s ohledem na ekonomické šoky**
Valuation of a Company in a Leather Production Sector with Regard to
Economic Shocks

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodiky oceňování podniku
3. Charakteristika podniku a aplikace zvolených metod oceňování
4. Zhodnocení a porovnání výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. Hoboken, N.J.: Wiley, c2012. ISBN 978-1-118-01152-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Jesenice: Ekopress, 2021. ISBN 978-80-87865-71-2.

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

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 25.11.2022

Datum odevzdání: 21.04.2023

Garant studijního programu: prof. Ing. Tomáš Tichý, Ph.D.

V IS EDISON zadáno: 26.11.2022 17:08:06

Poděkování

„Chtěl bych vyjádřit své upřímné poděkování prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za její cenné rady, odborné vedení, podporu, a především za její čas při zpracování této práce.“

Obsah

1	Úvod.....	6
2	Popis metodiky oceňování podniku.....	7
2.1	Vymezení základních pojmů.....	7
2.1.1	Podnik.....	7
2.1.2	Hodnota podniku a cena podniku.....	8
2.1.3	Kategorie hodnoty.....	8
2.1.4	Externí šoky.....	12
2.2	Základní důvody oceňování podniku.....	12
2.3	Postup oceňování společnosti.....	13
2.3.1	Sběr vstupních dat.....	13
2.3.2	Strategická analýza.....	14
2.3.3	Finanční analýza.....	19
2.3.4	Finanční plán.....	27
2.3.5	Náklady kapitálu.....	29
2.4	Metody oceňování podniku.....	34
2.4.1	Výnosové metody.....	35
2.4.2	Majetkové metody.....	39
2.4.3	Komparativní metody.....	40
2.4.4	Kombinované metody.....	41
2.4.5	Fázové metody.....	42
2.5	Analýza rizika.....	45
3	Charakteristika podniku a aplikace zvolených metod oceňování.....	47
3.1	Charakteristika vybraného podniku.....	47
3.2	Strategická analýza.....	48
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu.....	48
3.2.2	Analýza konkurence a vnitřního potenciálu.....	49
3.3	Finanční analýza.....	52
3.3.1	Vertikálně-horizontální analýza.....	53
3.3.2	Analýza rozdílových ukazatelů.....	58
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	59
3.3.4	Souhrnné indexy hodnocení.....	65
3.3.5	Shrnutí finanční analýzy.....	66
3.4	Finanční plán.....	68
3.4.1	Generátory hodnoty.....	68
3.4.2	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	70

3.4.3	Plánovaná rozvaha	71
3.4.4	Plánovaný výkaz cash flow.....	72
3.5	Náklady kapitálu	72
3.5.1	Náklady na cizí kapitál	72
3.5.2	Náklady na vlastní kapitál a celkový kapitál	72
3.6	Aplikace metod oceňování	74
3.6.1	Ocenění metodou DCF-Entity	74
3.6.2	Ocenění metodou EVA-Entity	75
4	Zhodnocení a porovnání výsledků	76
4.1	Citlivostní analýza.....	76
4.1.1	Citlivostní analýza hodnoty podniku stanovené metodou DCF-Entity	77
4.1.2	Citlivostní analýza hodnoty podniku stanovené metodou EVA-Entity	78
4.2	Analýza scénářů	80
5	Závěr	82
	Seznam použité literatury	84
	Seznam zkratk	86
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

V dnešním neustále se vyvíjejícím a globálně propojeném ekonomickém prostředí se podniky často potýkají s různými výzvami a neočekávanými událostmi, které mohou mít významný dopad na jejich hodnotu a finanční výkonnost. Mezi tyto události patří ekonomické šoky, které zahrnují nečekané změny v makroekonomickém prostředí a mohou mít značný vliv na výslednou hodnotu podniku. Oceňování podniku tak může být klíčovým nástrojem pro posouzení rizik a přizpůsobení se těmto dynamickým podmínkám.

Cílem diplomové práce je ocenění vybraného podniku z odvětví výroby usní k datu 1.1.2023 s ohledem na ekonomické šoky. Ocenění je provedeno pomocí dvou dvoufázových výnosových metod, a to metodou DCF-Entity a EVA-Entity.

Práce je členěna do pěti kapitol, přičemž první kapitolu tvoří úvod a v poslední kapitole je obsažen závěr diplomové práce.

Druhá kapitola této práce je věnována teoretickému rámci. Pojednává o základních pojmech a důvodech oceňování podniku. Dále je vysvětlen postup, který bude v rámci této práce použit. Jsou zde popsány metody sběru dat, strategická a finanční analýza, finanční plán a jednotlivé náklady kapitálu. Dále jsou v této kapitole představeny jednotlivé metody oceňování a poslední část tvoří analýza rizika, jejíž součástí je citlivostní analýza a analýza scénářů.

Třetí kapitola představuje praktickou část práce, kde jsou aplikovány postupy z teoretické části. Nejprve je zde charakterizován podnik, který je předmětem oceňování. Následuje strategická analýza, která zahrnuje analýzu vnitřního a vnějšího potenciálu podniku a prognózu tržeb. Další částí je hodnocení výkonnosti podniku a jeho schopnosti pokračovat v činnosti pomocí finanční analýzy. Následně jsou vypočítány náklady kapitálu, které jsou stanoveny dvěma způsoby, a to modelem oceňování kapitálových aktiv a stavebnicovým modelem. Závěrem této kapitoly je provedeno ocenění podniku pomocí metod DCF-Entity a EVA-Entity.

Ve čtvrté kapitole jsou porovnávány výsledné hodnoty podniku získané pomocí zmíněných metod a jsou interpretovány na základě vysvětlených ekonomických šoků. Nakonec jsou jednotlivé hodnoty podniku podrobeny citlivostní analýze a je sestavena analýza scénářů, kde jsou představeny optimistický a pesimistický vývoj.

2 Popis metodiky oceňování podniku

V této kapitole jsou popsány teoretické postupy, ze kterých je nutné při oceňování podniku vycházet. V první jsou nejprve vymezeny základní pojmy, a tedy co je to podnik, hodnota podniku, cena podniku a kategorie hodnoty. V další části jsou objasněny důvody k oceňování podniku. Následně je vymezen samotný postup oceňování podniku, kde jsou popsány jednotlivé kroky jako sběr vstupních dat, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán a náklady kapitálu. V poslední části jsou uvedeny jednotlivé metody oceňování podniku.

Při zpracování této kapitoly bylo čerpáno z publikací následujících autorů – Dluhošová (2021), Mařík (2018), Krabec (2009), Koller (2010), Copeland (2000), Čížinská (2018), Vochozka a kol. (2020), Knápková, Pavelková, Šteker (2013), Kubíčková (2015), Damodaran (2012), Růčková (2021). V případě přímých citací či čerpání z jiných zdrojů bylo odkazováno na publikace přímo v textu.

2.1 Vymezení základních pojmů

Pro lepší pochopení celé problematiky oceňování podniku je třeba si nejdříve objasnit základní pojmy, které jsou klíčové pro celý proces zjišťování hodnoty společnosti.

2.1.1 Podnik

Podnik lze v praxi definovat různými způsoby. Pro ucelení a účely oceňování má největší význam definice uvedená v zákoně. V roce 2014 nový občanský zákoník nahradil původní pojem podnik novým pojmem obchodní závod:

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu,“ viz zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník (tzv. nový občanský zákoník).

Z této definice se mohou jevit nejasné dva pojmy, a to „podnikatel“ a „jmění.“ Podnikatel je osoba, která samostatně, na vlastní účet a odpovědnost provozuje výdělečnou činnost s cílem tvorby zisku. Jmění lze chápat jako souhrn majetku a dluhů.

Při oceňování podniku se však nepřihlíží k jeho právní subjektivitě, ale spíše k jeho hospodářskému celku s výrobními, ekonomickými, sociálními a ekologickými aspekty. Je také nezbytné brát v úvahu jeho obchodní vztahy, oblast podnikání, tržní

pozici, konkurenci, kapitálovou strukturu, technologii a další faktory, které mohou ovlivňovat výslednou hodnotu společnosti. Zohlednění těchto faktorů umožňuje oceňovat podnik jako celek a poskytuje ucelený pohled na jeho hodnotu pro účely transakcí, jako jsou fúze, akvizice nebo prodej podniku.

V souvislosti s touto prací se bude dále pracovat s pojmem „podnik,“ namísto „obchodní závod,“ pro větší přehlednost a také pro fakt, že „podnik“ je širokou i odbornou veřejností dlouhodobě používán.

2.1.2 Hodnota podniku a cena podniku

Jak uvádí Dluhošová (2021), tak hodnota podniku je klíčovým kritériem při taktickém řízení firmy a pro rozhodování managementu v dlouhodobém horizontu. Stanovení této hodnoty je náročné, protože trhy pro fixní aktiva jsou odlišné od trhů cenných papírů, jelikož fixní aktiva jsou jedinečná.

Dále je také nutné rozlišovat mezi pojmy cena a hodnota. Cena se vztahuje ke konkrétní částce zaplacené za podnik v daném čase a místě, zatímco hodnota podniku je objektivizovaná a vyjadřuje částku, kolem které by se měla daná cena pohybovat, nehledě na konkrétní okolnosti prodeje či nákupu.

Pro stanovení hodnoty podniku je potřeba mít k dispozici dostatečné informační vstupy. Ty lze rozdělit do několika skupin, jako jsou interní podnikové informace, odvětvové informace a prognózy, mikroekonomické informace a makroekonomické informace. Stanovení výsledné hodnoty podniku je ovlivněno rozsahem a kvalitou těchto informací, použitou metodou a časovým horizontem. Je tedy důležité používat správné postupy a respektovat podmínky a předpoklady, aby nedošlo k nesprávné interpretaci výsledků. Výsledkem ocenění není zpravidla jedna hodnota, ale spíše interval hodnot.

Podle Maříka (2018) je možné podnik oceňovat na dvou hladinách:

- **Hodnota brutto**, která vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, tedy pro vlastníky i věřitele.
- **Hodnota netto**, jenž charakterizuje hodnotu na úrovni vlastníků firmy, jinými slovy hodnotu vlastního kapitálu, který do podniku vložili.

2.1.3 Kategorie hodnoty

Při zjišťování hodnoty podniku je důležité nejprve stanovit, kterou konkrétní hodnotu použít. Na základě určené báze hodnoty je potom také nutné adekvátně přistoupit

k ocenění. Jak uvádí Mařík (2018), tak původ kategorií hodnoty lze teoreticky uvažovat z následujících praktických otázek:

- „*Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?*
- *Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího nebo vlastníka?*
- *Jaká hodnota je spravedlivá pro konkrétní dvojici kupujícího a prodávajícího?*
- *Jakou hodnotu lze považovat za relativně nejméně spornou?*“ Mařík (2018, str. 25).

Z pohledu těchto aspektů lze pro oceňování podniku rozlišit tyto základní kategorie hodnoty:

- tržní hodnota,
- investiční hodnota (tj. subjektivní hodnota),
- spravedlivá hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota aktiva je zpravidla dána trhem uznanou použitelností než jeho pouze fyzickým stavem. Z tohoto také vyplývá fakt, že aktivum může mít pro podnik mnohem větší hodnotu, než kterou pro ni vymezí trh nebo jiný podnik. Na základě této skutečnosti je možné vyvozovat rozdíl mezi individuální a tržní hodnotou. Podle Mezinárodních oceňovacích standardů lze tuto hodnotu definovat následovně:¹

„Tržní hodnota (Market Value) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislymi partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Odhadovat tržní hodnotu je možné v případě různých typů trhů, ať už jde o trh mezinárodní nebo lokální či s velkým nebo malým počtem účastníků. Každopádně v jakémkoliv případě by mělo jít o trh, kde je aktivum běžně prodáváno. Oceňování na trhu je založeno na obecných principech, při kterých je žádoucí, aby oceňovatel provedl důsledný a relevantní průzkum trhu. Pokud se oceňovatel nedokáže dostat

¹ International valuation standards 2017, kapitola IVS 104 Bases of value, odst. 30.1

k signifikantním datům a není schopen zohlednit všechny fakta, pak je možné oceňování provádět více na základě vlastního úsudku, avšak je zapotřebí tuto skutečnost objasnit.

Jak je to však obecně v tržních podmínkách, tak i tržní hodnota by měla reflektovat rovnovážnou cenu, tedy cenu, kde se střetává nabídka a poptávka. Z tohoto důvodu je tuto cenu v podobě konkrétní částky možné spolehlivě odhadnout pouze na rozvinutém transparentním a fungujícím trhu. Pokud tento typ trhu neexistuje, pak platí, že místo určení tržní hodnoty jako bodového odhadu je praktičtější tuto hodnotu vyjádřit jako odhad intervalový.

Investiční (subjektivní) hodnota odráží očekávané užítky z majetku ze strany zúčastněných, tedy kupujícího, prodávajícího či stávajícího vlastníka apod. Toto vychází z náročnosti oceňování fixních aktiv, pro která není tak rozvinutý a likvidní trh, jako pro akcie, dluhopisy a podobné finanční instrumenty. Na základě Mezinárodních oceňovacích standardů je tato hodnota vyjádřena takto:²

„Investiční hodnota (Investment Value) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální investiční nebo provozní cíle.“

Investiční hodnota tedy závisí převážně na subjektivních pohledech, preferencích a konkrétních okolnostech subjektu, pro který je určena.

Spravedlivá hodnota je jasně vymezena v Mezinárodních oceňovacích standardech následovně:³

„Spravedlivá hodnota (Equitable Value) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.“

Jde tedy o hodnotu, která je spravedlivá mezi oběma konkrétními stranami, jelikož při jejím zjišťování lze zahrnout výhody i nevýhody, které mohou mít obě strany transakce. Je zde značný rozdíl oproti tržní hodnotě, ačkoliv v některých případech mohou být tyto dvě hodnoty na stejné úrovni, tak při určování tržní hodnoty je přípustné zahrnout pouze takové výhody, které jsou dostupné pro jakýkoliv libovolný na trhu. Proto je tedy spravedlivá hodnota širší pojem než hodnota tržní. V praxi je možné se

² International valuation standards 2017, kapitola IVS 104 Bases of value, odst. 60.1

³ International valuation standards 2017, kapitola IVS 104 Bases of value, odst. 50.1

setkat s případy, kdy existuje jakási synergie mezi dvěma zúčastněnými stranami a z tohoto důvodu bude pro tyto subjekty cena výhodnější, než by byla na veřejném trhu.

Tuto metodu lze zpravidla využít v situacích jako je určení ceny podílů dvou vlastníků veřejně neobchodované společnosti a určení ceny pro pronajímatele a nájemce při trvalém převodu pronajatého aktiva.

Je nutné také podotknout, že určování této hodnoty je problematické, neboť v každém případě se bude jednat o jiné subjekty a jejich jiné výhody a nevýhody transakce, což znemožňuje vytvořit obecně použitelná detailnější pravidla.

Objektivizovaná hodnota má sloužit k odstranění komplikací při zjišťování subjektivní hodnoty, kterou si je často finančně vzdělanější vlastník schopen určit sám. Proto se začalo pracovat s pojmem objektivní, či objektivizovaná hodnota, kterou by dokázal určit pouze profesionál. Tuto hodnotu lze definovat následovně:⁴

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

Tato hodnota by měla vycházet z všeobecně uznávaných dat a při jejím určování by se měly zachovat určité zásady a požadavky, díky kterým lze docílit co největší reprodukovatelnosti ocenění. Zmíněné zásady lze najít v německém IDW Standard IS.

Kolínská škola byla založena na subjektivní hodnotě. V Evropských zemích je totiž obtížné určovat tržní hodnotu, neboť zdejší trh s podniky má značné omezení. Například je komplikované najít transakce s „obdobnými“ podniky, nebo trh není zkrátka dostatečně transparentní. Proto tedy Kolínská škola vychází ze subjektivní hodnoty na jedné straně kupujícího a na druhé prodávajícího. Nicméně, tato škola tvrdí, že není vhodné modifikovat ocenění v závislosti na konkrétních podnětech, ale spíše se zaměřovat na obecné funkce, které ocenění plní pro uživatele jeho výsledků. Funkce lze rozdělit následovně:

⁴ IDW Standard S1 2008 str. 9, odst. 29 a další

- **Funkce poradenská** slouží k poskytnutí informací o maximální ceně, kterou může kupující zaplatit, aniž by prodělal; a minimální ceně, kterou může prodávající přijmout, aniž by nad druhou stranu on prodělal.
- **Funkce rozhodčí** funguje na obdobném principu jako předešlá funkce, nicméně osoba ve funkci rozhodčího se snaží nejenom odhadnout minimální a maximální cenu, ale také najít spravedlivou hodnotu v tomto rozmezí.
- **Funkce argumentační** staví oceňovatele do pozice, kdy hledá validní argumenty, proč zlepšit pozici dané strany při dané transakci.
- **Funkce komunikační** by měla poskytnout podklad pro komunikaci se společnostmi, převážně s investory a bankami.
- **Funkce daňová** je cílena na poskytnutí podkladů pro daňové účely.

2.1.4 Externí šoky

Dalším důležitým pojmem, které je nutné vymezit jsou externí šoky. Jedná se o šoky, u kterých jejich definice nejsou jednotné, avšak měly by splňovat následující znaky:

- krátkodobé,
- neočekávané,
- ovlivní ekonomiku nebo její okolí jako celek,
- exogenní – nemusí být splněno.

Externí šoky můžeme podle různých definic dělit na NERV, tedy šok, který původně vznikl mimo dané odvětví vyšší mocí, rozhodnutím národních nebo nadnárodních orgánů, případně válečným či obdobným konfliktem. Dále lze šoky rozdělit na makroekonomické, přičemž mezi ně patří především ekonomické a finanční krize, pandemie, popřípadě konflikty. Dalšími šoky mohou být šoky politicky ekonomické, což představují politicky motivovaná rozhodnutí a reakce na důsledky globalizace.

2.2 Základní důvody oceňování podniku

Důvodů k ocenění lze najít velké množství, k těm nejčastějším patří podle Dluhošové (2021) koupě a prodej podniku, vklad do nově zakládaného podniku, splynutí (fúze, konsolidace) podniku, rozdělení podniků, rozhodování o sanaci nebo likvidaci společnosti, emise akcií, uvádění podniku na burzu, poskytování úvěrů, ocenění majetkových účastí společníků, ocenění pro účely zdanění, garance (záruky úvěru, uzavření pojistných smluv), náhrada za vyvlastnění.

Při oceňování je také nezbytné specifikovat, z jakého důvodu se vůbec určuje hodnota. Jde o subjektivní postoj oceňování. Vzhledem k tomu lze stanovit důvody následovně:

- poradenský,
- rozhodčí,
- argumentační,
- komunikační.

Principy těchto důvodů jsou představeny v předešlé kapitole 2.1.3 v souvislosti s Kolínskou školou.

2.3 Postup oceňování společnosti

Proces ocenění není zcela jednoduchý, je potřeba vycházet z předem stanovených podmínek jako je konkrétní podnět k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolená metoda, dostupná data atd. Postupy ocenění se mohou lišit, avšak podle Maříka (2018) by se měly držet obecné struktury. Tedy nejprve zajistit vstupní data, následně provést analýzu těchto dat (strategická analýza, finanční analýza, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty), sestavit finanční plán a konečně provést samotné ocenění na základě zvolené metody.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Vhodná a přiměřená vstupní data jsou základem k úspěšnému ocenění podniku. Dle Maříka (2018) je možné tyto data rozdělit do 7 skupin. Tyto skupiny jsou:

- **Základní data o podniku**, kam lze zařadit název, právní formu, IČ, předmět podnikání (podle CZ-NACE), struktura hlavních vlastníků oceňovaného podniku, informace o historii podniku.
- **Ekonomická data** zahrnují účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů a podnikové plány.
- **Relevantní trh**, kam patří vymezení trhu (velikost a vývoj), segmentace trhu, faktory atraktivity relevantního trhu a faktory vývoje trhu.
- **Konkurenční struktura relevantního trhu**, do které spadá hlavní a přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví a poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.

- **Odbyt a marketing**, jejíž nedílnou součástí jsou data o struktuře odbytu v časových řadách (struktura výrobků, odběratelů a územní struktura), hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny a cenová politika, hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení, reklama, velikost a struktura výdajů za ni, výzkum a vývoj.
- **Výroba a dodavatelé**, kam spadají řízení kvality, případně certifikáty kvality, charakter výroby a úroveň technologií, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, dodavatelé (struktura a míra závislosti).
- **Pracovníci**, kam je možné zařadit strukturu pracovníků a nároky na jejich kvalifikaci, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, fluktuace pracovníků, produktivita práce a personální náklady.

2.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza představuje velmi důležitou fázi celého oceňování. Tato fáze má poskytnout informace o celkovém výnosovém potenciálu oceňovaného podniku, který dále závisí na potenciálu vnějším a vnitřním. Účel strategické analýzy lze chápat jako odpověď na tři hlavní otázky, které poskytují doplňující informace ke konkrétním výsledkům této analýzy. Dle Maříka (2018) lze tyto otázky rozdělit následovně:

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

Při vypracování strategické analýzy lze vypracovat nejprve analýzu vnějšího potenciálu, dále analýzu konkurence a vnitřního potenciálu, a nakonec prognózu tržeb podniku, což je výsledkem prvních dvou kroků. Tento postup bude dále blíže popsán.

Analýza vnějšího potenciálu může být značně komplikovaná, v této fázi nejde jen o to vymezit trh pro daný podnik, ale vymezený trh by měl být především relevantní. Oceňovatel by měl být schopen z takového trhu získat jeho **základní data**, posoudit jeho **atraktivitu** a v neposlední řadě by měl na základě těchto dat zpracovat **prognózu dalšího vývoje trhu**. Relevantní trh by měl být vymezen na základě jistých hledisek, jejichž specifika se mohou v praxi měnit, jelikož někdy může zvolený trh obsahovat nedostatečná data. Hlediska, podle kterých by se měl relevantní trh vymezit jsou:

- hledisko věcné, tj. z hlediska produktu,

- hledisko území (ČR, dílčí region, další země mimo ČR apod.),
- hledisko zákazníků,
- hledisko konkurentů.

Mezi základní data o trhu lze zařadit predikci rozsahu relevantního trhu, vývoj tohoto trhu v čase a případnou segmentaci trhu. Při určování těchto dat by měl mít prioritu pohled na stranu poptávky. Data by měla být co nejpřesnější, jelikož představují informace o dosavadním vývoji, který je dále klíčový pro odhad budoucích temp i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku. Je potřeba také zvolený trh segmentovat, protože se všechny jeho složky nemusí vyvíjet stejně rychle.

Při posuzování atraktivity trhu jde především o detailnější kvalitativní hodnocení, které by mělo vycházet ze stanovisek expertů. Analýza atraktivity by měla zahrnovat kritéria jako jsou růst a velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce a bariéry vstupu, citlivost trhu na vybrané ekonomické ukazatele, strukturu a charakter zákazníků.

Při zpracování prognózy dalšího vývoje trhu je nutné nalézt alespoň určitou souvislost s prognózou národohospodářských ukazatelů zpracovaných oficiálními institucemi. Zcela vyhovujícím způsobem by bylo objednání marketingové studie relevantního trhu, což ne vždy je možné. Proto je namísto toho možné se uchýlit směrem k vícenásobné regresní analýze a stanovit si testované faktory individuálně. K vlastní predikci trhu lze však využít minimálně následujících postupů.

- Analýza časových řad a jejich extrapolace**, která se opírá o existující data vývoje tržeb na trhu. Z těchto dat je zapotřebí pomocí vhodných statistických nástrojů co nejspolehlivěji popsat tento dosavadní vývoj a predikovat vývoj budoucí. Za vhodné statistické nástroje lze považovat vyrovnání dosavadního vývoje vhodnou funkcí (například funkce lineární, mocninná, logaritmická, exponenciální), rozbor pomocí indexů nebo klouzavých průměrů a další.
- Jednoduchá a vícenásobná regresní analýza** je hojně používaná statistická metoda, díky které je možné popsat vztah mezi vysvětlovanou proměnnou a proměnnými vysvětlujícími. Za vysvětlující proměnné lze zvolit z celé škály faktorů, jako například HDP, nezaměstnanost, inflace atd. Nicméně, tyto faktory by měly být relevantní a do jisté míry by měly mít vliv na velikost trhu, který se oceňovatel snaží popsat. Obecný vzorec pro regresní analýzu lze zapsat následovně:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_1 + \beta_2 \cdot x_2 + \dots + \beta_n \cdot x_n, \quad (2.1)$$

kde Y vyjadřuje vysvětlovanou proměnnou (například velikost relevantního trhu), $x_1 \dots x_n$, značí vysvětlující proměnné, tedy oceňovatelem vybrané faktory, $\beta_0, \beta_1 \dots \beta_n$ signalizují regresní koeficienty.

- c) **Odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím** se zakládají na rozdílech ve spotřebě či produkci. Tyto rozdíly nelze poměřovat na úrovni celé země, nýbrž je nutné vycházet z dat připadajících na obyvatele. Zároveň by také mělo jít o porovnání ČR se zemí, která je vyspělejší a k jejíž úrovni se s největší pravděpodobností bude ČR blížit.

Na závěr analýzy vnějšího potenciálu je nutno zmínit **dlouhodobé tempo růstu**, které přímo patří k prognóze vývoje trhu. Jde o to předpovědět vývoj trhu v období za horizontem let, pro které se provádí explicitní analýzy. Pro účely této práce se bude uvažovat:

$$\text{tempo růstu}_t = \frac{\text{hodnota ukazatele}_t - \text{hodnota ukazatele}_{t-1}}{\text{hodnota ukazatele}_{t-1}}. \quad (2.2)$$

Dále se bude pracovat se složeným ročním tempem růstu (CAGR – Compound Annual Growth Rate) a váženým průměrem, které jsou definovány následovně:

$$CAGR = \sqrt[t]{\frac{\text{konečná hodnota}}{\text{počáteční hodnota}}} - 1, \quad (2.3)$$

$$\text{Vážený průměr} = \frac{\sum_{i=1}^n v_i \cdot x_i}{\sum_{i=1}^n v_i}, \quad (2.4)$$

kde v_i představuje váhy dané příslušným hodnotám x_i a symbol n vyjadřuje velikost souboru dat.

Analýza konkurence a vnitřního potenciálu. V předchozí části strategické analýzy šlo o stanovení vývoje celého relativního trhu (vnější potenciál) a na základě toho prognózovat vývoj tohoto trhu do budoucna jako celek. V této fázi jde však „pouze“ o vývoj oceňovaného podniku (vnitřní potenciál), respektive jeho podíl na celkovém relativním trhu, a o to opět odhadnout vývoj tohoto podílu do budoucna. Tento podíl se stanovuje ve vztahu k tržbám a je nutné tento podíl co nejpřesněji predikovat do budoucna. Mařík (2018) navrhuje postup rozčlenit do následujících kroků:

- stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku,
- identifikace konkurentů,
- analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly,
- prognóza tržních podílů.

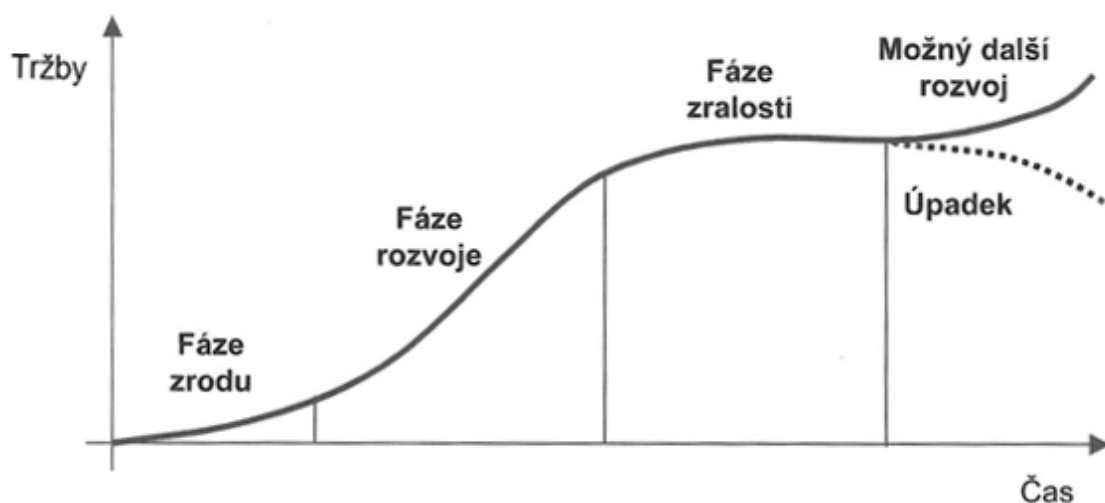
Při **stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku** je v první řadě důležité určit tržby zvoleného relevantního trhu. V praxi se však může stát, že nebude možné spolehlivě určit velikost trhu, a tak je přípustné posoudit tržby všech hlavních konkurentů a tržní podíl oceňovaného podniku pak odhadovat jako podíl součtu tržeb těchto konkurentů. K určování tržního podílu lze využít vzorec (2.5).

$$\text{Tržní podíl} = \frac{\text{tržby oceňovaného podniku}}{\text{tržby všech konkurentů}} \quad (2.5)$$

V kroku **identifikace konkurentů** je v zájmu oceňovatele, jak už název vypovídá, zjistit co nejvíce informací o hlavních konkurentech oceňovaného podniku. Mezi informace patří vše, co lze považovat za relevantní, například údaje o finančním hospodaření. Vhodné je také určit relativní tržní podíly daných konkurentů (nejčastěji tří hlavních konkurentů).

Samotnou **analýzou vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly** je cílem posoudit schopnost oceňovaného podniku v budoucnu využít rozvoje trhu a zároveň také jak je schopen čelit konkurentům a potenciálním hrozbám. Jedná se o klíčovou část celého procesu oceňování, a proto je důležité konkurenceschopnost podniku důsledně posoudit. To začíná při stanovení fáze života podniku, viz Obr. 2.1. V této práci je oceňován podnik ve fázi zralosti a je tedy před ním milník, kdy je možný buďto další rozvoj nebo úpadek. Zde se uvažuje možný rozvoj, jelikož v případě úpadku je nutno podnik oceňovat metodami, které nepředpokládají nekonečné trvání podniku.

Obrázek 2.1 Vývojové fáze života podniku



Zdroj: Porter, M.E.: *Konkurenční strategie*, 1994, str. 161, upraveno dle Mařika (2018, str. 99)

Dále je třeba zhodnotit konkurenční sílu podniku neboli to, do jaké míry je schopen zvyšovat svůj podíl na trhu. Toto lze odhadnout na základě určených faktorů, které posuzují klíčové složky podniku na trhu konkurovat. Tyto faktory se dělí na přímé a nepřímé. Mezi přímé patří u výrobních podniků kvalita a technická úroveň, ceny, dostupnost, propracovaná distribuce a pružnost dodávek, servis, působivost reklamy a celkový image firmy. K nepřímým se řadí manažeri a řízení podniku, výkonný personál, inovační síla podniku, dlouhodobý majetek a investiční politika. Je však důležité zmínit, že oceňování je kreativní proces a je proto možné faktory určit dle vlastního uvážení.

Při posuzování nepřímých faktorů lze vycházet z tabulek přiložených v příloze 5, které vždy připadají danému faktoru. Tyto tabulky obsahují jednotlivá kritéria, které je nutno ohodnotit s ohledem na konkurenci podniku, ale také na celkovou kvalitu. Následující faktory zobrazené v tabulkách jsou vyobrazeny sestupně vzhledem k jejich významnosti při odhadování tržního podílu podniku do budoucna. Kritéria v těchto tabulkách jsou vypovídající samy o sobě. Jde o to každé kritérium v souvislosti se schopnostmi podniku ohodnotit a získat celkové hodnocení pro daný faktor, kdy čím vyšší hodnocení, tím je podnik schopen zvyšovat svůj tržní podíl, čím nižší, tím spíše bude tržní podíl podnik ztrácet. Tabulky jsou názorně sestaveny na základě Mařika (2018).

Poslední tabulce se vyskytují souhrnně přímé faktory, které jsou doplněny o výsledné hodnocení jednotlivých nepřímých faktorů a lze tak konkurenční sílu posoudit jako celek. Dále se také získaný počet bodů převádí na podíl z maximálního možného počtu bodů. Tento podíl lze interpretovat tak, že pokud by dosahoval hodnot mezi 40 % až 60 % (na úrovni hlavních konkurentů podniku), pak lze předpokládat, že se tržní podíl podniku nezmění, pokud by však byl nižší než 40 % pak by pozici na trhu spíše ztrácel. V druhém případě, kdy bude podíl vyšší než 60 %, podnik bude svůj vliv na trhu zvyšovat.

Prognóza tržeb podniku představuje finální fázi strategické analýzy. Zde oceňovatel využije dosavadní výsledky z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu. Pro získání výchozího odhadu tempa růstu tržeb oceňovaného podniku je vhodné využít dat z předešlých analýz a vynásobit růst trhu s růstem tržního podílu podle (2.6), respektive (2.7). Toto tempo růstu by se mělo porovnat s dosavadním průměrným růstem a výsledky by se neměly výrazně lišit. V opačném případě musí být oceňovatel schopen tento rozdíl adekvátně vysvětlit nebo musí provést korekci původního odhadu.

$$\begin{aligned} \text{Index růstu trhů v roce } t \cdot \text{Index růstu tržního podílu v roce } t \\ = \text{Index růstu tržeb podniku v roce } t, \end{aligned} \tag{2.6}$$

$$\left(\frac{\text{Velikost trhu}_t}{\text{Velikost trhu}_t} \cdot \frac{\text{Tržní podíl}_t}{\text{Tržní podíl}_{t-1}} \right) - 1 = \text{Tempo růstu tržeb podniku v roce } t. \tag{2.7}$$

V případě tempa růstu pro fázi po explicitně plánovaném období je vhodné využít rovnici pro složené roční tempo růstu (2.3).

2.3.3 Finanční analýza

Finanční analýza patří k nejvýznamnějším nástrojům finančního řízení. Pro účely oceňování je poté obzvláště důležitá, protože je díky ní oceňovatel schopen posoudit finanční zdraví společnosti a zda bude schopná pokračovat v činnosti. V neposlední řadě je také finanční analýza klíčová k vytvoření spolehlivého finančního plánu.

Při posuzování finančního zdraví podniku je v první řadě důležité vycházet z přesných a relevantních. Tyto data lze primárně čerpat z účetních výkazů, tedy rozvahy, výkazu zisku a ztráty, případně z výkazu o peněžních tocích (cash flow). Dále je také možné data získat nebo ověřit či posoudit skrze management a vedení podniku, výroční zprávy, zprávy auditorů, různé články, posudky profesionálů a další.

Finanční analýza je komplexní proces a pro její kompletaci lze využít celé řady ukazatelů a modelů. Pro účely této práce budou využity především absolutní, rozdílové ukazatele a poměrové ukazatele a dále pak souhrnné indexy hodnocení jako jsou bonitní a bankrotní modely.

Absolutní ukazatele se zakládají na analýze vývojových trendů, tedy v případě horizontální analýzy na posouzení vývojových trendů (absolutní či relativní změny) a při vertikální analýze jde o procentní rozbor komponentů.

- **Horizontální analýza:**

$$\text{Absolutní změna} = \text{Ukazatel}_t - \text{ukazatel}_{t-1}, \quad (2.8)$$

$$\% \text{ změna} = \frac{(\text{Absolutní změna} \cdot 100)}{\text{Ukazatel}_{t-1}}. \quad (2.9)$$

- **Vertikální analýza:**

$$\% \text{ podíl} = \frac{\text{Položka}_i}{\sum_{i=1}^N \text{Položka}_i} \cdot 100. \quad (2.10)$$

Rozdílové ukazatele slouží k prvotnímu pohledu na likviditu podniku. Vychází z ukazatelů absolutních a jedním z nejběžněji používaných a zároveň také nejvíce rozšířeným je čistý pracovní kapitál (ČPK). Tato část analýzy slouží k základnímu posouzení, zda v podniku převažují krátkodobá likvidní aktiva nad krátkodobými zdroji. Mezi rozdílové ukazatele je možné také dále zařadit čisté pohotové prostředky (ČPP).

- **Čistý pracovní kapitál** by neměl dosahovat záporných hodnot, neboť tato skutečnost signalizuje krytí části dlouhodobých aktiv krátkodobými zdroji. V případě vysokého ČPK může jít o tzv. ochranný polštář, pokud však jsou hodnoty až příliš vysoké, může to znamenat neefektivní hospodaření. Z tohoto důvodu by měl tento ukazatel dosahovat přiměřených hodnot a v každém případě je nutné tyto hodnoty dostatečně interpretovat.

$$\text{ČPK} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky}, \quad (2.11)$$

při výpočtu ze strany pasiv lze použít následující vzorec:

$$\text{ČPK} = \text{Vlastní kapitál} + \text{Cizí kapitál} - \text{Stálá aktiva}. \quad (2.12)$$

- **Čisté pohotové prostředky**, jak už název vypovídá, značí do jisté míry okamžitou likviditu podniku, jelikož oběžná aktiva jsou zbavena položek zásoby a pohledávky. Vysoké hodnoty i v tomto případě značí v mnoha případech

zbytečně velký objem peněžních prostředků, a naopak hodnoty pod nulou signalizují nedostatek těchto prostředků.

$$\begin{aligned} \text{ČPP} = & (\text{Oběžná aktiva} + \text{Časové rozlišení} - \\ & - \text{Dlouhodobé a krátkodobé pohledávky} - \text{Zásoby}) - \\ & - (\text{krátkodobé závazky} + \\ & + \text{Krátkodobé úvěry a krátkodobé finanční výpomoci} + \\ & + \text{Časové rozlišení}), \end{aligned} \quad (2.13)$$

Případně lze využít:

$$\text{ČPP} = \text{ČPK} - \text{Zásoby} - \text{Krátkodobé pohledávky}. \quad (2.14)$$

Poměrové ukazatele jsou jedny z nejpodstatnějších a nejoblíbenějších metod celé finanční analýzy. Komplexně posuzují finanční zdraví podniku v oblasti rentability likvidity, rentability, aktivity a kapitálového trhu. Tyto ukazatele vycházejí z poměru různých položek finančních výkazů. U každého z poměřovaných ukazatelů lze určit doporučené hodnoty, nicméně tyto hodnoty jsou stanoveny z běžné praxe, proto nemusí být vždy přesné pro konkrétní situace a je nutné je interpretovat obezřetně a v konkrétním kontextu s daným oceňovaným podnikem.

Ukazatele rentability slouží k posouzení výnosnosti vloženého kapitálu do podniku, tedy jeho schopnosti vytvářet nové zdroje. Mezi základní ukazatele rentability lze zařadit rentabilitu tržeb, aktiv, vlastního kapitálu a dlouhodobých zdrojů.

- **Rentabilita tržeb** neboli Return on Sales (ROS), měří ziskovost podniku vůči jeho tržbám. Slouží k mezipodnikovému srovnání a srovnání výkonnosti v čase. Při porovnávání více firem je doporučeno použít EBIT místo EAT, aby se minimalizoval vliv rozdílného úrokového zatížení.

$$\text{ROS} = \frac{\text{EAT}}{\text{Tržby}}. \quad (2.15)$$

- **Rentabilita aktiv**, též Return on Assets (ROA) měří, jak účinně podnik využívá svá aktiva k dosažení zisku. Tento ukazatel se vypočítává jako poměr zisku k celkovým aktivům a slouží jako klíčové měřítko rentability.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktiva}}. \quad (2.16)$$

- **Rentabilita vlastního kapitálu** rovněž Return on Equity měří výnosnost vlastních zdrojů společnosti. Jeho vývoj závisí na rentabilitě celkového kapitálu a

úrokové míře cizího kapitálu. Pokles ROE může signalizovat chybnou investiční politiku společnosti a zvýšení podílu vlastního kapitálu na celkových zdrojích.

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.17)$$

- **Rentabilita dlouhodobých zdrojů** čili Return on Capital Employed (ROCE) slouží k hodnocení efektivity využívání dlouhodobých zdrojů a ukazuje, jaký přínos mají tyto zdroje pro vlastníka firmy. Tento ukazatel umožňuje vlastníkům podniků posoudit, zda jsou jejich investice do dlouhodobých zdrojů efektivní a zda jsou schopni vytvořit dostatečnou výnosnost.

$$\frac{EBIT}{\text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobé závazky}} \quad (2.18)$$

Ukazatele aktivity se využívají k posouzení, zda jsou jednotlivé položky aktiv v přiměřeném poměru k hospodářským aktivitám a jak efektivně je lze přeměnit v tržby. Díky těmto ukazatelům lze měřit obrat nebo dobu obratu vybraných položek. Mezi základní ukazatele aktivity patří obrat celkových aktiv, doba obratu aktiv, zásob, pohledávek a závazků.

- **Obrat celkových aktiv** (Total Assets Turnover Ratio) je ukazatelem, který měří, jak efektivně podnik využívá svůj celkový majetek. Ukazatel udává počet obrátek za určité období a slouží zejména pro mezipodnikové srovnání. Vysoké hodnoty tohoto ukazatele indikují efektivní využívání aktiv podniku, přičemž minimální doporučená hodnota je 1.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (2.19)$$

- **Doba obratu aktiv** (Assets Turnover) vyjadřuje dobu, za kterou se celková aktiva podniku promění v tržby. Vyšší hodnota znamená delší dobu obratu aktiv a vyšší podíl fixních aktiv. Klesající trend je žádoucí a slouží k posouzení efektivity využívání aktiv.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{Aktiva}}{\text{Tržby}} \cdot 360. \quad (2.20)$$

- **Doba obratu zásob** (Inventory Turnover) charakterizuje, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Žádoucí je kratší doba obratu zásob, neboť vyšší hodnoty signalizují, že jsou zásoby vázány déle, což může vést k nižší likviditě podniku.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Tržby} \cdot 360. \quad (2.21)$$

- **Doba obratu pohledávek** (Accounts Receivables Turnover) značí dobu, po kterou kapitál existuje v podobě pohledávek. Ideální hodnotu představuje doba splatnosti, žádoucí jsou i hodnoty nižší.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{Pohledávky}{Tržby} \cdot 360. \quad (2.22)$$

- **Doba obratu závazků** (Creditors Payment Turnover) pomocí níž lze zhodnotit, zda je podnik schopen řádně splácet své závazky. Pro zachování finanční stability podniku je vhodné, aby tato doba byla delší než doba obratu pohledávek.

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{Závazky}{Tržby} \cdot 360. \quad (2.23)$$

Ukazatele zadluženosti slouží k porovnání poměru a struktury vlastního kapitálu a cizích zdrojů. Jde o možnost řízení rizika, jelikož čím vyšší zadlužení, tím zpravidla vyšší riziko podnik podstupuje. Toto však neznamená, aby zadluženost byla nulová, právě naopak, pro podnik bývá přínosné být z části zadlužený, neboť cizí kapitál je levnější než vlastní. Nejčastěji využívanými ukazateli jsou celková zadluženost, míra zadluženosti, ukazatel úrokového krytí a podíl vlastního kapitálu (VK) na aktivech.

- **Celková zadluženost** (Debt Ratio) je ukazatel věřitelského rizika, který měří podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu společnosti. Vysoké hodnoty tohoto ukazatele zvyšují riziko pro věřitele. Nicméně, nulová zadluženost nemusí být vždy pozitivní a financování aktiv cizím kapitálem může zvýšit rentabilitu společnosti.

$$Celková\ zadluženost = \frac{Cizí\ zdroje}{Aktiva}. \quad (2.24)$$

- **Míra zadluženosti** (Debt/Equity Ratio) vyjadřuje poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Pro věřitele, speciálně banky, je žádoucí její klesající vývoj v čase, aby posoudili možnost poskytnutí úvěru.

$$Míra\ zadluženosti = \frac{Cizí\ zdroje}{Vlastní\ kapitál}. \quad (2.25)$$

- **Ukazatel úrokového krytí** se používá k vyjádření míry, jakou EBIT (zisk před zdaněním a úroky) kryje náklady na úroky. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím lepší finanční situace podniku. Pokud je hodnota ukazatele 100 %, podnik vydělává

právě na úrovni hodnoty úroků, a nižší hodnoty znamenají, že podnik není schopen vydělat ani na pokrytí úroků.

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{Nákladové úroky}}. \quad (2.26)$$

- **Podíl VK na aktivech** slouží k posouzení finanční stability podniku a hodnotí, do jaké míry podnik kryje své aktiva vlastním kapitálem a jaká je jeho finanční nezávislost. Rostoucí trend je žádoucí, protože zvyšuje finanční stabilitu, ale hodnoty příliš vysoké mohou snížit výnosnost vložených prostředků.

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Aktiva}}. \quad (2.27)$$

Ukazatele likvidity se využívají k poměření schopnosti podniku dostát svým krátkodobým závazkům. Poměřuje se to, čím je schopen podnik platit, s tím, co naopak zaplatit musí. Základní ukazatele představují ukazatele běžné likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity.

- **Ukazatel běžné likvidity** (Current Ratio) se využívá k porovnání oběžných aktiv s krátkodobými závazky. Optimální rozmezí pro tento ukazatel se pohybuje mezi 1,5 až 2,5 s ohledem na odvětví podniku.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}. \quad (2.28)$$

- **Ukazatel pohotové likvidity** (Quick Ratio – Acid Test Ratio) funguje na stejném principu jako ukazatel předchozí, jen se od oběžných aktiv odečtou zásoby, které tvoří méně nejméně likvidní prostředky. Žádoucí hodnoty se pohybují v rozmezí 1,0 až 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}. \quad (2.29)$$

- **Ukazatel okamžité likvidity** (Cash Ratio) vyjadřuje nejlikvidnější formu prostředků, které jsou podniku k dispozici. Obecně by se měl pohybovat v rozmezí 0,2 až 0,5, nicméně hodnoty se mohou lišit v závislosti na charakteru podnikání a hospodaření podniku.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek} + \text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}. \quad (2.30)$$

Ukazatele kapitálového trhu jsou založeny nejen na účetních výkazech, ale také na informacích z kapitálové trhu. V případě této práce však podnik sice je akciová

společnost, ale jeho akcie nejsou veřejně obchodované na kapitálovém trhu, a tak tyto ukazatele nebudou dále využity.

Souhrnné indexy hodnocení poskytují oceňovateli syntetický pohled na finanční zdraví podniku. Při hodnocení tohoto zdraví na závěru finanční analýzy lze dospět k tomu, že podnik v jistých oblastech vykazuje hodnoty lepší a v jiných horší. Z hlediska oceňování je nutné nejen posoudit funkčnost podniku v jednotlivých oblastech, ale především posoudit, zda je schopen fungovat do budoucna či nikoliv.

Tuto schopnost je možné si ověřit skrze, podle Maříka (2018), bodovací metody. Ty fungují na principu bodů či známek ukazatelů v daných oblastech a podle průměru těchto známek lze posléze vyvodit, zda má podnik perspektivní budoucnost anebo spíše čekat bankrot. Dále lze použít metody, které vychází z pozorování statistických dat z praxe a jejich diskriminační analýzy. Mezi tyto metody, viz Vochozka (2020), lze zařadit celou řadu modelů, v této práci budou však použity v kategorii bonitních modelů index bonity a z bankrotních modelů budou využity index IN a Tafflerův index.

- **Index bonity** patří mezi bonitní modely, přičemž se k jeho výpočtu využívá šest poměrových ukazatelů. Těmto ukazatelům je přiřazena váha podle jejich významnosti, kde ukazatel ROA má váhu největší. Index bonity umožňuje zařadit společnost do kategorie buďto bonitních podniků anebo podniků bankrotních. Toto ovlivňuje výsledná hodnota rovnice (2.31). Pokud je hodnota vyšší než 0, lze předpokládat, že podnik je bonitní. V opačném případě při hodnotě nižší než 0 se lze domnívat, že podnik je ohrožen bankrotem. Dále lze podrobněji zhodnotit situaci podle výsledků, které lze interpretovat na základě Obr. 2.2.

$$IB = 1,5 \cdot \frac{Cash\ flow}{Cizí\ zdroje} + 0,08 \cdot \frac{Aktiva}{Cizí\ zdroje} + 10 \cdot \frac{Zisk}{Aktiva} + 5 \cdot \frac{Zisk}{Výnosy} + 0,3 \cdot \frac{Zásoby}{Výnosy} + 0,1 \cdot \frac{Výnosy}{Aktiva}. \quad (2.31)$$

Obrázek 2.2 Hodnocení Indexem bonity

Výsledek	Hodnocení	Podnik
$IB \in (-\infty ; -2)$	extrémně špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in < -2 ; -1)$	velmi špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in < -1 ; 0)$	špatná ekonomická situace	bankrotní podnik
$IB \in < 0 ; 1)$	problematická situace	bonitní podnik
$IB \in < 1 ; 2)$	dobrá ekonomická situace	bonitní podnik
$IB \in < 2 ; 3)$	velmi dobrá ekonomická situace	bonitní podnik
$IB \in < 3 ; \infty)$	extrémně dobrá ekonomická situace	bonitní podnik

Zdroj: Vochozka (2020, str. 96)

- **Index IN** již spadá do modelů bankrotních. Jde o model na podobné bázi jako index bonity, jelikož jde opět o rovnici, ve které má každý z poměrových ukazatelů přiřazenou váhu podle významnosti ukazatele. Při aplikaci indexu IN lze využít více jeho variant jako jsou IN95, IN99, IN01 a nakonec IN05, který bude využit v této práci. Vzorec (2.32) pro výpočet indexu je zobrazen spolu s Obr. 2.3, kde lze pozorovat intervaly výsledků a jejich interpretaci, níže.

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{\text{Aktiva}}{\text{Cizí zdroje}} + 0,04 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Nákladové úroky}} + 3,97 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Aktiva}} + 0,21 \cdot \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktiva}} + 0,09 \cdot \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (2.32)$$

Obrázek 2.3 Hodnocení indexem IN05

Výsledek	Hodnocení
$IN05 \in < 1,6 ; \infty)$	bonitní podnik
$IN05 \in (0,9 ; 1,6)$	šedá zóna
$IN05 \in (-\infty ; 0,9 >$	bankrotní podnik

Zdroj: Vochozka (2020, str. 112)

- **Tafflerův index** je také bankrotní model, a také je založen na poměrových ukazatelích, kterým se přiřazuje určitá váha. Výpočet tohoto indexu je zachycen v rovnici (2.33) a interpretace výsledků je možná podle Obr. 2.4.

$$T = 0,53 \cdot \frac{\text{Zisk}}{\text{Krátkodobé závazky}} + 0,13 \cdot \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Cizí kapitál}} + 0,18 \cdot \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Aktiva}} + 0,16 \cdot \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} \quad (2.33)$$

Obrázek 2.4 Hodnocení Tafflerovým indexem

Výsledek	Hodnocení
$T2 \in (0,3 ; \infty)$	bonitní podnik
$T2 \in < 0,2 ; 0,3 >$	šedá zóna
$T2 \in (-\infty ; 0,2)$	bankrotní podnik

Zdroj: Vochozka (2020, str. 118)

2.3.4 Finanční plán

V této práci bude podnik oceněn výnosovými metodami, a tak je nutné sestavit finanční plán, který je ve firmách obecně používán k řízení jejich financí a k určování směru, kterým se chce podnik ubírat ve smyslu investic a financování. Ten se skládá ze základních finančních výkazů, a tedy rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků (cash flow). Finanční plán je potřeba sestavovat na základě podnikového plánu a strategie podniku, oceňovatel by však neměl lpět ve všech ohledech na plánech managementu.

Finanční plánování vychází z tzv. generátorů hodnoty, což jsou základní podnikohospodářské veličiny, které souhrnně vypovídají o hodnotě podniku. Na základě těchto generátorů se pak sestavuje plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán pracovního kapitálu, plán investic a plán financování, viz níže.

Před sestavováním finančního plánu je nejprve kritické rozdělit aktiva podniku na provozně potřebná a nepotřebná, respektive vyřadit z výpočtů nepotřebná aktiva. Toto vychází z předpokladu, že podnik byl založen za účelem podnikání v určité sféře a je proto nutné, aby se pro oceňování využívaly aktiva, které podnik primárně využívá pro své podnikání. V této souvislosti je také žádoucí, aby bylo nahlédnuto i do výkazu zisku a ztráty a byly vyřazeny výnosy, popřípadě náklady, spojené s provozně nepotřebnými aktivy.

Toto rozčlenění aktiv je důležité hned z několika důvodů. Prvním z nich je, že daná část majetku nemusí být vůbec využívána a neplyne z něj tedy žádný nebo malý příjem. Například nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu atd. Další důvod je spojen s rizikem, jelikož i když aktiva nějaký příjem generují, tak mohou být jinak riziková, než je tomu u aktiv určených k hlavnímu provozu podniku. V neposlední řadě je také možné při nevyčlenění těchto aktiv dojít

s největší pravděpodobností k chybnému ocenění, buďto k podhodnocení nebo i nadhodnocení podniku.

Plán tržeb by měl být výsledkem strategické analýzy, viz kapitola 2.3.2. Tržby patří mezi tzv. řídicí položky, jelikož je na nich závislá řada dalších položek důležitých pro kompletaci finančního plánu.

Plán provozní ziskové marže je dalším významným ukazatelem pro výsledné ocenění. Jeho výpočet vychází z tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH), což je provozní výsledek hospodaření očištěný o výnosy a náklady vztahující se k provozně nepotřebným aktivům. V případě této práce podnik nedisponuje žádnými provozně nepotřebnými aktivy, stejně tak jako výnosy, případně náklady. Pro výpočet provozní ziskové marže se proto bude uvažovat výsledek hospodaření před zdaněním a úroky (EBIT), viz vzorec (2.34). Provozní zisková marže se vypočítá pro každé použité období z dostupných dat, následně se určí odhad vývoje této marže do budoucnosti, a jelikož hodnota budoucích tržeb je známa, pak je možné dopočítat budoucí EBIT.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVH}{Tržby}. \quad (2.34)$$

Plán pracovního kapitálu je nutné sestavit z důvodu odhadu pohledávek, zásob a krátkodobých závazků. Tento pracovní kapitál by neměl být chápán ve smyslu čistého pracovního kapitálu, jde totiž o upravený ukazatel, který je opět očištěn o jisté položky. V tomto případě konkrétně o neúročený cizí kapitál, respektive kapitál, kde není možno stanovit náklady (především úroky). Upravený pracovní kapitál tedy bude vycházet z peněžních prostředků navýšených o zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktiv a snížený o zmíněné neúročené závazky a časové rozlišení pasiv. Tyto dílčí položky lze počítat dle vztahu (2.35), který vychází z doby obratu dané položky a tržeb. Doba obratu by opět měla vycházet z dostupných dat a měl by být proveden odhad do budoucnosti.

$$\text{Hodnota položky} = \text{Doba obratu} \cdot \frac{Tržby}{360}. \quad (2.35)$$

Plán investic představuje investice do dlouhodobého majetku, je však nutné zohlednit pouze provozně nutné investice. Stanovení plánu investic je náročnou částí, neboť vývoj investic není pravidelný a nelze jej předpovídat s jistotou. Při plánování investic mohou být použity konkrétní investiční plány podniku, avšak tyto plány nejsou použitelné pro delší časový horizont. Proto je vhodné využít koeficient náročnosti tržeb

na investice brutto (k_{DMb}), který lze vypočítat pomocí rovnice (2.36). Tento koeficient umožňuje dopočítat výši brutto investic v plánovaných letech.

Plán investic zahrnuje také plán odpisů, u kterého lze v případě krátkého období využít podnikového plánu. V dlouhém období je však nutné počítat s poměrem odpisů a součtu brutto investic daného roku a dlouhodobého majetku minulého roku. Pomocí průměrného podílu odpisů na součtu brutto investic daného roku a konečného stavu stálých aktiv předchozího roku lze stanovit výši odpisů. Odpisy lze poté odečíst od hodnoty investice brutto a získat tak hodnotu investice netto, která vyjadřuje změnu stavu dlouhodobého majetku. Tento postup umožňuje získat reálnou hodnotu investice, která zohledňuje odpisy a tím přesněji vyjadřuje změnu stavu stálých aktiv.

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}. \quad (2.36)$$

Plán financování zahrnuje předpokládané splátky úvěrů, přijímání úvěrů nových, případně nutné navýšení vlastního kapitálu. Tato část finančního plánu je důležitá, neboť se pomocí ní dá ověřit, zda byly předchozí dílčí plány prognózovány správně. Je totiž potřeba nejenom na základě odhadnutých tržeb odhadnout investice, ale také naplánovat financování, aby byl podnik schopen ho zajistit. Tento plán bude také důležitý pro následující odhad nákladů kapitálu, jelikož cizí zdroje jsou zpravidla levnější než zdroje vlastní. Je tedy důležité určit strukturu těchto zdrojů díky nákladům vlastních zdrojů (podíl ze zisku) a nákladům cizích zdrojů (úrok).

2.3.5 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu představují náklady, které musí podnik vynaložit na pořizování jednotlivých složek kapitálu. Jde o určení minimální míry výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu. Náklady kapitálu je možné vnímat ze strany investora, či podniku. V prvním případě by šlo investorům o určitou výnosnost podniku, aby nepokleslo jejich bohatství. V druhém případě by šlo vedení podniku o určitou cenu za kapitál, který je nutný pro další rozvoj.

Tyto náklady jsou důležité ve finančním řízení a rozhodování, ať už konkrétně při optimalizaci kapitálové struktury podniku, investičním rozhodování nebo stanovením hodnoty podniku. Jejich velikost může být ovlivněna rizikem jednotlivých aktiv, přičemž jsou tvořeny bezrizikovou sazbou R_F a rizikovou premií R_p .

Náklady na celkový kapitál, též vážené průměrné náklady kapitálu (WACC – Weighted Average Cost of Capital) zahrnují v jejich výpočtu kombinaci nákladů různých forem kapitálu, viz následující rovnice:

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D+E}, \quad (2.37)$$

Kde R_D vyjadřuje náklady na úročený cizí kapitál, R_E jsou potom náklady vlastního kapitálu, t představuje sazbu daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál (*Debt*), E je vlastní kapitál (*Equity*), $C = E + D$ značí celkový investovaný kapitál.

Ocenění podniku je tržně orientováno a z tohoto důvodu by i podíl jednotlivých položek na celkovém kapitálu měl být vypočítán s orientací na trh. Bylo by například využito účetních hodnot pro dané složky kapitálu, pak by mohlo dojít k porušení zásady vnitřní konzistence tržního odhadu. V praxi může nastat situace, že v zemi oceňovaného podniku není dostatečně rozvinutý finanční trh. Potom lze při výpočtu vycházet z účetních dat, ale je nutné mít tento fakt na paměti a vnímat výsledné hodnoty pouze jako aproximaci a přiblížení se tržním podmínkám.

Náklady na cizí kapitál jsou tvořeny úroky anebo kupónovými platbami, které podnik musí vyplácet věřitelům. Základní úrokovou míru je možné definovat na základě aktuálního finančního trhu, přičemž na její výši má vliv hned několik faktorů.

Prvním faktorem je čas, na který je úvěr poskytnut. Zpravidla je dáno, že krátkodobé a střednědobé úvěry bývají levnější než úvěry dlouhodobé. A to z toho důvodu, že dlouhodobé úvěry vážou prostředky věřitelů na delší období. Dalším faktorem je očekávaná efektivnost, kdy platí, že čím je z úvěru vytvořený efekt větší, tím je větší pravděpodobnost schopnosti splatit úvěr. V neposlední řadě jde o faktor hodnocení bonity dlužníka, přičemž lepší bonita zaručuje dlužníkovi nižší úrokovou míru, neboť je spíše schopen dostát svým závazkům a úvěr pravidelně splácet.

Základní formou určení nákladů na cizí kapitál je úrok snížený o daně (úspory z daní), viz (2.38).

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.38)$$

kde i představuje úrokovou sazbu (úrok), t představuje sazbu daně a R_D vyjadřuje náklady na cizí kapitál.

Náklady cizího kapitálu lze také určit účetní nebo tržní metodou. V ideálním případě, kdy má oceňovatel přístup k interním informacím podniku je možné tyto náklady

určit z účetních dat jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb. Pokud se však nelze dostat k interním informacím, pak lze vycházet ze vzorce (2.39), kde se používá k odhadu úrokové míry $i = R_D$ z dluhu podílu nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů.

$$i = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Průměrný stav bankovních úvěrů}} \quad (2.39)$$

Pokud by však oceňovatel vycházel při určení nákladů na cizí kapitál z tržních dat, pak se s těmito náklady pracuje jako s náklady dluhu získaného upisováním obligací. Ty se potom určují jako výnos do splatnosti obligace, přičemž platí:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.40)$$

Kde P vyznačuje tržní cenu obligace, c kupónovou platbu, T je doba do splatnosti obligace, NV potom nominální hodnota obligace.

Náklady na vlastní kapitál představují minimální očekávaný výnos, který vlastníci podniku vyžadují. Obecně lze říci, že tyto náklady jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, a to hned ze dvou důvodů. Prvním důvodem je vyšší riziko, které vlastník podniku přebírá ve srovnání s věřitelem. Věřitel má zajištěný pravidelný výnos bez ohledu na ziskovost podniku a také přesně ví, na jak dlouho své prostředky vkládá. Naopak vlastník vkládá své prostředky do podniku na neomezenou dobu a jeho výnos není předem zaručen, neboť závisí na hospodářské situaci podniku, která je ovlivněna různými podnikatelskými riziky.

Druhým důvodem je, že náklady na cizí kapitál mají daňové výhody. Nákladové úroky jsou totiž daňově uznatelné náklady a snižují zisk, který slouží jako základ pro výpočet daně z příjmu. Tato situace se označuje jako daňový štít a znamená snížení daňového zatížení podniku.

Stanovení nákladů na vlastní kapitál R_E je složitý proces a obvykle obtížnější než stanovení nákladů na cizí kapitál R_D . Existuje řada metod, které se snaží odhadnout náklady na vlastní kapitál. Tyto metody mohou vycházet buď z tržních přístupů nebo z modelů a metod založených na účetních datech. Použití konkrétní metody závisí především na dostupnosti dat, což je ovlivněno tržními podmínkami a úrovní rozvinutosti finančního trhu. Mezi základní metody pro určení nákladů vlastního kapitálu lze dle Dluhošové (2021) řadit:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM (Capital Asset Pricing Model),

- arbitrážní model oceňování – APM (Arbitrage Pricing Model),
- arbitrážní Fama-French modely,
- autoregresní průřezový model,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely,

přičemž v této práci budou použity model oceňování kapitálových aktiv – CAPM a stavebnicové modely, a proto budou dále popsány pouze tyto dvě metody.

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM) spadá do kategorie tržních přístupů stanovení nákladů na vlastní kapitál. V praxi je tento model velmi rozsáhle využíván k určení diskontní sazby pro tržní ocenění. Jde o rovnovážný model, přičemž platí, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro každého investora stejný. Hraje zde roli tržní portfolio, které představuje rizikový faktor, jakožto riziko celého trhu, a výnos aktiva, kdy mezi těmito dvěma veličinami platí funkční lineární vztah. Jedná se tedy o model jednofaktorový a v případě CAPM-SML beta verze ho lze určit následovně:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.41)$$

kde $E(R_E)$ představuje očekávaný výnos (střední hodnota) vlastního kapitálu, R_F symbolizuje bezrizikovou sazbu, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolio, $E(R_M)$ značí očekávaný výnos tržního portfolio.

Beta koeficient závisí na zadluženosti společnosti. Hodnotu beta zadluženého podniku β^L je tedy možné vyjádřit pomocí beta nezadluženého podniku β^U a zadluženosti vlastního kapitálu D/E , přičemž t představuje daňovou sazbu, viz rovnice (2.42).

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right]. \quad (2.42)$$

Stavebnicové modely se používají pro určení nákladů kapitálu v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a omezenou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze obecně uplatnit model CAPM a arbitrážní model. Zejména při stanovení koeficientu β , který představuje výzvu u společností, jejichž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu, se objevují obtíže. Z tohoto důvodu se navrhuje různé přístupy, které by měly lépe odpovídat těmto podmínkám. Jedním z takových přístupů jsou stavebnicové modely, které umožňují stanovit alternativní náklady vlastního kapitálu R_E jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Existuje celá řada variant

stavebnicových modelů a jedním z nich je model, který je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu,

$$WACC_U \equiv R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.43)$$

kde R_F znázorňuje bezrizikovou úrokovou míru, $R_{podnikatelské}$ značí rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vycházející z finanční stability, R_{LA} představuje rizikovou přírážku za velikost podniku.

Podle tohoto modelu jsou následně celkové náklady zadlužené firmy vyjádřeny takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.44)$$

a náklady vlastního kapitálu poté následovně,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.45)$$

kde $UZ = VK + BU + OBL$ jsou úplatné zdroje, VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, přičemž $D = UZ - VK$. A jsou aktiva, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, $\frac{CZ}{Z}$ je daňová redukce, UM je úroková míra.

Jelikož $EBIT \cdot \frac{CZ}{Z} = WACC_U \cdot UZ$, pak je možné stanovit náklady vlastního kapitálu také podle následujícího vzorce,

$$R_E = \frac{\frac{EBIT}{A} \cdot \frac{CZ}{Z} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}. \quad (2.46)$$

Náklady na vlastní kapitál je možné poté stanovit za pomoci rizikových přírážek následovně:

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.47)$$

kde riziková přírážka za zadluženost (finanční struktura) je vyjádřena jako $R_{finstr} = R_E - WACC_U$. Autoři tohoto modelu doporučují pro zamezení extrémních případů limity na velikost přírážky. Tedy, jestliže $R_E = WACC_U$, pak $R_{finstr} = 0$, jestliže $R_E - WACC_U > 10\%$, pak $R_{finstr} = 10\%$.

Velikost $WACC_U$ je ovlivněna faktory ovlivňující propočet rizikových přírážek, a tak se také bude měnit se změnou těchto přírážek (produkční síla, likvidita, velikost podniku, finanční stabilita). Jednotlivé přírážky je možné určit podle následujících rovnic.

Pro rizikovou přírážku charakterizující velikost podniku R_{LA} platí, že pokud $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak $R_{LA} = 0,00\%$. Je-li $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, tak $R_{LA} = 5,00\%$. Pokud je $UZ > 0,1$ mld. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, pak se použije propočít $R_{LA} = (3 \text{ mld.} - UZ)^2 / 168,2$.

Pro rizikovou přírážku charakterizující produkční sílu $R_{podnikatelské}$ platí, že přírážka je závislá na ukazateli $EBIT/A$, jenž je porovnáván s ukazatelem $X1$, který je definován jako $X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM$ a zároveň nahrazuje úplatný cizí kapitál vlastním kapitálem.

Platí tedy, že pokud $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelské}$. Dále pokud $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10,00\%$ a pokud $0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1$, pak $R_{podnikatelské} = \left(\frac{X1 - EBIT/A}{X1}\right)^2 \cdot 0,1$.

Při stanovení rizikové přírážky charakterizující finanční stabilitu na základě likvidity $R_{finstab}$ se vychází z ukazatele celkové likvidity

$$L3 = \frac{OA}{kr.závazky + bank.úvěry a výpomoci - dl.bank.úvěry}, \quad (2.48)$$

přičemž se pracuje s mezními hodnotami likvidity, $XL1$, $XL2$. Doporučené hodnoty pro rok 2008 pro jednotlivé podniky jsou $XL1 = 1$, $XL2 = 2,5$. Pokud je $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab} = 10\%$. Pokud je $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab} = 0\%$. Pokud je však $XL1 < L3 < XL2$, pak $R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1}\right)^2 \cdot 0,1$.

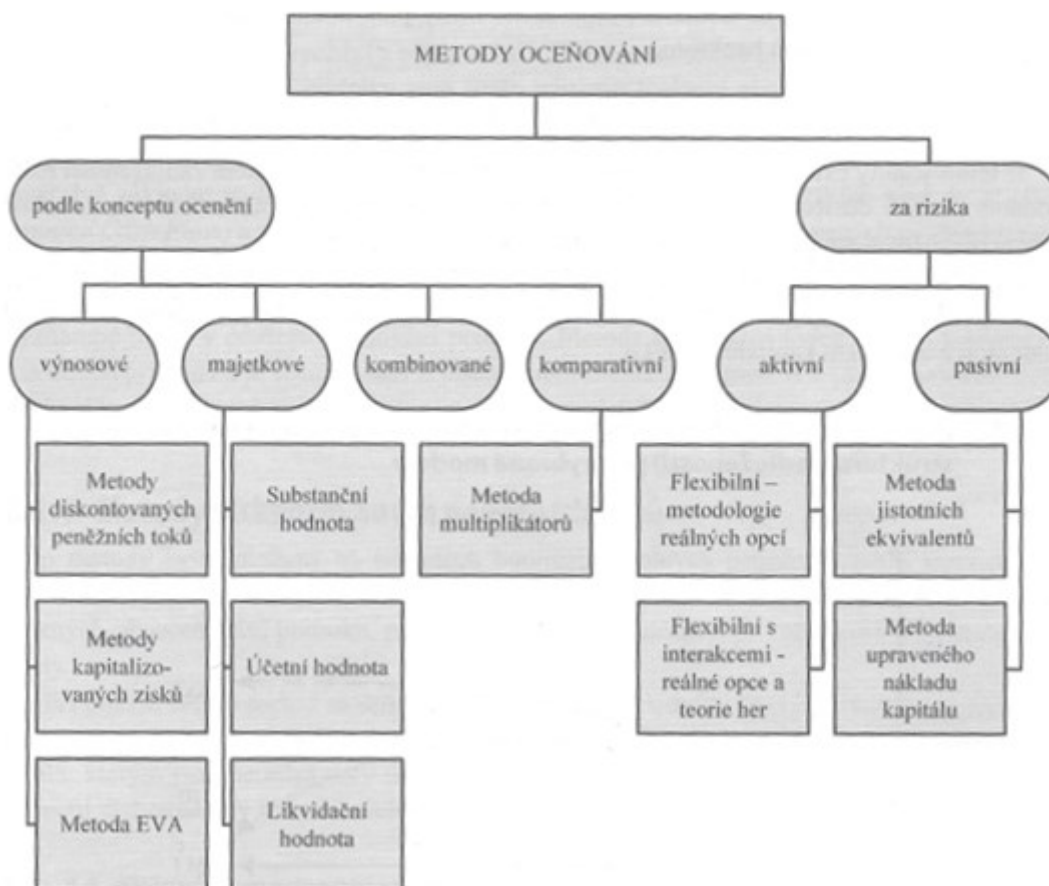
2.4 Metody oceňování podniku

Kvalita celkového ocenění je podstatně ovlivněna výběrem metody stanovení hodnoty podniku. Těchto metod je celá řada, jak z pohledu teoretického, tak i praktického. Výběr metody se odvíjí od účelu ocenění a také od subjektivního postoje oceňovatele. Dle metodického postupu ocenění je možné rozlišit tyto základní metody, viz Dluhošová (2021):

- výnosové metody,
- majetkové metody,
- komparativní metody,
- kombinované metody.

Dále je možné rozlišit další metody oceňování za rizika, mezi které patří metody pasivní a aktivní, viz Obr. 2.5. Tyto metody umožňují pracovat se zásahy managementu. Ocenění podniku vybraného pro tuto práci je provedeno výnosovými metodami, a proto zbytek metod nebude tak detailně popsán.

Obrázek 2.5 Přehled metod stanovení hodnoty firmy



Zdroj: Dluhošová (2021, str. 189)

2.4.1 Výnosové metody

Výnosové metody představují nejhojněji využívané postupy ocenění podniku. Vychází se při nich z předpokladu, že hodnota statků závisí na očekávaném užitku pro svého držitele. Užitek lze v tomto případě chápat budoucí ekonomické efekty, jako zisk, dividendy či finanční toky. Mezi výnosové metody tedy patří metody diskontovaných peněžních toků *DCF* (Discounted Cash Flow), metoda kapitalizovaných zisků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Čím dál více využívanými jsou metody diskontovaných peněžních toků *DCF*, především v anglosaských zemích. Konkrétně tyto metody budou

použity k ocenění podniku v této práci a budou dále doplněny o metodu ekonomické přidané hodnoty.

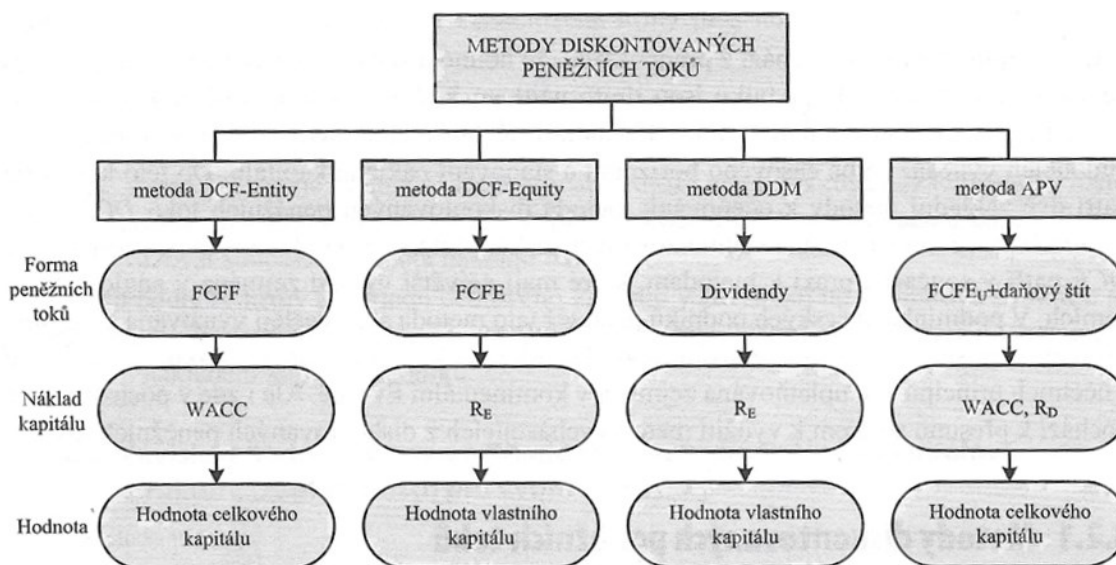
Metody diskontovaných peněžních toků se zakládají na predikci budoucích volných peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Výsledná hodnota daného podniku je z velké části dána právě budoucími volnými peněžními toky, jelikož při růstu příjmu lze zaznamenat i růst hodnoty společnosti. K co nejlepšímu využití těchto metod by měl oceňovatel správně stanovit tři veličiny: budoucí peněžní toky, náklady kapitálu, hodnotu podniku.

Podle složky kapitálu, který je oceňován, a také podle definice finančních toků a nákladů kapitálu je možné vybrat ze čtyř základních metod oceňování:

- metoda DCF-Entity,
- metoda DCF-Equity,
- metody DDM, též dividendový diskontní model (Dividend Discount Model),
- metoda APV (Adjusted Present Value).

Každá z těchto metod vychází z jiných základních veličin, přičemž nejčastěji používanou v praxi je metoda *DCF-Entity* a *DCF-Equity*. Charakteristika všech metod a jejich veličin je znázorněna na Obr. 2.6.

Obrázek 2.6 Varianty stanovení hodnoty zadluženého podniku metodami DCF



Zdroj: Dluhošová (2021, str. 192)

- **Metoda DCF-Entity** funguje na principu oceňování celkového kapitálu. Přičemž se rozlišuje peněžní tok pro vlastníky i věřitele *FCFF*, který je diskontován

nákladem celkového kapitálu $WACC$. Hodnota je potom vypočtena jako perpetuita, viz vzorec (2.49), a touto metodou by mělo být dosaženo tržního ocenění celkového kapitálu podniku.

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad (2.49)$$

V tomto případě lze stanovit volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele $FCFF$ takto:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + Odpisy - \Delta\check{C}PK - INV, \quad (2.50)$$

kde $\Delta\check{C}PK$ představuje změnu stavu čistého pracovního kapitálu, viz (2.11) nebo (2.12), INV značí výdaje na investice, t je daňová sazba.

- **Metoda DCF-Equity** se zakládá nikoliv na oceňování celkového kapitálu, ale pouze na kapitálu vlastního. Proto se při této metodě pracuje s volnými peněžními toky vztahujícími se k vlastnímu kapitálu $FCFE$ diskontující se nákladem vlastního kapitálu R_E . Hodnota podniku je opět vyjádřena jako perpetuita, a to následovně:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.51)$$

přičemž volné peněžní toky na úrovni vlastníku $FCFE$ jsou vyjádřeny jako

$$FCFE = EAT + Odpisy - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.52)$$

kde S symbolizuje saldo čerpání dluhu $S = S^+ - S^-$, když S^+ je čerpání dluhu a S^- splátky dluhu.

- **Metoda DDM (dividendový diskontní model)** slouží k oceňování vlastního kapitálu. Z tohoto důvodu jsou jako peněžní tok využity dividendy. Použití této metody ovlivňuje schopnost podniku dosahovat zisk a stabilně vyplácet dividendy. Vyskytuje-li se firma v tržní ekonomice spolu s vyspělým kapitálovým trhem, lze počítat s konstantními FCF a s konstantně rostoucími FCF , jakožto Gordnovým modelem následovně:

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.53)$$

kde DIV představuje dividendu v běžném období, R_E je náklad vlastního kapitálu, g vyjadřuje očekávanou míru růstu dividend do nekonečna.

- **Metoda APV** je další z metod oceňování celkového kapitálu. Volné peněžní toky v tomto případě tvoří toky nezadlužené firmy $FCFE_U$, které se diskontují náklady na celkový kapitál nezadlužené firmy R_U . Tímto způsobem se zjistí hodnota nezadluženého podniku. Pakliže je potřeba ocenit zadlužený podnik, musí se přičíst současná hodnota daňového štítu TS , a tedy tento štít diskontovat náklady dluhu R_D . Hodnota podniku je touto metodou vyjádřena takto,

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.54)$$

kde hodnota daňového štítu je $TS = \text{Úroky} \cdot t$, volné peněžní toky nezadlužené firmy $FCFE_U$ lze vyjádřit následovně:

$$FCFE_U = EAT + \text{Odpisy} - \Delta\check{C}PK - INV. \quad (2.55)$$

Metoda kapitalizovaných zisků je oproti předchozí metodě založena na diskontovaných budoucích ziscích. Vstupní data vychází z historických dat ve výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. Hlavní roli zde hraje tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk, který je očištěn o řadu složek. Tento druh zisku lze vypočítat následovně:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.56)$$

kde Z_t představuje zisk v minulých obdobích upravený o korekce, w_t vyjadřuje váhy přiřazené jednotlivým obdobím, T je potom celkový počet sledovaných let.

Hodnota podniku je potom touto metodou vyjádřena pomocí perpetuity takto,

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.57)$$

kde R jsou náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Metoda ekonomické přidané hodnoty je ceněným nástrojem v oblasti finančního hodnocení, řízení a ocenění podniku. Koncept ekonomické přidané hodnoty vychází ze základního principu měření ekonomického zisku. Tento zisk je dosažen, pokud jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak i náklady kapitálu, ať už vlastního či cizího. Výpočet ukazatele EVA vychází z následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC. \quad (2.58)$$

Zde $NOPAT$ značí provozní výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Provozní výsledek hospodaření se musí nejprve upravit, aby reflektoval pouze operativní

činnosti podniku, a na základě této upravené hodnoty se vypočítává daň. \mathcal{C} poté představuje vázaný kapitál ve formě aktiv potřebných k hlavní činnosti podniku.

V rámci konceptu EVA je však využíván termín NOA (Net Operating Assets), jenž slouží pro označení čistých operativních aktiv podniku, která jsou nezbytná pro vykonávání jeho hlavní činnosti.

Hodnota ukazatele EVA může být vypočítána dvěma způsoby, a to pomocí nákladů na kapitál a hodnotového rozpětí:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC, \quad (2.59)$$

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} \right) \cdot NOA_{t-1}. \quad (2.60)$$

Pro účely této práce bude stanovení hodnoty podniku doplněno o metodu ekonomické přidané hodnoty, konkrétně dvoufázovou metodu EVA-Entity. Touto metodou lze hodnotu podniku vypočítat jako,

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC_t)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1}-g) \cdot (1+WACC_T)^T} \quad (2.61)$$

2.4.2 Majetkové metody

Tento druh metod je založen na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Většina dat tedy vychází převážně z rozvahy, kdy se získá hodnota brutto majetku podniku a od ní se potom odečte suma oceněných závazků a dluhů, díky čemuž zůstane pouze hodnota netto majetku. Základními metodami jsou:

- účetní metoda,
- substanční metoda,
- metoda likvidační hodnoty.

Účetní metoda slouží ke stanovení hodnoty z historických cen, vychází tedy ze stavových veličin. Primárním krokem je stanovit hodnotu fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Hodnota netto je potom vlastní kapitál, respektive účetní vlastní kapitál. Tento fakt je možné zapsat následovně:

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \text{Účetní hodnota aktiv} - \text{Účetní hodnota závazků a dluhů}. \quad (2.62)$$

Mezi výhody této metody patří obvykle dostupná data a jednoduchý propočet. Jde o metodu jednoduchou, ale také nejméně přesnou. Nevýhoda je potom skutečnost, že ocenění aktiv je prováděno na účetní bázi, což vyřazuje z výpočtu nehmotná aktiva. Dále

se také při této metodě nevychází z tržního ocenění, jež se může lišit od nominálních účetních hodnot.

Substanční metoda oproti přechozí vychází z reprodukčních pořizovacích cen aktiv, a tedy do jisté míry odráží tržní podmínky. Je tedy možné lépe stanovit hodnotu majetku firmy. Nicméně, při této metodě se nebere zřetel na vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. Substanční hodnota vyjadřuje souhrnně jednotlivé ocenění položek majetku a závazků. Tuto hodnotu lze vypočítat dle následujícího schématu:

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ & + \text{ Výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ & = \text{Substanční hodnota brutto } S_b \qquad (2.63) \\ & - \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ & = \text{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

Metoda likvidační hodnoty zahrnuje do své metodiky podniky, které ukončí své fungování. Aktiva v tomto případě musí být rozprodána, závazky splaceny a odměny likvidátora vyplaceny. Proto se majetek oceňuje k určitému okamžiku v čase. Likvidační hodnotu však není zcela jednoduché určit, hlavně také z důvodu obtížně odhadnutelných okolností. Nicméně, tato hodnota představuje nejnižší možnou hodnotu podniku.

2.4.3 Komparativní metody

Komparativní metody, jak už název vypovídá, vycházejí z porovnání podniků, přičemž se může jednat například o tržní srovnání. Hodnota aktiv nebo kapitálu dané firmy je pak odvozena z dostupných dat navzájem srovnatelných podniků. Nejčastěji jde o podniky, jejichž akcie jsou veřejně obchodovatelné na kapitálových trzích. Při stanovení hodnoty společnosti je poté možno vycházet ze vzorce (2.64).

$$V = \text{Multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{Ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.64)$$

Kritickou složkou této metody je správné stanovení multiplikátorů, které slouží k zohlednění rozdílů mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Pro dané odvětví, ve kterém podnik působí je možné multiplikátory stanovit jako průměr hodnot jednotlivých společností. Konstrukce takových multiplikátorů by poté byla následující:

$$\text{Multiplikátor } P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk na akcii}} \quad (2.65)$$

$$\text{Multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{Tržní hodnota}}{\text{Účetní hodnota firmy}} \quad (2.66)$$

Stanovení hodnoty společnosti na základě výše uvedených multiplikátorů se vyjadřuje v případě hodnoty vlastního kapitálu V_E a hodnoty aktiv firmy V_A takto,

$$V_E = \text{Multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{Čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.67)$$

$$V_A = \text{Multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{Účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.68)$$

Tato metoda je význačná pro svou jednoduchost a rychlost stanovení hodnoty. Nicméně, je potřeba mít na paměti, že podniky, ačkoliv ve stejném odvětví, mohou mít řadu odlišností a nelze tak vycházet pouze z multiplikátorů. Je možné tedy ocenění doplnit o různé srážky a přirážky relevantní pro daný podnik. Výhoda však v každém případě je, že touto metodou lze dojít k hodnotě, kolem které by se měla potom při použití jiných metod výsledná hodnota pohybovat. V praxi je její použití spekulativní, neboť může být složité najít srovnatelný podnik a v českých podmínkách nelze pracovat s rozvinutým finančním trhem.

2.4.4 Kombinované metody

Kombinované metody se používají k průměrování hodnot vypočítaných dle výše uvedených metod. Nejčastěji kombinovanými metodami jsou ocenění výnosové a substanční. Obě mohou mít docela odlišné výsledky, a proto se poté průměrují dle aritmetického průměru, viz (2.70). Případně je možné každé z metod přiřadit jinou váhu, jelikož metoda substanční hodnoty má jisté nedostatky, co se očekávaných výnosů týče. K tomuto lze využít obecný vzorec kombinovaných metod podle rovnice (2.69).

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.69)$$

$$V = (V_S + V_V)/2, \quad (2.70)$$

kde w_i představuje jednotlivé váhy dané jednotlivým metodám, V_i je výsledná hodnota každé z metod, dále platí, že $w_i \in \langle 0; 1 \rangle$ a $\sum w_i = 1$, V_S značí hodnotu podniku vypočtenou pomocí metody substance, V_V je hodnota podniku vypočtená pomocí výnosové metody.

2.4.5 Fázové metody

Při odhadování ekonomických veličin do budoucna (zisk, volné finanční toky) lze u většiny výše zmíněných metod pracovat s dvěma fázemi, respektive obdobími. Většinou se tento způsob uplatňuje v případě metod *DCF*. Obecný zápis pro tento druh metod by byl poté následující:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.71)$$

kde V je hodnota společnosti, FCF představuje volné peněžní toky, R značí náklad kapitálu, t jsou jednotlivé roky.

Jak už bylo řečeno, u těchto metod je možné pracovat s dvěma obdobími, jelikož se předpokládá nekonečné fungování podniku v budoucnu. Je však možné pracovat pouze s jednou fází, s dvěma, případně i s více fázemi, od toho se vyvíjejí tyto metody:

- jednofázová metoda – perpetuita,
- dvoufázová metoda,
- vícefázové metody.

V této práci bude hodnota podniku odhadnuta dvoufázovou metodou, a proto nebudou vícefázové metody popsány podrobněji.

Jednofázová metoda se využívá při předpokladu stejného chování po celou dobu neomezeného trvání podniku. Jde zároveň o nejjednodušší metodu. Jsou-li tedy volné peněžní toky FCF po celou dobu konstantní, lze hodnotu firmy určit jako perpetuitu, viz vzorec (2.72). Pokud se zahrne do výpočtu tempo růstu či poklesu g , pak lze vycházet z rovnice (2.73).

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.72)$$

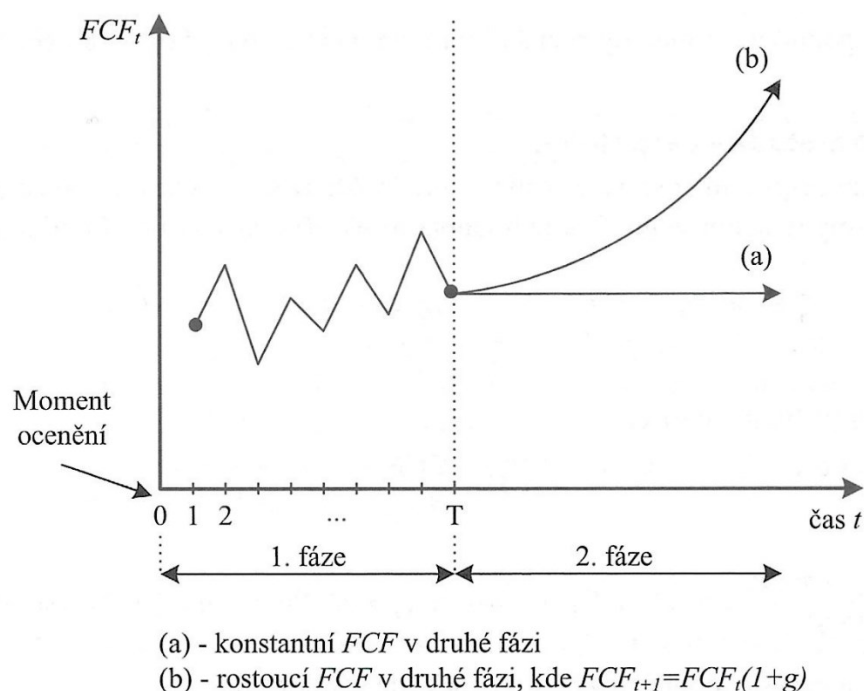
$$V = \frac{FCF}{R-g}, \quad (2.73)$$

kde $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$, $g \in (-1; R)$ a zároveň $g_t \neq R$. Pokud $g \in (0; R)$, pak jde o růst, pokud $g = 0$, firma neroste, pokud $g \in (-1; 0)$, pak jde o pokles firmy.

Je důležité mít na paměti významnou roli tohoto tempa růstu g v celém oceňování, neboť je na něm závislá výsledná hodnota podniku. Určení tempa růstu může být provedeno analýzou časových řad z historických růstových měř, případně z analýzy vnitřních faktorů.

Dvoufázová metoda vychází oproti předešlé metodě ze dvou období, respektive fází. Pro první fázi lze uvažovat období 4 až 6 let, pro které se také relativně dobře odhadují volné peněžní toky, jelikož situace ve společnosti je lépe předvídatelná. S koncem první fáze začíná fáze druhá, pro kterou se předpokládá trvání podniku do nekonečna. Proto se právě pro tuto druhou fázi uvažuje pouze trend vývoje peněžních toků, viz Obr. 2.7.

Obrázek 2.7 Grafické znázornění volných finančních toků FCF u dvoufázové metody



Zdroj: Dluhošová (2021, str. 198)

Pomocí obou fází lze hodnotu podniku zapsat takto,

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.74)$$

kde V_1 představuje hodnotu podniku v první fázi, V_2 je potom hodnota podniku v druhé fázi. Peněžní toky pro první fázi lze odhadnout relativně přesně a to podle:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.75)$$

kde T je doba trvání první fáze, R_1 jsou náklady kapitálu pro první fázi.

V případě druhé fáze je potřeba pracovat s tzv. pokračující hodnotou PH , která definuje hodnotu podniku za druhou fázi diskontovanou k počátku této fáze. Podle momentu ocenění lze tedy pokračující hodnotu diskontovat následovně:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_t)^{-T}. \quad (2.76)$$

Pokud se uvažují konstantní finanční toky, pak je ve druhé fázi pokračující hodnota stanovena pomocí vzorce (2.77), kde R_2 symbolizuje náklady kapitálu pro druhou fázi. Pokud se předpokládá konstantní růst finančních toků g , lze pokračující hodnotu zapsat podle (2.78).

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.77)$$

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.78)$$

Stanovit pokračující hodnotu je možné také pomocí tzv. parametrického vzorce, což zajišťuje realističtější odhad, viz rovnice (2.79).

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g} = \frac{FCF_T \cdot (1+g)}{R_2 - g}. \quad (2.79)$$

Do výpočtu vstupuje předpoklad, že růst je generován, stejně tak i limitován rentabilitou nového investovaného kapitálu *RONIC* (Return on New Investment Capital). Nový investovaný kapitál $\Delta C = C_t - C_{t-1}$ je totožný s čistými investicemi, $ROIC = \frac{\Delta z}{INV_n} = \frac{z \cdot g_z}{INV_n}$. Přičemž z vyjadřuje zisk po zdanění, $g_z = \frac{\Delta z}{z}$ je míra růstu zisku po zdanění.

Je možné tedy zapsat,

$$FCF_T = z_T + ODP_T - \Delta\check{C}PK_T - INV_T = z_T - INV_n T = z_T - \frac{z_T \cdot g_z}{RONIC} = z_T \cdot \left(1 - \frac{g_z}{RONIC}\right). \quad (2.80)$$

Odhad pokračující hodnoty podle parametrického vzorce po dosazení výše je následující:

$$PH = \frac{z_T \cdot \left(1 - \frac{g_z}{RONIC}\right) \cdot (1+g)}{R_2 - g} = \frac{z_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g_z}{RONIC}\right)}{R_2 - g}. \quad (2.81)$$

V mnoha případech se vzorec ve skutečnosti zjednodušuje, a to tak, že $g = g_z$ a zároveň $RONIC = ROIC$ neboli $\frac{\Delta z}{INV_n} = \frac{z}{C}$, kde *RONIC* je výnos nového investovaného kapitálu a *ROIC* je výnos investovaného kapitálu.

Na základě (2.74) lze dále hodnotu podniku za obě fáze vyjádřit takto

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.82)$$

pokud se uvažují v druhé fázi konstantní finanční toky *FCF*, pak lze zapsat rovnici následovně:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.83)$$

při předpokladu konstantního růstu FCF pak

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g} \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.84)$$

při výpočtu pomocí parametrického vzorce

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + \frac{z_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{gz}{RONIC}\right)}{R_2 - g} \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.85)$$

U výpočtu je nutné mít na paměti, že veličiny FCF , R a zisk po zdanění se mění v závislosti s druhem oceňované složky. Pokud se oceňuje vlastní kapitál, pak jsou ve vzorci použité $FCFE$, R_E a $EBIT \cdot (1 - t)$, pokud se oceňují aktiva, pak se používá $FCFF$, R_A a $NOPAT$.

2.5 Analýza rizika

Analýza rizika je nezbytnou součástí každého oceňovacího procesu, neboť samotné oceňování není prováděno v podmínkách absolutní jistoty. Je tedy nezbytné doplnit odhad hodnoty o možné varianty a scénáře, které by mohly ovlivnit hodnotu podniku v případě změny určitých faktorů nebo předpokladů. Celková hodnota podniku se skládá z různých komponent, které mohou být vyjádřeny pomocí matematické funkce:

$$V = f(F_1, F_2 \dots \dots F_n). \quad (2.86)$$

Faktory v této funkci mohou být například tržby, úroky, odpisy, náklady kapitálu. Podle množství faktorů lze rozlišit analýzu citlivosti či analýzu scénářů.

Analýza citlivosti je klíčovým nástrojem při ocenění podniku, který pomáhá identifikovat a posoudit vliv změněných faktorů na konečnou hodnotu podniku. Tímto procesem se zkoumá, jaké jsou dopady různých proměnných na celkovou hodnotu podniku. Identifikace citlivých faktorů umožňuje ocenění provést robustněji a poskytuje lepší porozumění rizikům a možnostem, které mohou ovlivnit hodnotu podniku. V případě analýzy citlivosti se pracuje vždy s jedním faktorem a posuzuje se jeho vliv na hodnotu ocenění. Toto lze zapsat následovně:

$$\Delta V_{\alpha}^{F1} = V_{1+\alpha}^{F1} - V, \quad (2.87)$$

kde ΔV_{α}^{F1} představuje změnu hodnoty podniku vyvolanou změnou daného faktoru $F1$, $V_{1+\alpha}^{F1}$ je hodnota podniku po změně hodnoty faktoru, V je původní hodnota podniku.

Analýza scénářů funguje na podobném principu jako analýza citlivosti, avšak pracuje se při ní se změnami více faktorů najednou. Jelikož ocenění podniku nelze provést za jistoty, je vhodné pomocí této analýzy sestavit intervaly výsledných hodnot, respektive pesimistický, optimistický a neutrální odhad hodnoty podniku.

3 Charakteristika podniku a aplikace zvolených metod oceňování

Tato kapitola je věnována aplikaci teoretických postupů v podmínkách konkrétního podniku. V první řadě bude stručně popsán samotný podnik, jeho činnost, přístup k podnikání, uspořádání a další. Dále bude zkonstruována strategická a finanční analýza. Následovat bude vytvoření finančního plánu, stanovení jednotlivých nákladů kapitálů a na závěr bude stanovena hodnota podniku podle vybrané metody oceňování. Data jsou čerpána primárně z výročních zpráv v letech 2018 až 2022 a jsou doplněna o pohled a komentář managementu společnosti.

3.1 Charakteristika vybraného podniku

Firma podrobena ocenění bude dále označována jako podnik Omega a.s. Tento podnik provozuje svou činnost jako akciová společnost a specializuje se na výrobu vrcholových míčů pro volejbal, házenou a nohejbal. Mimo to se také zabývá výrobou basketbalových a fotbalových míčů. K jedinečnosti této společnosti přispívá fakt, že je jediným evropským dodavatelem takto špičkových produktů. Kvalitu míčů potvrzují certifikace od mezinárodních federací, například Mezinárodní volejbalové federace (FIVB) a Mezinárodní basketbalové federace (FIBA).

Podniková nabídka zahrnuje i zakázkovou výrobu různých produktů, jako jsou batohy, šité doplňky pro armádu, policii a záchranářské složky, nosiče pro zahradní techniku, šátky, vaky a nosítka pro děti, boxovací pytle a další sortiment těžké galanterie.

Společnost je přítomna na trhu od roku 1949 a většinu své produkce vyváží do zahraničí. Po privatizaci v roce 1996 se stala rodinnou firmou, která ji stoprocentně vlastní. Firma uplatňuje systém managementu jakosti ISO 9001, který slouží jako referenční model pro nastavení řídicích procesů ve společnosti s cílem neustálého zlepšování kvality poskytovaných výrobků, zákaznické spokojenosti, strategického řízení a řízení rizik. Certifikace tohoto systému svědčí o zralosti a vyspělosti společnosti. Pro výrobu, ekonomiku, personalistiku a prodejnu využívá firma také ERP systém Vision32.

Vzhledem k ekonomické klasifikaci činnosti (CZ - NACE) je společnost zařazena do kategorie výroby brašnářských, sedlářských a podobných výrobků, přičemž jí byl přidělen kód NACE 15120.

3.2 Strategická analýza

V této podkapitole bude sestavena strategická analýza podniku Omega a.s. Tato podkapitola vychází z teoretických předpokladů představených v podkapitole 2.3.2. Ze začátku bude provedena analýza vnějšího potenciálu, následovat bude analýza konkurence a vnitřního potenciálu, závěr potom bude tvořit prognóza tržeb.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýza vnějšího potenciálu slouží k predikci budoucích tržeb celého odvětví, do kterého firma Omega a.s. spadá. Predikují se tržby pro první fázi, tedy období v letech 2023 až 2025, a začátek druhé fáze, tedy rok 2026. Nicméně, dostupná data o těchto tržbách sahají pouze do roku 2021 a je tedy nutné predikovat také data k roku 2022.

K predikci tržeb ve výše uvedených období byla použita metoda regresní analýza. Vysvětlovanou proměnnou představují tedy tržby odvětví a vysvětlujícími veličinami jsou změna HDP, změna míry inflace a nezaměstnanost. Tyto makroekonomické ukazatele byly použity z důvodu relativně spolehlivé korelace, přičemž hodnota jednotlivých korelací nepřesahuje hodnotu $\pm 0,8$ a zároveň jsou p hodnoty daných veličin v regresním modelu nižší než hladina významnosti 10 % a jsou tedy významné. Výsledný regresní model pro predikci tržeb odvětví je tedy následující:

$$T_t = 4039215,022 + 7668291,665 \cdot \Delta HDP_t - 248623,4776 \cdot \Delta Míra\ inflace_t + 5,022564387 \cdot Nezaměstnanost_t$$

V Tabulce 3.1 lze pozorovat výsledné hodnoty regresní analýzy. Hodnoty korelace a výsledek regrese jsou zachyceny v příloze 17. Predikce makroekonomických veličin v letech 2023 až 2026 byla převzata z webových stránek Českého statistického úřadu a Ministerstva financí.

Tabulka 3.1 Vývoj tržeb odvětví a vybraných makroekonomických ukazatelů

Vnější analýza					
Rok	Tržby (v tis. Kč)	ΔHDP	ΔMíra inflace	Nezaměstnanost	
2008	6075769	2,70%	125,00%	229000	
2009	5399412	-4,70%	-84,13%	352000	
2010	5528840	2,40%	50,00%	382000	
2011	5653777	1,80%	26,67%	349000	
2012	5909300	-0,80%	73,68%	364000	
2013	6019150	0,00%	-57,58%	367000	
2014	5935807	2,30%	-71,43%	322000	
2015	6061611	5,40%	-25,00%	266000	
2016	6119642	2,50%	133,33%	210000	
2017	5897777	5,20%	257,14%	156000	
2018	4689567	3,20%	-16,00%	122000	
2019	4643920	3,00%	33,33%	109000	
2020	4246091	-5,50%	14,29%	137000	
2021	4829252	3,60%	18,75%	150000	
2022	5 588 025	2,50%	297,37%	123000	
2023	4 781 340	0,10%	-27,81%	160000	
2024	4 833 790	3,00%	-77,98%	151000	
2025	4 969 149	2,90%	-8,33%	145000	
2026	4 921 524	2,50%	-9,09%	142000	

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab 3.1 si lze povšimnout poklesu tržeb v letech 2020. Toto je nejspíše zapříčiněno krizí spojenou s pandemií COVID-19. V roce 2021 už hodnoty opět vzrostly a dále rostly i v roce 2022. Tržby v roce 2023 následně značně klesly z původních 5 588 025 000 Kč v roce 2022 na 4 781 340 000 Kč. Hodnoty v následujících letech jsou víceméně stabilní, převážně z důvodu teoretické predikce makroekonomických veličin.

Při regresní analýze je vhodné pracovat s větším datovým souborem, avšak při regresi v této práci se vycházelo z dat za 12 období, což se poté může promítnout v ne tak přesné výsledné regresi.

3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu

Zatímco předchozí podkapitola byla věnována predikci tržeb celého odvětví (vnější potenciál), v této podkapitole je cílem odhadnout budoucí tržní podíl a následně také tržby podniku Omega a.s. (vnitřní potenciál). Zároveň je zde posouzena konkurenceschopnost podniku a jeho silné a slabé stránky.

Výpočet tržního podílu vychází ze vzorce (2.5), přičemž se určí pro období s dosud známými daty, tedy tržbami dostupnými ve výroční zprávě. Dále se vypočítá tempo růstu tržních podílů dle (2.2) a následně se určí složené roční tempo růstu (CAGR) spolu s váženým průměrem podle vzorce (2.3) a (2.4). Výsledky těchto výpočtů jsou zachyceny v Tab 3.2. Váhy jsou přiřazeny podle relevantnosti dat, kdy novějším datům jsou přiřazeny vyšší váhy a starším váhy nižší. Roky 2021 a 2022 mají nižší váhy než rok 2020, jelikož se jedná o období v krizi.

Tabulka 3.2 Vývoj tržeb a tržního podílu podniku Omega a.s.

Rok	Tržby odvětví (v tis. Kč)	Tržby podniku (v tis. Kč)	Tržní podíl	ΔTržní podíl	Váha
2008	6 075 769	208763	3,44%		
2009	5 399 412	188042	3,48%	1,36%	1%
2010	5 528 840	236607	4,28%	22,88%	1%
2011	5 653 777	222151	3,93%	-8,18%	1%
2012	5 909 300	223468	3,78%	-3,76%	2%
2013	6 019 150	240250	3,99%	5,55%	2%
2014	5 935 807	272609	4,59%	15,06%	2%
2015	6 061 611	295868	4,88%	6,28%	3%
2016	6 119 642	309117	5,05%	3,49%	3%
2017	5 897 777	317418	5,38%	6,55%	5%
2018	4 689 567	337045	7,19%	33,54%	5%
2019	4 643 920	360660	7,77%	8,06%	15%
2020	4 246 091	356925	8,41%	8,24%	25%
2021	4 829 252	340940	7,06%	-16,01%	20%
2022	5 588 025	337527	6,04%	-14,44%	15%
			CAGR	-217,1%	
			Vážený průměr	0,69%	

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce výše si lze povšimnout, že celkový tržní podíl se od roku 2008 do roku 2022 zvýšil z původní hodnoty 3,44 % na 6,04 %. Tržní podíl poklesl pouze ve čtyřech případech, přičemž v ostatních deseti rostl. Prognóza tržního podílu byla stanovena na základě váženého průměru a je dále zobrazena v Tab 3.3.

V následující tabulce je také zachycena predikce tržeb podniku pro první a druhou fázi, přičemž tržby jsou určeny z predikovaných tržeb odvětví a predikovaného tržního podílu. Tržby v roce 2023 značně poklesly i přes navýšení tržního podílu, jelikož značně

poklesly tržby celého odvětví, což může souviset s proběhlou energetickou krizí. V následujících letech tržby opět rostou, stejně tak jako tržní podíl. Při posuzování pouze této skutečnosti lze předpokládat udržení se podniku na trhu.

Tabulka 3.3 Predikované tržby podniku Omega a.s.

	První fáze			Druhá fáze
Rok	2023	2024	2025	2026-∞
Tržby odvětví (v tis. Kč)	4781340	4833790	4969149	4921524
Tržní podíl	6,08%	6,12%	6,17%	6,21%
Tržby podniku (v tis. Kč)	290805	296035	306436	305604

Zdroj: vlastní zpracování

Dále je provedeno posouzení konkurenceschopnosti podniku podle přímých a nepřímých faktorů, které jsou popsány v kapitole 2.3.2. Toto slouží k ověření, zda podnik bude schopen zvyšovat svůj tržní podíl. Jednotlivé skupiny faktorů jsou zachyceny v tabulkách, které jsou součástí přílohy 6. První čtyři tabulky slouží k posouzení nepřímých faktorů a poslední tabulka k posouzení faktorů přímých spolu se zobecněnými faktory nepřímými. Hodnocení jednotlivých faktorů bylo provedeno managementem firmy Omega a.s.

V první tabulce lze pozorovat hodnocení kvality managementu. Zde podnik získal 46 bodů z celkových 60 možných. Kvalita managementu je tedy celkově ohodnocena 4,6 body, což se pohybuje nad průměrem. Nejhůře je podnik ohodnocen z hlediska schopnosti učit se, což může být problém do budoucna při snaze držet krok s konkurencí.

V druhé tabulce je zachycena situace v personální oblasti podniku. Zde podnik získal 30 bodů z celkových 42 bodů, což představuje průměrné hodnocení 4,29 bodů. Tato hodnota se opět pohybuje nad průměrem a je tedy možné předpokládat, že podnik má kvalifikované, spokojené zaměstnance s adekvátně nastavenými mzdovými náklady. Nejnižší hodnota je přiřazena k nákladům na školení zaměstnanců, což může být způsobeno odvětvím podniku, kdy není nutné zaměstnance školit v tak velké míře.

Třetí tabulka představuje hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje v podniku. Zde podnik zaostává pod průměrem, jelikož celkový počet získaných bodů je

19 z celkových 48 bodů, což představuje průměrně 2,38 bodů. Toto je pravděpodobně opět spojené se zaměřením podniku, kdy inovace a výzkum může být celkově komplikovaná. Nicméně, i přesto je možné vynaložit zdroje na výzkum, v čemž podnik neexceluje.

Hodnocení dlouhodobého majetku a investic v podniku, viz **čtvrtá tabulka**, dosahuje 27 bodů z celkových 36 bodů, což činí průměrně 4,5 bodů, a tedy představuje hodnotu nad průměrem. Tato skutečnost je dána kvalitní investiční politikou managementu podniku.

V poslední tabulce jsou zobrazeny zobecněné nepřímé faktory stejně tak jako faktory přímé. Toto umožňuje posoudit konkurenční sílu jako celek. Profil konkurenční síly podniku dosahuje hodnoty 55,1 %, což z hodnot zachycených v kapitole 2.3.2 vypovídá, že tržní podíl v budoucnu se spíše nezmění. Hraniční hodnota je 60 %, kdy lze očekávat, že se tržní podíl podniku bude v budoucnu zvyšovat. Podnik tedy dosáhl hodnoty 55,1 %, přičemž tempo růstu tržního podílu je 2,8 %, viz Tab 3.3. Toto tempo růstu je poměrně nízké a mohlo by tedy odpovídat výsledku tohoto profilu konkurenční síly.

V neposlední řadě je potřeba zmínit, že mezi výhodou podniku, respektive celého odvětví je, že jsou zde v případě jednoho oboru poměrně významné bariéry vstupu do odvětví. Což může být dále specifikováno, protože podnik Omega a.s. je mezioborový, konkrétně se jedná o 2 obory – sportovní zboží (míče a boxovací pytle) a šitá výroba (nosiče zahradní techniky, dětí, popř. hasičské výbavy). Bariéry v oblasti výroby míčů tedy představují vlastní know-how, speciální stroje a certifikát mezinárodní organizace, průmyslový vzor pro Evropu, což také vychází ze skutečnosti, že se jedná o jedinou výrobu v Evropě. V případě šité výroby jsou naopak bariéry vstupu do odvětví nízké, jelikož jde pouze o výrobu na standardním strojním vybavení. Další bariérou v České republice je nedostatek kvalifikované pracovní síly, což neplatí v rámci světové konkurence.

3.3 Finanční analýza

Tato kapitola je zaměřena k posouzení finanční výkonnosti podniku Omega a.s. Nejprve jsou data z finančních výkazů podrobena vertikálně-horizontální analýze. Následně je provedena analýza rozdílových ukazatelů, a tedy zejména čistého pracovního kapitálu a čistých pohotových prostředků. Dále jsou zanalyzovány poměrové ukazatele

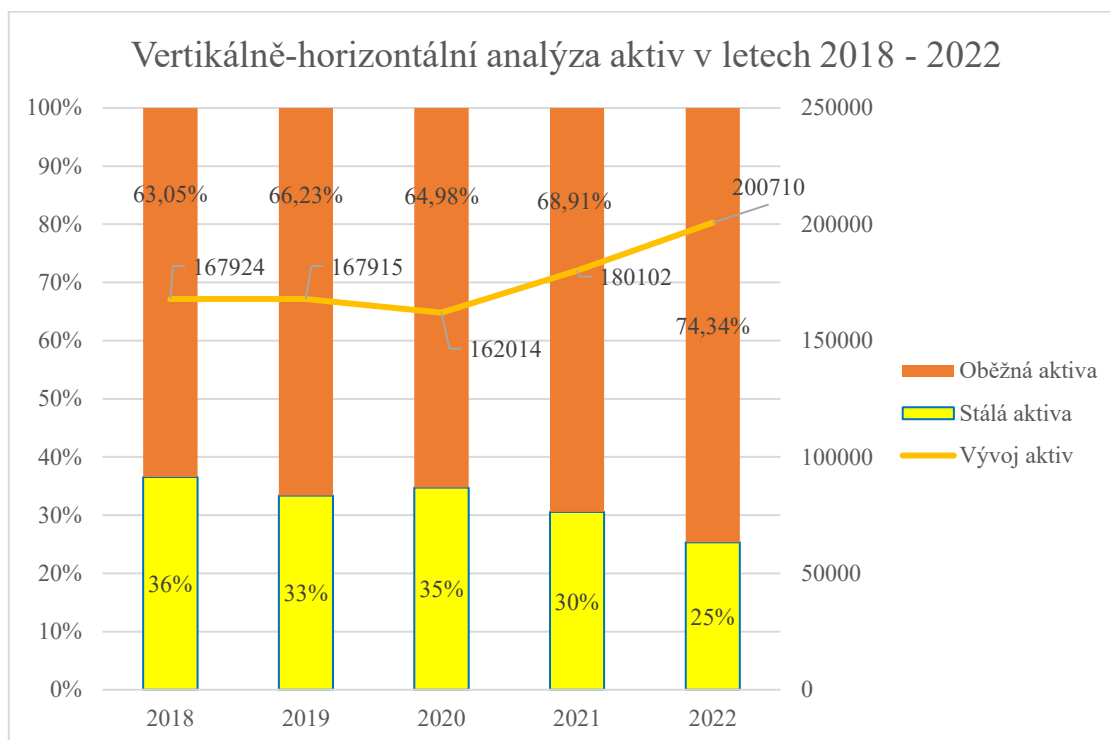
jako ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Na závěr jsou vyhotoveny souhrnné indexy hodnocení (bonitní a bankrotní modely).

3.3.1 Vertikálně-horizontální analýza

Pro vertikálně-horizontální analýzu jsou použité data dostupné z finančních výkazů výroční zprávy podniku Omega a.s. Jedná se o data v letech 2018-2022, přičemž veškeré finanční výkazy jsou přiloženy v příloze 1 až 4. Výpočty v této podkapitole vychází ze vzorce (2.8), (2.9) a (2.10) a veškeré propočty jsou uvedeny v přílohách 7 až 13.

Z vertikálně-horizontální analýzy aktiv zachycené v Grafu 3.1 si lze povšimnout, že aktiva v celém sledovaném období vzrostla ze 167 924 000 Kč na 200 710 000 Kč a tedy o 19,52 %, toto je z důvodu krize spojené s pandemií Covid-19, díky které se podniku výrazně snížily objednávky hlavních odběratelů. Podíl oběžných aktiv na celkových aktivech značně převyšuje podíl stálých aktiv. Jedná se o výrobní podnik a je tedy zřejmé, že oběžná aktiva budou představovat největší část aktiv, kdy v roce 2022 tvořila 74,34 % aktiv, zatímco stálá aktiva pouze 25 %. Pokles podílu stálých aktiv byl zapříčiněn v letech 2021 a 2022 především poklesem položky hmotné movité věci a jejich soubory. Zároveň také v těchto dvou letech vzrostly zásoby o 63,27 %, tedy 33 547 000 Kč, a v roce 2022 značně vzrostly pohledávky o 50,88 %, tedy 19 767 000 Kč. Růst zásob v těchto letech byl zapříčiněn poklesem objednávek hlavního odběratele. Pohledávky se rapidně zvýšily především díky zaúčtovanému výsledku ocenění uzavřených derivátových obchodů z krátkodobého i dlouhodobého pohledu. Časové rozlišení tvoří v každých letech zanedbatelnou část aktiv, necelé 1 % v každém roce. Největší část stálých aktiv tvoří stavby, které v roce 2022 dosahovaly 18,89 % celkových aktiv. Oběžná aktiva jsou nejvíce zastoupena zásobami a krátkodobými pohledávkami, které v roce 2022 nabývaly hodnoty 43,13 % a 20,45 % z celkových aktiv.

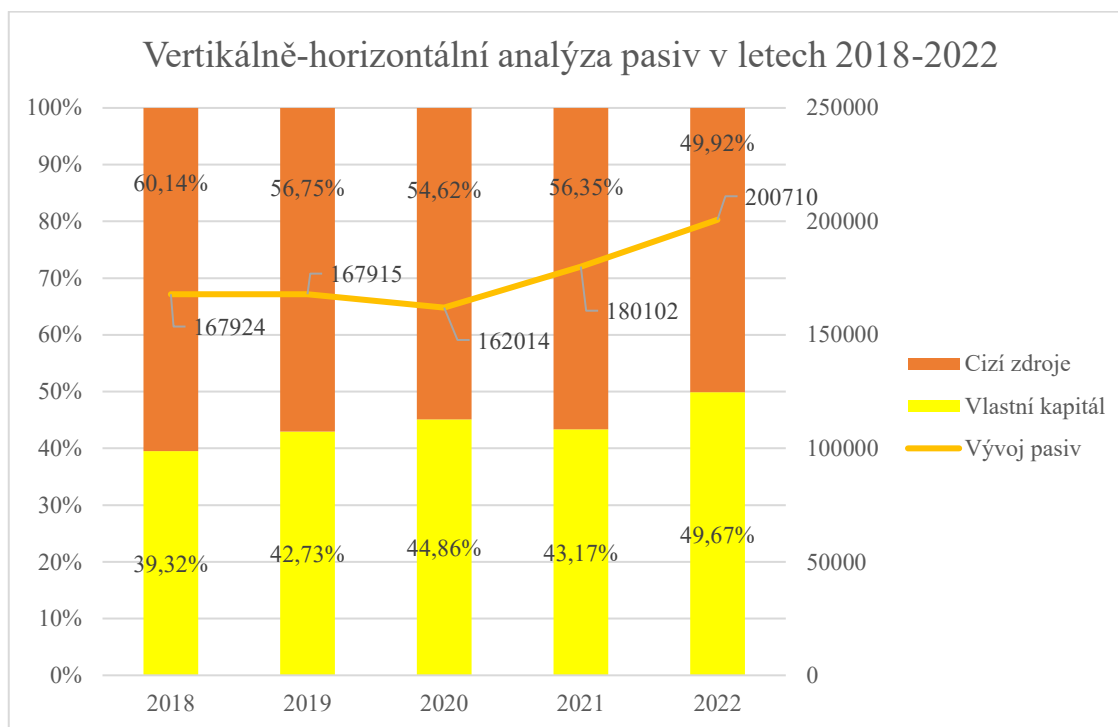
Graf 3.1 Vertikálně-horizontální analýza aktiv podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Z vertikálně-horizontální analýzy pasiv, viz Graf 3.2, vychází, že pasiva, obdobně jako aktiva převážně rostla. V letech 2021 a 2022 je možné pozorovat největší růst, a to oproti roku 2020 o 23,88 %, a tedy 38 696 000 Kč. Toto navýšení bylo zapříčiněno na straně pasiv přeceněním zajišťovacích derivátů na reálnou hodnotu ve výši 30 081 000 Kč. V roce 2018 tvořily převážnou pasiv část cizí zdroje, a to 60,14 %, přičemž vlastní kapitál tvořil 39,32 %. V roce 2022 se tento poměr vyhladil a zastoupení cizích zdrojů (49,92 %) i vlastního kapitálu (49,67 %) byl téměř totožný. Toto bylo zapříčiněno výše zmíněným přeceněním zajišťovacích derivátů, které se promítlo do položky ážio a kapitálové fondy. Pasiva se dále člení na časové rozlišení, které po celé období nepřesáhlo hodnotu 1 % a je tedy zanedbatelné. Veškeré položky zůstávaly v průběhu let víceméně neměnné až na položku ážio a kapitálové fondy, která v průběhu let vzrostla o 2000,63 %, tedy o 28 649 000 Kč.

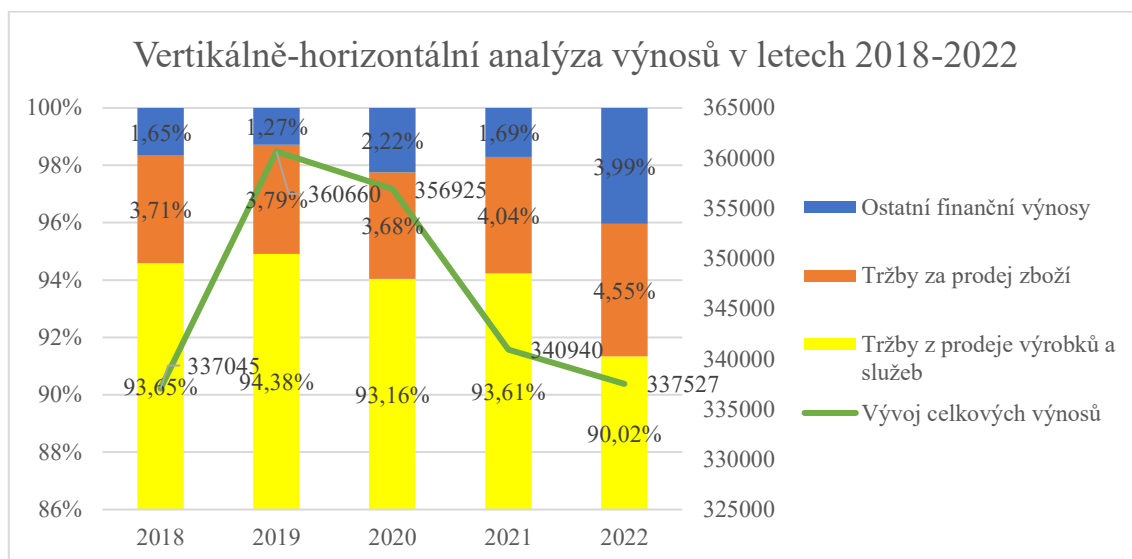
Graf 3.2 Vertikálně-horizontální analýza pasiv podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Z vertikálně-horizontální analýzy výnosů zachycené v Grafu 3.3 vychází, že nejvyšší hodnoty dosáhly celkové výnosy v roce 2019, a to 360 660 000 Kč, přičemž v dalších letech pouze klesaly, a to na hodnotu 337 527 000 Kč v roce 2022. To znamená pokles od roku 2019 do roku 2022 o 6,41 % (23 133 000 Kč), který byl způsoben poklesem objednávek, a tedy tržeb z prodeje výrobků a služeb o 10,74 % (36 548 000 Kč). Největší zastoupení výnosů v celém období představují právě tržby z prodeje výrobků a služeb. Toto je zapříčiněno výrobním zaměřením podniku. Tyto tržby tvoří ve všech sledovaných letech více než 90 % celkových výnosů. Dále se výnosy dělí na tržby za prodej zboží, které se pohybují ve všech letech okolo 4 %. Další, nízké, podíly výnosů tvoří ostatní provozní výnosy, které dosahují maximální hodnoty 1,44 % (4 868 000 Kč) celkových výnosů v roce 2022, výnosové úroky a podobné výnosy, které jsou zanedbatelné a v žádných z let nepřesahují 1 % výnosů celkových. Poslední složkou výnosů jsou ostatní finanční výnosy, které se značně zvýšily především v posledním roce z původních 5 769 000 Kč v roce 2021 na 13 458 000 Kč v roce 2022. Toto bylo způsobeno hedgingovými strategiemi podnikového managementu ke krytí měnového rizika.

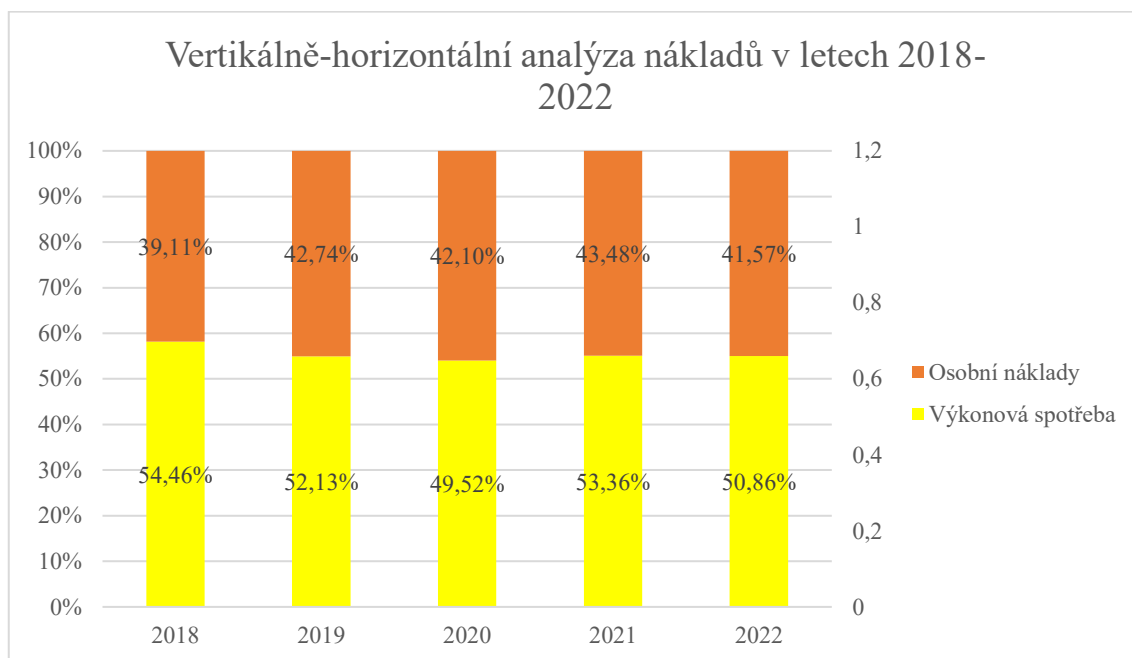
Graf 3.3 Vertikálně-horizontální analýza výnosů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Z vertikálně-horizontální analýzy nákladů, viz Graf 3.4, je zřejmé, že nejvyšších hodnot, stejně jako výnosy, dosahovaly celkové náklady v roce 2019 (361 678 000 Kč). V dalším roce došlo k poklesu na hodnotu 340 279 000 Kč, což zapříčinil nižší počet objednávek, a tím pádem nižší odbyt. Následující roky náklady vzrostly celkově o 2,42 % (8 232 000 Kč), což způsobil především nárůst rezerv v provozní činnosti a komplexní náklady příštích období. Jde o tvorbu strategických rezerv pro další krizová období. Největší části nákladů tvoří ve všech letech výkonová spotřeba a osobní náklady. Výkonová spotřeba se pohybuje ve všech letech okolo 50 %, zatímco osobní náklady okolo zhruba 40 %. Ve výkonové spotřebě je nejvíce zastoupena spotřeba materiálu a energie, která ve všech letech tvoří okolo 40 % celkových nákladů. Její druhou největší položkou je potom položka služby, která se podílela na celkových nákladech v roce 2019 z 11,54 % a dále pak její podíl klesal až na 6,04 % v roce 2022. Osobní náklady jsou značnou položkou, jelikož podnik klade důraz na spokojenost zaměstnanců a nadstandardní finanční ohodnocení. Z tohoto důvodu mzdové náklady a náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění tvoří v roce 2022 30,95 % a 9,95 % veškerých nákladů. Dalšími položkami celkových nákladů jsou úpravy hodnot v provozní oblasti, ostatní provozní náklady, nákladové úroky a podobné náklady, ostatní finanční náklady a konečně daň z příjmu. Všechny tyto položky tvoří jen nepatrnou část celkových nákladů nepřesahující větší část než 4 %.

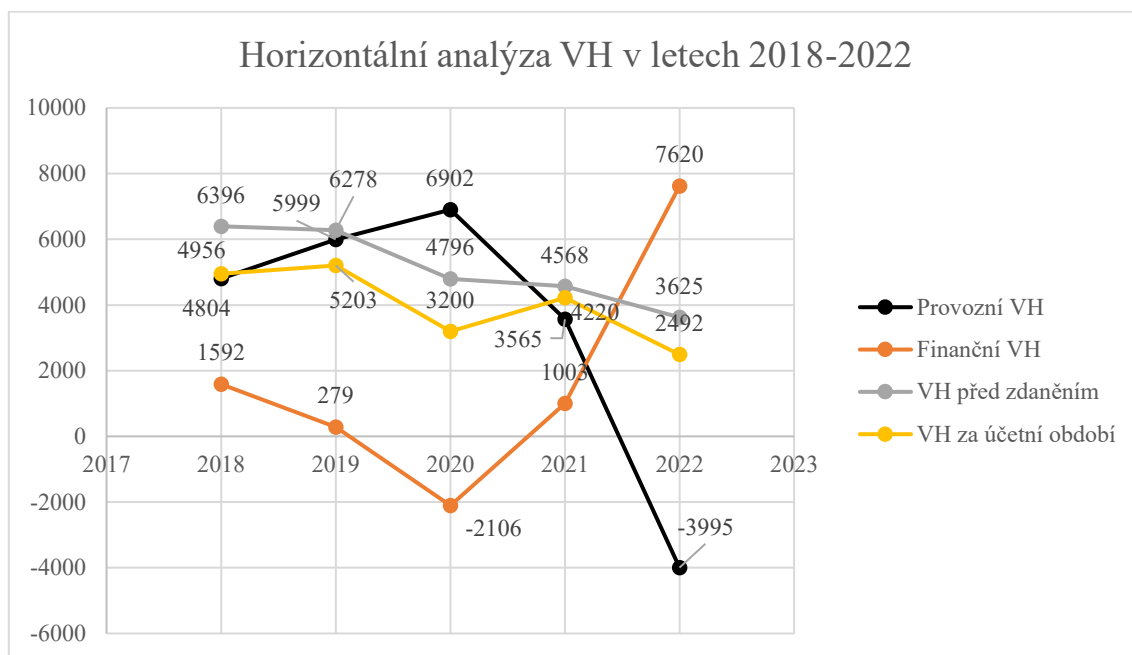
Graf 3.4 Vertikálně-horizontální analýza nákladů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Na závěr vertikálně-horizontální analýzy je zobrazena **horizontální analýza výsledků hospodaření (VH)**. V Grafu 3.5 je možné pozorovat klesající trend jak VH před zdaněním, tak VH za účetní období. Tyto VH v průběhu sledovaných let klesaly z původní hodnoty 6 396 000 Kč a 4 956 000 Kč na 3 625 000 Kč a 2 492 000 Kč. Toto znamená celkový pokles o 43,32 % a 49,72 %. Tyto poklesy způsobil do roku 2020 pokles finančního VH a od roku 2020 pokles provozního VH. Od roku 2020 do roku 2022 lze pozorovat značný pokles provozního VH, který klesl o 157,88 %. Tento pokles lze odůvodnit poklesem objednávek odběratelů, a tedy i tržeb, díky kterým provozní VH dosáhl v roce 2022 záporných hodnot (-3 995 000 Kč). Tento pokles byl kompenzován finančním VH, který mezitím vzrostl na hodnotu 7 620 000 Kč. Tento vzrůst je dán růstem ostatních finančních výnosů o 7 689 000 Kč v roce 2022.

Graf 3.5 Horizontální analýza VH podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Tato část je zaměřena na analýzu rozdílových ukazatelů, jejímž účelem je prvotně posoudit likviditu podniku. Analyzovány budou čistý pracovní kapitál (ČPK) a čisté pohotové prostředky (ČPP). Veškeré výpočty vycházejí ze vzorců (2.11) a (2.13).

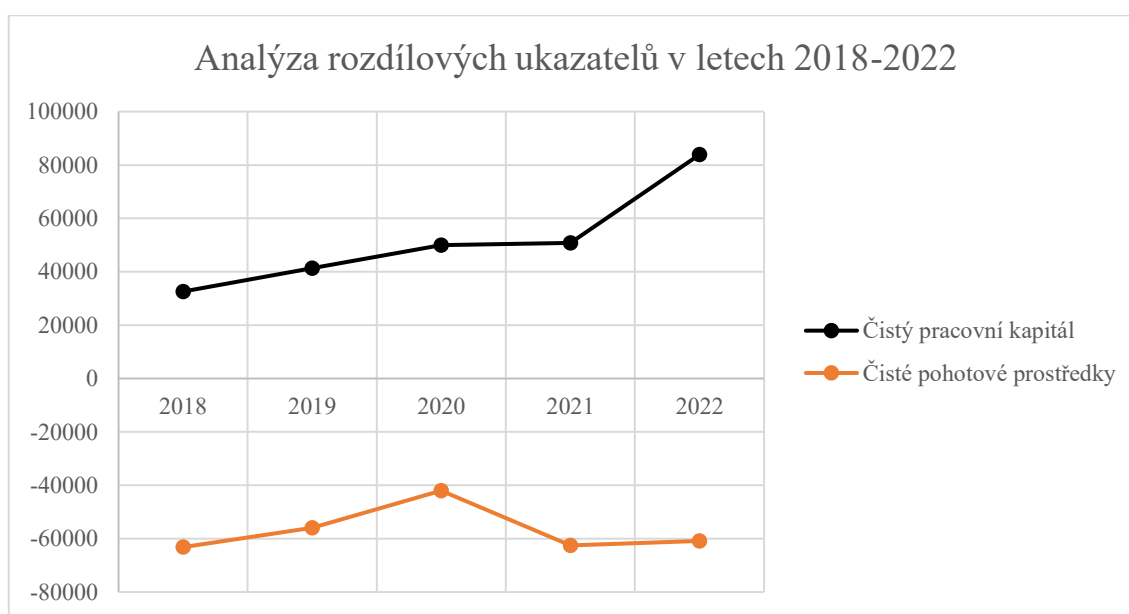
ČPK v průběhu celého sledovaného období rostl, a to celkově o 157,51 % z původní hodnoty v roce 2018 32 581 000 Kč na 83 898 000 Kč v roce 2022, viz Tab 3.9 a Graf 3.6. Tento nárůst je dán hlavně z důvodu nárůstu oběžných aktiv, konkrétně potom zásob, které se navyšovaly z důvodu nižšího odběru spojeného s krizí Covid-19 a válkou na Ukrajině. ČPK dosahuje relativně vysokých hodnot, které jsou však zapříčiněny zaměřením podniku a také zmiňovanou krizí. ČPP představují tu nejlikvidnější formu prostředků, přičemž se ve všech letech pohybují v záporných hodnotách. V celkovém sledovaném horizontu nepatrně vzrostly z -63 177 000 Kč na -60 852 000 Kč. Záporné hodnoty jsou zapříčiněny nízkým zastoupením peněžních prostředků v oběžných aktivech, a naopak vysokým zastoupením zásob. Lze konstatovat, že v případě nenadálých finančních problémů by podnik neměl dostatek okamžitých likvidních prostředků.

Tabulka 3.4 Analýza rozdílových ukazatelů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

Analýza rozdílových ukazatelů					
	2018	2019	2020	2021	2022
Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)	32581	41321	50022	50781	83898
Rel. změna ČPK		26,83%	21,06%	1,52%	65,22%
Čisté pohotovité prostředky (v tis. Kč)	-63177	-55885	-42016	-62590	-60852
Rel. změna ČPP		-11,54%	-24,82%	48,97%	-2,78%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.6 Analýza rozdílových ukazatelů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této kapitole jsou analyzovány poměrové ukazatele jako ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity podniku Omega a.s. v letech 2018-2022.

Ukazatele rentability napomáhají posoudit výkonnost podniku skrze výnosnost vloženého kapitálu do podniku. Pro tyto účely jsou analyzovány rentabilita tržeb (ROS), aktiv (ROA), vlastního kapitálu (ROE) a dlouhodobých zdrojů (ROCE). Hodnoty těchto ukazatelů jsou vypočteny na základě (2.15), (2.16), (2.17) a (2.18) a jsou zobrazeny v Tab 3.5 a Grafu 3.7.

Rentability ve všech případech v jednotlivých letech nedosahují vysokých hodnot. Toto je zapříčiněno převážně výrobním zaměřením podniku a potom také konkrétním

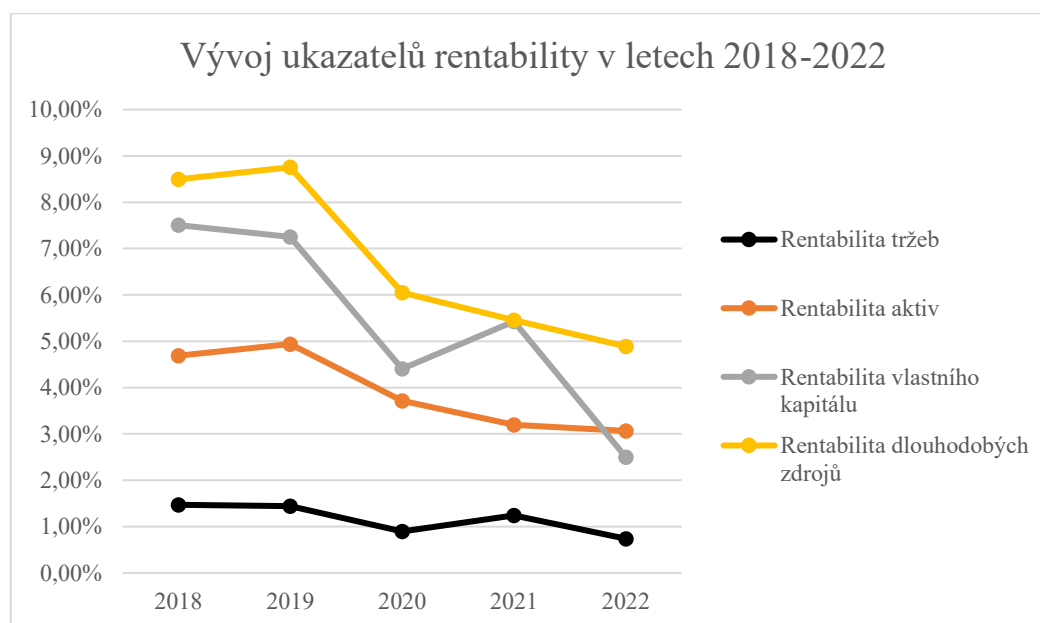
odvětvím průmyslové šité výroby, ve které jsou rentability celkově nízké. Rentability by měly být stabilní nebo vykazovat rostoucí trend. Toto nelze tvrdit v případě podniku Omega a.s., jelikož se v průběhu let všechny pozorované rentability snížily, a to v případě rentability tržeb z 1,47 % v roce 2018 na 0,74 % v roce 2022. Dále se potom snížila z původních 4,69 % v roce 2018 na 3,06 % rentabilita aktiv. Rentabilita vlastního kapitálu značně klesla ze 7,51 % v roce 2018 na 2,50 % v roce 2022. Posledním klesajícím ukazatelem je rentabilita dlouhodobých zdrojů, která klesla z 8,50 % v roce 2018 na 4,89 % v roce 2022. Náhlé poklesy všech rentabilit lze pozorovat původně z roku 2020 na rok 2021. Toto je zapříčiněno poklesem výsledků hospodaření spojeným se světovými krizemi počínajícími v roce 2020.

Tabulka 3.5 Ukazatele rentability podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

Ukazatele rentability					
	2018	2019	2020	2021	2022
Rentabilita tržeb	1,47%	1,44%	0,90%	1,24%	0,74%
Rentabilita aktiv	4,69%	4,94%	3,71%	3,20%	3,06%
Rentabilita vlastního kapitálu	7,51%	7,25%	4,40%	5,43%	2,50%
Rentabilita dlouhodobých zdrojů	8,50%	8,75%	6,05%	5,46%	4,89%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.7 Vývoj ukazatelů rentability podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele aktivity pomáhají posoudit schopnost podniku efektivně přeměnit vybrané položky aktiv v tržby. V tomto případě jsou sledovány obrat celkových aktiv,

doba obratu aktiv, doba obratu zásob, doba obratu pohledávek a doba obratu závazků, jejichž výpočty vycházejí z rovnic (2.19) až (2.23) a jsou zobrazeny v Tab 3.6 a Grafu 3.8.

V případě obratu celkových aktiv je žádoucí hodnota alespoň 1, což podnik Omega a.s. splňuje ve všech letech. Toto značí počet obrátek, tedy efektivnost využívání celkového majetku, která v letech 2018 až 2020 dosahovala hodnot 2,0; 2,1 a 2,2. V letech 2021 a 2022 poté doba obratu celkových aktiv klesla nejprve na 1,9 a poté na 1,7 obrátek za rok. Toto bylo způsobeno poklesem tržeb a zároveň růstem aktiv v celém období.

Doba obratu aktiv by měla vykazovat klesající trend, což se v případě prvních tří let podniku dařilo a hodnoty v průběhu let klesly ze 179,4 dní na 163,4 dní. S příchodem krize se však tento ukazatel začal zvyšovat a dosáhl hodnoty 214,1 dní v roce 2022.

Doba obratu zásob se opět s počátkem krize v roce 2020 začala zvyšovat, a to z původních 52,7 dní v roce 2020 na 92,3 dní v roce 2022. Toto značí delší vázání zásob a tím pádem i nižší likviditu. Toto je však zapříčiněno nárůstem zásob a zároveň poklesem tržeb souvisejících s přerušáním objednávek.

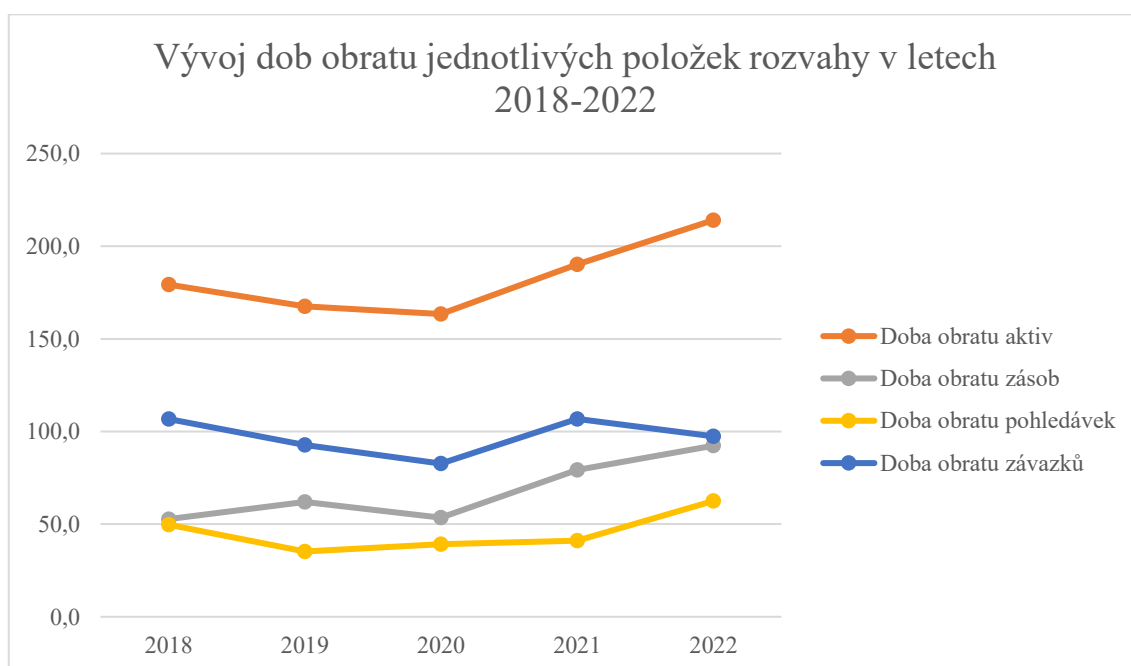
Doba obratu pohledávek by měla mít opět klesající trend, nebo by alespoň měla dosahovat hodnot nižších než doba obratu závazků. Toto podnik Omega a.s. splňuje. V letech 2018 až 2019 doba obratu pohledávek značně klesla z 49,7 dní na 35,3 dní a následně postupně rostla v letech 2020 až 2022 na 39,2 dní, 41 dní a 62,5 dní. Tento nárůst způsobil pokles tržeb a růst pohledávek spojených s neustále zmiňující krizí. Důležité je však podotknout, že běžná lhůta splatnosti krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů činí 30 až 60 dní a ostatní pohledávky po splatnosti jsou většinou uhrazeny 30 dní po splatnosti. Doba obratu závazků poté dosahuje téměř dvojnásobných hodnot ve všech letech, což je žádoucí.

Tabulka 3.6 Ukazatele aktivity podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

Ukazatele aktivity					
	2018	2019	2020	2021	2022
Obrat celkových aktiv	2,0	2,1	2,2	1,9	1,7
Doba obratu aktiv	179,4	167,6	163,4	190,2	214,1
Doba obratu zásob	52,7	62,0	53,5	79,3	92,3
Doba obratu pohledávek	49,7	35,3	39,2	41,0	62,5
Doba obratu závazků	106,7	92,7	82,7	106,8	97,5

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.8 Vývoj dob obratu jednotlivých položek rozvahy podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele zadluženosti slouží k posouzení struktury vlastního kapitálu a cizích zdrojů a zároveň poskytuje nástroj k řízení rizik skrze míru zadlužení. Mezi analyzované ukazatele patří celková zadluženost, míra zadluženosti, ukazatel úrokového krytí, podíl vlastního kapitálu (VK) na aktivech, majetkový koeficient a doba splácení dluhu. Výpočty jsou provedeny na základě vzorců (2.24) až (2.27) a jsou zachyceny v Tab 3.7.

Celková zadluženost by neměla dosahovat příliš velkých hodnot, jelikož mohou představovat vyšší riziko pro věřitele. Hodnoty celkové zadluženosti dosahují v letech 2018 až 2021 hodnot vyšších než 50 %, což značí, že podnik má větší zastoupení cizích zdrojů než vlastního kapitálu. Zadluženost v průběhu let klesala především díky nárůstu celkových aktiv.

Míra zadluženosti by měla být klesající, jelikož je významná pro banky a věřitele. Tento fakt podnik Omega a.s. splňuje, jelikož se jeho poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu v průběhu let snížil ze 152,96 % v roce 2018 na 100,51 % v roce 2022. Toto bylo zapříčiněno růstem položky ážio a kapitálové fondy a položky výsledek hospodaření minulých let.

Díky ukazateli úrokového krytí lze posoudit, do jaké míry je podnik Omega a.s. schopen krýt náklady na úroky. Podnik byl schopen ve všech letech dosáhnout hodnoty alespoň 100 %, a tedy vydělat si nad míru nákladů na úroky. Ukazatel úrokového krytí dosahoval nejvyšší hodnoty 534,22 % v roce 2018 a nejnižší 243,51 % poté v roce 2022. Tento pokles byl způsoben navýšením nákladů na úroky a zároveň poklesem hospodářského výsledku.

Podíl VK na aktivech stojí naproti celkové zadluženosti, jelikož jeho výpočet vychází z vlastního kapitálu. Žádoucí je rostoucí trend, což se podniku ve sledovaném období dařilo plnit. V roce 2018 činil tento podíl 39,32 %, přitom v roce 2022 už činil 49,67 %.

Tabulka 3.7 Ukazatele zadluženosti podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

	Ukazatele zadluženosti				
	2018	2019	2020	2021	2022
Celková zadluženost	60,14%	56,75%	54,62%	56,35%	49,92%
Míra zadluženosti	152,96%	132,81%	121,76%	130,53%	100,51%
Ukazatel úrokového krytí	534,22%	411,41%	493,44%	483,22%	243,51%
Podíl VK na aktivech	39,32%	42,73%	44,86%	43,17%	49,67%
Majetkový koeficient	2,54	2,34	2,23	2,32	2,01
Doba splácení dluhu	9,99	5,26	3,10	-16,93	28,87

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele likvidity jsou využívány k posouzení platební schopnosti podniku. Mezi pozorované ukazatele patří ukazatel běžné likvidity, ukazatel pohotové likvidity a ukazatel okamžité likvidity. Výsledné hodnoty jsou zachyceny v Tab 3.8 a Grafu 3.9, přičemž výpočty vycházejí z rovnic (2.28) až (2.30).

Ukazatel běžné likvidity by měl dosahovat hodnot v rozmezí od 1,5 do 2,5, což podnik nesplňuje pouze v roce 2018, kdy jeho hodnota byla 1,44. Ukazatel se potom do roku 2020 dále zvyšoval až na hodnotu 1,91, což zapříčinil pokles krátkodobých závazků, a především závazků k úvěrovým institucím. V roce 2021 hodnota ukazatele klesla na 1,69, jelikož závazky k úvěrovým institucím opět vzrostly, zatímco zásoby vzrostly také,

ale poměrově na tak výrazně. V roce 2022 vzrostla hodnota ukazatele na 2,28, což bylo zapříčiněno poklesem krátkodobých závazků a zároveň značným nárůstem oběžných aktiv. Podnik z hlediska běžné likvidity tedy lze prohlásit za likvidní.

Z hlediska pohotové likvidity už podnik Omega a.s. hodnotami nespadá do žádoucího intervalu od 1,0 do 1,5. Jediné roky, ve kterých se hodnoty blíží tomuto rozpětí jsou rok 2020 a rok 2022, přičemž v roce 2020 to bylo zapříčiněno poklesem krátkodobých závazků a v roce 2022 nárůstem krátkodobých pohledávek.

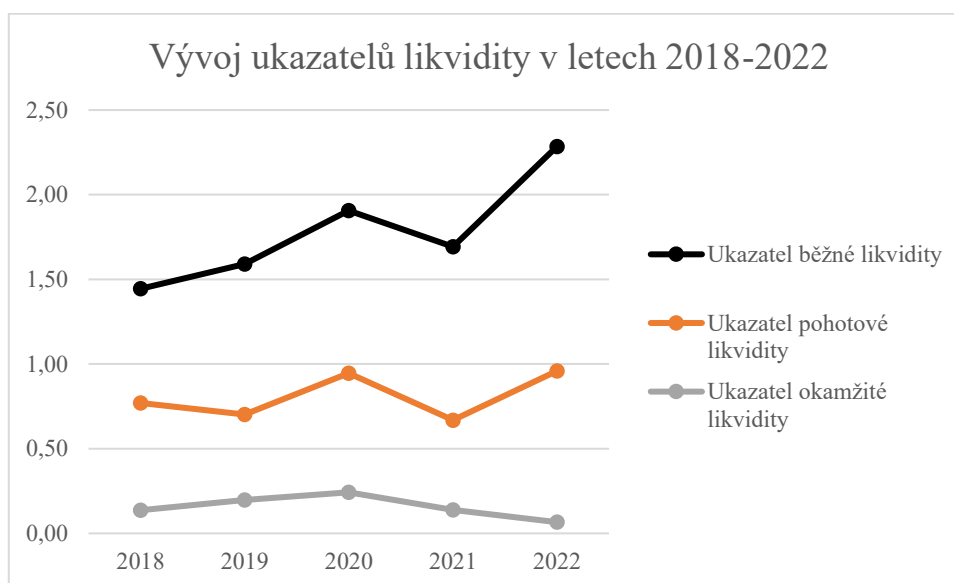
V případě ukazatele okamžité likvidity je žádoucí, aby hodnoty spadaly do intervalu od 0,2 do 0,5. Tuto skutečnost lze potvrdit pouze v letech 2019 a 2020, kdy hodnoty ukazatele dosahovaly hodnot 0,2 a 0,24. V roce 2021 potom hodnota klesla na 0,14, což je relativně nízká hodnota, protože to vypovídá o nízké likviditě podniku a neschopnosti v případě problémů rychle splatit své krátkodobé závazky. Toto je dáno nízkou hodnotou peněžních prostředků, jelikož se jedná o výrobní podnik, který váže většinu svých prostředků v zásobách.

Tabulka 3.8 Ukazatele likvidity podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

Ukazatele likvidity					
	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatel běžné likvidity	1,44	1,59	1,91	1,69	2,28
Ukazatel pohotové likvidity	0,77	0,70	0,95	0,67	0,96
Ukazatel okamžité likvidity	0,14	0,20	0,24	0,14	0,07

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.9 Vývoj ukazatelů likvidity podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.4 Souhrnné indexy hodnocení

V rámci oceňování je pro oceňovatele důležité posoudit, zda podnik bude schopný fungovat do budoucna či nikoliv. K tomuto jsou nápomocné tyto souhrnné indexy hodnocení. V této podkapitole budou interpretovány bonitní model index bonity, dále dva bankrotní modely index IN05 a Tafflerův index.

Bonitní model **index bonity**, jehož výpočet vychází ze vzorce (2.31), je zachycen spolu s ostatními indexy v Tab 3.9 a jejich vývoj je poté znázorněn v Grafu 3.10. Rozmezí výsledných hodnot a jejich interpretace je zobrazena v kapitole 2.3.3, Obr 2.2. Z tohoto obrázku je zřejmé, že hodnoty v letech 2018 až 2021 (1,111; 1,2; 1,231; 1,1) vypovídají o dobré ekonomické situaci podniku. V roce 2022 hodnota klesla na 0,979, což vypovídá o problematické ekonomické situaci. Hodnoty od roku 2018 do roku 2020 rostly a následně do roku 2022 klesaly. Toto je dáno krizovým managementem podniku při proběhlých ekonomických šocích. Přívětivý signál však je, že v každém roce lze podnik označit za bonitní a lze tedy počítat s jeho pokračujícím fungováním v následujících letech.

Bankrotní model **index IN05** lze vypočítat dle vzorce (2.32). Výsledné hodnoty tohoto modelu, jejichž interpretace vychází z Obr 2.3, se v celém sledovaném období blíží 1, což značí šedou zónu, podnik tedy není ani bankrotní ani bonitní. Dobrou známkou je, že i přes probíhající krizi podnik není bankrotní. Nicméně, hraniční hodnotou je 0,9, čemuž se index IN05 ve všech letech blíží. Zároveň také od roku 2020 hodnota tohoto indexu klesá a to z 1,191 v roce 2020 na 1,096 v roce 2021 až na 1,038 v roce 2022. Zatím lze tedy konstatovat, že podnik Omega a.s. bankrotní není a nachází se v šedé zóně, ale s pokračujícím klesajícím trendem se do zóny bankrotního podniku dostane.

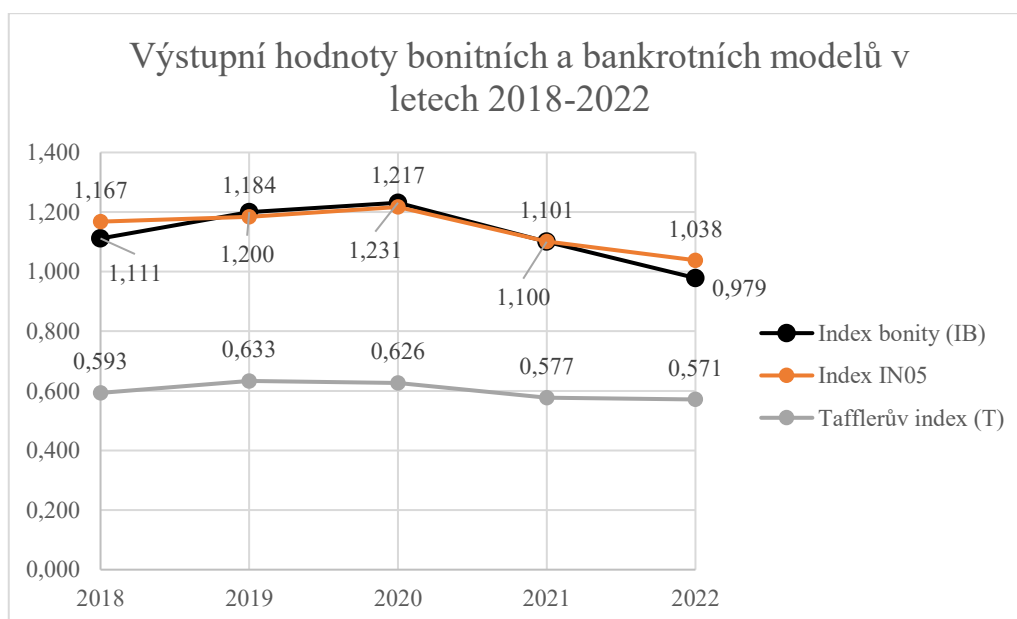
Bankrotní model **Tafflerův index** je vypočítán z rovnice (2.33) a interpretace výsledků je zobrazena v Obr 2.4. Ve všech letech sledovaného období se hodnoty pohybují v intervalu $(0,3 ; \infty)$, což vypovídá o bonitním podniku. Od roku 2019 do roku 2022 lze zaznamenat klesající trend indexu, což jako v předchozích případech je zapříčiněno globální krizí. Hodnoty klesaly z původních 0,628 v roce 2019 na 0,617 v roce 2020, 0,571 v roce 2021 a konečně na 0,558 v roce 2022. Hodnoty Tafflerova indexu vykazují opět klesající trend, i přes to jsou však téměř dvojnásobné než hraniční hodnota 0,3.

Tabulka 3.9 Výstupní hodnoty bonitních a bankrotních modelů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022

	Výstupní hodnoty bonitních a bankrotních modelů				
	2018	2019	2020	2021	2022
Index bonity (IB)	1,111	1,200	1,231	1,100	0,979
Index IN05	1,167	1,184	1,217	1,101	1,038
Tafflerův index (T)	0,593	0,633	0,626	0,577	0,571

Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.10 Vývoj výstupních hodnot bonitních a bankrotních modelů podniku Omega a.s. v letech 2018-2022



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.5 Shrnutí finanční analýzy

Finanční analýza podniku Omega a.s. byla zaměřena k prověření finančního zdraví společnosti a zároveň její schopnosti nadále fungovat i v budoucnu. Finanční analýza vycházela z finančních výkazů podniku v letech 2018 až 2022. V první části byla provedena vertikálně-horizontální analýza aktiv, pasiv, výnosů a nákladů a horizontální analýzy výsledků hospodaření. Aktiva i pasiva v celém sledovaném období celkově vzrostla, toto bylo zapříčiněno především celosvětovou krizí, díky níž se podniku snížily objednávky a tím pádem se snížil odbyt výrobků, a proto se navyšovala oběžná aktiva. Nárůst byl z převážné části zapříčiněn růstem zásob, jelikož se zvyšovalo množství neprodaných výrobků. Největší podíl aktiv tvořila zmiňovaná oběžná aktiva, jejichž podíl byl ve všech letech víceméně dvojnásobný než podíl stálých aktiv. Toto bylo dáno

především výrobním charakterem podniku. V případě pasiv největší podíl tvořily ve všech letech cizí zdroje, což značí o relativně vyšší zadluženosti. Druhou největší položkou pasiv byl poté vlastní kapitál, jehož podíl se v roce 2022 téměř vyrovnal podílu cizích zdrojů, a to z důvodu přecenění zajišťovacích derivátů, které se promítlo do položky ážio a kapitálové fondy. Výnosy měly od roku 2019 klesající trend, jelikož se snížila jejich nejvyšší položka, a to tržby z prodeje výrobků a služeb. Druhou největší položkou, která je však osmnáctkrát nižší, než položka největší jsou tržby za prodej zboží. Náklady podniku Omega a.s. z roku 2019 na rok 2020 klesly a následně rostly do roku 2022. Pokles nákladů v roce 2020 byl opět spojen s nižším odbytem, přičemž nárůst nákladů v dalších letech byl spojen především s vytvořením strategických rezerv pro další krizové roky, které se promítlo do položky rezervy v provozní činnosti a komplexní náklady příštích období. Největší položkami nákladů byly ve všech období výkonový spotřeba a osobní náklady, což opět vypovídá o výrobním zaměření podniku a zároveň o jeho tendenci udržovat své zaměstnance spokojené a nadstandardně ohodnocené. Konečně, výsledky hospodaření před zdaněním a za účetní období v průběhu let klesaly, zatímco finanční výsledek hospodaření od roku 2020 značně vzrostl. Toto bylo způsobeno hedgingovými strategiemi podniku a kompenzováním poklesu provozního výsledku hospodaření.

V další části byly analyzovány rozdílové a poměrové ukazatele. V rámci rozdílových ukazatelů byly vypočítány čistý pracovní kapitál, čisté peněžní prostředky a čistý peněžně-pohledávkový fond. Poměrové ukazatele zahrnovaly ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Čistý pracovní kapitál za celé období vzrostl a jeho hodnoty byly v roce 2022 relativně vysoké, především díky navýšení zásob. Hodnoty čistých pohotových prostředků i čistého peněžně-pohledávkového fondu se v celém období pohybovaly pod nulou, což značí o nižší likviditě podniku. Toto je dáno tím, že podnik neváže tolik prostředků v likvidnějších pohledávkách či peněžních prostředcích. Rentability ve všech letech nedosahovaly hodnot vyšších než 10 %, přičemž nejnižší hodnoty byly zaznamenány u rentability tržeb. Toto vychází z odvětví průmyslového šití výrobků, kde jsou rentability obecně nízké. Obrat celkových aktiv podniku činila v letech 2018 až 2021 okolo 2 obrátek za rok, což se v roce 2022 snížilo na 1,6 obrátky za rok. Doby obratu aktiv i zásob od roku 2020 rostly. Doba obratu pohledávek byla ve všech letech nižší než doba obratu závazků, což je žádoucí. Celková zadluženost podniku v letech 2018 až 2021 dosahovala hodnot vyšších než 50 %, přičemž v roce 2022 hodnota

klesla z důvodu navýšení vlastního kapitálu. V případě běžné likvidity podnik ve všech letech kromě roku 2018 dosahoval žádoucích hodnot. Hodnoty pohotové likvidity a okamžité likvidity zpravidla nedosahovaly žádoucích hodnot, jelikož položky zásob tvořily ve všech letech největší podíl oběžných aktiv. Podnik by tedy v případě nenadálých potíží nemusel být schopen dostatečně rychle dostát svým závazkům.

Na závěr finanční analýzy bylo provedeno posouzení výsledků souhrnných indexů hodnocení. Vypočítán byl jeden bonitní model (index bonity) a dva bankrotní modely (index IN05 a Tafflerův index). V případě indexu bonity a Tafflerova indexu byl podnik v převážné většině zařazen do kategorie bonitní podnik. Výsledky indexu IN05 spadaly ve všech letech to šedé zóny a s pokračujícím klesajícím trendem je možné, že se v budoucnu dostane do kategorie bankrotního podniku. Každopádně zatím jde spíše o podnik bonitní a lze tedy předpokládat jeho pokračující fungování v budoucnosti.

3.4 Finanční plán

Další částí oceňování podniku je sestavení finančního plánu. Finanční plán podniku Omega a.s. je sestaven pro první fázi v letech 2023 až 2025 a druhou fázi v letech 2026 s předpokladem fungování podniku do nekonečna. Dále pak vychází z plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty, které byly dopočítány na základě tzv. generátorů hodnoty. Plánovaná rozvaha, výkaz zisku a ztráty a cash flow podniku Omega a.s. v letech 2023 až 2026 jsou součástí přílohy 14 až 16.

3.4.1 Generátory hodnoty

V této podkapitole budou postupně sestaveny plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán pracovního kapitálu a plán investic. Většina z těchto plánů je založena na váženém průměru, přičemž každému roku s dostupnými daty je přidělena váha. Tato váha je největší v letech nejvíce se blížících současnosti z důvodu relevantnosti.

Plán tržeb je součástí strategické analýzy sestavené v kapitole 3.2.2. Zde byl na základě vývoje tržeb odvětví, makroekonomických veličin a tržního podílu sestaven vývoj tržeb podniku Omega a.s. do budoucna, viz Tab 3.3.

Plán provozní ziskové marže byl stanoven pro období v letech 2023 až 2026 a jeho výpočet vychází ze vzorce (2.34). Nejprve bylo nutné stanovit zmiňovanou provozní ziskovou marži z výsledku hospodaření před zdaněním a úroky (EBIT) a z dostupných tržeb podniku v letech 2018 až 2022. Každému z období byly přiřazeny dané váhy, ze kterých se následně vypočítal vážený průměr. Výsledek tohoto průměru provozní ziskové

marže byl 0,018. Na základě plánovaných tržeb byl poté dopočítán odhad EBIT pro budoucí období.

Tabulka 3.10 Plán provozní ziskové marže podniku Omega a.s. v letech 2023-2026

	Provozní zisková marže (PZM)					Plán provozní ziskové marže			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-∞
PZM	0,023	0,023	0,017	0,017	0,018	0,018	0,018	0,017	0,017
Váhy	5%	10%	20%	30%	35%				
	Vážený průměr			0,018284					
	EBIT (v tis. Kč)					EBIT (v tis. Kč)			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-∞
	7869	8294	6015	5760	6151	5203	5199	5284	5173

Zdroj: vlastní zpracování

Plán pracovního kapitálu je využíván k odhadu dílčích položek, které jsou zahrnuty ve výpočtu pracovního kapitálu. Nejprve bylo nutné stanovit doby obratu jednotlivých položek na základě vzorců (2.21) až (2.23), přičemž doba obratu časových rozlišení je sestavena obdobně. Dále byl sestaven vážený průměr jednotlivých dob obratu z vah přiřazených letům stejným způsobem jako v případě provozní ziskové marže. Na závěr byly odhadnuty jednotlivé položky na základě váženého průměru a předpokládaných tržeb v letech 2023 až 2026.

Tabulka 3.11 Plán pracovního kapitálu podniku Omega a.s. v letech 2023-2026

	Plán pracovního kapitálu (v tis. Kč)			
	2023	2024	2025	2026-∞
+Zásoby	62206	63325	65550	65372
+Pohledávky	39516	40227	41640	41527
+Peněžní prostředky	7876	8018	8300	8277
+Časové rozlišení aktiv	909	925	957	955
-neúročené závazky	57426	58458	60512	60348
-časové rozlišení pasiv	734	748	774	772

Zdroj: vlastní zpracování

Plán investic vychází z koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto (k_{DMb}), viz rovnice (2.36). Nejprve byl tedy dopočítán tento koeficient z investic brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržeb. Následně byl opět stanoven vážený průměr koeficientu a na základě předpokládaných tržeb byly stanoveny budoucí investice

brutto. Budoucí odpisy byly stanoveny z váženého průměru podílů minulých odpisů na minulých brutto investicích, který byl vynásoben součtem brutto investic v daném roce a stavu dlouhodobého majetku ke konci roku minulého. Netto investice byly dopočítány rozdílem brutto investic a odpisů a následně z těchto investic byly dopočítány hodnoty stavu dlouhodobého majetku. Výsledné hodnoty jednotlivých položek plánu investic jsou zachyceny v Tab 3.12.

Netto investice ve čtyřech z pěti minulých období byly záporné, což bylo zapříčiněno odpisy vyššími než brutto investice. Tato skutečnost se také projevila do plánu investic, kde v prvních třech letech byly netto investice záporné. Z tohoto důvodu bude pro další část této práce aplikován předpoklad, že brutto investice budou v budoucích letech alespoň o 25 % vyšší než předpokládané odpisy. Toto zajistí, že se hodnota stálých aktiv nebude snižovat a podnik bude aktivně investovat do technického zhodnocení majetku.

Tabulka 3.12 Plán investic podniku Omega a.s. v letech 2023-2026

	Investice (v tis. Kč)					Plán investic (v tis. Kč)			
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026- ∞
Brutto investice	9000	5211	10190	7500	3200	9520	9719	10063	10096
k_{DMb}	0,027	0,014	0,029	0,022	0,009				
	5%	10%	20%	30%	35%				
	Vážený průměr				0,018				
Odpisy	10921	10413	8818	8715	7660	7616	7775	8051	8077
Podíl odpisů na součtu investic brutto a stálých aktiv	0,027	0,025	0,021	0,022	0,019				
	5%	30%	35%	20%	10%				
	Vážený průměr				0,022				
Stav stálých aktiv	60983	55622	56051	54607	50549	52453	54397	56409	58429
Netto investice	-1921	-5202	1372	-1215	-4460	1904	1944	2013	2019

Zdroj: vlastní zpracování

3.4.2 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Kompletní plánovaný výkaz zisku a ztráty byl sestaven na období 2023 až 2026, přičemž hodnoty celkových tržeb vycházely z plánu tržeb a dále byly postupně

rozpočítány mezi jednotlivé položky tržeb na základě vážených průměrů jejich podílů na tržbách v minulých letech, viz Tab 3.13. Výsledek hospodaření před zdaněním a úroky spolu s odpisy byly převzaty z plánu provozní marže a plánu investic. Následně byly zbylé položky výkazu zisku a ztráty adekvátně rozpočítány dle vážených průměrů podílů daných položek a položek jim nadřazeným, případně byly dopočítány prostým součtem či rozdílem.

Tabulka 3.13 Vážený průměr podílů jednotlivých tržeb a plánovaných tržeb

Vážený průměr podílů jednotlivých tržeb a plánovaných tržeb						
	2018	2019	2020	2021	2022	Vážený průměr
Váhy	5%	10%	20%	30%	35%	
Tržby z prodeje výrobků a služeb	4,68%	9,44%	18,63%	28,08%	31,51%	92,35%
Tržby za prodej zboží	0,19%	0,38%	0,74%	1,21%	1,59%	4,10%
Ostatní provozní výnosy	0,05%	0,05%	0,19%	0,20%	0,50%	0,99%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,08%	0,13%	0,44%	0,51%	1,40%	2,56%

Zdroj: vlastní zpracování

3.4.3 Plánovaná rozvaha

Plánovaná rozvaha byla sestavena na období 2023 až 2026 na základě generátorů hodnoty. Dlouhodobý majetek byl převzat z plánu investic a následně byly dopočteny jeho dílčí položky z váženého průměru podílu dané položky a stálých aktiv v jednotlivých minulých letech. Zásoby a pohledávky, stejně tak jako časové rozlišení aktiv byly stanoveny na základě plánu pracovního kapitálu. Peněžní prostředky byly dosazeny z plánovaného výkazu cash flow.

Cizí zdroje na straně pasiv představují součet závazků a ostatních rezerv. Neúročené krátkodobé závazky byly převzaty z plánu pracovního kapitálu, dlouhodobé závazky byly poté dopočteny opět jako vážený průměr jejich podílů na celkových pasivech v jednotlivých minulých letech. Ostatní rezervy byly dopočteny obdobně. Časové rozlišení pasiv bylo převzato z plánu pracovního kapitálu. Vlastní kapitál je dán rozdílem celkových pasiv, cizích zdrojů a časového rozlišení pasiv. Při stanovování základního kapitálu se předpokládala jeho neměnná hodnota. Výsledek hospodaření běžného účetního období byl převzat z plánu výkazu zisku a ztráty a výsledek hospodaření z minulých let byl vypočítán jako součet výsledku hospodaření z minulých let v minulém roce a výsledku hospodaření běžného účetního období v daném roce.

Ostatní rezervní fondy byly stanoveny váženým průměrem jejich podílů na vlastním kapitálu v jednotlivých letech. Z důvodu aktivního využívání hedgingových strategií v podniku byla položka ážio a kapitálové fondy dále dopočtena jako rozdíl vlastního kapitálu a jeho ostatních položek.

3.4.4 Plánovaný výkaz cash flow

Výsledek hospodaření běžného účetního období byl převzat z výkazu zisku a ztráty. Odpisy a investice byly stanoveny na základě plánu investic. Změna zásob, pohledávek a krátkodobých závazků byly stanoveny na základě plánu pracovního kapitálu. Změna stavu dluhu (úvěru) byla určena na základě předchozí schopnosti podniku splácet své závazky, přičemž se předpokládá, že podnik bude každý rok splácet 2 000 000 Kč ze stávajících dluhů a nebude pořizovat úvěr jiný.

3.5 Náklady kapitálu

Tato kapitola je věnována stanovení nákladů kapitálu. Určení těchto nákladů je nezbytné pro ocenění, neboť slouží k diskontování budoucích peněžních toků. K výpočtu nákladů na celkový kapitál budou nejprve stanoveny náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál.

3.5.1 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál byly stanoveny dle vzorce (2.38). Úroková sazba zde byla určena pomocí rovnice (2.39), přičemž úroková míra činila 4,96 %. Náklady na cizí kapitál se poté rovnaly 4,02 %, kde daňová sazba byla stanovena na 19 %.

3.5.2 Náklady na vlastní kapitál a celkový kapitál

Náklady na vlastní kapitál a posléze na celkový kapitál byly určeny pomocí dvou metod. Nejprve modelem oceňování kapitálových aktiv – CAPM a následně stavebnicovým modelem Ministerstva průmyslu a obchodu.

Náklady na kapitál pomocí **modelu CAPM** byly stanoveny pomocí rovnice (2.41) a (2.42). Hodnota koeficientu β^U spolu s tržní rizikovou prémie byly získány z databáze pages.stern.nyu.edu. Hodnota bezrizikové míry byla určena nejprve pro roky 2023 až 2025 pomocí výnosu deseti letého státního dluhopisu. Pro rok 2026 bylo čerpáno z výnosu sedmnáctiletého státního dluhopisu. Hodnota celkových nákladů na kapitál *WACC* byla poté určena pomocí rovnice (2.37). Je však nutné podotknout, že tento model se používá především v prostředí s rozvinutým kapitálovým trhem, což nelze v případě

České republiky tvrdit. Z tohoto důvodu byly náklady na kapitál dále určeny pomocí stavebnicového modelu a bylo s nimi dále také pracováno.

Tabulka 3.14 Stanovení nákladů na kapitál pomocí modelu CAPM

CAPM				
	2023	2024	2025	2026-∞
β^U (koeficient beta nezadluženého podniku)	1,09	1,09	1,09	1,09
T (sazba daně)	19%	19%	19%	19%
β^L (koeficient beta nezadluženého podniku)	1,82	1,78	1,76	1,72
R_F (bezrizikový výnos)	4,28%	4,28%	4,28%	4,33%
Tržní riziková prémie	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%
R_E (Náklady na vlastní kapitál)	16,98%	16,72%	16,55%	16,34%
R_D (Náklady na cizí kapitál)	4,02%	4,02%	4,02%	4,02%
WACC (CAPM)	10,76%	10,79%	10,81%	10,88%

Zdroj: vlastní zpracování na základě webové stránky pages.stern.nyu.edu a patria.cz

Stanovení nákladů na kapitál pomocí **stavebnicového modelu** bylo provedeno na základě rovnice (2.43) a (2.44). Nejprve bylo nutné určit dané rizikové přírážky, ke kterým se vztahují dané ukazatele. Přírážky, ukazatele a jejich hraniční hodnoty jsou zobrazeny v kapitole 2.3.5. Bezriziková sazba byla stanovena obdobně jako v případě modelu CAPM. Tyto náklady na celkový kapitál lépe reflektují skutečnost, jelikož firma není veřejně obchodována na kapitálovém trhu a zároveň tento trh v České republice nemá dostatečně dlouhou historii.

Tabulka 3.15 Stanovení nákladů na kapitál pomocí stavebnicového modelu

Stavebnicový model				
	2023	2024	2025	2026-∞
UZ (Úplatné zdroje)	142095	154440	167211	180010
EBIT/A	0,02531	0,02371	0,02253	0,02090
Ukazatel L3	5,569804	6,224423	6,771414	7,805406
R_{LA}	4,86%	4,81%	4,77%	4,73%
$R_{\text{podnikatelské}}$	0,69%	1,03%	1,32%	1,77%
R_{finstab}	0%	0%	0%	0%
R_F (bezrizikový výnos)	4,28%	4,28%	4,28%	4,33%
$WACC_U$	9,82%	10,13%	10,37%	10,83%
$WACC_L$	8,98%	9,28%	9,52%	9,97%

Zdroj: vlastní zpracování

3.6 Aplikace metod oceňování

V této kapitole jsou aplikovány vybrané metody pro stanovení hodnoty podniku Omega a.s. Jedná se o metody výnosové, a to konkrétně o metodu DCF-Entity a následně EVA-Entity. Obě tyto metody jsou počítány jako dvoufázové, přičemž první fáze je stanovena v letech 2023 až 2025 a pro druhou fázi se uvažuje rok 2026 až nekonečno.

3.6.1 Ocenění metodou DCF-Entity

Ke stanovení hodnoty podniku pomocí metody DCF-Entity je nutné nejprve stanovit volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele *FCFF* v každém roce, viz rovnice (2.50). Dílčí položky vzorce spolu s výslednou hodnotou *FCFF* jsou zachyceny v Tab 3.16.

Hodnota podniku v první fázi je poté dána vzorcem (2.75), přičemž volné peněžní toky v každém roce se diskontují celkovými náklady na kapitál *WACC* pro daný rok. Hodnoty podniku ve druhé fázi vychází z rovnice (2.76), z čehož vyplývá, že je nutné nejprve stanovit pokračující hodnotu *PH*. Ta se stanoví ze vzorce (2.78), kde vstupuje do výpočtu tempo růstu *g*, které je stanoveno v plánu tržeb z růstu tržních podílů. Zmiňované položky a jejich hodnoty ke stanovení výsledné hodnoty podniku Omega a.s. jsou zachyceny v Tab 3.16.

Hodnota podniku Omega a.s. je poté stanovena ze vzorce (2.74), kde se pouze sečte hodnota podniku v první a druhé fázi. Výsledná hodnota podniku Omega a.s. stanovená na základě metody DCF-Entity činí **134 379 000 Kč**.

Tabulka 3.16 Stanovení hodnoty podniku Omega a.s. metodou DCF-Entity

(v tis. Kč)	2023	2024	2025	2026-∞
EBIT po dani	4491	4488	4561	4465
+Odpisy	7616	7775	8051	8077
-ΔČPK	35581	-797	-1584	127
-Investice	1904	1944	2013	2019
FCFF	45507	9246	8733	10374
WACC (%)	8,98%	9,28%	9,52%	9,97%
Hodnota podniku v 1. fázi	56147			
Tempo růstu (g) (%)	0,69%			
Pokračující hodnota (PH)	112560			
Hodnota podniku ve 2. fázi	78232			
Výsledná hodnota podniku (DCF-Entity)	134379			

Zdroj: vlastní zpracování

3.6.2 Ocenění metodou EVA-Entity

Stanovení hodnoty podniku pomocí metody EVA-Entity vychází z ekonomické přidané hodnoty, viz rovnice (3.58). Na základě této hodnoty je dále stanovena hodnota podniku pomocí vzorce (2.61). Jednotlivé položky nutné k ocenění jsou uvedeny v Tab 3.17, přičemž *NOA* představuje provozně nutná aktiva a *NOPAT* je provozní zisk snížen o daň. Podnik nedisponuje provozně nepotřebnými aktivy, a proto je hodnota *NOA* rovna hodnotě celkových aktiv. Průběžné propočty jsou také zobrazeny v Tab 3.17, kde hodnota podniku v první fázi je dána součtem diskontovaných ukazatelů *EVA* v jednotlivých letech. Tempo růstu *g* je opět převzato z váženého průměru růstu tržních podílů ve strategické analýze. Výsledná hodnota podniku Omega a.s. je konečně dána součtem hodnoty podniku v první a druhé fázi a činí **19 352 000 Kč**.

Výsledná hodnota ocenění metodou EVA-Entity je značně rozdílná, než hodnota vypočítána metodou DCF-Entity. Toto je nejspíše dáno hospodařením a řízením podniku, přičemž hodnoty jednotlivých rentabilit jsou také velmi nízké. Společnost dosahuje oproti tržbám a celkovým aktivům velmi nízkého provozního zisku, což výrazně ovlivňuje výsledné ocenění metodou EVA-Entity. Nízká hodnota ocenění touto metodou značí o omezené schopnosti podniku Omega a.s. tvořit ekonomickou přidanou hodnotu.

Tabulka 3.17 Stanovení hodnoty podniku Omega a.s. metodou EVA-Entity

(v tis. Kč)	2023	2024	2025	2026-∞
NOA_{t-1}	200710	205539	219283	234527
$NOPAT_t$	4491	4488	4561	4465
$WACC_t$ (%)	8,98%	9,28%	9,52%	9,97%
EVA_t	-13533	-14592	-16319	-18927
Hodnota podniku v 1. fázi	-38241			
Tempo růstu (<i>g</i>) (%)	0,69%			
Pokračující hodnota (PH)	-188015			
Hodnota podniku v 2. fázi	-143117			
Výsledná hodnota podniku (EVA-Entity)	19352			

Zdroj: vlastní zpracování

4 Zhodnocení a porovnání výsledků

V rámci této práce byl oceňován český podnik z odvětví výroby brašnářských, sedlářských a podobných výrobků s ohledem na ekonomické šoky, přičemž šlo především o šoky makroekonomické, a konkrétně způsobené pandemií Covid-19, vypuklým konfliktem na Ukrajině a s tím spojenou energetickou krizí. Tyto skutečnosti ovlivnily podnik zejména v oblasti úbytku zakázek, nutnosti přejít na alternativní způsob vytápění výrobních zařízení a zkomplikované dodávky zboží. Podnik v krizových letech zaznamenal především pokles provozního zisku, což byl nucen kompenzovat ziskem finančním. Tato skutečnost však značně ovlivnila celý proces ocenění a výsledné hodnoty podniku. Hodnota podniku Omega a.s. byla tedy stanovena na základě dvoufázových výnosových metod, a to konkrétně metodou DCF-Entity a EVA-Entity. Výsledné hodnoty jsou zachyceny v Tab 4.1 a je zřejmé, že se značně liší, jelikož hodnota podniku stanovená metodou DCF-Entity je 134 379 000 Kč a hodnota dosažená pomocí metody EVA-Entity činí pouze 31 795 000 Kč. Toto není žádoucí skutečnost a je to dáno neschopností podniku tvořit ekonomickou přidanou hodnotu. Jde o výrobní podnik, a ačkoliv převážně dosahuje zisku, tak v případě rentability tržeb se hodnoty pohybující pouze okolo 1 %. V roce 2022 společnost zaznamenala značný pokles provozního výsledku hospodaření, což bylo kompenzováno finančním výsledkem hospodaření, což se dá očekávat i v dalších letech, jelikož krize stále relativně pokračuje. Podnik by se však měl snažit optimalizovat svou strukturu tak, aby zvýšil svůj provozní zisk a byl dále profitabilní především z provozní činnosti.

Tabulka 4.1 Srovnání jednotlivých hodnot podniku Omega a.s.

(v tis. Kč)	Hodnota podniku
DCF-Entity	134379
EVA-Entity	19352

Zdroj: vlastní zpracování

4.1 Citlivostní analýza

V této části bude analyzována citlivost hodnoty podniku stanovená danou metodou na vybrané faktory. Jde o to posoudit, jak se změní hodnota podniku při změně klíčového faktoru. Analýza bude nejprve provedena v případě hodnoty stanovené metodou DCF-Entity a následně také EVA-Entity. Faktory využitá při citlivostní analýze budou hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření *KPVH*, dále náklady na

celkový kapitál $WACC$ a sazba daně t . Uvažované změny těchto faktorů jsou $\pm 5\%$, $\pm 10\%$ a $\pm 15\%$.

4.1.1 Citlivostní analýza hodnoty podniku stanovené metodou DCF-Entity

Při citlivostní analýze hodnoty podniku vypočtené na základě metody DCF-Entity je posuzován vliv faktorů $WACC$ a $FCFF$. V první řadě je zkoumán vliv $WACC$ na hodnotu podniku, viz Tab. 4.2. Z této tabulky je možné si povšimnout, že se zvyšujícími se celkovými náklady na kapitál hodnota podniku klesá a naopak, je zde tedy zřejmá záporná korelace. Při nárůstu hodnoty $WACC$ o 15% klesne hodnota podniku ze $134\,379\,000$ Kč na $119\,158\,000$ Kč, a tedy o $-11,33\%$. V opačném případě, kdy hodnota $WACC$ klesne o 15% , se hodnota podniku zvýší o $15,67\%$, tedy o $21\,055\,000$ Kč.

Tabulka 4.2 Analýza citlivosti hodnoty podniku Omega a.s. na změnu $WACC$

změna $WACC$	Hodnota podniku Omega a.s. (v tis. Kč)	Abs. změna (v tis. Kč)	Rel. změna (%)
15%	119158	-15220	-11,33%
10%	123741	-10638	-7,92%
5%	128790	-5589	-4,16%
0%	134379	0	0,00%
-5%	140601	6222	4,63%
-10%	147572	13193	9,82%
-15%	155434	21055	15,67%

Zdroj: vlastní zpracování

Dále je zkoumán vliv změny volných peněžních toků $FCFF$ na hodnotu podniku, viz Tab 4.3. Zde je možné pozorovat, že když se hodnota $FCFF$ zvýší, pak ve stejném poměru vzroste také hodnota podniku. Změní-li se tedy hodnota $FCFF$ o 15% , či o -15% , změní se hodnota podniku o $20\,157\,000$ Kč, či o $-20\,157\,000$ Kč. Lze tedy mezi těmito veličinami pozorovat kladnou korelaci.

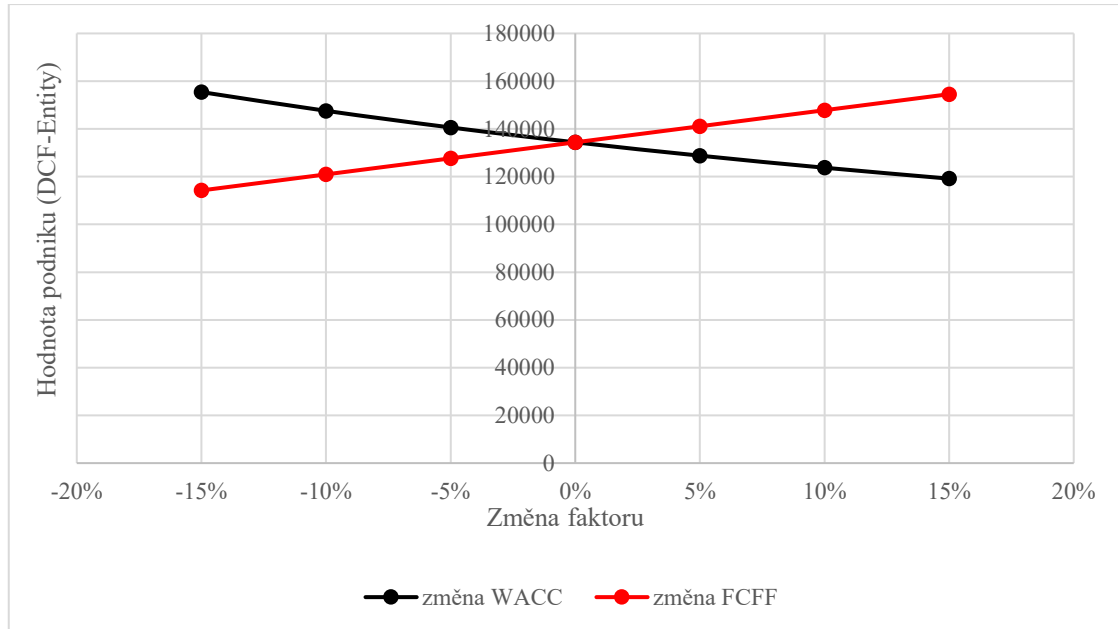
Tabulka 4.3 Analýza citlivosti hodnoty podniku Omega a.s. na změnu $FCFF$

změna $FCFF$	Hodnota podniku Omega a.s. (v tis. Kč)	Abs. změna (v tis. Kč)	Rel. změna (%)
15%	154536	20157	15,00%
10%	147817	13438	10,00%
5%	141098	6719	5,00%
0%	134379	0	0,00%
-5%	127660	-6719	-5,00%
-10%	120941	-13438	-10,00%
-15%	114222	-20157	-15,00%

Zdroj: vlastní zpracování

Vliv zmiňovaných faktorů na hodnotu podniku Omega a.s. stanovenou pomocí metody DCF-Entity je znázorněna níže, viz Graf 4.1.

Graf 4.1 Vliv faktorů WACC a FCFF na hodnotu podniku Omega a.s. (DCF-Entity)



Zdroj: vlastní zdroj

4.1.2 Citlivostní analýza hodnoty podniku stanovené metodou EVA-Entity

Stejně jako v případě hodnoty podniku stanovené na základě metody DCF-Entity, i v případě hodnoty stanovené pomocí metody EVA-Entity je posuzován vliv faktorů celkové náklady na kapitál *WACC* a ekonomická přidaná hodnota *EVA* na výslednou hodnotu podniku Omega a.s. Nejprve jsou stanoveny změny hodnoty při změně *WACC*, viz Tab 4.4. Z této tabulky je zřejmé, že pokud se hodnota *WACC* zvýší, tak hodnota podniku se sníží. Při zvýšení celkových nákladů na kapitál o 15 % hodnota podniku klesne o 4 051 000 Kč, což představuje změnu o -20,93 %. V opačném případě, kdy hodnota *WACC* klesne o 15 %, vzroste hodnota podniku o 28,53 %, a tedy o 5 522 000 Kč.

Tabulka 4.4 Analýza citlivosti hodnoty podniku Omega a.s. na změnu WACC

změna WACC	Hodnota podniku Omega a.s. (v tis. Kč)	Abs. změna (v tis. Kč)	Rel. změna (%)
15%	15302	-4051	-20,93%
10%	16529	-2823	-14,59%
5%	17873	-1480	-7,65%
0%	19352	0	0,00%
-5%	20991	1639	8,47%
-10%	22819	3467	17,92%
-15%	24874	5522	28,53%

Zdroj: vlastní zpracování

Dalším zkoumaným faktorem, který ovlivňuje hodnotu podniku je *EVA*, viz Tab 4.5. V této tabulce si lze povšimnout, že při nárůstu hodnot *EVA* klesá hodnota podniku a naopak. Je zde tedy viditelná záporná korelace. Toto není obvyklé, nicméně jednotlivé hodnoty *EVA* podniku Omega a.s. jsou záporné z důvodu nízkého provozního zisku, a proto se jejich změny projeví na hodnotu podniku takto. V případě nárůstu *EVA* o 15 % klesne hodnota společnosti o 27 204 000 Kč (-140,57 %). V opačném případě, kdy se hodnoty *EVA* sníží o 15 % se hodnota podniku zvýší o 140,57 % (27 204 000 Kč).

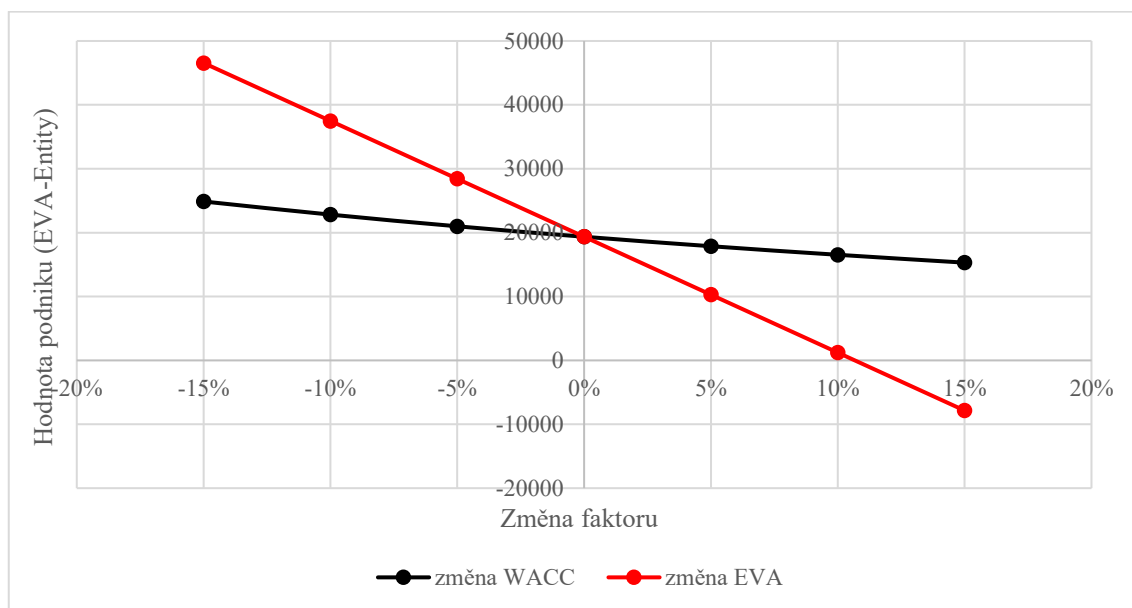
Tabulka 4.5 Tabulka 4.4 Analýza citlivosti hodnoty podniku Omega a.s. na změnu EVA

změna EVA	Hodnota podniku Omega a.s. (v tis. Kč)	Abs. změna (v tis. Kč)	Rel. změna (%)
15%	-7852	-27204	-140,57%
10%	1216	-18136	-93,71%
5%	10284	-9068	-46,86%
0%	19352	0	0,00%
-5%	28420	9068	46,86%
-10%	37488	18136	93,71%
-15%	46556	27204	140,57%

Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 4.2 jsou zobrazeny vlivy jednotlivých faktorů na výslednou hodnotu podniku Omega a.s. stanovenou pomocí metody EVA-Entity.

Graf 4.2 Vliv faktorů WACC a EVA na hodnotu podniku Omega a.s. (EVA-Entity)



Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Analýza scénářů

Tato část je věnována analýze scénářů, což představuje spolu s citlivostní analýzou metody, díky kterým lze zkoumat rizika podniku. Při oceňování je vhodné sestavit tzv. scénáře, díky kterým je možné hodnotu podniku stanovit v určitém intervalu a počítat tak s možným pozitivním či negativním vývojem v podniku. Součástí této práce budou sestaveny dva scénáře, které budou odlišné od toho základního. Bude se jednat o scénář optimistický a pesimistický, přičemž neutrální scénář byl součástí kapitoly 3.4.

V případě optimistického vývoje se předpokládá, že podnik bude produktivnější a bude dosahovat vyšších tržeb, konkrétně o 5 % více v každém roce. Toto by mohlo být zapříčiněno zlepšením makroekonomické situace, případně zajištěním nových zakázek či znovuoobením přerušovaných zakázek stávajících zákazníků. Optimistický vývoj tržeb a jednotlivých hodnot podniku jsou zachyceny v Tab 4.6 a 4.7. Hodnota podniku stanovená metodou DCF-Entity se tak v tomto scénáři zvýšila na 139 258 000 Kč, přičemž metodou EVA-Entity se snížila na 18 030 000 Kč. Toto je zapříčiněno negativní hodnotou *EVA* ve druhé fázi, přičemž pokračující hodnota by se sice zvýšila, ale díky zápornému znaménku je negativní. V ideálním případě, kdyby byla kladná, tak by vzrostla v kladných hodnotách. Finanční výkazy optimistického scénáře jsou součástí přílohy 18.

Pesimistický vývoj je stanoven, jelikož je možné se také domnívat, že ekonomická situace se zlepšovat nebude a podnik bude vykazovat nižší tržby. Toto by mohlo být

způsobeno dalším přerušením zakázek a snížením celkového odbytu. Vývoj tržeb i jednotlivých hodnot podniku v tomto scénáři je možno také pozorovat v Tab 4.6 a 4.7. Hodnota podniku stanovená metodou DCF-Entity se v tomto případě snížila na 129 602 000 Kč, přičemž metodou EVA-Entity se zvýšila na 20 689 000 Kč, což je paradoxní a je zapříčiněno ze stejného důvodu jako v případě optimistického scénáře. Finanční výkazy pesimistického scénáře jsou přiloženy v příloze 19.

Tabulka 4.6 Očekávané tržby podniku Omega a.s. v jednotlivých scénářích

(v tis. Kč)	2023	2024	2025	2026-∞
Optimistický scénář (+5 %)	305345	310837	321757	320884
Neutrální scénář	290805	296035	306436	305604
Pesimistický scénář (-5 %)	276265	281233	291114	290324

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 4.7 Výsledné hodnoty podniku Omega a.s. v jednotlivých scénářích

	DCF-Entity	EVA-Entity
Optimistický scénář (+5 %)	139258	18030
Neutrální scénář	134379	19352
Pesimistický scénář (-5 %)	129602	20689

Zdroj: vlastní zpracování

5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo ocenění podniku z odvětví výroby usní k datu 1.1.2023 s ohledem na ekonomické šoky. Ocenění bylo provedeno pomocí dvou dvoufázových výnosových metod, konkrétně metodami DCF-Entity a EVA-Entity.

Práce bylo členěna do pěti kapitol, přičemž v první kapitole byl popsán úvod a poslední kapitolu tvoří závěr.

V druhé kapitole byly popsány teoretická východiska procesu oceňování. Byly zde vysvětleny základní pojmy a důvody oceňování podniku. Následně byl popsán postup, který byl dále v práci aplikován. Popis tohoto postupu zahrnoval metody sběru dat, strategickou a finanční analýzu, finanční plán a jednotlivé náklady kapitálu. Dále byly představeny metody oceňování a také jednotlivé části analýzy rizika jako citlivostní analýza a analýza scénářů.

Ve třetí kapitole byly aplikovány postupy z teoretické části práce. Nejprve byl charakterizován konkrétní podnik. Následovalo sestavená strategické analýzy, jejíž součástí byla analýza vnitřního a vnějšího potenciálu spolu s prognózou tržeb. Další částí bylo zhodnocení výkonnosti podniku na základě finanční analýzy. K tomuto byly využity vertikálně-horizontální analýza, analýza rozdílových a poměrových ukazatelů a souhrnné indexy hodnocení. Výsledkem bylo potvrzení, že podnik je schopen fungovat do budoucna. Dále pak byly vypočítány náklady celkového kapitálu, a to pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv a stavebnicového modelu. Nakonec této kapitoly bylo provedeno samotné stanovení hodnoty oceňovaného podniku na základě metody DCF-Entity a EVA-Entity. Hodnoty se výrazně lišily, což bylo zapříčiněno značnou změnou čistého pracovního kapitálu z roku 2022 na rok 2023 a také nízkým provozním ziskem společnosti v poměru k jejím celkovým tržbám a aktivům. Ačkoliv je podnik výhradně výrobní, jeho zisk z finanční činnosti dosahoval signifikantních hodnot, což do jisté míry ovlivnilo výslednou hodnotu společnosti. Tyto skutečnosti byly zapříčiněny především makroekonomickou krizí, kdy podnik přišel o část zakázek, což ovlivnilo jeho tržby a zároveň byl nucen část hotové výroby uchovat ve skladech. Dále byl také nucen kompenzovat záporný zisk z provozní činnosti ziskem z finanční činnosti, převážně přeceněním zajišťovacích derivátů.

Ve čtvrté kapitole byly porovnávány a zhodnoceny dosažené výsledky. Dále pak byla provedena citlivostní analýza, ve které byl posuzován vliv změny jednotlivých

faktorů na výsledné hodnoty podniku. V případě změny nákladů na celkový kapitál bylo zjištěno, že v případě hodnoty stanovené metodou DCF-Entity se tato hodnota s rostoucími náklady snižovala. Pokud by náklady vzrostly o 15 %, hodnota podniku by klesla o 11,33 %. V opačném případě by vzrostla o 15,67 %. Pokud by se však volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele zvýšily o +15 %, hodnota podniku by také přímo úměrně vzrostla o 15 % a naopak. V případě hodnoty stanovené metodou EVA-Entity se hodnota podniku s rostoucími náklady snižovala, přičemž při vzrůstu nákladů o 15 % klesla hodnota podniku o 20,93 %. Pokud by se náklady snížily o 15 %, pak by se hodnota podniku zvýšila o 28,53 %. Vliv změny ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech měla jiný než očekávaný dopad na hodnotu podniku, jelikož tyto ekonomické přidané hodnoty byly ve všech letech záporné. A proto při růstu 15 % klesla hodnota podniku o 140,57 % a naopak. Další částí byla analýza scénářů, přičemž byly stanoveny jeden optimistický a pesimistický scénář. Hodnota podniku DCF-Entity v případě optimistického vývoje vzrostla z původních 134 379 000 Kč na 137 258 000 Kč a v případě pesimistického vývoje klesla na 129 602 000 Kč. Hodnota podniku EVA-Entity měla opačný vývoj v daných scénářích než očekávaný, jelikož ekonomické přidané hodnoty byly záporné. Z tohoto důvodu se při optimistickém vývoji hodnota snížila z 19 352 000 Kč na 18 030 000 Kč a při pesimistickém vývoji vzrostla na 20 689 000 Kč.

Podnik by se měl dále především zaměřit na zvyšování zisku z provozní činnosti. Toto může být však složité, jelikož jde o odvětví s velice nízkou marží a celkově nízkými rentabilitami. Podnik by měl pokračovat v zajišťování spolehlivých zákazníků i dodavatelů. Dále by bylo vhodné investovat více zdrojů do reklamy a zvýšit tak povědomí o společnosti jak v domácím prostředí, tak v zahraničí. Podnik je také značně zadlužen, přičemž větší část celkového kapitálu tvoří cizí zdroje, které by bylo vhodné také do budoucna snižovat. Vhodným, avšak složitým krokem by také mohlo být rozšířit škálu nabízených výrobků, což by při správném výběru mohlo zvýšit zisky i rentabilitu podniku. Toto je však obtížné, jelikož je nutné brát v potaz kvalifikační požadavky, různé bariéry v podnikání a další.

Seznam použité literatury

Odborná kniha

- [1] COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: Wiley, c2000. Wiley finance series. ISBN 0-471-36190-9.
- [2] ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2018. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0194-8.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. Third edition. Hoboken: John Wiley, [2012]. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-13073-5.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Čtvrté vydání. Jesenice: Ekopress, 2021. ISBN 978-80-87865-71-2.
- [5] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- [6] KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed., university ed. Hoboken: Wiley, c2010. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [7] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0. 95
- [8] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-6753-6.
- [9] KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
- [10] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [11] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2021. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-3124-2.
- [12] VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2020. Finance. ISBN 978-80-271-1701-7.

Článek v odborném časopise nebo ve sborníku z konference

- [13] Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland. *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations: (IDW S1, Version 2008)*. IDW-Verlag, 2009. ISBN 978-38-021-1394-9.

Elektronické dokumenty a ostatní

- [14] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘÁD [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>
- [15] DAMODARAN, Aswath. Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe – Diversified [online]. [cit. 2021-04-06]. Dostupné z: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/waccEurope.xls>
- [16] DAMODARAN On-line: Useful Data Sets [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html
- [17] International Valuation Standards Council. *IVS: International Valuation*. 2017 [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>
- [18] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR: Makroekonomická predikce [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2023-05-26_55-Kolokvium-setreni-prognoz-makroeconomickeho-vyvoje-CR-2023-2026.pdf
- [19] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU: Analytické materiály a statistiky [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: <https://mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/>
- [20] PATRIA ONLINE [online]. [cit. 2023-07-01]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/>
- [21] Výroční zprávy oceňovaného podniku
- [22] Webové stránky oceňovaného podniku
- [23] Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník

Seznam zkratek

a.s.	Akciová společnost
APM	Arbitrážní model oceňování
APV	Adjusted Present Value
BU	Bankovní úvěry
BV	Účetní hodnota
β_E	Koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β^L	Beta koeficient zadluženého podniku
β^U	Beta koeficient nezadluženého podniku
CAGR	Složené roční tempo růstu
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CZ	Čistý zisk
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČPP	Čisté pohotové prostředky
ČR	Česká republika
D	Úročený cizí kapitál
DCF	Diskontované peněžní toky
DDM	Diskontovaný diskontní model
DIV	Dividenda
E	Vlastní kapitál
$E(R_E)$	Očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	Očekávaný výnos tržního portfolia
EAT	Zisk po zdanění
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky vztahující se k vlastnímu kapitálu
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
FIBO	Mezinárodní basketbalová federace
FIVB	Mezinárodní volejbalová federace
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
i	Úroková sazba

IB	Index bonity
IČ	Identifikační číslo
INV	Výdaj na investice
ISO	International Organization for Standardization
k_{DMb}	Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MV	Tržní hodnota
NOA	Čisté operativní aktiva
NOPAT	Provozní výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní
NV	Nominální hodnota obligace
OBL	Obligace
P	Tržní cena obligace
PH	Pokračující hodnota
R	Náklad kapitálu
R_D	Náklady na cizí kapitál
R_E	Náklady na vlastní kapitál
R_F	Bezriziková sazba
$R_{finstab}$	Riziková přírážka za riziko vycházející z finanční stability
R_{finstr}	Riziková přírážka za zadluženost
R_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROIC	Výnos investovaného kapitálu
RONIC	Rentabilita nového investovaného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
R_P	Riziková prémie
$R_{podnikatelské}$	Riziková přírážka za obchodní riziko
S	Saldo čerpání dluhu
SML	Security market line
t	Daňová sazba
T	Tržby
TS	Daňový štít
UM	Úroková míra
UZ	Úplatné zdroje

V	Hodnota podniku
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VŠB-TUO	Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava
WACC	Náklady na celkový kapitál
Z	Hrubý zisk

Seznam příloh

Příloha 1 Aktiva oceňovaného podniku v letech 2018-2022

Příloha 2 Pasiva oceňovaného podniku v letech 2018-2022

Příloha 3 Výkaz zisku a ztráty oceňovaného podniku v letech 2018-2022

Příloha 4 Výkaz cash flow oceňovaného podniku v letech 2018-2022

Příloha 5 Obecné tabulky přímých a nepřímých faktorů strategické analýzy

Příloha 6 Tabulky přímých a nepřímých faktorů strategické analýzy podniku Omega a.s.

Příloha 7 Vertikální analýza aktiv v letech 2018-2022

Příloha 8 Vertikální analýza pasiv v letech 2018-2022

Příloha 9 Horizontální analýza aktiv v letech 2018-2022

Příloha 10 Horizontální analýza pasiv v letech 2018-2022

Příloha 11 Vertikální analýza výnosů a nákladů v letech 2018-2022

Příloha 12 Horizontální analýza výnosů v letech 2018-2022

Příloha 13 Horizontální analýza nákladů v letech 2018-2022

Příloha 14 Plánovaná rozvaha na období 2023-2026

Příloha 15 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2023-2026

Příloha 16 Plánovaný výkaz cash flow

Příloha 17 Regresní analýza a korelační matice

Příloha 18 Finanční výkazy optimistického vývoje

Příloha 19 Finanční výkazy pesimistického vývoje

Příloha 1 Aktiva oceňovaného podniku v letech 2018-2022

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	167924	167915	162014	180102	200710
Stálá aktiva	60983	55622	56051	54607	50549
Dlouhodobý nehmotný majetek	817	647	437	411	631
Software	415	417	290	189	114
Ostatní ocenitelná práva	94	94	73	63	152
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	308	146	74	159	365
Dlouhodobý hmotný majetek	60166	54975	55614	54196	49918
Pozemky	4241	4231	4206	4206	4126
Stavby	40512	37519	37655	39171	37919
Hmotné movité věci a jejich soubory	14960	12940	12992	9381	6151
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		25			140
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	453	260	761	1438	1582
Oběžná aktiva	105882	111211	105271	124101	149203
Zásoby	49371	62083	53020	75060	86567
Materiál	28808	32848	37149	53475	52715
Nedokončená výroba a polotovary	5434	4010	5334	5701	6318
Výrobky	12457	19954	5084	9591	22647
Zboží	2672	3474	3071	2619	2593
Pohledávky	46529	35318	38855	38849	58616
Dlouhodobé pohledávky		1756	3316	1992	17269
Jiné pohledávky		1756	3316	1992	17269
Krátkodobé pohledávky	46529	33562	35539	36857	41047
Pohledávky z obchodních vztahů	36774	27040	31008	25768	25718
Stát - daňové pohledávky	2888	2604	3143	4690	2248
Krátkodobé poskytnuté zálohy	4303	215	316	133	260
Jiné pohledávky	2564	3703	1072	6266	12821
Peněžní prostředky	9982	13810	13396	10192	4320
Peněžní prostředky v pokladně	405	345	343	365	195
Peněžní prostředky na účtech	9577	13465	13053	9827	4125
Časové rozlišení	1059	1082	692	1394	958
Náklady příštích období	923	1082	692	1235	602
Příjmy příštích období	136			159	356

Příloha 2 Pasiva oceňovaného podniku v letech 2018-2022

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	167924	167915	162014	180102	200710
Vlastní kapitál	66022	71743	72674	77754	99686
Základní kapitál	47990	47990	47990	47990	47990
Ážio a kapitálové fondy	1432	5450	4381	8241	30081
Ostatní rezervní fondy	1281	1529	1789	1949	2160
Výsledek hospodaření z minulých let	10363	11571	15314	15354	16963
Výsledek hospodaření běžného účetního období	4956	5203	3200	4220	2492
Cizí zdroje	100985	95285	88485	101492	100199
Ostatní rezervy	1103	2400	6500	349	8800
Závazky	99882	92885	81985	101143	91399
Dlouhodobé závazky	26581	22995	26736	27823	26094
Závazky k úvěrovým institucím	6099	4433	3675	4894	6094
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	17000	17000	17000	17000	17000
Odložený daňový závazek	366	105	470	818	
Jiné závazky	3116	1457	5591	5111	5000
Krátkodobé závazky	73301	69890	55249	73320	65305
Závazky k úvěrovým institucím	38683	36849	16906	29164	25099
Krátkodobé přijaté zálohy	246	732	347	480	1011
Závazky z obchodních vztahů	20863	17217	23598	30428	25470
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	1160	174	115	212	170
Závazky k zaměstnancům	6747	8319	7742	8085	8204
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	3312	3994	3883	3765	3296
Stát - daňové závazky a dotace	1150	1306	1089	608	1836
Dohadné účty pasivní	46	42	55	65	72
Jiné závazky	1094	1257	1514	513	146
Časové rozlišení	917	887	855	856	825
Výdaje příštích období	915	885	853	854	823
Výnosy příštích období	2	2	2	2	2

Příloha 3 Výkaz zisku a ztráty oceňovaného podniku v letech 2018-2022

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	315647	340406	332525	319156	303858
Tržby za prodej zboží	12516	13682	13148	13775	15343
Výkonová spotřeba	180923	188534	168519	182451	177254
Náklady vynaložené na prodané zboží	8985	9533	9159	9841	10683
Spotřeba materiálu a energie	136238	137269	129158	144188	145528
Služby	35700	41732	30202	28422	21043
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-21	-6136	13485	-5240	-13474
Aktivace	-107	-85	-39	7	-2
Osobní náklady	129939	154585	143257	148684	144869
Mzdové náklady	96310	115097	106789	110526	107872
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	33629	37440	34473	36001	34687
Ostatní náklady	2121	2048	1995	2157	2310
Úpravy hodnot v provozní oblasti	12888	8580	8463	8827	7817
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10921	10413	8818	8715	7660
Úpravy hodnot zásob	14	288	-357	159	60
Úpravy hodnot pohledávek	1953	-2121	2	-47	97
Ostatní provozní výnosy	3321	1887	3331	2240	4868
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	300	66	1225	192	2020
Tržby z prodaného materiálu	2027	1487	1529	1103	1423
Jiné provozní výnosy	994	334	577	945	1425
Ostatní provozní náklady	3058	4498	8417	-3123	11600
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	98	186	1041	147	79
Prodaný materiál	1511	1052	1154	914	1191
Daně a poplatky	421	435	410	415	334
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	-497	1297	4100	-6151	8451
Jiné provozní náklady	1525	1528	1712	1552	1545
Provozní výsledek hospodaření	4804	5999	6902	3565	-3995
Výnosové úroky a podobné výnosy		95			
Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy		95			
Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti					
Nákladové úroky a podobné náklady	1473	2016	1219	1192	2526
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	529	678	470	498	526
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	944	1338	749	694	2000
Ostatní finanční výnosy	5561	4590	7921	5769	13458
Ostatní finanční náklady	2496	2390	8808	3574	3312
Finanční výsledek hospodaření	1592	279	-2106	1003	7620
Výsledek hospodaření před zdaněním	6396	6278	4796	4568	3625
Daň z příjmu	1440	1075	1596	348	1133
Daň z příjmu splatná	1330	1337	1231		1951
Daň z příjmu odložená	110	-262	365	348	-818
Výsledek hospodaření po zdanění	4956	5203	3200	4220	2492
Výsledek hospodaření za účetní období	4956	5203	3200	4220	2492
Čistý obrat za účetní období	337045	360660	356925	340940	337527

Příloha 4 Výkaz cash flow oceňovaného podniku v letech 2018-2022

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
Stav peněž. prostředků a ekvivalentů na začátku úč. období	7988	9982	13810	13396	10192
Výsledek hospodaření před zdaněním	6396	6278	4796	4568	3625
Úpravy o nepeněžní operace	4809	15936	12529	7683	38693
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	10921	10413	8818	8715	7660
Úpravy hodnot zásob a pohledávek	1966	-1833	-355	112	157
Úpravy hodnot, rezervy a komplexní náklady příštích období	-497	1297	4100	-6151	8451
Vyúčtované nákladové (+) a výnosové (-) úroky	1473	1921	1219	1192	2526
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-202	120	-184	-45	-1941
Úpravy o ostatní nepeněžní operace	-8852	4018	-1069	3860	21840
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	1595	-1299	11542	-17033	-36011
Změna stavu pohledávek z provozní činnosti a aktivních účtů časového rozlišení	-571	13309	-3149	-649	-19127
Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti a pasivních účtů časového rozlišení	-4290	-1607	5270	5814	-5317
Změna stavu zásob	6456	-13001	9421	-22198	-11567
Vyplacené úroky	-1473	-2016	-1219	-1192	-2526
Přijaté úroky		95			
Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně	-1330	-1337	-1231		-615
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	9997	17657	26417	-5974	3166
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-8915	-5236	-10289	-7417	-3683
Příjmy z prodeje stálých aktiv	300	66	1225	192	2020
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-8615	-5170	-9064	-7225	-1663
Změna stavu dlouhodobých závazků, popř. krátkodobých závazků z finanční činnosti, např. úvěrů	4612	-5159	-16567	12995	-4975
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-4000	-3500	-1200	-3000	-2400
Vyplacené dividendy a podíly ze zisku	-4000	-3500	-1200	-3000	-2400
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	612	-8659	-17767	9995	-7375
Čisté zvýšení / snížení peněžních prostředků	1994	3828	-414	-3204	-5872
Stav peněž. prostředků ke konci úč. období dle výkazu CF	9982	13810	13396	10192	4320
Skutečný stav peněžních prostředků ke konci úč. období	9982	13810	13396	10192	4320

Příloha 5 Obecné tabulky přímých a nepřímých faktorů strategické analýzy

Hodnocení kvality managementu

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
1. Schopnost tvořit vize	Žádné						x		Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvořit strategie	Žádné						x		Vedení má jasnou strategii
3. Schopnost prognózovat	Špatná					x			Mimořádná
4. Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle						x		Realistické výhledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
7. osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém						x		Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x			Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost					x			Ovládá obě oblasti
	Četnost bodů	0	0	0	0	4	6	0	
	Body · četnost	0	0	0	0	16	30	0	
Získaný počet bodů	46								
Průměrný počet bodů	4,6								

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Hodnocení situace v personální oblasti

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Kvalifikace a fluktuace									
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností			x					Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2. Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval							x	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3. Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům						x		Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku									
4. Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost							x	Spokojenost, důvěra v budoucnost
5. Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"						x		Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady									
6. Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost							x	Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7. Náklady na školení	Minimální				x				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
	Četnost bodů	0	0	1	1	0	2	3	
	Body · četnost	0	0	2	3	0	10	18	
Získaný počet bodů		33							
Průměrný počet bodů		4,71							

Zdroj: Mařík (2018, str. 104)

Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje v podniku

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Inovační síla									
1. Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci				x				Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2. Podíl na nových produktech trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů						x		Nadprůměrný podíl
3. Podíl nových produktů na tržbách (příspěvku na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů				x				Vysoký
4. Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány						x		Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
C. Osobní náklady									
5. Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém					x			Propracovaný motivační systém
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý				x				Vysoký
7. Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení						x		Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl					x			Nadprůměrný podíl
	Četnost bodů	0	0	0	3	2	2	0	
	Body · četnost	0	0	0	9	8	10	0	
Získaný počet bodů	27								
Průměrný počet bodů	3,86								

Zdroj: Mařík (2018, str. 105)

Hodnocení dlouhodobého majetku a investic

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
1. Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit								x	Kapacity optimálně využité
2. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					x				Modernější vybavení než u konkurence
3. Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost							x		Pečlivá údržba
4. Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"								x	Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5. Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu								x	Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6. Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná								x	Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
	Četnost bodů	0	0	0	0	1	1	4		
	Body · četnost	0	0	0	0	4	5	24		
Získaný počet bodů	33									
Průměrný počet bodů	5,5									

Zdroj: Mařík (2018, str. 107)

Profil konkurenční síly oceňovaného podniku

	Kritérium	Hodnocení						
		Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu	
		0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků						x	
	2. Technická úroveň						x	
	3. Cenová úroveň				x			
	4. Intenzita reklamy			x				
	5. Výhody místa				x			
	6. Výhody distribuce				x			
	7. Image firmy					x		
	8. Servis a služby					x		
Nepřímé faktory	9. Kvalita managementu						x	
	10. Výkonný personál					x		
	11. Výzkum a vývoj			x				
	12. Majetek a investice				x			
	13. Finanční situace					x		
Četnost bodů		0	0	2	4	4	3	0
Body · četnost		0	0	4	12	16	15	0
Získaný počet bodů		47	60,3%					
Průměrný počet bodů		3,615						

Zdroj: Mařík (2018, str. 109)

Příloha 6 Tabulky přímých a nepřímých faktorů strategické analýzy podniku Omega a.s.

Hodnocení kvality managementu podniku Omega a.s.

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
1. Schopnost tvořit vize	Žádné					x			Vedení má jasnou vizi
2. Schopnost tvořit strategie	Žádné						x		Vedení má jasnou strategii
3. Schopnost prognózovat	Špatná						x		Mimořádná
4. Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle							x	Realistické výhledy
5. Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
6. Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
7. osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
8. Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém				x				Vysoká, zájem o nové
9. Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x			Schopnost rychle nalézt řešení
10. Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost						x		Ovládá obě oblasti
	Četnost bodů	0	0	0	1	3	5	1	
	Body · četnost	0	0	0	3	12	25	6	
Získaný počet bodů	46								
Průměrný počet bodů	4,6								

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Hodnocení situace v personální oblasti podniku Omega a.s.

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Kvalifikace a fluktuace										
1. Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností							x		Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2. Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval				x					Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3. Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům								x	Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku										
4. Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost							x		Spokojenost, důvěra v budoucnost
5. Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"				x					Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady										
6. Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost								x	Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7. Náklady na školení	Minimální			x						Vysoké, srovnatelné s konkurencí
	Četnost bodů	0	0	1	2	0	2	2		
	Body · četnost	0	0	2	6	0	10	12		
Získaný počet bodů		30								
Průměrný počet bodů		4,29								

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje v podniku Omega a.s.

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Inovační síla										
1. Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci			x						Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2. Podíl na nových produktech trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů		x							Nadprůměrný podíl
3. Podíl nových produktů na tržbách (příspěvku na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů			x						Vysoký
4. Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány						x			Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
C. Osobní náklady										
5. Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém				x					Propracovaný motivační systém
6. Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý			x						Vysoký
7. Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení				x					Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
8. Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl			x						Nadprůměrný podíl
	Četnost bodů	0	1	4	2	1	0	0		
	Body · četnost	0	1	8	6	4	0	0		
Získaný počet bodů		19								
Průměrný počet bodů		2,38								

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Hodnocení dlouhodobého majetku a investic podniku Omega a.s.

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1. Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit						x		Kapacity optimálně využité
2. Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá						x		Modernější vybavení než u konkurence
3. Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost						x		Pečlivá údržba
4. Fundovanost posuzování investic	Rozhodování "od oka"				x				Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5. Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu					x			Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6. Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						x		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
	Četnost bodů	0	0	0	1	1	4	0	
	Body · četnost	0	0	0	3	4	20	0	
Získaný počet bodů		27							
Průměrný počet bodů		4,5							

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Profil konkurenční síly oceňovaného podniku Omega a.s.

	Kritérium	Hodnocení						
		Konkurence má převahu			Průměr		Podnik má převahu	
		0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků						x	
	2. Technická úroveň						x	
	3. Cenová úroveň				x			
	4. Intenzita reklamy		x					
	5. Výhody místa					x		
	6. Výhody distribuce			x				
	7. Image firmy				x			
	8. Servis a služby				x			
Nepřímé faktory	9. Kvalita managementu					x		
	10. Výkonný personál					x		
	11. Výzkum a vývoj			x				
	12. Majetek a investice					x		
	13. Finanční situace				x			
Četnost bodů		0	1	2	4	4	2	0
Body · četnost		0	1	4	12	16	10	0
Získaný počet bodů		43	55,1%					
Průměrný počet bodů		3,308						

Zdroj: Mařík (2018, str. 102)

Příloha 7 Vertikální analýza aktiv v letech 2018-2022

Vertikální analýza aktiv (%)					
	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Stálá aktiva	36,32%	33,13%	34,60%	30,32%	25,19%
Dlouhodobý nehmotný	0,49%	0,39%	0,27%	0,23%	0,31%
Software	0,25%	0,25%	0,18%	0,10%	0,06%
Ostatní ocenitelná předměta	0,06%	0,06%	0,05%	0,03%	0,08%
Nedokončený dlouhodobý	0,18%	0,09%	0,05%	0,09%	0,18%
Dlouhodobý hmotný	35,83%	32,74%	34,33%	30,09%	24,87%
Pozemky	2,53%	2,52%	2,60%	2,34%	2,06%
Stavby	24,13%	22,34%	23,24%	21,75%	18,89%
Hmotné movité věci	8,91%	7,71%	8,02%	5,21%	3,06%
Poskytnuté zálohy na dlouhodobá	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,07%
Nedokončený dlouhodobý	0,27%	0,15%	0,47%	0,80%	0,79%
Oběžná aktiva	63,05%	66,23%	64,98%	68,91%	74,34%
Zásoby	29,40%	36,97%	32,73%	41,68%	43,13%
Materiál	17,16%	19,56%	22,93%	29,69%	26,26%
Nedokončená výroba	3,24%	2,39%	3,29%	3,17%	3,15%
Výrobky	7,42%	11,88%	3,14%	5,33%	11,28%
Zboží	1,59%	2,07%	1,90%	1,45%	1,29%
Pohledávky	27,71%	21,03%	23,98%	21,57%	29,20%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	1,05%	2,05%	1,11%	8,60%
Jiné pohledávky	0,00%	1,05%	2,05%	1,11%	8,60%
Krátkodobé pohledávky	27,71%	19,99%	21,94%	20,46%	20,45%
Pohledávky z obchodu	21,90%	16,10%	19,14%	14,31%	12,81%
Stát - daňové pohledávky	1,72%	1,55%	1,94%	2,60%	1,12%
Krátkodobé poskytnuté	2,56%	0,13%	0,20%	0,07%	0,13%
Jiné pohledávky	1,53%	2,21%	0,66%	3,48%	6,39%
Peněžní prostředky	5,94%	8,22%	8,27%	5,66%	2,15%
Peněžní prostředky v cizí měně	0,24%	0,21%	0,21%	0,20%	0,10%
Peněžní prostředky v Kč	5,70%	8,02%	8,06%	5,46%	2,06%
Časové rozlišení	0,63%	0,64%	0,43%	0,77%	0,48%

Příloha 8 Vertikální analýza pasiv v letech 2018-2022

Vertikální analýza pasiv (%)					
	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	39,32%	42,73%	44,86%	43,17%	49,67%
Základní kapitál	28,58%	28,58%	29,62%	26,65%	23,91%
Ážio a kapitálové fon	0,85%	3,25%	2,70%	4,58%	14,99%
Ostatní rezervní fond	0,76%	0,91%	1,10%	1,08%	1,08%
Výsledek hospodařer	6,17%	6,89%	9,45%	8,53%	8,45%
Výsledek hospodařer	2,95%	3,10%	1,98%	2,34%	1,24%
Cizí zdroje	60,14%	56,75%	54,62%	56,35%	49,92%
Ostatní rezervy	0,66%	1,43%	4,01%	0,19%	4,38%
Závazky	59,48%	55,32%	50,60%	56,16%	45,54%
Dlouhodobé závazky	15,83%	13,69%	16,50%	15,45%	13,00%
Závazky k úvěrovým	3,63%	2,64%	2,27%	2,72%	3,04%
Závazky - ovládaná n	10,12%	10,12%	10,49%	9,44%	8,47%
Odložený daňový záv	0,22%	0,06%	0,29%	0,45%	0,00%
Jiné závazky	1,86%	0,87%	3,45%	2,84%	2,49%
Krátkodobé závazky	43,65%	41,62%	34,10%	40,71%	32,54%
Závazky k úvěrovým	23,04%	21,95%	10,43%	16,19%	12,51%
Krátkodobé přijaté zá	0,15%	0,44%	0,21%	0,27%	0,50%
Závazky z obchodnícl	12,42%	10,25%	14,57%	16,89%	12,69%
Závazky - ovládaná n	0,69%	0,10%	0,07%	0,12%	0,08%
Závazky k zaměstnan	4,02%	4,95%	4,78%	4,49%	4,09%
Závazky ze sociálníhc	1,97%	2,38%	2,40%	2,09%	1,64%
Stát - daňové závazk	0,68%	0,78%	0,67%	0,34%	0,91%
Dohadné účty pasivn	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%
Jiné závazky	0,65%	0,75%	0,93%	0,28%	0,07%
Časové rozlišení	0,55%	0,53%	0,53%	0,48%	0,41%

Příloha 9 Horizontální analýza aktiv v letech 2018-2022

Horizontální analýza aktiv										
	2018		2019		2020		2021		2022	
	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna
AKTIVA CELKEM	-0,01%	-9	-3,51%	-5901	11,16%	18088	11,44%	20608		
Stálá aktiva	-8,79%	-5361	0,77%	429	-2,58%	-1444	-7,43%	-4058		
Dlouhodobý nehmotný majetek	-20,81%	-170	-32,46%	-210	-5,95%	-26	53,53%	220		
Software	0,48%	2	-30,46%	-127	-34,83%	-101	-39,68%	-75		
Ostatní ocenitelná práva	0,00%	0	-22,34%	-21	-13,70%	-10	141,27%	89		
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-52,60%	-162	-49,32%	-72	114,86%	85	129,56%	206		
Dlouhodobý hmotný majetek	-8,63%	-5191	1,16%	639	-2,55%	-1418	-7,89%	-4278		
Pozemky	-0,24%	-10	-0,59%	-25	0,00%	0	-1,90%	-80		
Stavby	-7,39%	-2993	0,36%	136	4,03%	1516	-3,20%	-1252		
Hmotné movité věci a jejich soubory	-13,50%	-2020	0,40%	52	-27,79%	-3611	-34,43%	-3230		
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-	25	-100,00%	-25	-	0	-	140		
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-42,60%	-193	192,69%	501	88,96%	677	10,01%	144		
Oběžná aktiva	5,03%	5329	-5,34%	-5940	17,89%	18830	20,23%	25102		
Zásoby	25,75%	12712	-14,60%	-9063	41,57%	22040	15,33%	11507		
Materiál	14,02%	4040	13,09%	4301	43,95%	16326	-1,42%	-760		
Nedokončená výroba a polotovary	-26,21%	-1424	33,02%	1324	6,88%	367	10,82%	617		
Výrobky	60,18%	7497	-74,52%	-14870	88,65%	4507	136,13%	13056		
Zboží	30,01%	802	-11,60%	-403	-14,72%	-452	-0,99%	-26		
Pohledávky	-24,09%	-11211	10,01%	3537	-0,02%	-6	50,88%	19767		
Dlouhodobé pohledávky	-	1756	88,84%	1560	-39,93%	-1324	766,92%	15277		
Jiné pohledávky	-	1756	88,84%	1560	-39,93%	-1324	766,92%	15277		
Krátkodobé pohledávky	-27,87%	-12967	5,89%	1977	3,71%	1318	11,37%	4190		
Pohledávky z obchodních vztahů	-26,47%	-9734	14,67%	3968	-16,90%	-5240	-0,19%	-50		
Stát - daňové pohledávky	-9,83%	-284	20,70%	539	49,22%	1547	-52,07%	-2442		
Krátkodobé poskytnuté zálohy	-95,00%	-4088	46,98%	101	-57,91%	-183	95,49%	127		
Jiné pohledávky	44,42%	1139	-71,05%	-2631	484,51%	5194	104,61%	6555		
Peněžní prostředky	38,35%	3828	-3,00%	-414	-23,92%	-3204	-57,61%	-5872		
Peněžní prostředky v pokladně	-14,81%	-60	-0,58%	-2	6,41%	22	-46,58%	-170		
Peněžní prostředky na účtech	40,60%	3888	-3,06%	-412	-24,71%	-3226	-58,02%	-5702		
Časové rozlišení	2,17%	23	-36,04%	-390	101,45%	702	-31,28%	-436		

Příloha 10 Horizontální analýza pasiv v letech 2018-2022

	Horizontální analýza pasiv									
	2018		2019		2020		2021		2022	
	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna
PASIVA CELKEM	-0,01%	-9	-3,51%	-5901	11,16%	18088	11,44%	20608		
Vlastní kapitál	8,67%	5721	1,30%	931	6,99%	5080	28,21%	21932		
Základní kapitál	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
Ážio a kapitálové fondy	280,59%	4018	-19,61%	-1069	88,11%	3860	265,02%	21840		
Ostatní rezervní fondy	19,36%	248	17,00%	260	8,94%	160	10,83%	211		
Výsledek hospodaření z minulých let	11,66%	1208	32,35%	3743	0,26%	40	10,48%	1609		
Výsledek hospodaření běžného účetního období	4,98%	247	-38,50%	-2003	31,88%	1020	-40,95%	-1728		
Cizí zdroje	-5,64%	-5700	-7,14%	-6800	14,70%	13007	-1,27%	-1293		
Ostatní rezervy	117,59%	1297	170,83%	4100	-94,63%	-6151	2421,49%	8451		
Závazky	-7,01%	-6997	-11,73%	-10900	23,37%	19158	-9,63%	-9744		
Dlouhodobé závazky	-13,49%	-3586	16,27%	3741	4,07%	1087	-6,21%	-1729		
Závazky k úvěrovým institucím	-27,32%	-1666	-17,10%	-758	33,17%	1219	24,52%	1200		
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
Odložený daňový závazek	-71,31%	-261	347,62%	365	74,04%	348	-100,00%	-818		
Jiné závazky	-53,24%	-1659	283,73%	4134	-8,59%	-480	-2,17%	-111		
Krátkodobé závazky	-4,65%	-3411	-20,95%	-14641	32,71%	18071	-10,93%	-8015		
Závazky k úvěrovým institucím	-4,74%	-1834	-54,12%	-19943	72,51%	12258	-13,94%	-4065		
Krátkodobé přijaté zálohy	197,56%	486	-52,60%	-385	38,33%	133	110,63%	531		
Závazky z obchodních vztahů	-17,48%	-3646	37,06%	6381	28,94%	6830	-16,29%	-4958		
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	-85,00%	-986	-33,91%	-59	84,35%	97	-19,81%	-42		
Závazky k zaměstnancům	23,30%	1572	-6,94%	-577	4,43%	343	1,47%	119		
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	20,59%	682	-2,78%	-111	-3,04%	-118	-12,46%	-469		
Stát - daňové závazky a dotace	13,57%	156	-16,62%	-217	-44,17%	-481	201,97%	1228		
Dohadné účty pasivní	-8,70%	-4	30,95%	13	18,18%	10	10,77%	7		
Jiné závazky	14,90%	163	20,45%	257	-66,12%	-1001	-71,54%	-367		
Časové rozlišení	-3,27%	-30	-3,61%	-32	0,12%	1	-3,62%	-31		

Příloha 11 Vertikální analýza výnosů a nákladů v letech 2018-2022

Vertikální analýza výnosů (%)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	93,65%	94,38%	93,16%	93,61%	90,02%
Tržby za prodej zboží	3,71%	3,79%	3,68%	4,04%	4,55%
Ostatní provozní výnosy	0,99%	0,52%	0,93%	0,66%	1,44%
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,09%	0,02%	0,34%	0,06%	0,60%
Tržby z prodaného materiálu	0,60%	0,41%	0,43%	0,32%	0,42%
Jiné provozní výnosy	0,29%	0,09%	0,16%	0,28%	0,42%
Výnosové úroky a podobné výnosy	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	1,65%	1,27%	2,22%	1,69%	3,99%

Vertikální analýza nákladů (%)					
	2018	2019	2020	2021	2022
Výkonová spotřeba	54,46%	52,13%	49,52%	53,36%	50,86%
Náklady vynaložené na p	2,70%	2,64%	2,69%	2,88%	3,07%
Spotřeba materiálu a en	41,01%	37,95%	37,96%	42,17%	41,76%
Služby	10,75%	11,54%	8,88%	8,31%	6,04%
Změna stavu zásob vlast	-0,01%	-1,70%	3,96%	-1,53%	-3,87%
Aktivace	-0,03%	-0,02%	-0,01%	0,00%	0,00%
Osobní náklady	39,11%	42,74%	42,10%	43,48%	41,57%
Mzdové náklady	28,99%	31,82%	31,38%	32,32%	30,95%
Náklady na sociální zabe	10,12%	10,35%	10,13%	10,53%	9,95%
Ostatní náklady	0,64%	0,57%	0,59%	0,63%	0,66%
Úpravy hodnot v provoz	3,88%	2,37%	2,49%	2,58%	2,24%
Úpravy hodnot dlouhodo	3,29%	2,88%	2,59%	2,55%	2,20%
Úpravy hodnot zásob	0,00%	0,08%	-0,10%	0,05%	0,02%
Úpravy hodnot pohledáv	0,59%	-0,59%	0,00%	-0,01%	0,03%
Ostatní provozní náklady	0,92%	1,24%	2,47%	-0,91%	3,33%
Zůstatková cena prodané	0,03%	0,05%	0,31%	0,04%	0,02%
Prodáný materiál	0,45%	0,29%	0,34%	0,27%	0,34%
Daně a poplatky	0,13%	0,12%	0,12%	0,12%	0,10%
Rezervy v provozní oblas	-0,15%	0,36%	1,20%	-1,80%	2,42%
Jiné provozní náklady	0,46%	0,42%	0,50%	0,45%	0,44%
Nákladové úroky a pod	0,44%	0,56%	0,36%	0,35%	0,72%
Nákladové úroky a pod	0,16%	0,19%	0,14%	0,15%	0,15%
Ostatní nákladové úroky	0,28%	0,37%	0,22%	0,20%	0,57%
Ostatní finanční náklady	0,75%	0,66%	2,59%	1,05%	0,95%
Daň z příjmu	0,43%	0,30%	0,47%	0,10%	0,33%
Daň z příjmu splatná	0,40%	0,37%	0,36%	0,00%	0,56%
Daň z příjmu odložená	0,03%	-0,07%	0,11%	0,10%	-0,23%

Příloha 12 Horizontální analýza výnosů v letech 2018-2022

Horizontální analýza výnosů									
	2018	2019		2020		2021		2022	
		Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna
Tržby z prodeje výrobků a služeb		94,38%	24759	93,16%	-7881	93,61%	-13369	90,02%	-15298
Tržby za prodej zboží		3,79%	1166	3,68%	-534	4,04%	627	4,55%	1568
Ostatní provozní výnosy		0,52%	-1434	0,93%	1444	0,66%	-1091	1,44%	2628
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku		0,02%	-234	0,34%	1159	0,06%	-1033	0,60%	1828
Tržby z prodaného materiálu		0,41%	-540	0,43%	42	0,32%	-426	0,42%	320
Jiné provozní výnosy		0,09%	-660	0,16%	243	0,28%	368	0,42%	480
Výnosové úroky a podobné výnosy		0,03%	95	0,00%	-95	0,00%	0	0,00%	0
Ostatní finanční výnosy		1,27%	-971	2,22%	3331	1,69%	-2152	3,99%	7689

Příloha 13 Horizontální analýza nákladů v letech 2018-2022

Horizontální analýza nákladů										
	2018		2019		2020		2021		2022	
	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna	Rel. změna	Abs. změna
Výkonová spotřeba	4,21%	7611	-10,62%	-20015	8,27%	13932	-2,85%	-5197		
Náklady vynaložené na prodané zboží	6,10%	548	-3,92%	-374	7,45%	682	8,56%	842		
Spotřeba materiálu a energie	0,76%	1031	-5,91%	-8111	11,64%	15030	0,93%	1340		
Služby	16,90%	6032	-27,63%	-11530	-5,89%	-1780	-25,96%	-7379		
Změna stavu zásob vlastní činnosti	29119,05%	-6115	-319,77%	19621	-138,86%	-18725	157,14%	-8234		
Aktivace	-20,56%	22	-54,12%	46	-117,95%	46	-128,57%	-9		
Osobní náklady	18,97%	24646	-7,33%	-11328	3,79%	5427	-2,57%	-3815		
Mzdové náklady	19,51%	18787	-7,22%	-8308	3,50%	3737	-2,40%	-2654		
Náklady na sociální zabezpečení zdravotní pojištění	11,33%	3811	-7,92%	-2967	4,43%	1528	-3,65%	-1314		
Ostatní náklady	-3,44%	-73	-2,59%	-53	8,12%	162	7,09%	153		
Úpravy hodnot v provozní oblasti	-33,43%	-4308	-1,36%	-117	4,30%	364	-11,44%	-1010		
Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-4,65%	-508	-15,32%	-1595	-1,17%	-103	-12,11%	-1055		
Úpravy hodnot zásob	1957,14%	274	-223,96%	-645	-144,54%	516	-62,26%	-99		
Úpravy hodnot pohledávek	-208,60%	-4074	-100,09%	2123	-2450,00%	-49	-306,38%	144		
Ostatní provozní náklady	47,09%	1440	87,13%	3919	-137,10%	-11540	-471,44%	14723		
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	89,80%	88	459,68%	855	-85,88%	-894	-46,26%	-68		
Prodaný materiál	-30,38%	-459	9,70%	102	-20,80%	-240	30,31%	277		
Daně a poplatky	3,33%	14	-5,75%	-25	1,22%	5	-19,52%	-81		
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	-360,97%	1794	216,11%	2803	-250,02%	-10251	-237,39%	14602		
Jiné provozní náklady	0,20%	3	12,04%	184	-9,35%	-160	-0,45%	-7		
Nákladové úroky a podobné náklady	36,86%	543	-39,53%	-797	-2,21%	-27	111,91%	1334		
Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	28,17%	149	-30,68%	-208	5,96%	28	5,62%	28		
Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	41,74%	394	-44,02%	-589	-7,34%	-55	188,18%	1306		
Ostatní finanční náklady	-17,46%	-106	72,57%	6418	-27,17%	-5234	133,28%	-262		
Daň z příjmu	-25,35%	-365	48,47%	521	-78,20%	-1248	225,57%	785		
Daň z příjmu splatná	0,53%	7	-7,93%	-106	-100,00%	-1231		1951		
Daň z příjmu odložená	-338,18%	-372	-239,31%	627	-4,66%	-17	-335,06%	-1166		

Příloha 14 Plánovaná rozvaha na období 2023-2026

Finanční plán - Rozvaha (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
AKTIVA CELKEM	205539	219283	234527	247492
Stálá aktiva	52453	54397	56409	58429
Dlouhodobý nehmotný majetek	526	545	565	585
Dlouhodobý hmotný majetek	51927	53852	55844	57843
Oběžná aktiva	152178	163961	177160	188109
Zásoby	62206	63325	65550	65372
Pohledávky	39516	40227	41640	41527
Dlouhodobé pohledávky	5624	5725	5927	5911
Krátkodobé pohledávky	33892	34501	35714	35617
Peněžní prostředky	50455	60410	69970	81210
Časové rozlišení	909	925	957	955
PASIVA CELKEM	205539	219283	234527	247492
Vlastní kapitál	111992	122323	132862	143762
Základní kapitál	47990	47990	47990	47990
Ážio a kapitálové fondy	38380	45443	52607	60302
Ostatní rezervní fondy	2590	2829	3073	3325
Výsledek hospodaření z minulých let	19997	23029	26111	29128
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3034	3032	3081	3017
Cizí zdroje	92813	96212	100891	102959
Ostatní rezervy	5284	5637	6029	6363
Závazky	87529	90575	94861	96596
Dlouhodobé závazky	30104	32117	34349	36248
Krátkodobé závazky	57426	58458	60512	60348
Časové rozlišení	734	748	774	772

Příloha 15 Plánovaný výkaz zisku a ztráty na období 2023-2026

Finanční plán - VZZ (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
Tržby z prodeje výrobků a služeb	268546	273375	282980	282212
Tržby za prodej zboží	11937	12152	12579	12545
Výkonová spotřeba	150605	153313	158700	158269
Osobní náklady	123145	125360	129764	129412
Úpravy hodnot v provozní oblasti	7616	7775	8051	8077
Ostatní provozní výnosy	2879	2931	3034	3026
Ostatní provozní náklady	987	1002	1054	1021
Provozní výsledek hospodaření	1009	1008	1025	1003
Výnosové úroky a podobné výnosy	8	8	8	8
Nákladové úroky a podobné náklady	1457	1456	1479	1449
Ostatní finanční výnosy	7435	7569	7835	7814
Ostatní finanční náklady	3249	3386	3584	3652
Finanční výsledek hospodaření	2737	2735	2780	2721
Výsledek hospodaření před zdaněním	3746	3743	3804	3724
Daň z příjmu	712	711	723	708
Výsledek hospodaření po zdanění	3034	3032	3081	3017
Výsledek hospodaření za účetní období	3034	3032	3081	3017
Čistý obrat za účetní období	290805	296035	306436	305604

Příloha 16 Plánovaný výkaz cash flow

Finanční plán - CF (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
PSPP	4320	50455	60410	69970
VHBÚO	3034	3032	3081	3017
odpisy	7616	7775	8051	8077
-Δzásob	-24361	1119	2225	-178
-Δpohledávek	-19100	711	1413	-113
+Δkrátkodobých závazků	-7879	1033	2054	-164
CF z provozní činnosti	46231	10011	9548	11220
-Investice (netto)	1904	1944	2013	2019
CF z investiční činnosti	1904	1944	2013	2019
+Δstavu dluhu(úvěru)	-2000	-2000	-2000	-2000
CF z finanční činnosti	-2000	-2000	-2000	-2000
CF celkem	46135	9955	9560	11240
KSP	50455	60410	69970	81210

Příloha 17 Regresní analýza a korelační matice

VÝSLEDEK									
<i>Regresní statistika</i>									
Násobné R	0,841428712								
Hodnota spolehlivos	0,708002278								
Nastavená hodnota	0,620402961								
Chyba stř. hodnoty	392000,7101								
Pozorování	14								
ANOVA									
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>ýznamnost F</i>				
Regrese	3	3,73E+12	1,242E+12	8,08228083	0,004997				
Rezidua	10	1,54E+12	1,537E+11						
Celkem	13	5,26E+12							
	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hodr</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 90,0%</i>	<i>Horní 90,0%</i>	
Hranice	4039215,022	324051,8	12,464721	2,0421E-07	3317183	4761247	3451884	4626546,297	
ΔHDP	7668291,665	3667428	2,0909183	0,06303175	-503246,6	15839830	1021221	14315361,86	
ΔMíra inflace	248623,4776	133737,2	1,8590449	0,09266013	-49361,59	546608,5	6229,99	491016,9653	
Nezaměstnanost	5,022564387	1,124018	4,4684037	0,00120039	2,518097	7,527032	2,985326	7,059802561	

korelace			
	ΔMíra inflace	ΔNezaměstnanost	ΔMěnový kurz
ΔHDP	1	0,393839371	-0,24262057
ΔMíra inflace	0,393839371	1	-0,339078713
Nezaměstnanost	-0,24262057	-0,339078713	1

Příloha 18 Finanční výkazy optimistického vývoje

Finanční plán - Rozvaha (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
AKTIVA CELKEM	209094	223540	239561	253188
Stálá aktiva	52534	54561	56660	58766
Dlouhodobý nehmotný majetek	526	547	568	589
Dlouhodobý hmotný majetek	52008	54014	56092	58177
Oběžná aktiva	155606	168008	181895	193420
Zásoby	65316	66491	68827	68640
Pohledávky	41492	42238	43722	43604
Dlouhodobé pohledávky	5906	6012	6223	6206
Krátkodobé pohledávky	35587	36226	37499	37398
Peněžní prostředky	48798	59279	69346	81176
Časové rozlišení	954	971	1005	1003
PASIVA CELKEM	209094	223540	239561	253188
Vlastní kapitál	112026	122887	133965	145421
Cizí zdroje	96297	99868	104783	106957
Ostatní rezervy	5376	5747	6159	6509
Závazky	90921	94121	98624	100448
Dlouhodobé závazky	30624	32740	35086	37082
Krátkodobé závazky	60297	61381	63538	63365
Časové rozlišení	771	785	812	810

Finanční plán - VZZ (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
Tržby z prodeje výrobků a služeb	281973	287044	297129	296323
Tržby za prodej zboží	12534	12759	13208	13172
Výkonová spotřeba	158135	160979	166635	166183
Osobní náklady	129303	131628	136252	135883
Úpravy hodnot v provozní oblasti	7940	8107	8396	8423
Ostatní provozní výnosy	3023	3078	3186	3177
Ostatní provozní náklady	1093	1108	1163	1130
Provozní výsledek hospodaření	1059	1059	1076	1053
Výnosové úroky a podobné výnosy	8	8	8	8
Nákladové úroky a podobné náklady	1530	1529	1553	1521
nční výnosy	7807	7947	8227	8204
nční náklady	3412	3555	3763	3834
Finanční výsledek hospodaření	2874	2872	2919	2857
Výsledek hospodaření před zdaněním	3933	3931	3994	3911
Daň z příjmu	747	747	759	743
Výsledek hospodaření po zdanění	3186	3184	3235	3168
Výsledek hospodaření za účetní období	3186	3184	3235	3168
Čistý obrat za účetní období	305345	310837	321757	320884

Finanční plán - CF (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
PSPP	4320	48798	59279	69346
VHBÚO	3186	3184	3235	3168
odpisy	7940	8107	8396	8423
-Δzásob	-21251	1175	2336	-187
-Δpohledávek	-17124	746	1484	-119
+Δkrátkodobých závazků	-5008	1084	2157	-172
CF z provozní činnosti	44493	10455	9968	11724
-Investice (netto)	1985	2027	2099	2106
CF z investiční činnosti	1985	2027	2099	2106
+Δstavu dluhu(úvěru)	-2000	-2000	-2000	-2000
CF z finanční činnosti	-2000	-2000	-2000	-2000
CF celkem	44478	10481	10067	11830
KSPP	48798	59279	69346	81176

Příloha 19 Finanční výkazy pesimistického vývoje

Finanční plán - Rozvaha (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
AKTIVA CELKEM	201984	215026	229493	241796
Stálá aktiva	52372	54233	56159	58092
Dlouhodobý nehmotný majetek	525	543	563	582
Dlouhodobý hmotný majetek	51847	53689	55596	57509
Oběžná aktiva	148749	159915	172424	182797
Zásoby	59096	60159	62272	62103
Pohledávky	37540	38216	39558	39451
Dlouhodobé pohledávky	5343	5439	5630	5615
Krátkodobé pohledávky	32197	32776	33928	33836
Peněžní prostředky	52113	61541	70594	81243
Časové rozlišení	863	879	910	907
PASIVA CELKEM	201984	215026	229493	241796
Vlastní kapitál	111957	121759	131759	142102
Cizí zdroje	89330	92556	96998	98961
Ostatní rezervy	5193	5528	5900	6216
Závazky	84137	87028	91099	92744
Dlouhodobé závazky	29583	31493	33612	35414
Krátkodobé závazky	54554	55535	57487	57331
Časové rozlišení	698	710	735	733

Finanční plán - VZZ (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
Tržby z prodeje výrobků a služeb	255119	259706	268831	268101
Tržby za prodej zboží	11340	11544	11950	11917
Výkonová spotřeba	143075	145648	150765	150356
Osobní náklady	116988	119092	123276	122942
Úpravy hodnot v provozní oblasti	7292	7443	7705	7730
Ostatní provozní výnosy	2735	2785	2882	2875
Ostatní provozní náklady	882	895	944	913
Provozní výsledek hospodaření	958	958	973	953
Výnosové úroky a podobné výnosy	7	7	8	8
Nákladové úroky a podobné náklady	1384	1383	1406	1376
nční výnosy	7063	7190	7443	7423
nční náklady	3087	3216	3405	3469
Finanční výsledek hospodaření	2600	2598	2641	2585
Výsledek hospodaření před zdaněním	3559	3556	3614	3538
Daň z příjmu	676	676	687	672
Výsledek hospodaření po zdanění	2882	2881	2927	2866
Výsledek hospodaření za účetní období	2882	2881	2927	2866
Čistý obrat za účetní období	276265	281233	291114	290324

Finanční plán - CF (v tis. Kč)				
	První fáze			Druhá fáze
	2023	2024	2025	2026-∞
PSPP	4320	52113	61541	70594
VHBÚO	2882	2881	2927	2866
odpisy	7292	7443	7705	7730
-Δzásob	-27471	1063	2114	-169
-Δpohledávek	-21076	675	1343	-107
+Δkrátkodobých závazků	-10751	981	1951	-156
CF z provozní činnosti	47970	9567	9127	10717
-Investice (netto)	1823	1861	1926	1933
CF z investiční činnosti	1823	1861	1926	1933
+Δstavu dluhu(úvěru)	-2000	-2000	-2000	-2000
CF z finanční činnosti	-2000	-2000	-2000	-2000
CF celkem	47793	9428	9053	10649
KSP	52113	61541	70594	81243