



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ- TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA EKONOMICKÁ  
FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Určení hodnoty společnosti MP Krásno, a.s.

Determination of the Value of the Company MP Krásno, a.s

Student: Bc. Tibor Mičunek

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra podnikohospodářská

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Tibor Mičunek**  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku  
Specializace: 00 Ekonomika podniku  
Téma: **Určení hodnoty společnosti MP Krásno, a.s.**  
**Determination of the Value of the Company MP Krásno, a.s.**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska oceňování podniku
  3. Aplikace vybraných metod oceňování na konkrétní podnik
  4. Interpretace výsledků oceňování podniku
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.  
DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.  
KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th ed. Hoboken: Wiley, 2005. 742 p. ISBN 978-0-471-70221-4.

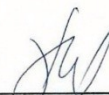
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013  
Datum odevzdání: 25.04.2014

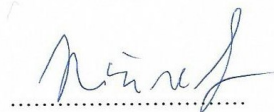


Ing. Josef Kašík, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

*„Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci včetně všech příloh vypracoval samostatně a uvedl v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.“*



Tibor Mičunek

V Ostravě dne 25. 4. 2014

Děkuji vedoucímu diplomové práce Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za odborné rady a náměty. Jeho znalosti a zkušenosti pro mě byli velmi cenné. Dále chci poděkovat Ing. Mgr. Petru Ptáčkovi, MBA a celé společnosti MP Krásno, a.s. za poskytnuté materiály a pomoc při psaní diplomové práce.

Poděkování patří i mým rodičům za podporu, kterou mi projevovali v průběhu celého studia.

# Obsah

1 Úvod .....	6
2 Teoretická východiska oceňování podniku.....	7
2.1 Základní pojmy .....	7
2.1.1 Definice podniku.....	7
2.1.2 Hodnota podniku.....	8
2.1.2.1 Historie vývoje pojetí hodnoty .....	8
2.1.2.2 Současné vnímání hodnoty a hodnota podniku.....	8
2.2 Hladiny hodnoty podniku .....	10
2.3 Kategorie hodnoty podniku.....	11
2.3.1 Tržní hodnota .....	11
2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota.....	12
2.3.3 Objektivizovaná hodnota .....	13
2.3.4 Kolínská škola .....	14
2.4 Kapitálová struktura a hodnota podniku.....	15
2.5 Důvody oceňování podniku.....	16
2.6 Postup při oceňování podniku.....	17
2.7 Analýza makroprostředí .....	18
2.8 Analýza mikroprostředí .....	20
2.8.1 Identifikace charakteristických znaků odvětví .....	20
2.8.2 Prognóza vývoje odvětví.....	22
2.9 Finanční analýza .....	23
2.9.1 Zdroje informací pro finanční analýzu.....	24
2.9.2 Metody finanční analýzy .....	25
2.9.3 Analýza absolutních ukazatelů .....	26
2.9.4 Analýza poměrovými ukazateli.....	26
2.9.4.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti.....	27
2.9.4.2 Ukazatele rentability .....	28
2.9.4.3 Ukazatele likvidity.....	30
2.9.4.4 Ukazatele aktivity .....	32
2.9.5 Predikční modely hodnocení finanční úrovně.....	33
2.9.5.1 Kralickův Quick-test.....	34
2.9.5.2 Modifikovaný Tafflerův model .....	35
2.9.5.3 Altmanův model pro české společnosti .....	35

2.10 Vybrané metody určení hodnoty společnosti .....	35
2.10.1 Metody založené na základě analýzy výnosů .....	36
2.10.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků .....	36
2.10.1.2 Metody kapitalizovaných čistých výnosů .....	40
2.10.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	44
2.10.2 Majetkové metody ocenění .....	46
2.10.2.1 Účetní metoda.....	46
2.10.2.2 Substanční metoda.....	46
2.10.2.3 Metoda likvidační hodnoty.....	47
2.10.3 Ostatní metody určení hodnoty společnosti .....	47
3 Aplikace vybraných metod oceňování na konkrétní podnik .....	48
3.1 Představení společnosti MP Krásno, a.s.....	48
3.2. Strategická analýza .....	49
3.2.1 Analýza makroprostředí .....	49
3.2.1.1 PESTLE analýza .....	49
3.2.2 Analýza mikroprostředí .....	54
3.2.2.1 Charakteristika odvětví.....	54
3.2.2.2 Porterova analýza pěti konkurenčních sil.....	55
3.3 Finanční analýza .....	57
3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů .....	58
3.3.1.1 Vertikální analýza aktiv.....	58
3.3.1.2 Vertikální analýza pasiv .....	59
3.3.1.3 Horizontální analýza aktiv .....	60
3.3.1.4 Horizontální analýza pasiv .....	61
3.3.1.5 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	62
3.3.1.6 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty .....	63
3.3.1.7 Výsledek hospodaření společnosti a jeho vývoj.....	63
3.3.2 Analýza poměrovými ukazateli.....	64
3.3.2.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti.....	64
3.3.2.2 Ukazatele rentability .....	65
3.3.2.3 Ukazatele aktivity .....	66
3.3.2.4 Ukazatele likvidity.....	68
3.3.2. Modely hodnocení finanční úrovně .....	69
3.4 SWOT analýza .....	71

3.5. Predikce finančního plánu .....	72
3.6 Metody oceňování podniku.....	73
3.6.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (entity).....	73
3.6.1.1 Výpočet DCF- Entity.....	75
3.6.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	76
3.6.3 Ocenění na základě účetní metody .....	79
4. Interpretace výsledků oceňování podniku .....	80
4.1 Návrhy a doporučení .....	82
5. Závěr .....	83
Seznam použité literatury .....	84
Seznam zkratk.....	86
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	



# 1 Úvod

S problematikou ocenění společností se v ČR setkáváme od začátku privatizace v 90. letech dvacátého století. S nástupem tržní ekonomiky rostla potřeba a význam určení hodnoty společnosti, neboť firmy se staly volně obchodovanými stejně jako jiné statky a služby.

Potřeba ocenění firem roste i v dnešní době, kdy mnoho podnikatelů, kteří začali podnikat na začátku devadesátých let, řeší otázku, co s firmou, kterou vybudovali a nemají ji komu předat. Řada z těchto podnikatelů tak prodává svoje firmy novým vlastníkům a s prodeji samozřejmě roste i váha problematiky ocenění společností.

V posledních letech není hodnota společnosti důležitá jen pro vlastníky firem, ale zároveň také pro manažery, neboť jejich hlavním cílem již není růst zisku firmy, ale růst její tržní hodnoty. A problematika hodnoty společnosti se tak stala jedním ze základů finančního řízení firmy.

Cílem této práce je určení hodnoty společnosti MP Krásno, a.s. pomocí několika oceňovacích metod.

V teoretické části se budeme zabývat vymezením nezbytných teoretických pojmů souvisejících s danou problematikou, dále si představíme jednotlivé postupy analýz a metody určení hodnoty společnosti.

V aplikační části se pak zaměříme na popis společnosti MP Krásno, a.s, provedeme strategickou analýzu, která se zaměří na mapování makro a mikroprostředí firmy, dále uděláme finanční analýzu, v níž se zaměříme na jednotlivé ukazatele rentability, aktivity, likvidity a nakonec vypočítáme syntetické ukazatele celkové finanční stability firmy. Závěr aplikační části věnujeme stěžejní problematice, kterou je určení hodnoty společnosti. Tuto hodnotu vypočítáme postupně dle jednotlivých metod.

V závěru celé práce zhodnotíme jednotlivé výsledky a navrhneme vylepšení stávající situace.

## 2 Teoretická východiska oceňování podniku

V této kapitole se autor pokusí vymezit všechna nezbytná teoretická východiska, která jsou potřebná pro správné pochopení dané problematiky. Od vysvětlení základních pojmů až po podrobný popis jednotlivých metod výpočtů.

### 2.1 Základní pojmy

Na začátku celé práce je potřebné si nejprve definovat a vysvětlit základní pojmy, s kterými se bude dále pracovat.

#### 2.1.1 Definice podniku

První takovým pojmem, který je potřeba definovat, je pojem podnik. Podnik neboli společnost je možné definovat pomocí několika definic.

Jak uvádí Grublová: „z pohledu kybernetického se podnik jeví, jako otevřený systém se zpětnou vazbou.“ (Grublová, 2007, s. 19). Otevřenost můžeme chápat tak, že dochází k jisté výměně materie a informací mezi podnikem a jeho okolím. Zpětnou vazbu pak chápeme tak, že podnik reaguje na podmínky, které přicházejí z jeho okolí. (Grublová, 2007)

Definice podniku dle evropského práva, konkrétně dle Nařízení komise 800/2008 ze dne 6. srpna 2008.

„Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, které běžně vykonávají hospodářskou činnost.“ (Nařízení komise 800/2008, 2008, s. 38)

„Z pohledu sociologického je podnik sociálním jevem, jehož existence je zdůvodněna jedině uspokojením specifických lidských potřeb, které jsou jeho primárním cílem a finální funkcí.“ (Grublová, 2007, s. 19)

Jak můžeme vidět, různorodost chápání podniku je velice široká a v literatuře bychom našli další desítky definic.

## **2.1.2 Hodnota podniku**

Dalším důležitým pojmem, který je nutno definovat, je pojem hodnota. Jak ale máme chápat ekonomickou hodnotu a jak hodnotu podniku? Abychom si mohli na tyto otázky správně odpovědět, musíme se podívat, jak se postupem času vyvíjelo vnímání hodnoty a jak se toto obecné vnímání hodnoty promítlo následně do problematiky hodnoty podniku.

### **2.1.2.1 Historie vývoje pojetí hodnoty**

Hodnotou se člověk zabýval již před více než dvěma tisíci let. První úvahy o hodnotě pocházejí z období antiky. Aristoteles svými myšlenkami o ekvivalenci směny dal první podnět k pozdějším nákladovým teoriím hodnoty. Aristoteles také jako první rozlišil takzvanou „užitnou hodnotu“ a „směnnou hodnotu“. Stejně jako Aristoteles i Tomáš Akvinský chápal hodnotu jako širší kategorii a neomezil se pouze na hodnotu vynaložených nákladů. Akvinský upozorňoval i na důležitý faktor při určování hodnoty, a to na subjektivně vnímanou hodnotu.

Adam Smith formuloval v průběhu druhé poloviny 18. století teorii hodnoty, která pokračovala v hledání vnitřní hodnoty, objektivní hodnoty, nezávislé na ocenění spotřebitele. Mezi ekonomy, ale i laickou veřejností je velice známý tzv. paradox vody a diamantů. V tomto paradoxu Smith ukazuje rozdíl mezi užitnou a směnnou hodnotou a dochází k jednoznačnému závěru, že užitná hodnota a směnná hodnota na sobě vůbec nezávisí.

Dále se těmito myšlenkami zabývali ekonomové jako např. David Ricardo, J.S. Mill a Karl Marx. (Krabec, 2009)

### **2.1.2.2 Současné vnímání hodnoty a hodnota podniku**

**Ekonomická hodnota** vyplývá ze dvou základních předpokladů:

- lidské potřeby jsou neomezené,
- zdroje na uspokojení těchto potřeb jsou omezené.

Tím, že každý jedinec má jen omezené zdroje, stávají se tyto zdroje pro něj vzácné a je ochoten je vyměnit jen za statky, které mají tzv. užitnou hodnotu.

**Užitná hodnota** nám udává schopnost statku nebo služby uspokojovat lidské potřeby. Závisí tak na možnostech využití, preferencích a plánech majitele daného statku nebo služby. Z toho je zřejmé, že každý vlastník konkrétního statku či služby bude vnímat odlišnou užitnou hodnotu.

Pokud je statek, který má užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici jen v omezeném množství, má zároveň i hodnotu směnnou.

**Směnná hodnota** je hodnota, za kterou může být statek směněn za jiný. Pokud směnnou hodnotu vyjádříme v peněžních jednotkách, můžeme pak již hovořit o tržní ceně. (Mařík, 2011)

**Hodnota podniku** tedy závisí na užitné hodnotě, to znamená, jaký užitek přinese svému majiteli, který bude podnik držet. Tento užitek můžeme rozdělit na užitek finanční a na užitek jiné povahy, jako je například společenské postavení, prestiž a v neposlední řadě například společenský zájem (např. charita). Nás však bude z praktických důvodů zajímat užitek a z něho vyplývající hodnota vyjádřená v penězích. (Mařík, 2011)

Ted už máme všechny potřebné stavební kameny, abychom si mohli uvést ucelenou definici hodnoty podniku:

*„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).“* (Mařík, 2011, s. 20)

Tuhle definici bychom při určité míře abstrakce mohli zjednodušit a říci, že: *„hodnota podniku není vlastně nic jiného než určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.“* (Mařík, 2011, s.20)

Jak jsme se k této tezi, že hodnota podniku je vlastně víra v jeho budoucnost dostali?

V původní definici si můžeme povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. Jenže při určování hodnoty podniku se předpokládá prakticky jeho neomezené trvání, a aby byla problematika ještě složitější, tak příjmy v dlouhém období lze jen odhadovat, nikoliv objektivně určit. Při oceňování podniku pak jde jen o to, kterou prognózu budeme považovat za správnou. Tyto skutečnosti nás pak vedou k závěru, že hodnota podniku není nic jiného, než víra v jeho budoucnost vyjádřena v peněžních jednotkách.

Můžeme tedy dojít k těmto závěrům:

- hodnota podniku není objektivní vlastností celku, neboť je založena na subjektivní projekci budoucího vývoje podniku daného autora,
- pokud není hodnota objektivní vlastnost, je potom nemožné navrhnout jednotný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit,
- hodnota je tedy závislá na účelu, za jakým je stanovována a na subjektu, který ji stanovuje. (Mařík, 2011)

## 2.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze hodnotit na různých hladinách, a to:

**Brutto hodnota** - tato hodnota vyjadřuje ocenění podniku jako celku, tedy podnikatelské jednotky (entit). Zahrnuje v sobě hodnotu jak pro majitele, tak i pro věřitele.

**Netto hodnota** - zde se jedná o ocenění podniku na úrovni vlastníků podniku. V principu jde tedy o stanovení hodnoty vlastního kapitálu. Musíme zde ovšem zdůraznit, že pojetí vlastního kapitálu nemusí vždy přesně odpovídat účetnímu pojetí. (Mařík, 2011)

## 2.3 Kategorie hodnoty podniku

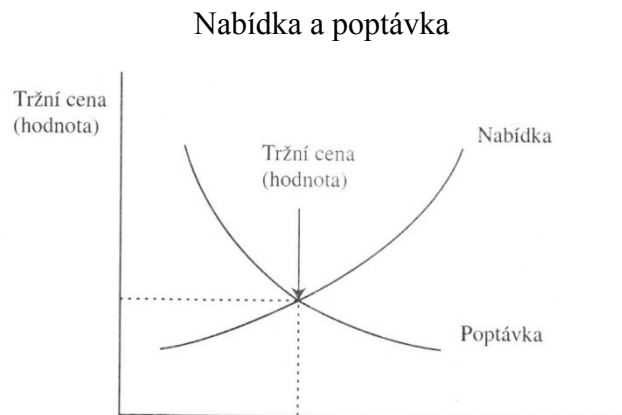
Dle Mařík můžeme rozdělit kategorie hodnoty podniku na:

- „tržní hodnotu,
- subjektivní hodnotu (tj. investiční hodnotu),
- objektivizovanou hodnotu,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.“ (Mařík, 2011, s. 22)

### 2.3.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota by nám měla dát odpověď na otázku, kolik je za daný podnik ochoten zaplatit (průměrný) kupující na trhu. Předpokládá se tedy, že existuje jistý trh s podniky nebo s podíly podniků. Na takovém trhu pak existuje více kupujících a prodávajících. Působením nabídky a poptávky na takovém trhu se vytváří podmínky pro vznik tržní ceny. (Mařík, 2011)

Obrázek 2.1



Zdroj: Kislingerová, E. *Oceňování podniku*, 1999. s. 4

Náplni pojmu tržní hodnota se dlouhá léta věnovala mezinárodní organizace pro oceňování „International Valuation Standards Committee (IVSC)“. Tato organizace byla založena již v roce 1981 a stála také u zrodu mezinárodních oceňovacích standardů. (Mařík, 2011)

Dle Mařík můžeme definovat tržní hodnotu takto:

*„tržní hodnota je odhadnutelná částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (Mařík, 2011, s. 22)*

Při odhadu tržní ceny můžeme pracovat se dvěma přístupy, a to:

1. přístup „stand alones basic“ a „going concern“ – tento přístup ocení podnik tak, jak je v současném stavu. Základním předpokladem je, že firma bude mít i nadále shodný předmět podnikání a bude pokračovat ve své činnosti,
2. přístup, který je založen na změně strategického hlediska - zde se předpokládá, že nový vlastník provede změnu ve využití koupeného majetku. Tento přístup se používá zejména při spojování a fúzích podniků. (Kislingerová, 1999)

Tržní cenu můžeme dle Kislingerová definovat tato:

*„tržní cena představuje hodnotu na burze, kterou by majetek vynesl, kdyby byl nabídnut k prodeji na volném trhu v den odhadu anebo za okolností, které akceptují požadavky definice tržní hodnoty.“ (Kislingerová, 1999, s. 11)*

### **2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

Investiční hodnota by nám měla dát odpověď na otázku, jakou má firma hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího. Pro takové ocenění z pohledu konkrétního subjektu se hlavně v německé terminologii ale také v praxi zavedl pojem subjektivní hodnota. Pojem subjektivní hodnota můžeme ovšem nalézt i v mezinárodním oceňovacím standardu č. 2. V tomto standardu je označován jako investiční hodnota. (Mařík, 2011)

Dle Mařík můžeme investiční hodnotu definovat takto:

*„investiční hodnota (investment value or worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanované investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle anebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (Mařík, 2011, s. 26)*

Mezi základní charakteristiky subjektivní hodnoty patří:

1. budoucí finanční toky,
2. diskontní úrokové míry.

### **2.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Mařík popisuje tuto hodnotu, jako hodnotu, která: *„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.“ (Mařík, 2011, s. 27)*

Lze tedy říci, že objektivizovaná hodnota by nám měla dát odpověď na otázku, jakou hodnotu můžeme považovat za obecně akceptovatelnou.

Většina odborníků se shoduje na názoru, že tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na takových datech, které jsou všeobecně uznávány, a při jejich výpočtu musejí být rovněž dodrženy určité požadavky a zásady. (Mařík, 2011)



### 2.3.4 Kolínská škola

Tato škola zastává názor, že ocenění podniku nemá smysl modifikovat v závislosti na nejrozličnějších podnětech, ale na obecných funkcích. (Mařík, 2011)

Dle Mařík se jedná o tyto funkce:

- „*funkci poradenskou,*
- *funkci rozhodčí,*
- *funkci argumentační,*
- *funkci komunikační,*
- *funkci daňovou.*“ (Mařík, 2011, s. 30)

Jednotlivým funkcím samozřejmě odpovídají i rozdílné hodnoty, například u funkce daňové je cílem zjistit hodnotu pro daňové účely, zatímco u funkce komunikační je účelem určit hodnotu pro komunikaci s veřejností, a to především s bankami a investory.

Mezi nejdůležitější funkce dle kolínské školy patří funkce poradenská neboli funkce tzv. hraniční hodnoty. Smyslem této funkce je určení maximální a minimální ceny pro kupujícího a prodávajícího.

Maximální cena nám říká, kolik může za podnik zaplatit kupující, aby pro něj transakce nebyla prodělečná. Minimální cena nám říká, jaká je spodní hranice, za kterou může prodávající podnik prodat a transakce pro něj není ještě prodělečná.

Když určíme obě hraniční ceny, jak cenu minimální, tak cenu maximální, získáme interval, který nám vymezuje prostor pro cenové vyjednávání.

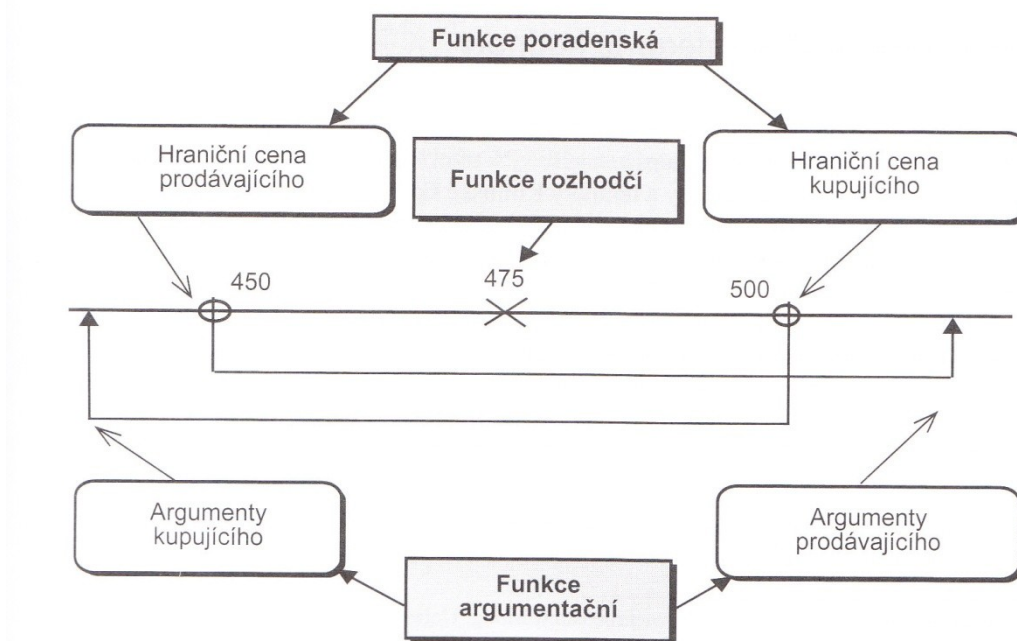
Další funkcí je funkce rozhodčí. Zde se jedná o hodnotu, kterou určí nezávislý znalec, tzv. rozhodčí.

Poslední funkcí je funkce argumentační, tato funkce strádá informace a podklady pro zlepšení pozice dané strany a slouží jako podklad pro další jednání. (Mařík, 2011)

Vztah jednotlivých funkcí ukazuje následující obrázek

Obrázek 2.2

Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*, 2007. s. 31

## 2.4 Kapitálová struktura a hodnota podniku

Hodnota společnosti se obecně určuje jako současná hodnota finančních toků a působí na ni celá řada faktorů. Je důležité ovšem určit, jaký vliv má kapitálová struktura podniku (jiným slovem jeho zadluženost) na hodnotu firmy. Řadu let byl zkoumán tento vliv ve třech základních modelech, a to: MM1, MM2, MM3.

U modelu MM1 bylo prokázáno, že zadluženost (kapitálová struktura) nemá žádný vliv na hodnotu firmy.

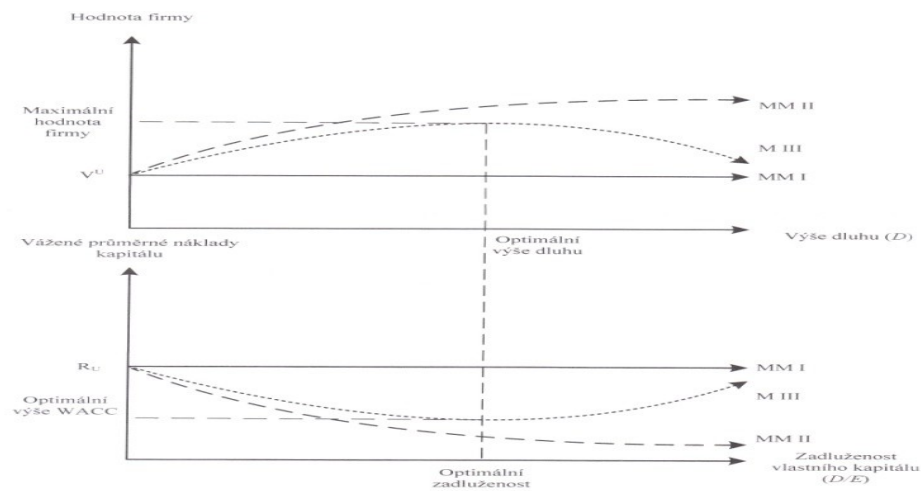
Pokud uvažujeme s podmínkami modelu MM2, tak můžeme vidět, že hodnota firmy je rovna hodnotě firmy nezadlužené plus hodnotě daňového štítu. Zde je tedy nejvýhodnější co největší zadluženost podniku, neboť s růstem zadluženosti roste i hodnota podniku.

U posledního modelu MM3 se počítá i s náklady bankrotu, a tedy v tomto případě se hodnota zadlužené firmy vypočítá jako: hodnota nezadlužené firmy minus náklady na bankrot společnosti plus hodnota daňového štítu. (Dluhošová, 2010)

Vztah jednotlivých modelů MM na hodnotu firmy ukazuje následující obrázek

Obrázek 2.3

Závislost hodnoty firmy a nákladů celkového kapitálu na kapitálové struktuře (zadluženosti) pro vybrané modely



Zdroj: Dluhošová, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2010. s. 174

## 2.5 Důvody oceňování podniku

Pro určení hodnoty podniku může být celá řada důvodů. Mezi ty nejčastější dle Kašík patří:

- „prodej a koupě podniku,
- ukončení účasti společníka ve společnosti,
- pronájem podniku jako celku nebo jeho části,
- sloučení, splynutí nebo rozdělení společnosti,
- změna právní formy podniku,
- převedení společnosti na jiného majitele,
- vstup podniku na burzu,
- dědění společnosti a další.“ (Kašík, 1998, s. 111)

## 2.6 Postup při oceňování podniku

Postup při oceňování podniku můžeme shrnout do devíti kroků, které na sebe navazují.

1. **Krok - vymezení zadání práce.** V tomto kroku si autor specifikuje cíle ocenění a přesně definuje zadání. Jedná se o velmi důležitý prvotní krok, neboť pokud bychom si na začátku špatně definovali cíle nebo zadání, tak celý další postup se stává irelevantním.
2. **Krok – vytvoření pracovního týmu.** Tým by neměl mít více než sedm členů a měl by se skládat z: vedoucího týmu, zástupců poradenské firmy (externí pohled) a zástupců daného podniku (interní pohled).
3. **Krok – plán práce.** Cíl práce musí být jasně termínován a rovněž by měly být určeny průběžné milníky.
4. **Krok – sběr vnějších a vnitřních informací.** V této fázi se zaměříme na okolí podniku (mikroprostředí i makroprostředí) a na podnik samotný, u kterého nás bude zajímat jeho minulost, přítomnost, ale zároveň se pokusíme predikovat i jeho budoucnost.
5. **Krok – analýza dat.** V tomto kroku provedeme finanční analýzu a strategickou analýzu podniku za časový horizont tří až pěti let.
6. **Krok – výběr metod ve vazbě na cíl práce.** V tomto kroku je velice důležité definovat metodologickou oprávněnost, syntézu proměnných a v neposlední řadě provést výběr vhodných modelů.
7. **Krok – analýza ocenění.** V této části se provádí aplikace zvoleného metodického aparátu ve vazbě na samotný účel prováděného ocenění.
8. **Krok – syntéza výsledků.** Jedná se o předposlední krok, v jehož průběhu se provádí na základě předchozí analýzy syntéza výsledků a připravuje se závěrečný výrok.

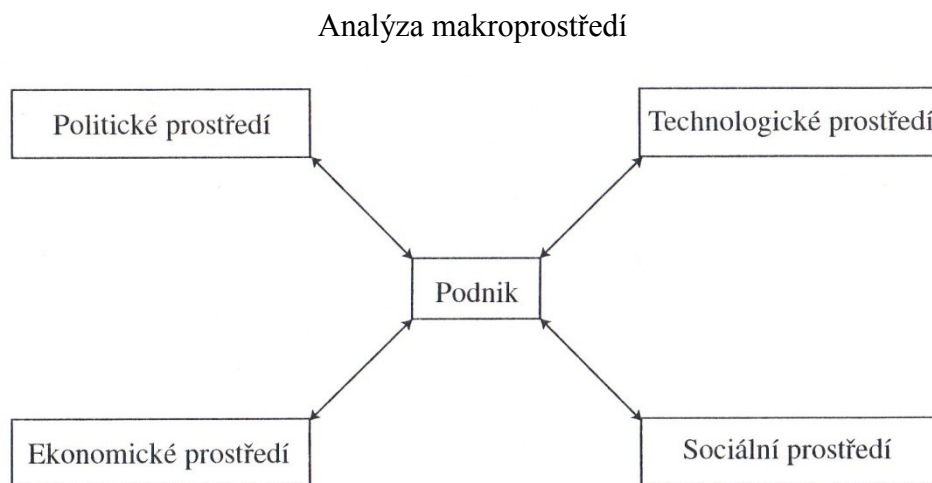
9. **Krok – závěr.** V posledním závěrečném kroku se provede výrok o hodnotě podniku k danému datu ocenění. (Kislingerová, 1999)

## 2.7 Analýza makroprostředí

Makroprostředí podniku má velký vliv na jeho působení a výkonnost. Na podnik působí celá řada vlivů v rámci makroprostředí a zároveň podnik tyto vlivy nemůže ovlivnit. Pro analýzu makroprostředí se používá takzvaná analýza PESTLE.

Podnik jako jistý subsystém makroprostředí můžeme znázornit následujícím obrázkem:

Obrázek 2.4



Zdroj: Kislingerová, E. *Oceňování podniku*, 1999. s. 19

Jak jsme již zmínili, k analýze makroprostředí může být využita analýza PESTLE. Slovo PESTLE je vlastně akronym a jednotlivá písmena znázorňují faktory, které na podnik působí.

Jsou to:

- **politické** – minulé, současné a budoucí působení politických vlivů. (levicová x pravicová vláda)

- **ekonomické** – zde se projeví působení a vliv jak domácí, tak zahraniční ekonomiky (velikost a tempo růstu HDP, inflace, nezaměstnanost, rozvinutost finančního sektoru, úrokové míry atd.),
- **sociální** – zahrnuje takové vlivy, jako je například demografický vývoj obyvatelstva, rozložení příjmových skupin, vzdělání atd.,
- **technologické** – odráží stávající a nové technologie, které se využívají v rámci daného odvětví, v němž firma působí. Hlavně v poslední době můžeme vidět, jak vliv tohoto faktoru neustále roste a firmy se snaží o inovativní přístup,
- **legislativní** – na firmu působí národní legislativa, ale zároveň i evropské a mezinárodní právo,
- **ekologické** – zde patří faktory, jako jsou například ekologické normy, emisní povolenky, těžební limity atd.

Principem PESTLE analýzy je identifikovat pro každou skupinu faktorů ty nejdůležitější jevy a rizika, které ovlivňují nebo mohou v budoucnosti ovlivňovat podnikatelskou činnost podniku. Tato technika bývá někdy využívána jako vstupní analýza pro následující SWOT analýzu. V podnikohospodářské praxi se můžeme setkat i s její zkrácenou modifikací PEST analýzou. V této modifikované verzi tedy analyzujeme politické, ekonomické, sociální a technologické faktory, které působí na podnik.

Alternativně se může využívat i název STEER analýza, kde počáteční písmena znamenají:

*„S - socio-cultural - socio-kulturní faktory*

*T - technological - technologické faktory*

*E - economic - ekonomické faktory*

*E - ecological - ekologické faktory*

*R - regulatory - regulující faktory (legislativa jako regulace)“ (MANAGEMENT MANIA, 2013)*

## 2.8 Analýza mikroprostředí

U každého oceňovaného podniku je velmi důležité určit odvětví, do kterého patří, a následně provedení analýzy, která definuje základní znaky daného odvětví. Tyto informace jsou pro investory velice důležité a dávají jim bližší představu o zamýšlené investici.

Analýza mikroprostředí má dle Kislingerová za úkol vymežit dva okruhy základních problémů, a to:

- „*identifikace základních charakteristických znaků odvětví,*
- *prognózu vývoje odvětví.*“ (Kislingerová, 1999, s. 22)

### 2.8.1 Identifikace charakteristických znaků odvětví

Mezi základní znaky odvětví patří struktura odvětví, citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu a v neposlední řadě pak míra regulace ze strany státu jako například legislativní omezení, která obecně můžeme označit jako tzv. bariéry vstupu.

Jako nejdůležitější charakteristiku odvětví můžeme označit citlivost na vývoj ekonomiky (HDP). V této vazbě na vývoj hrubého domácího produktu pak můžeme rozlišovat tři kategorie odvětví:

1. **Cyklická odvětví** – zde patří odvětví, která téměř přesně kopírují vývoj domácí ekonomiky nebo v případě nadnárodního podniku kopírují vývoj globální ekonomiky. Tato závislost na vývoji ekonomiky souvisí s charakterem statků, které tyto podniky generují. Zpravidla se jedná o produkty tzv. dlouhodobé spotřeby, u kterých zákazník může odložit svoji spotřebu až na období, kdy se zlepší ekonomická situace. Mezi typické příklady cyklického odvětví můžeme zařadit například automobilový průmysl a stavebnictví. Pro člověka, který určuje hodnotu podniku v tomto odvětví, je důležité vědět, že podnik generuje největší zisky v době ekonomického růstu a nejhorší pak v době recese. V době recese navíc mohou být tyto podniky i ve značných ztrátách, které kompenzují výnosy z předchozích let.
2. **Odvětví neutrální** – v případě neutrálního odvětví nejsou podniky, které spadají do této kategorie, žádným způsobem ovlivňovány vývojem ekonomiky. Do neutrálního

odvětví patří zejména podniky, které generují tzv. nezbytné statky neboli statky denní spotřeby jako například potraviny, léky apod. Kromě těchto statků zde patří i produkty, které mají nízkou míru cenové elasticity jako například alkohol, cigarety, drogy atd.

3. Anticyklické odvětví – odvětví se vyznačuje tím, že v období recese podniky, které do této kategorie patří, generují nejvyšší zisky. Jako příklad můžeme uvést například sázkové kanceláře, televize či podniky, které nabízejí své služby v rámci využití volného času. (Kislingerová, 1999)

Druhou charakteristikou, kterou musí brát cenitel v potaz, je způsob a míra vládní regulace. U některých statků či služeb se stát snaží záměrně ovlivňovat a regulovat volný trh. Jedná se především o tzv. cenové regulace (nájem, energie). Kromě cenové regulace může stát rovněž legislativně omezovat vstup nových firem do odvětví, což může dělat prostřednictvím udělování licencí, povolení atd.

Třetím charakteristickým znakem je struktura odvětví. Na strukturu odvětví působí a vymezují ji konkurenční faktory. Tyto faktory M. Porter nazval pěti konkurenčními silami a vymezil je následujícím způsobem:

1. potencionální noví konkurenti,
2. kupující,
3. dodavatelé,
4. nové výrobky (substituty),
5. konkurence v odvětví. (Kislingerová, 2010)

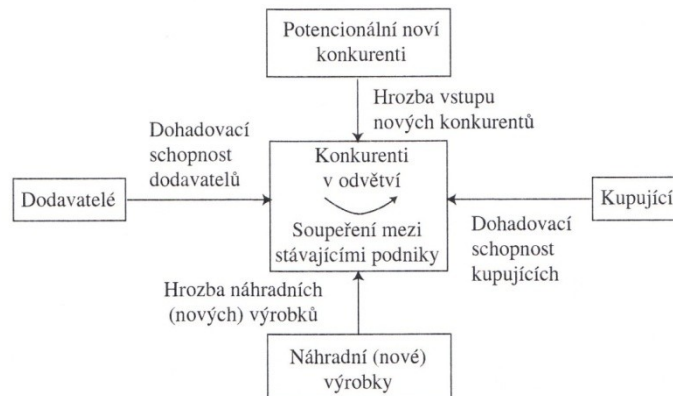
Zahraniční autoři KOLLER, GOEDHART a WESSELS (2010) píší, že Porterův model pěti konkurenčních sil nám analyzuje strukturu odvětví a věnuje se podrobnému rozboru faktorů, které na odvětví působí a značně tedy ovlivňují jeho ziskovost. Zároveň uvádějí, že existence substitučních výrobků nám způsobuje limity potenciálu trhu a jeho ziskovosti. (Koller, 2010)

Vztah a působení těchto sil znázorňuje následující obrázek.



Obrázek 2.5

Pět dynamických konkurenčních faktorů, které rozhodují o výkonnosti odvětví



Zdroj: Kislingerová, E. *Oceňování podniku*, 1999. s. 25

Po analýze struktury odvětví dojdeme k závěru, že struktura odvětví je buď:

- monopolní (jediný výrobce),
- oligopolní (odvětví ovládá malý počet firem, které mají do značné míry mezi sebou rozdělený trh),
- konkurenční (působí zde velké množství firem i kupujících).

Strukturu odvětví můžeme označit za poměrně stabilní v čase, a proto velkou mírou ovlivňuje a určuje strategii podniku a musí být tedy nedílnou součástí projektu, který má za cíl určení ceny podniku. (Kislingerová, 1999)

### 2.8.2 Prognóza vývoje odvětví

Základním výchozím bodem pro další prognózu odvětví je jeho historický vývoj, který se zaměřuje především na porovnání trendů tržeb, zisků a v neposlední řadě cen akcií. Velmi důležité je také sledovat základní vývojové linie, které jsou spojeny s inovacemi procesů a jejich vliv na parametry růstu. Tohle určení je zejména důležité u výnosových modelů, neboť určení tempa růstu významně ovlivní konečné určení ceny podniku.

Při prognóze je také velmi důležité správně určit délku období, za které lze prognózovat tržby a dobře stanovit ziskovou volatilitu. Dále je nutné do těchto úvah ještě zakomponovat očekávání o vývoji úrokových měr, směnných kurzů a také dopady politických událostí. (Kislingerová, 1999)

## 2.9 Finanční analýza

Finanční analýza je klíčovou a komplexní oblastí řízení podniku. Pro samotné hodnocení výkonnostní a finanční situace podniku slouží velké množství poměrových ukazatelů. Smyslem využití ukazatelů ve finanční analýze je posoudit a následně zhodnotit finanční situaci podniku. V poslední fázi se na základě zhodnocení finančních ukazatelů formuluje doporučení pro další očekávaný vývoj. (Dluhošová, 2010)

Jeden z hlavních cílů finanční analýzy je příprava podkladů pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Je jasné, že existuje velmi úzká spojitost mezi účetnictvím, rozhodováním a řízením podniku. Je to z toho důvodu, že účetnictví nám předkládá pro potřeby finanční analýzy do určité míry přesné hodnoty peněžních údajů. Musíme však brát v potaz, že tyto údaje se vztahují pouze k jednomu časovému okamžiku a jsou tedy víceméně izolované. Proto, aby tato data mohla být následně využita pro samotné hodnocení finančního zdraví podniku, musíme provést finanční analýzu. (Růčková, 2008)

Finanční analýzu můžeme dle Dluhošová rozdělit na tři na sebe navazující fáze:

*„diagnostika základních charakteristik (indikátorů) finanční situace, hlubší rozbor příčin zjištěného stavu, identifikace hlavních faktorů nežádoucího vývoje a návrh opatření.“*  
(Dluhošová, 2010, s. 71)

Získané finanční údaje jsou podstatným zdrojem informací o stavu podniku a dá se říci, že nám zrcadlí úroveň celého podniku a jeho konkurenceschopnost. Je samozřejmé, že zájem o tyto informace má celá řada subjektů. Potřebu mít informace o finančním zdraví podniku má mnoho zainteresovaných stran.

Podle Dluhošová je můžeme rozdělit následujícím způsobem:

*„podle zdrojů finančních prostředků: vlastníci (investoři), věřitelé (banky), obchodní věřitelé (dodavatelé). Podle pravomocí v řízení podniku: vlastníci, management podniku, vnitropodnikové hospodářské jednotky. Podle typu podniku na výstupech podniku: zaměstnanci, obchodní dodavatelé, banky, investoři, stát, management.“ (Dluhošová, 2010, s.71)*

### **2.9.1 Zdroje informací pro finanční analýzu**

Pro potřeby provedení finanční analýzy vycházíme z těchto základních výkazů.

1. Výkazy finančního účetnictví – tyto výkazy můžeme také označit jako výkazy externí, jedná se o informace, které jsou určeny hlavně externím uživatelům. V těchto výkazech můžeme zjistit strukturu majetku a jeho krytí (rozvaha), dále pak informace o tvorbě a následném využití výsledků hospodaření (výkaz zisku a ztráty) a o samotném pohybu peněžních toků (výkaz Cash Flow).
2. Výkazy vnitropodnikového účetnictví – jedná se o výkazy, které nám poskytují přehled o nakládání s podnikovými náklady, a to v různém členění. Dále pak o výkazy, které vypovídají o spotřebě nákladů na jednotlivé druhy výkonů a spotřebě v jednotlivých střediscích, např. středisku výroby, expedice atd. Všechny tyto výkazy mají interní povahu a nejsou veřejně dostupné.

Kromě výše zmíněných výkazů se používají i další relevantní informace. Informace pro finanční analýzu tedy můžeme shrnout do následujících kategorií:

1. Finanční informace – do této kategorie spadají všechny účetní výkazy a výroční zprávy, nejrůznější interní informace, prognózy analytiků a vedení společnosti, burzovní informace, zprávy vydané ČNB např. o úrokových mírách.
2. Kvalifikované nefinanční informace – zde se jedná o firemní statistiky z oblastí výroby, zaměstnanosti, odbytu, norem spotřeby a různé interní směrnice.

3. Kvalifikované informace – v této poslední kategorii můžeme nalézt zprávy od vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů (oddělení), komentáře manažerů a v neposlední řadě články odborného tisku a celou řadu nezávislých hodnocení a prognóz. (Dluhošová, 2010)

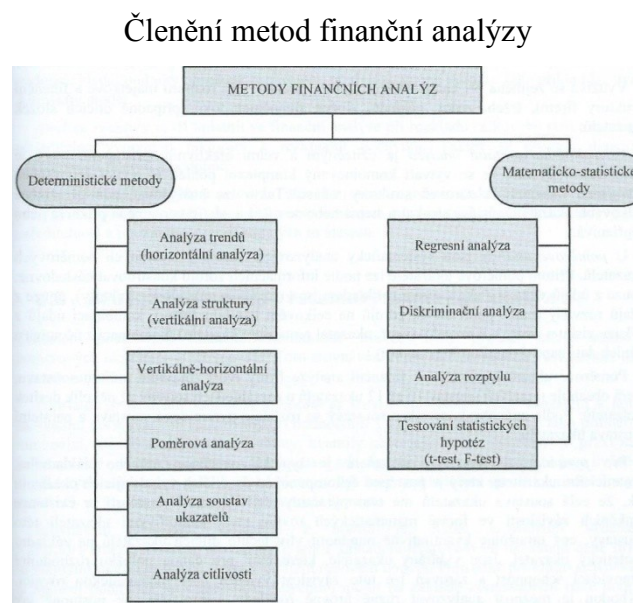
## 2.9.2 Metody finanční analýzy

Volba správné metody musí být dle Růčková stanovena s ohledem na:

- „**účelnost** - to znamená, že musí odpovídat předem zadanému cíli,
- **nákladovost** – analýza potřebuje čas a kvalifikovanou práci, což s sebou nese celou řadu nákladu,
- **spolehlivost** – tu nelze zvýšit množstvím srovnávaných podniků, ale kvalitnějším využitím všech dostupných dat. Čím spolehlivější budou vstupní informace, tím spolehlivější by měly být výsledky z analýzy plynoucí“. (Růčková, 2008, s. 40)

Členění metod finanční analýzy nám zobrazuje následující obrázek.

Obrázek 2.6



Zdroj: Dluhošová, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2010. s. 73

### **2.9.3 Analýza absolutních ukazatelů**

Absolutní ukazatele dělíme na ukazatele stavové a tokové a tvoří nám obsah účetních výkazů (rozvahy, výkazu zisku a ztrát, a výkazu cash flow).

Veličiny stavové jsou takové veličiny, které nám určují hodnotu majetku a kapitálu ke konkrétnímu datu. Najdeme je v rozvaze.

Veličiny tokové nám vyjadřují například objem tržeb, kterých bylo za určité období dosaženo, a najdeme je ve výkazu zisků a ztrát a výkazu cash flow.

(MANAGEMENT MANIA, 2014)

Analýza absolutních tzv. stavových ukazatelů v sobě zahrnuje především dva typy analýz, a to: horizontální a vertikální analýzu.

1. Horizontální analýza, která bývá někdy označována jako analýza trendů, se zaměřuje na časové změny absolutních ukazatelů. Zde je nutné ovšem zdůraznit důležitost tvorby dostatečně dlouhých časových řad, jelikož jenom s precizně vedenými časovými řadami se vyhneme nepřesnostem z hlediska interpretace výsledků výpočtů. Analytik by při hodnocení firmy zároveň neměl zapomenout vzít v úvahu prostředí, v kterém firma působí. U horizontální analýzy je tedy nezbytné uvažovat v širším kontextu.
2. Vertikální analýza neboli procentní rozbor se zabývá vnitřní strukturou stavových ukazatelů, někdy se nazývá analýza komponent. Aplikace této metody nám usnadňuje porovnání účetních výkazů s předchozím obdobím. V této metodě posuzujeme jak strukturu aktiv, tak také strukturu pasiv. (Růčková, 2008)

### **2.9.4 Analýza poměrovými ukazateli**

Poměrové ukazatele patří mezi nejvíce používané metody ekonomických rozborů a tvoří tak nosnou část finanční analýzy. Oblíbenost poměrových ukazatelů vychází kromě jiného z faktu, že k analýze nám stačí veřejně dostupné informace, k nimž mají přístup i externí finanční analytici. (Růčková, 2008)

„Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jedné nebo několika účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo k jejich skupině.“ (Růčková, 2008, s. 47)

Mezi základní kategorie (oblasti) ukazatelů finanční analýzy patří ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele likvidity, ukazatele rentability, ukazatele aktivity také někdy nazývané jako ukazatele obratu a v neposlední řadě ukazatele vycházející z kapitálových trhů. (Dluhošová, 2010)

#### 2.9.4.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku vychází ze struktury financování podniku, tedy z jakých zdrojů (vlastních vs. cizí) je podnik financován. Můžeme ji hodnotit na úrovni vztahu podnikových aktiv a jejich krytí (pasiv). (Dluhošová, 2010)

Mezi nejdůležitější ukazatele patří:

- a) **podíl vlastního kapitálu na aktivech**, který můžeme vypočítat, jako:

(2.1)

$$\frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}$$

Tento ukazatel nám vyjadřuje do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky z vlastních zdrojů a tím pádem, jaká je jeho finanční samostatnost. Charakterizuje tedy dlouhodobou finanční stabilitu. (Dluhošová, 2010)

- b) **Majetkový koeficient**, který můžeme vypočítat, jako:

(2.2)

$$\frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Tento ukazatel nám znázorňuje poměr financování podniku (poměr vlastních a cizích zdrojů). Tento ukazatel je v některých publikacích označován jako takzvaná Finanční páka.

c) **Ukazatel celkové zadluženosti**, který můžeme vypočítat, jako:

(2.3)

$$\frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Ukazatel celkové zadluženosti nám představuje podíl celkového dluhu (všech závazků) k celkovým aktivům společnosti. Pomocí tohoto ukazatele se tak měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z kterého jsou financována aktiva firmy. (Dluhošová, 2010)

d) **Ukazatel úrokového krytí**, který můžeme vypočítat, jako:

(2.4)

$$\frac{EBIT}{\text{úroky}}$$

EBIT nám představuje zisk před zdaněním a úroky. O tento zisk se dělí jak věřitelé, tak i vlastníci. Proto použití ukazatele v této podobě má smysl při určování hodnoty společnosti. Pokud hodnota tohoto ukazatele je rovna 100%, znamená to, že firma vydělá pouze na zaplacení úroků a nevytvoří tak žádný zisk. Je-li ukazatel nižší než 100%, pak podnik nevydělá ani na uhrazení úroků.

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí nám vznikne ukazatel nový, a to ukazatel úrokového zatížení. Tento ukazatel vyjadřuje, jakou část vytvořeného efektu odčerpávají úroky. (Dluhošová, 2010)

#### **2.9.4.2 Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability neboli výnosnosti poměří konečný efekt, který je dosažený podnikatelskou činností ke vstupu, a to buď k celkovým aktivům, ke kapitálu, nebo k tržbám firmy. (Kislingerová, 1999)

Podle Kislingerová by tento blok finanční analýzy měl vždy obsahovat minimálně pět poměrových ukazatelů, kterými jsou:

a) rentabilita vloženého kapitálu - ROI,

- b) rentabilita úhrnných vložených prostředků - ROA,
- c) rentabilita vlastního jmění - ROE,
- d) rentabilita tržeb – ROS,
- e) ekonomická přidaná hodnota – EVA. (Kislingerová, 1999)

- a) **Ukazatel rentability vloženého kapitálu** (anglicky return on investment) můžeme vypočítat jako:

(2.5)

$$\frac{EAT}{\text{celková aktiva} - \text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

„Ukazatel slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu, vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů“. (Kislingerová, 1999, s. 55.)

- b) **Ukazatel rentability úhrnných vložených prostředků** (anglicky return on assets) můžeme vypočítat jako:

(2.6)

$$\frac{EBIT}{\text{aktiva}}$$

Ukazatel ROA je odbornou veřejností označován za klíčové měřítko rentability. Je tomu tak proto, že poměří zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez rozlišení toho, z jakých zdrojů jsou financovány. (Dluhošová, 2010)

- c) **Ukazatel rentability vlastního jmění** (anglicky return on equity) můžeme vypočítat jako:

(2.7)

$$\frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}$$

Tento ukazatel měří výnosnost samotného vlastního kapitálu. Díky tomuto ukazateli můžeme tedy říci, kolik zisku připadá na jednu korunu vlastního jmění. (Kislingerová, 1999)



d) **Ukazatel rentability tržeb** (anglicky return on sales) můžeme vypočítat jako:

(2.8)

$$\frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

*„Tento ukazatel vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, tedy kolik dokáže podnik vyprodukovat efektu na 1 Kč tržeb.“* (Růčková, 2008, s. 56)

e) **Ukazatel ekonomické přidané hodnoty** (anglicky economic value addend) můžeme vypočítat jako:

(2.9)

$$EVA = EBIT \cdot (1 - \text{daňová sazba v \%}) - WACC \cdot C$$

Kde EBIT je provozní výsledek hospodaření (tedy zisk před zdaněním a úroky), dále WACC nám představuje vážené průměrné náklady kapitálu a C pak společností použitý kapitál (tedy peníze, které do podniku investovali věřitelé a vlastníci).

Stěžejní myšlenkou smyslu ekonomické přidané hodnoty, tedy ukazatele EVA, je fakt, že *„investice vytváří svým investorům hodnotu pouze v tom případě, že její očekávaná výnosnost přesáhne její kapitálovou nákladovost.“* (Růčková, 2008, s. 65)

Potřeba využití ukazatele EVA vychází také z nedostatků klasických poměrových ukazatelů, které získáváme z účetních výkazů. Samotný ukazatel EVA rozšiřuje náklady kapitálu společnosti směrem k ocenění ekonomické výnosnosti. (Růčková, 2008)

#### 2.9.4.3 Ukazatele likvidity

Abychom správně pochopili smysl ukazatelů likvidity, musíme si nejdříve definovat samotný pojem „likvidita“. Jak píše Dluhošová: *„pod likviditou chápeme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb.“* (Dluhošová, 2010, s. 82)

Likvidita je tedy závislá na tom, jak rychle je management podniku schopen inkasovat své pohledávky, zda a jak rychle je v případě potřeby schopen prodat svůj dlouhodobý majetek a v neposlední řadě zda vyrábí dobře prodejné výrobky.

Mezi základní ukazatele likvidity patří:

- a) **Ukazatel celkové likvidity** (anglicky current ratio), který můžeme vypočítat jako: (2.10)

$$\frac{\textit{oběžná aktiva}}{\textit{krátkodobé závazky}}$$

Krátkodobými závazky pro účel výpočtů se rozumí krátkodobé neúročené závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Za optimální velikost tohoto ukazatele se považuje hodnota v intervalu od 1,5 do 2,5. (Dluhošová, 2010)

- b) **Ukazatel pohotové likvidity** (anglicky Quick asset ratio), který můžeme vypočítat jako:

(2.11)

$$\frac{\textit{oběžná aktiva} - \textit{zásoby}}{\textit{krátkodobé závazky}}$$

Jak můžeme vidět z podoby samotného vzorce, od oběžných aktiv odečítáme velikost zásob, které často nesplňují hledisko likvidity. Bereme v úvahu tedy jen tzv. pohotové prostředky, mezi které patří: pokladní hotovost, zůstatky na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky. Musíme však dodat, že u pohledávek je dobré odečíst tzv. nedobytné pohledávky (pohledávky po době splatnosti, jejichž návratnost je pochybná a likvidita tedy nízká). Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se dle Dluhošová měla pohybovat v intervalu od 1,0 do 1,5. (Dluhošová, 2010)

- c) **Ukazatel okamžité likvidity** (anglicky cash ratio), který můžeme vypočítat jako: (2.12)

$$\frac{\textit{pohotové platební prostředky}}{\textit{krátkodobé závazky}}$$

Jedná se o nejpřísnější ukazatel likvidity, neboť vychází z nejlíkvidnějších prostředků, mezi které patří peníze na účtech, peníze v hotovosti a také šeky. Jedná se o poměrně nestabilní ukazatel, a proto by měl být využíván spíše k dokreslení úrovně likvidity podniku. (Dluhošová, 2010)

#### 2.9.4.4 Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity můžeme měřit schopnost podniku využívat investované finanční prostředky a zároveň měřit vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv i pasiv. Jedná se tedy o ukazatele, které nám nejčastěji vyjadřují počet obrátek u jednotlivých složek zdrojů, aktiv a v neposlední řadě pak dobu obratu (reciproká hodnota k počtu obrátek). Rozbor těchto ukazatelů nám slouží k hledání odpovědi na otázku, jak hospodaříme s aktivy firmy, jejich složkami a hlavně jaký vliv má naše hospodaření na likviditu a výnosnost celé společnosti. (Růčková, 2008)

Mezi ukazatele aktivity patří:

- a) **Ukazatel obrátky celkových aktiv** (počet obrátů/rok), který můžeme vypočítat jako:

$$\frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.13)$$

Tento ukazatel měří obrat, chcete-li intenzitu využití celkového majetku společnosti. Jedná se tedy o ukazatel, který je zejména vhodný pro mezipodnikové srovnání firem. Je také zřejmé, že čím větších hodnot ukazatel nabývá, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. (Dluhošová, 2010)

- b) **Ukazatel doby obratu aktiv** (dny), který můžeme vypočítat jako:

$$\frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.14)$$

Tento ukazatel nám určuje, za jakou dobu dojde k obratu celkových aktiv, a to ve vztahu k tržbám. Z logiky ukazatele vyplývá, že pozitivní je, když tato doba je co nejkratší. „Hodnota je určena obratem fixního a pracovního kapitálu, čím je podíl fixních aktiv vyšší, tím je hodnota ukazatele vyšší. Je ovlivněn rovněž dynamikou tržeb.“ (Dluhošová, 2010, s. 87)

c) **Ukazatel obratu zásob** (dny), který můžeme vypočítat jako:

(2.15)

$$\frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

Ukazatel nám vyjadřuje úroveň operativního řízení neboli provozního řízení. Je nutné udržovat dobu obratu zásob na ekonomicky a technicky racionální úrovni. Nutno zmínit, že se jedná o ukazatel, který je vysoce citlivý na změny v dynamice výkonů a je rovněž široce uplatňován. (Dluhošová, 2010)

d) **Ukazatel obratu pohledávek** (dny), který můžeme vypočítat jako:

(2.16)

$$\frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

Jedná se o poměrně klíčový ukazatel aktivity, neboť vypovídá o strategii řízení pohledávek ve společnosti. Udává, za jakou dobu jsou v průměru placené faktury. Jedná se o důležitý ukazatel z hlediska plánování cash flow. (Dluhošová, 2010)

e) **Ukazatel doby obratu závazků** (dny), který můžeme vypočítat jako:

(2.17)

$$\frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}$$

*„Tento ukazatel vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé poskytli obchodní úvěr. Charakterizuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům.“* (Dluhošová, 2010, s. 87)

### 2.9.5 Predikční modely hodnocení finanční úrovně

Predikční modely dělíme na bankrotní a ratingové. Pro účely této práce v návaznosti na aplikační kapitolu si popíšeme dva bankrotní modely (Altmanův model a Taflerův model) a jeden ratingový model (Kralickův Quick-test).

### 2.9.5.1 Kralickův Quick-test

Kralickův Quick-test se skládá ze soustavy čtyř rovnic, na základě těchto rovnic hodnotíme situaci v podniku. První dvě rovnice (R1 a R2) hodnotí finanční stabilitu podniku a další dvě (R3 a R4) hodnotí výnosovou situaci firmy.

Souhrnný výsledek finanční stability můžeme vypočítat dle vzorce:

(2.18)

$$\text{Kralickův quicktest} = \frac{R1 + R2 + R3 + R4}{4}$$

Ve vzorci platí:

R1= vlastní kapitál/aktiva celkem

R2= (cizí zdroje-peníze-účty u bank)/ provozní cash flow

R3=EBIT/aktiva celkem

R4=provozní cash flow/výkony

Výsledkům, které vypočítáme, tak přiřadíme hodnotu dle následující tabulky.

Tabulka č. 2. :bodování výsledku Kralickova Quick-testu

	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	0 a méně	0 - 0,1	0,1- 0,2	0,2 - 0,3	0,3 více
R2	30 a více	12 - 30	5 -12	3 - 5	3 a méně
R3	0 a méně	0 - 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	0,15 a více
R4	0 a méně	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	0,1 a více

Zdroj: Růčková, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*, 2011. s. 81

Samotné hodnocení Kralickova Quick testu je následující: pokud výsledná hodnota R/4 se pohybuje nad 3, tak firmu označujeme jako bonitní. Pokud je výsledek R v intervalu 1-3, tak podnik řadíme do tzv. šedé zóny a podniky, jejichž R je menší než 1, označujeme za špatné podniky. (Růčková, 2011)

### 2.9.5.2 Modifikovaný Tafflerův model

$$T2 = 0,53 \cdot \frac{Zisk}{Kr. \text{ závazky}} + 0,13 \cdot \frac{Oběžná aktiva}{Cizí kapitál} + 0,18 \cdot \frac{Kr. \text{ závazky}}{Aktiva} + 0,16 \cdot \frac{Tržby}{Aktiva} \quad (2.19)$$

Za bonitní podniky považujeme ty, jejichž hodnota modifikovaného Tafflerova modelu (T2) vyšla větší než 0,3. Bankrotní podniky mají pak hodnotu T2 nižší než 0,2. Podniky, které se nacházejí v tzv. šedé zóně, tedy jejich hodnota T2 je v intervalu 0,2 - 0,3, nemůžeme označit ani za bonitní ani za bankrotující. (Vochozka, 2011)

### 2.9.5.3 Altmanův model pro české společnosti

Česká verze Altmanova modelu vychází z první varianty Altmanovy analýzy. Jedná se tedy o bankrotní model, který se na základě komplexní syntetické analýzy snaží predikovat, jestli se jedná o bonitní, nebo naopak bankrotní podnik. (Vochozka, 2011)

Altmanova analýza pro české podniky se vypočítá dle následujícího vzorce:

$$Z_{CZ} = 3,3 \cdot \frac{Zisk}{Aktiva} + 0,99 \cdot \frac{Tržby}{Aktiva} + 0,6 \cdot \frac{Vlastní kapitál}{Celkové závazky} + 1,4 \cdot \frac{Nerozdělený zisk}{Aktiva} + 6,56 \cdot \frac{\text{Čistý pracovní kapitál}}{Aktiva} - 1 \cdot \frac{Závazky po splatnosti}{Výnosy} \quad (2.20)$$

Hodnocení Altmanovy analýzy je následující. Bankrotními podniky jsou takové podniky, kterým vyjde výsledek  $Z_{CZ}$  nižší než 1,8, naopak podniky, které dosáhnou výsledného  $Z_{CZ}$ , které bude vyšší nebo rovno 2,99, označujeme za bonitní. Podniky v intervalu od 1,8 do 2,99 nemůžeme označit ani za bonitní ani za bankrotující a říkáme o nich, že jsou v tzv. šedé zóně. (Vochozka, 2011)

## 2.10 Vybrané metody určení hodnoty společnosti

V současnosti existuje celá paleta metod, jak určit hodnotu společnosti. Jedná se o metody, které mohou patřit do kategorie metod založených na analýze výnosů, analýze trhu, na analýze majetku anebo o různé kombinované metody. Vzhledem k široké škále těchto metod

není účelné zde popisovat každou metodu do detailu, takže si dále popíšeme jen ty nejdůležitější a především pak ty metody, s kterými se bude pracovat v další části práce.

### **2.10.1 Metody založené na základě analýzy výnosů**

Jedná se o skupinu metod, která vychází z předpokladu poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem, který majiteli tohoto statku přinese. U hospodářských statků, kam mimo jiné patří právě i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.

Mezi základní metody patřící do této kategorie můžeme zařadit:

- metody diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metody kapitalizovaných čistých výnosů,
- metodu ekonomické přidané hodnoty (EVA). (Mařík, 2007)

#### **2.10.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků**

Jedná se o metody, které jsou založené na odhadech a očekávání budoucích příjmů společnosti. Jsou to právě budoucí peněžní toky společnosti, které jsou jedním z hlavních měřítek a determinant používaných pro určení hodnoty společnosti. Je tomu tak z toho důvodu, že s rostoucím peněžním příjmem roste logicky i celá hodnota společnosti.

Pro správné použití těchto metod musíme splnit celou řadu úkolů. Jedná se o: správné vymezení budoucích peněžních toků, které jsou vhodné pro ocenění, stanovení nákladu kapitálu, kterým budou peněžní toky diskontovány, a posledním úkolem pak je samotné stanovení hodnoty pomocí metody ocenění. (Dluhošová, 2010)

Podle toho, zda oceňujeme celkový kapitál nebo jen vlastní a podle toho, jak definujeme finanční toky, rozlišujeme čtyři verze metody DCF a to: DCF – Entity, DCF – Equity, metodu DDM a metodu APV. V praxi jsou však nejvíce využívány první dvě zmiňované modifikace. (Dluhošová, 2010)

### A. Metoda DCF – Entity

U této metody je nutné určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž bychom narušili jeho předpokládaný vývoj. Výchozím bodem je produkce peněz v podniku – tedy provozní peněžní tok, od kterého je nutné odečíst investice, které jsou předpokladem dalšího rozvoje podniku. Získáme tak výslednou hodnotu, kterou označujeme za volné cash flow. Výpočet zobrazuje následující tabulka. (Mařík, 2007)

Tabulka č. 2.1: Výpočet volného peněžního toku

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

Zdroj: Mařík, M., *Metody oceňování podniku*, 2007. s. 170

Pro samotný výpočet Korigovaného provozního výsledku hospodaření budeme postupovat dle výpočtového schématu, který nám znázorňuje tabulka č. 2.2

Tabulka č. 2.2: Výpočet korigovaného výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
- provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
-finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= <b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

Zdroj: Mařík, M., *Metody oceňování podniku*, 2007. s. 174



Celkovou hodnotu podniku můžeme vypočítat dle Mařík:

(2.21)

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

Kde  $FCFF_t$  nám označuje cash flow do firmy v roce  $t$ ,  $i_k$  pak kalkulovanou úrokovou míru (označujeme jako diskontní míru) a „ $n$ “ nám určuje počet let, v kterých předpokládáme existenci podniku.

FCFF vypočítáme jako:

(2.22)

$$FCFF = \text{korigovaný provozní zisk po dani} + \text{odpisy} - \text{investice brutto}$$

V praxi ovšem předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, a je tedy nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Řešením tohoto problému je dle Mařík:

- 1) **Dvoufázová metoda** – jedná se o metodu určení hodnoty společnosti, která je v praxi velmi často využívána. Vychází se z představy, že budoucí období můžeme rozdělit do dvou fází, přičemž v první fázi zachytíme období, pro které jsme schopni vypracovat prognózu FCF pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze až do nekonečna.

Hodnotu podniku pak můžeme vypočítat jako:

(2.23)

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

U tohoto výpočtu nám přibývají proměnné, kde  $T$  je délka první fáze v letech,  $PH$  je pokračující hodnota a  $i_k$  je pak kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. (Mařík. 2007)

V případě velmi dlouhého období, delšího než 50 let, je lepší dle Mařík využít druhý přístup, a to metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

- 2) **Gordonův vzorec** – tento vzorec je běžně používán pro oceňování cenných papírů (akcií), a to na základě dividend. Při aplikaci tohoto vzorce na FCF pak získáme pokračující hodnotu.

Pokračující hodnotu v čase lze dle Mařík vypočítat jako:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (2.24)$$

Kde T nám znázorňuje poslední rok prognózovaného období,  $i_k$  průměrné náklady kapitálu neboli kalkulovanou úrokovou míru, g nám znázorňuje předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze do nekonečna a FCFF je volný peněžní tok do firmy.

Nutno ještě zmínit, že podmínkou platnosti vzorce je, aby platilo, že  $i_k > g$ .

U metody DCF entity stanovujeme diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (weighted average cost of capital, dále jen WACC). Náklady kapitálu jsou zde rovny příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. (Mařík, 2007)

Obecný vzorec pro výpočet WACC je:

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CZ}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K} \quad (2.25)$$

Kde  $n_{CK}$  je očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu, který jsme vložili do podniku (náklady na cizí kapitál), d je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt, CK je tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku,  $n_{VK(Z)}$  očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku, VK je tržní hodnota vlastního kapitálu a konečně K je celková tržní hodnota investovaného kapitálu. (Mařík, 2007)

## B. Metoda DCF equity

U metody DCF equity vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu a to dle Mařík: „na základě volných peněžních toků pro vlastníky, které budeme ve shodě s americkou literaturou označovat FCFE (FCF to equity).“ (Mařík, 2007, s. 205) Výpočet FCFE nám znázorňuje následující tabulka č. 2.3.

Tabulka č. 2.3: Výpočet FCFE

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
2.	+ odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
5.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
6.	= <b>FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)</b>
7.	- úroky z cizího kapitálu snižené o daňový štít, tj. úrok krát (1 – daňová sazba)
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál.
10.	= <b>FCFE</b>

Zdroj: Mařík, M., *Metody oceňování podniku*, 2007. s. 205

Pokračující hodnotu můžeme vypočítat dle následujícího vzorce, který je založen na základě věčné renty, tedy:

(2.26)

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

Kde  $i_k$  nám znázorňuje kalkulovanou úrokovou míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku a  $g$  předpokládané tempo růstu FCFE v druhé fázi horizontu budoucích let. (Mařík, 2007)

### 2.10.1.2 Metody kapitalizovaných čistých výnosů

Jedná se o metodu, o které říkáme, že je metodou „netto“ neboli „equity. To znamená, že výnosovou hodnotu počítáme pouze z výnosů plynoucí vlastníkům vlastního kapitálu a

výsledkem tedy získáme hodnotu vlastního kapitálu. V praxi rozlišujeme dvě varianty této metody, a to podle toho, jak chápeme čisté výnosy.

**První varianta** – jedná se o variantu, která je velmi rozšířená v akademické sféře a vychází z předpokladu, že čistý výnos firmy má být určen na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji, tedy na základě peněžních toků. Metodu můžeme prakticky ztotožnit s metodou DCF equity.

**Druhá varianta** – bývá také označována jako varianta praktiků, neboť byla zpracována institutem auditorů. Rozdíl oproti první variantě spočívá hlavně v tom, že čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření (z rozdílu účetně vnímaných výnosů a nákladu).

*„Základní rozdíl mezi oběma přístupy je pak v tom, že v rámci výpočtu volných peněžních toků můžeme bezprostředně do základu ocenění promítat přímo investiční výdaje a časový okamžik, kdy pravděpodobně nastanou.“ (Mařík, 2007, s. 258)*

Postup u metody kapitalizovaných čistých výnosů je podobný jako u všech výnosových metod, skládá se tedy z: analýzy a úpravy dosavadních výsledků podniku, prognózy budoucích čistých výnosů a propočtu finanční potřeby a korekce těchto výnosů, odhadu kalkulované úrokové míry a v posledním bodě samotného propočtu výnosové metody, který můžeme provést buď analytickou metodou, nebo metodou paušální. (Mařík, 2007)

Nyní se podíváme na samotný výpočet výnosové hodnoty.

### **1. Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou**

Jedná se o takovou metodu, kdy výnosové ocenění je postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření, které jsou upravené o vliv financování. Je tedy obdobou DCF metody, kdy ale očekávaný výnos nekalkulujeme z peněžních toků, ale z upravených výsledků hospodaření.

Máme-li k dispozici data o budoucích odnímatelných čistých výnosech a zároveň předpokládáme trvalou existenci firmy, můžeme použít buď dvoufázovou, nebo třífázovou metodu. (Mařík, 2007)

Pro dvoufázovou metodu použijeme vzorec:

(2.27)

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Kde  $H_n$  je hodnota podniku netto neboli hodnota vlastního kapitálu,  $\check{C}V_t$  je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$  prognózy,  $T$  nám znázorňuje délku období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos,  $T\check{C}V$  je trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu a  $i_k$  je kalkulovaná úroková míra.

Analogicky je samozřejmě možné odvodit vzorec pro třífázovou metodu.

(2.28)

$$H_n = \underbrace{\sum_{t=1}^m \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t}}_{1. \text{ fáze}} + \underbrace{\sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t}}_{2. \text{ fáze}} + \underbrace{\frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^{(m+n)}}}_{3. \text{ fáze}}$$

První fáze je totožná jako u dvoufázové metody. V druhé fázi je předpoklad, že čistý výnos roste určitým tempem. V této přechodné fázi můžeme použít v každém roce jiné tempo růstu. Fáze třetí je vzdálenější období, o kterém nemůžeme říci nic přesného. Abychom výpočet zjednodušili, počítáme v této fázi se stabilní výší čistého výnosu. (Mařík, 2007)

Máme-li však podnik, který má omezenou životnost, pak počítáme hodnotu pomocí vzorce:

(2.29)

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_T}{(1+i_k)^t} + \frac{L_T}{(1+i_k)^n}$$

Kde  $L_T$  je likvidační hodnota podniku na konci roku  $T$ .

## 2. Propočít výnosové hodnoty paušální metodou

Jedná se o metodu, která je vhodná především pro menší podniky, které pracují na zakázku. Tyto podniky mohou v budoucnosti dále růst, ale i ukončit svoji činnost.

Ocenění paušální metodou stojí na předpokladu, že podnik bude v budoucnu dosahovat alespoň stejných výnosů, kterých dosahoval v minulosti.

Pro určení hodnoty společnosti musíme nejprve upravit výsledek hospodaření dle následujícího postupu, který zachycuje tabulka č. 2.4.

Tabulka č. 2.4: Úprava výsledku hospodaření

1.	Výsledek hospodaření před zdaněním
2.	+ Odpisy
3.	- finanční výnosy
4.	- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
5.	+ Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku
6.	+ Mimořádné osobní náklady
7.	- Mimořádné výnosy
8.	+ Mimořádné náklady
9.	= <b>Upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy</b>
10.	Cenový index řetězový
11.	Cenový index bazický vztažený k výchozímu roku
12.	= <b>UVH upravený o inflaci (UVH/bazický cenový index)</b>
13.	váhy
14.	= <b>UVH upravený o inflaci . váhy</b>

Zdroj: Mařík, M., *Metody oceňování podniku*, 2007. S. 276,277

Pro výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení využijeme časové řady upravených minulých výsledků hospodaření.

(2.30)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

Kde  $\check{C}V_t$  jsou minulé upravené čisté výnosy,  $q_t$  jsou váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného výnosu a  $K$  je počet minulých let zahrnutých do výpočtu. (Mařík, 2007)

Po výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu můžeme pokračovat výpočtem hodnoty vlastního kapitálu podniku  $H_n$ , a to pomocí vzorce pro věčnou rentu.

(2.31)

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

Kde  $T\check{C}V$  je trvale odnímatelný čistý výnos a  $i_k$  nám představuje kalkulovanou úrokovou míru.

Nutno ještě zmínit, že  $T\check{C}V$  je vyjádřen ve stálých cenách k datu ocenění a zároveň je kalkulovaná úroková míra očištěna o inflaci, tedy je na úrovni reálné míry. (Mařík, 2007)

### 2.10.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value addend, zkráceně EVA) je v poslední době stále oblíbenější metodou. Autory této metody jsou Američané Stewart a Stern, kteří ji také dále rozpracovali.

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou je možné využít jako nástroj pro finanční analýzy řízení a oceňování podniku.

Základním východiskem metody EVA je měření ekonomického zisku, toho v tomto pojetí firma dosahuje tehdy, pokud jsou zaplacené nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. To je rozdíl od účetního zisku. (Mařík, 2007)

Základní výpočet ukazatele EVA – ukazatel je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížený o náklady celkového kapitálu. Základní podoba vzorce EVA je:

(2.32)

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC$$

Kde NOPAT (anglicky net operating profit after taxes) je zisk operační činnosti podniku po dani, Capital nám znázorňuje kapitál vázaný v aktivech, která jsou vázána na operační činnosti podniku a WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu (anglicky weighted average cost of capital). (Mařík, 2007)

Nyní bude účelné, pokud se blíže podíváme na význam pojmu NOPAT a Capital. **NOPAT** – jedná se o výsledek hospodaření, který je již po odpočtu upravených daní. NOPAT sice můžeme z principu považovat za výsledek hospodaření, ale není možné jej zcela ztotožnit s provozním výsledkem hospodaření dle české účetní legislativy. **Capital** – je hodnota vázaná v aktivech, která jsou nutná pro dosažení operačního zisku. Stejnou hodnotu ze strany aktiv pak můžeme označit jako čistá operační aktiva, zkráceně NOA. Náklady, které souvisejí s NOA jsou součástí NOPAT. (Mařík, 2007)

Výpočet EVA za rok t je pak možno vypočítat dle vzorce:

(2.33)

*Operační ekonomický zisk = operační zisk – celkový náklad na kapitál*

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC$$

**EVA jako nástroj ocenění podniku** má tři podoby, a to EVA entity, equity a APV. Metoda využívaná v praxi je pak EVA entity, které se budeme věnovat nyní podrobněji.

Pro samotný výpočet hodnoty společnosti pomocí ukazatele EVA volíme dvoufázovou metodu, kde druhá fáze je počítána pomocí věčné renty ze stabilní EVA do nekonečna.

Samotný výpočet pak provedeme dle následujícího vzorce:

(2.34)

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left[ \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right] + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^t} - D_0 + A_0$$

Kde  $H_n$  je hodnota vlastního kapitálu firmy,  $EVA_t$  je ukazatel EVA v roce t,  $NOA_0$  nám představuje čistá operační aktiva k datu ocenění,  $NOA_{t-1}$  jsou čistá operační aktiva ke konci předchozího roku,  $NOPAT_t$  je operační výsledek hospodaření po dani v roce t, T je počet let explicitně plánovaných EVA, WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu,  $D_0$  je hodnota úročených dluhů k datu ocenění a poslední proměnná  $A_0$  nám představuje ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění. (Mařík,2007)



## 2.10.2 Majetkové metody ocenění

Majetkové metody ocenění podniku jsou založeny na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

### 2.10.2.1 Účetní metoda

Je to metoda, u které se vychází ze stavových veličin, které nám poskytuje rozvaha. Hodnota je pak odvozena z historických cen. Základem metody je ocenění fixních aktiv, oběžného majetku, dluhů v nominálních hodnotách a ostatních závazků. Čistou hodnotou je vlastní kapitál.

Jedná se o přístup, kde nejprve oceňujeme jednotlivé složky aktiv zvlášť, a následným součtem těchto cen dostaneme souhrnné ocenění aktiv. Jakmile odečteme hodnotu dluhů a závazků od ceny aktiv, získáme tak hodnotu vlastního kapitálu. Tento vztah můžeme vyjádřit následujícím vzorcem:

(2.35)

*hodnota vlastního kapitálu = účetní hodnota aktiv – účetní hodnota závazků a dluhů*  
(Dluhošová, 2010)

### 2.10.2.2 Substanční metoda

Principem ocenění pomocí substance je reprodukční pořizovací cena aktiv, která je snížena o reálné ocenění všech závazků a dluhů, a to za předpokladu, že podnik pokračuje ve své činnosti. Samotnou substanční hodnotou rozumíme sumu ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem výpočtu ocenění pomocí substanční metody je substanční hodnota netto (značíme  $S_n$ ). (Dluhošová, 2010)

Výpočet nám znázorňuje následující tabulka č. 2.5

Tabulka č. 2.5: Výpočet substanční hodnoty

1.	Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách
2.	+ Výnos z prodeje majetku
3.	= <b>Substanční hodnota brutto <math>S_b</math></b>
4.	- Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách
5.	= <b>Substanční hodnota netto <math>S_n</math></b>

Zdroj: Dluhošová, D., *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2010. s. 179

### 2.10.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Základem této metody je zjištění hodnoty majetku firmy k určitému datovému okamžiku. Základním předpokladem pro uplatnění této metody je fakt, že podnik ukončí svoji činnost, všechna aktiva podniku budou prodána, zaplatí se všechny dluhy a závazky podniku, a to včetně odměny likvidátora. (Dluhošová, 2010)

### 2.10.3 Ostatní metody určení hodnoty společnosti

Kromě výše zmíněných metod existuje celá řada dalších. Mezi ně patří hlavně metody spadající do tzv. kategorie metod založených na analýze trhu (tržní metody) a různé kombinované metody. Tyto metody dále nebudeme popisovat vzhledem k tomu, že s nimi nebudeme pracovat.

### 3 Aplikace vybraných metod oceňování na konkrétní podnik

V této kapitole si nejprve představíme společnost MP Krásno, a.s., popíšeme si stručně její historii a současný stav. V dalších částech kapitoly pak budeme aplikovat jednotlivé vybrané metody oceňování na společnost MP Krásno, a.s.

#### 3.1 Představení společnosti MP Krásno, a.s.

Samotné počátky masného průmyslu ve městě Valašské Meziříčí spadají až do roku 1895, kdy bylo založeno tzv. „Družstvo na postavení jatek“. Po druhé světové válce došlo k znárodnění masného průmyslu. Výstavbou mrazírny v roce 1953 odstartovala modernizace celého závodu a masokombinát, který tak vznikl na místě starých výroben, byl uveden slavnostně do provozu v roce 1964. Mezi klíčové roky patřil rok 1978, kdy závod převzal i nákup jatečného dobytka. *„Až do roku 1990 byl součástí severomoravského průmyslu masného n. p. Ostrava a v letech 1990 – 93 byl státním podnikem Masný průmysl. Ke dni 1. 6. 1993 byl státní podnik privatizován panem Karlem Pilčíkem, který se stal jediným vlastníkem. Od 1. 1. 1994 vkladem majetku vznikla obchodní společnost s názvem „Masný průmysl – Krásno, spol. s.r.o.“. Tato firma funguje až do 30. 9. 2004, kdy byla formou fúze přeměněna na akciovou společnost.“* (Čuláková, 2004, s.1)

Po provedené fúzi je nástupnickou společností od 1. 10. 2004 společnost MP Krásno, a.s., která převzala veškeré povinnosti a práva zaniklé firmy. *„Od 1. 10. 2008 je součástí společnosti MP Krásno, a.s. provozovna Ostrava – Martinov a od 1. 2. 2010 provozovna Zlín – Prštné. Společnost staví na kvalitě a kvalifikaci zaměstnanců s podnikatelským myšlením, zainteresovaných na výsledcích podnikání celého podniku. Mezi své hlavní hodnoty společnost řadí potřeby zákazníka, zaměstnance, své produkty, tradice a ekologii. Dlouhodobým cílem je budování zákaznický orientované firmy, zajišťující produkci bezpečných a kvalitních potravin, zvyšování tržní hodnoty podniku a tvorba zisku společně se zajištěním dobrého postavení firmy v podmínkách volného trhu EU.“* (Čuláková, 2004, s.1)

Základní údaje o společnosti zachycuje následující tabulka č. 3.1

Tabulka č. 3.1: Základní údaje společnosti

Název společnosti:	MP Krásno, a.s
Právní forma:	Akciová společnost
Sídlo:	Hranická 430, 757 61 Valašské Meziříčí
IČO:	25572890
DIČ:	CZ25572890
Základní kapitál	150.000.000 Kč
Počet zaměstnanců (k 31. 12. 2013)	803 lidí

Zdroj: vlastní zpracování

## 3.2. Strategická analýza

### 3.2.1 Analýza makroprostředí

Podnik nepůsobí ve vzduchoprázdnu, ale podniká v konkrétním státě, v konkrétní lokalitě, kde na něj působí celá řada faktorů, které nemůže nijak ovlivnit. Vzhledem k velkému významu těchto faktorů se v každém podnikatelském plánu začíná makroanalýzou a při určování hodnoty společnosti jí musíme začít i my. Analýza makroprostředí bude provedena pomocí metody PESTLE.

#### 3.2.1.1 PESTLE analýza

Koncepci PESTLE analýzy jsme se podrobněji věnovali v kapitole 2.8. Nyní jen pro zopakování zmíníme, že PESTLE analýza zkoumá v rámci makroprostředí vliv politických, ekonomických, sociálních, technologických, legislativních a ekologických faktorů.

**A) Politické faktory** – Česká republika je z politického hlediska parlamentní demokracií, která se vyznačuje poměrně vysokou formální stabilitou institucí. Je zde vybudovaný zastupitelský systém, o kterém říkáme, že je systémem nepřímé demokracie.

V posledních letech se ČR vyznačuje poměrně vysokou politickou nestabilitou a od roku 2009 jsme zde měli již dvě překlenovací, tzv. „úřednické vlády. Tuto nestabilitu samozřejmě vnímá i soukromý sektor a zahraniční investoři, kteří uvažují o vstupu do ČR. Dalším závažným

politicko-kulturním problémem v ČR je korupce. Dle indexu vnímání korupce (CPI) ČR v roce 2013 skončila na 25. místě z 31 hodnocených zemí Evropy. (Transparency international, 2013)

**B) Sociální faktory** – pro firmu je účelné sledovat hlavně demografický vývoj obyvatelstva v oblasti, v níž působí. Za tuto oblast budeme považovat okres Vsetín a to z toho důvodu, že v podniku MP Krásno pracují lidé i z okolních měst. Vývoj vybraných ukazatelů zobrazují následující tabulky č. 3.2 a 3.3

Tabulka č. 3.2: Věková struktura obyvatel v okrese Vsetín

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Počet obyvatel	osoby	145 850	145 692	145 464	data nejsou k dispozici	144 675
z toho ve věku:						
0-14	osoby	21 098	21 016	21 006		21 306
15-64	osoby	103 138	102 485	101 570		99 024
65+	osoby	21 614	22 191	228 88		24 345

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z ČSÚ

Jak je patrné z tabulky č. 3.2, dochází v okrese Vsetín k úbytku obyvatel, což je důsledkem především dvou skutečností, a to za prvé dochází k stárnutí populace a za druhé k stěhování mladších ročníků do větších měst v ČR (zejména Praha). Z tabulky ale také můžeme vyčíst jeden pozitivní údaj, a to zvýšení počtu dětí (0-14) v roce 2012, což je důsledkem vyšší porodnosti.

V následující tabulce č. 3.3 budeme pokračovat v rozboru věkové struktury obyvatel a podíváme se na vývoj průměrného věku obyvatelstva okresu Vsetín.

Tabulka č.3.3: průměrný věk obyvatel okresu Vsetín

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrný věk obyvatel	roky	40,2	40,5	40,7	41	41,3
muži	roky	38,6	38,9	39,1	39,3	39,6
ženy	roky	41,8	42	42,3	42,6	42,9

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z ČSÚ

Jak můžeme vidět na ukazateli průměrného věku, tak i zde je patrné poměrně rychlé stárnutí populace, které je způsobeno nízkou porodností.

**C) Ekonomické faktory** – v rámci ekonomických faktorů se zaměříme především na vybrané makroekonomické indikátory. Podíváme se na vývoj HDP, inflace, nezaměstnanosti a průměrné mzdy, kromě toho budeme analyzovat i vliv měnové intervence ČNB.

**Hrubý domácí produkt (HDP)** je peněžní vyjádření hodnoty všech statků a služeb, které byly vytvořeny na určitém území za dané období (v našem případě na území ČR). Vývoj HDP nám znázorňuje tabulka č. 3.4

Tabulka č. 3.4: Hrubý domácí produkt v běžných cenách

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP	mil. Kč, běžné ceny	3848411	3758979	3790880	3823401	3845926	3881085

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z ČSÚ

V roce 2008 byla česká ekonomika i HDP na svých historických maximech, ovšem v průběhu roku 2008 svět a v posledním kvartále daného roku i Českou republiku zasáhla světová finanční a hospodářská krize. Tato finanční krize se v některých státech EU transformovala do krize dluhové, jejíž důsledky dopadají na celou EU potažmo Evropu dodnes. Dobrou zprávou je fakt, že dle ČSÚ Česká republika zaznamenala meziroční růst HDP v 4. kvartálu roku 2013 ve výši 1,3 %. I přes tuto hospodářskou krizi se ovšem námi sledované společnosti MP Krásno, a.s. dařilo zvyšovat obrat.

**Inflaci** rozumíme zvyšování cenové hladiny, které má za následek snížení kupní síly peněz. Vývoj inflace znázorňuje následující tabulka č. 3.5

Tabulka č. 3.5: Míra inflace v letech 2008-2013

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Míra inflace	%	6,3	1	1,5	2	3,3	1,4

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z ČSÚ

Obecně můžeme říci, že inflace má na vývoj ekonomiky negativní vliv a dokonce ji označujeme jako jedno ze dvou ekonomických zel. Hlídáním inflace se v ČR zabývá ČNB, která má jako jeden ze svých cílů stabilní cenovou hladinu a v rámci tohoto cíluje inflaci k 2%. Hlavní příčinou vzniku inflace v minulých letech byly především rostoucí ceny komodit potravin a energií a rozhodnutí vlád ČR o zvýšení daně z přidané hodnoty (DPH). Inflaci na konci minulého roku a následně minimálně celý tento rok bude ovlivňovat i měnová intervence ČNB, díky které zdraží všechny importované statky a služby.

**Míra nezaměstnanosti** znázorňuje podíl nezaměstnaných osob k tzv. ekonomicky aktivním (všechny osoby zaměstnané i nezaměstnané) osobám. Tuto míru nezaměstnanosti vyjadřujeme v procentech.

Tabulka č. 3.6: Průměrná míra nezaměstnanosti v % dle nové metodiky

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Míra nezaměstnanosti v okrese Vsetín	průměr v %	6,6	10,6	11,3	10,4	10,2
Míra nezaměstnanosti v ČR	průměr v %	5,4	8,0	9,0	8,6	8,6

Zdroj: vlastní zpracování dle MPSV

Jak můžeme vyčíst z tabulky č. 3.6, nezaměstnanost v ČR se od roku 2008 dramaticky zvýšila. Může za to průběh ekonomické krize, který ČR silně zasáhl. Také nezaměstnanost v okrese Vsetín od tohoto roku dramaticky vzrostla. Z tabulky dále vyplývá, že nezaměstnanost v okrese Vsetín je cca o 1,5 % vyšší než celostátní průměr, to je také důvod, proč jsou v okrese Vsetín nižší průměrné mzdy (levná pracovní síla).

Tabulka č. 3.7: Průměrná hrubá měsíční mzda v ČR

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Průměrná hrubá měsíční mzda v ČR	Kč	22 592	23 344	23 864	24 455	25 112	24 622
Průměrná mzda ve Zlínském kraji	Kč	19 812	20 020	20 907	21 409	22 068	21 494*

Zdroj: vlastní zpracování dle dat z ČSÚ

\*Za rok 2013 se jedná o průměrnou mzdu za 1.- 3. kvartál roku.

**Vliv měnové intervence ČNB.** Na společnost MP Krásno, jako na každou firmu, která obchoduje se zahraničím a zároveň má všechny zahraniční obchody navázané na měnu EURO, dopadla intervence ČNB. Proto, abychom byli schopni určit vliv intervence ČNB z listopadu minulého roku, musíme se podívat na objem a strukturu zahraničního obchodu společnosti a také na cenu eura před a po intervenci ČNB. Všechny tyto údaje zachycuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.8: Vliv intervence ČNB

Nákup spol. MP Krásno za rok 2013	32 mil. EUR
Prodej spol. MP Krásno za rok 2013	16,3 mil. EUR
Rozdíl (nákup- prodej)	15,7 mil. EUR
Cena EURA před intervencí ČNB	25,80 Kč
Cena EURA po intervenci	27,45 Kč
Rozdíl ceny EURA	1,65 Kč
<b>Vliv pro MP Krásno</b>	<b>25,9 mil. Kč</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak můžeme vidět z tabulky č. 3.8, firma MP Krásno, a. s. patří do kategorie firem, které označujeme za dovozce. Tedy firmy, u kterých dovoz ze zahraničí převažuje nad prodejem do zahraničí. U této kategorie firem platí, že je pro ně žádoucí co nejsilnější koruna, a tedy jakékoliv oslabení české měny je pro ně nežádoucí. ČNB provedla měnovou intervenci, díky které českou měnu oslabila. Pro MP Krásno to znamená, že pokud by v roce 2014 zůstaly stejné podmínky jako v roce 2013 (stejná struktura zahraničního obchodu a cena EURA), bude jí stát měnová intervence ČNB 25,9. mil Kč. Můžeme tedy jednoznačně říci, že měnová intervence má na společnost MP Krásno negativní vliv.

**D) Technologické faktory** – žijeme v době, která se vyznačuje velmi vysokým tempem změn a vývoje technologií. Také velmi sílí tlak na to, aby byla firma inovativní a přicházela s inovacemi jak výrobních procesů, tak samotných výrobků, které vyrábí.

Této potřeby si je vědoma i firma MP Krásno, která investuje ročně několik milionů korun do modernizace výroby a velmi intenzivně se věnuje také vývoji nových receptur a zdokonalování stávajících.



**E) Legislativní faktory** – v rámci legislativních faktorů firma musí sledovat celou řadu zákonů, vyhlášek a hygienických norem. Mezi ty nejdůležitější zákony patří:

- zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník,
- zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích,
- zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů,
- zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční,
- zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví,
- zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce.

**F) Ekologické faktory** – v současné době se ve společnosti stále více hovoří o potřebě šetrného podnikání ve vztahu k životnímu prostředí a dlouho udržitelnému rozvoji.

Tuhle potřebu vnímá i společnost MP Krásno, která reagovala na zvýšený zájem společnosti o problematiku životního prostředí a zavedla tzv. environmentální politiku firmy. Přijala všechny zásady, které jsou definované mezinárodní normou ISO 14001.

*„Základní principy environmentální politiky vycházejí především z potřeby zabezpečit pro potravinářský trh kvalitní konkurenceschopné masné výrobky a balená masa vyrobené v prostředí s řízenými environmentálními aspekty při respektování zásady trvale udržitelného podnikání.“ (Čuláková, 2004b, s.4,5)*

### **3.2.2 Analýza mikroprostředí**

V rámci analýzy mikroprostředí zařadíme podnik do konkrétního odvětví, což provedeme pomocí klasifikace ekonomických činností, zkráceně CZ-NACE. Takto určené odvětví dále charakterizujeme a uvedeme si jeho specifika. Poslední částí této podkapitoly bude aplikace Porterova modelu pěti konkurenčních sil.

#### **3.2.2.1 Charakteristika odvětví**

Vzhledem k tomu, že společnost MP Krásno, a.s. patří mezi velké společnosti, zabývá se mnoha činnostmi podnikání. V této analýze se ovšem zaměříme na její hlavní podnikatelské

činnosti, které jsou dle klasifikace CZ-NACE: 10130:Výroba masných výrobků a výrobků z drůbežního masa a 101:Zpracování a konzervování masa a výroba masných výrobků.

**Citlivost na změny hospodářského cyklu** – zde budeme určovat, zda je odvětví cyklické, neutrální či anticyklické. Jak jsme si řekli v předchozích kapitolách, ČR potažmo celá EU je od roku 2008 v hospodářské krizi. Tedy pokud by bylo odvětví cyklické, měla by i firma zaznamenat v těchto letech útlum a snížení své produkce. K tomu ovšem, jak můžeme vidět z následující tabulky obratu společnosti, nedošlo.

Tabulka č. 3.9: Obrat společnosti

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat společnosti	tis. Kč	1 634 214	1 744 484	1 716 182	1 862 157	2 092 752

Zdroj: Výroční zpráva 2012 MP Krásno, a.s.

Z dat obratu společnosti můžeme vyčíst, že opravdu nedošlo k poklesu činnosti společnosti, ba naopak vidíme, že trend je rostoucí. Můžeme tedy vyloučit, že by odvětví bylo cyklické. Zároveň můžeme vyloučit vzhledem k činnosti podnikání, že by mohlo jít o anticyklické odvětví, neboť to je představováno kasiny, hracími automaty atd.

Jedná se tedy o neutrální odvětví, které není nijak závislé na hospodářském cyklu. Toto odvětví je charakterizováno výrobními závody, které vyrábějí nezbytné statky, jako jsou právě potraviny.

**Míra regulace ze strany státu** – odvětví potravinářského průmyslu je regulováno jen do úrovně přísných hygienických norem, které stanovuje stát nebo EU.

Struktura odvětví – abychom mohli charakterizovat strukturu odvětví, požijeme analýzu pěti konkurenčních sil od M. Portera.

### 3.2.2.2 Porterova analýza pěti konkurenčních sil

Porterova analýza pěti konkurenčních sil se skládá z analýzy: potencionálních nových konkurentů, zákazníků, dodavatelů, konkurence v odvětví a náhradních (nových) výrobků.

- a) Potencionální noví konkurenti** – firma podniká v oboru řeznictví a zpracování masa, kde neexistují žádné bariéry vstupu do odvětví. Je tedy poměrně snadné se do příslušného odvětví dostat. Jediným omezením v podnikání jsou poměrně přísné hygienické normy. Je velmi důležité specifikovat, které firmy budeme vnímat, jako přímé konkurenty. Můžeme mezi ně zařadit všechna řeznictví včetně malých rodinných firem, nebo jen podniky s celostátním rozsahem jako je MP Krásno, a.s.

Dle názoru autora je správné za konkurenci označit i malá řeznictví, jelikož v tomto oboru nezáleží na velikosti firmy, vzhledem k tomu, že jak malá, tak velká firma soutěží o stejného zákazníka.

Vzhledem k tomuto faktu je hrozba vstupu nových firem do odvětví poměrně vysoká.

- b) Konkurence v odvětví** – jedná se o odvětví, které můžeme označit za vysoce konkurenční. V odvětví zpracování masa se nachází velké množství velkých i malých firem, které nabízejí stejný nebo velice podobný sortiment výrobků. Aby byla firma konkurenceschopná, musí přicházet s kvalitními výrobky s vysokým podílem masa, ale zároveň držet přijatelnou cenu. Tlak ze strany zákazníků, kteří očekávají kvalitní výrobky za nízkou cenu, je zničující hlavně pro malé výrobny. Díky cenovému boji jsou výrobci nuceni neustále snižovat svoji marži, která se u mnohých výrobků pohybuje již jen v jednotkách procent.

Následující tabulka nám ukazuje, jaký vliv má tento boj na společnost MP Krásno, a.s.

Tabulka č. 3.10: Vývoj obratu a čistého zisku MP Krásno, a.s.

Indikátor	jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat společnosti	tis. Kč	1 634 214	1 744 484	1 716 182	1 862 157	2 092 752
Čistý zisk	tis. Kč	41 741	45 648	49 646	23 299	26 368

Zdroj: Výroční zpráva 2012 MP Krásno, a.s.

Jak můžeme vidět, v roce 2011 i přes růst obratu poměrně rychle klesá čistý zisk. Je tomu tak právě díky velmi vysokému konkurenčnímu boji a zároveň růstu cen vstupů.

- c) Zákazníci – vyjednávací síla zákazníků je velmi vysoká. Odběrateli MP Krásno jsou i mnohé velké obchodní řetězce působící v ČR, které tlačí všechny své dodavatele k nízkým tzv. akčním cenám, což ještě více akceleruje konkurenční prostředí, jak jsme si uvedli výše. Zároveň i koncoví odběratelé (jednotlivci, rodiny) jsou velmi citliví na jakékoliv změny cen. V případě, že jim cena u jednoho výrobce nevyhovuje, substituují jeho výrobky poměrně snadno výrobky jiného producenta.
- d) Dodavatelé – mezi TOP pět dodavatelů společnosti MP Krásno patří Interdel, R. Thomsen, Bernard, Delvia a Westfleisch. Jedná se především o dodavatele masa.
- e) Hrozba substitučních výrobků – jak již vyplývá z rozboru předchozích konkurenčních sil, hrozba substitučních výrobků je velmi vysoká. Žádné bariéry vstupu do odvětví umožňují existenci mnoha konkurenčních firem jak velkých výrobců, tak i malých lokálních. Díky tomu mohou zákazníci přecházet ke konkurenčním producentům, pokud jsou nespokojeni s produkty výrobce stávajícího.

### **3.3 Finanční analýza**

Dalším krokem pro správné ocenění podniku je finanční analýza, kterou provedeme dle poskytnutých účetních výkazů. Prvním krokem bude finanční analýza pomocí absolutních ukazatelů, v jejímž rámci provedeme horizontální a vertikální analýzu. Dále budeme pokračovat analýzou pomocí poměrových ukazatelů, v níž se zaměříme na ukazatele rentability a likvidity. Účetní výkazy, které sloužily jako podklady pro následující výpočty, jsou součástí příloh č. 1, 2, 3, 4 a 5.

### 3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

#### 3.3.1.1 Vertikální analýza aktiv

Výsledky vertikální analýzy aktiv obsahuje následující tabulka č. 3.11

Tabulka č. 3.11: Vertikální analýza aktiv

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Pohledávky za upsaný vlastní kapitál</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>64,58%</b>	<b>67,39%</b>	<b>69,69%</b>	<b>63,03%</b>	<b>60,97%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,77%	1,38%	1,45%	1,30%	1,34%
Dlouhodobý hmotný majetek	62,81%	66,01%	68,24%	61,73%	59,63%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>33,80%</b>	<b>31,73%</b>	<b>29,83%</b>	<b>36,42%</b>	<b>38,72%</b>
Zásoby	6,51%	7,77%	8,92%	7,96%	8,37%
Dlouhodobé pohledávky	0,23%	0,23%	0,20%	6,25%	4,94%
Krátkodobé pohledávky	25,98%	22,12%	18,89%	19,39%	23,08%
Krátkodobý finanční majetek	1,08%	1,61%	1,82%	2,83%	2,33%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1,62%</b>	<b>0,88%</b>	<b>0,48%</b>	<b>0,55%</b>	<b>0,31%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky č. 3.11 jasně vyplývá, že zhruba dvě třetiny celkových aktiv tvoří dlouhodobý majetek a jedna třetina pak připadá na oběžná aktiva. Minimální podíl na celkových aktivech tvořily položky tzv. časového rozlišení.

Pokud se zaměříme na analýzu dlouhodobého majetku, můžeme vidět, že je převážně tvořen hmotným majetkem, a ve sledovaném období se jeho výše pohybovala v intervalu od 59,63% do 68,24%. Nehmotný majetek se na celkových aktivech podílel jen nepatrně, a to na úrovni cca 1,5%

Oběžná aktiva, která se podílela na celkových aktivech zhruba jednou třetinou, jsou tvořena především krátkodobými pohledávkami, které se ve sledovaném období pohybovaly v intervalu od 18,89% do 25,98%. Velikost zásob byla převážně stabilní na úrovni cca 7%.

### 3.3.1.2 Vertikální analýza pasiv

Výsledky vertikální analýzy pasiv obsahuje následující tabulka č. 3.12

Tabulka č. 3.12: Vertikální analýza pasiv

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>40,90%</b>	<b>46,53%</b>	<b>44,54%</b>	<b>42,08%</b>	<b>41,92%</b>
Základní kapitál	22,03%	21,92%	18,48%	16,67%	15,81%
Kapitálové fondy	0,05%	0,05%	0,04%	0,04%	0,04%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	4,68%	4,64%	3,86%	3,53%	3,40%
Výsledek hospodaření minulých let	8,00%	13,25%	16,05%	19,25%	19,88%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	6,13%	6,67%	6,12%	<b>2,59%</b>	2,78%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>59,10%</b>	<b>51,18%</b>	<b>54,27%</b>	<b>57,67%</b>	<b>55,54%</b>
Rezervy	0,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,77%
Dlouhodobé závazky	3,17%	3,38%	4,08%	4,00%	3,92%
Krátkodobé závazky	34,71%	29,54%	30,14%	25,77%	25,32%
Bankovní úvěry a výpomoci	21,05%	18,26%	20,05%	27,91%	25,53%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,00%</b>	<b>2,29%</b>	<b>1,18%</b>	<b>0,25%</b>	<b>2,54%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Celková pasiva se skládají převážně z vlastního kapitálu a cizích zdrojů, položka časové rozlišení je zde zastoupena minimálně. Konkrétně ve sledovaném období tj. v letech 2008-2012 se vlastní kapitál podílel na celkových aktivech ve výši 40,90% až 46,53%, cizí zdroje byly v intervalu od 51,18% do 59,10% a konečně časové rozlišení se podílelo na celkových aktivech v intervalu od 0,00% do 2,54%.

Z vlastního kapitálu byl největší podíl patrný u základního kapitálu a následně u výsledku hospodaření minulých let.

Z cizích zdrojů měly největší zastoupení položky krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci.

### 3.3.1.3 Horizontální analýza aktiv

Tabulka č. 3.13: Horizontální analýza aktiv

	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 547</b>	<b>0,52%</b>	<b>127 342</b>	<b>18,61%</b>	<b>88 334</b>	<b>10,88%</b>	<b>48 541</b>	<b>5,39%</b>
<b>Pohledávky za upsaný vlastní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>21 541</b>	<b>4,90%</b>	<b>104 457</b>	<b>22,65%</b>	<b>1 650</b>	<b>0,29%</b>	<b>11 009</b>	<b>1,94%</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	-2 595	-21,55%	2 327	24,63%	-57	-0,48%	947	8,08%
Dlouhodobý hmotný majetek	24 136	5,64%	102 130	22,61%	1 707	0,31%	10 062	1,81%
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>-12 990</b>	<b>-5,64%</b>	<b>25 042</b>	<b>11,53%</b>	<b>85 635</b>	<b>35,36%</b>	<b>39 468</b>	<b>12,04%</b>
Zásoby	8 858	20,00%	19 268	36,25%	-797	-1,10%	7 821	10,92%
Dlouhodobé pohledávky	30	1,93%	66	4,17%	54 591	3410,55%	-9 410	-16,73%
Krátkodobé pohledávky	-25 499	-14,41%	1 912	1,26%	21 191	13,82%	44 404	25,44%
Krátkodobý finanční majetek	3 621	49,10%	3 796	34,52%	10 650	72,00%	-3 347	-13,16%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>-5 004</b>	<b>-45,41%</b>	<b>-2 157</b>	<b>-35,86%</b>	<b>1 049</b>	<b>27,19%</b>	<b>-1 936</b>	<b>-39,45%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak můžeme vidět v tabulce č. 3.13, aktiva společnosti mají rostoucí trend, přičemž největší růst společnost zaznamenala v roce 2010, a to jak v absolutní výši +104 457 tis. Kč, tak i v relativní velikosti +18,61%. Za tímto růstem stálo pořízení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. Kromě dlouhodobého majetku v tomto roce rostla i oběžná aktiva, která se zvýšila o 11,53% a z oběžných aktiv nejrychleji rostly zásoby, které se zvýšily o 36,25%.

I v následujících letech společnost MP Krásno navyšovala svá celková aktiva, a to v roce 2011 o 10,88% a v roce 2012 o 5,39%. V těchto letech za růstem aktiv stál především nárůst oběžných aktiv.

Vývoj struktury aktiv nám zobrazuje následující graf, který je v příloze č. 6

### 3.3.1.4 Horizontální analýza pasiv

Tabulka č. 3.14: Horizontální analýza pasiv

	2009/2008		2010/2009		2011/2010		2012/2011	
	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %	absolutní v tis. Kč	relativní v %
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 547</b>	<b>0,52%</b>	<b>127 342</b>	<b>18,61%</b>	<b>88 334</b>	<b>10,88%</b>	<b>48 541</b>	<b>5,39%</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>40 023</b>	<b>14,37%</b>	<b>43 100</b>	<b>13,53%</b>	<b>17 175</b>	<b>4,75%</b>	<b>18 889</b>	<b>4,99%</b>
Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Kapitálové fondy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	-125	-0,39%	-447	-1,41%	476	1,52%	521	1,64%
Výsledek hospodaření minulých let	36 241	66,54%	39 549	43,60%	43 046	33,05%	15 299	8,83%
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 943	9,45%	3 998	8,76%	-26 347	-53,07%	3 069	13,17%
<b>Cizí zdroje</b>	<b>-52 118</b>	<b>-12,95%</b>	<b>90 277</b>	<b>25,77%</b>	<b>78 526</b>	<b>17,83%</b>	<b>7 754</b>	<b>1,49%</b>
Rezervy	-1 185	-	0	0,00%	0	0,00%	7 325	100,00%
Dlouhodobé závazky	1 533	7,10%	9 988	43,20%	2 852	8,61%	1 201	3,34%
Krátkodobé závazky	-34 166	-14,46%	42 497	21,02%	-12 706	-5,19%	8 212	3,54%
Bankovní úvěry a výpomoci	-18 300	-12,77%	37 792	30,23%	88 380	54,29%	-8 984	-3,58%
<b>Časové rozlišení</b>	<b>15 642</b>	<b>100%</b>	<b>-6 035</b>	<b>-38,85%</b>	<b>-7 367</b>	<b>-76,68%</b>	<b>21 898</b>	<b>1191,79%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z tabulky č. 3.14, pasiva ve sledovaném období 2008 až 2012 neustále rostla, a to poměrně vysokým tempem. Největší relativní nárůst jsme mohli sledovat z roku 2009 na rok 2010, kdy pasiva v relativním vyjádření rostla o 13,53%. I v následujících letech se ovšem tempo růstu pohybovalo cca kolem 5,8 %. Za tímto růstem pasiv stál především nárůst vlastního kapitálu, kde nejsilnější částí byl růst výsledku hospodaření minulých let a dále pak cizí zdroje.

Vývoj struktury pasiv nám zobrazuje následující graf, který je součástí přílohy č. 7



### 3.3.1.5 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tabulka č. 3.15: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>TRŽBY CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Tržby za prodej zboží	14,21%	13,32%	13,97%	15,33%	14,99%
Výkony	85,30%	86,16%	85,95%	84,51%	84,73%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,49%	0,52%	0,08%	0,16%	0,28%
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>NÁKLADY CELKEM</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Náklady vynaložené na prodané zboží	11,20%	10,44%	9,36%	11,92%	11,65%
Výkonová spotřeba	69,36%	70,36%	74,83%	69,87%	72,24%
Osobní náklady	13,67%	14,08%	11,99%	13,57%	11,52%
Daně a poplatky	0,08%	0,09%	0,07%	0,07%	0,08%
Odpisy dlouhodobého nehmotného majetku	1,53%	2,11%	1,90%	2,37%	2,16%
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,41%	0,48%	0,10%	0,20%	0,26%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,02%	-0,13%	-0,27%	-0,01%	0,33%
Ostatní provozní náklady	0,74%	0,79%	0,90%	0,68%	0,58%
Prodané cenné papíry a podíly	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,36%	0,24%	0,12%	0,17%	0,18%
Ostatní finanční náklady	1,87%	0,89%	0,43%	0,83%	0,63%
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,75%	0,65%	0,66%	0,40%	0,38%

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky č. 3.15 je patrné, že ve sledovaném období tj. v letech 2008 až 2012 se na celkových tržbách nejvíce podílely výkony, a to v intervalu od 84,51% do 86,16%.

Pokud bychom se podívali na nákladovou stranu, tak zjistíme, že největší nákladovou položkou byla výkonová spotřeba, která se na celkových nákladech podílela ve sledovaném období 69,36% až 74,83%. Mezi další významné náklady patřily tzv. osobní náklady, které se pohybovaly ve výši 11,52% až 14,08%.

Jak u nákladů, tak i u tržeb můžeme potvrdit platnost Paretova pravidla 80:20, neboť můžeme pozorovat například u nákladů společnosti, že dvě položky se nám na celkových nákladech podílejí více jak 80%. Je tedy dobré se na tyto položky v případě potřeby blíže zaměřit a analyzovat je, neboť jejich redukcí dojde k obrovské finanční úspoře v rámci celé společnosti.

### **3.3.1.6 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty**

Tabulka horizontální analýzy je součástí přílohy č. 8

Jak je patrné z tabulky, ve sledovaném období kromě roku 2010 rostly tržby neustále v rozmezí 7 až 13%. Společně s těmito tržbami rostly společnosti zároveň i náklady, jejichž tempo růstu v letech 2011 a 2012 bylo dokonce vyšší než tempo růstu tržeb, což je pro firmu alarmující. Za velkým nárůstem stojí především růst výkonové spotřeby, tedy především růst cen masa a energií na světových trzích. Vidíme také, že v roce 2013 se snažila firma celkové náklady částečně snížit úsporami na osobních nákladech.

### **3.3.1.7 Výsledek hospodaření společnosti a jeho vývoj**

Výsledek hospodaření před zdaněním v jednotlivých letech 2008 až 2012 nám znázorňuje následující graf č. 3.1.

Graf č. 3.1: Vývoj výsledku hospodaření před zdaněním v letech 2008 až 2012



Zdroj: vlastní zpracování

V grafu č. 3.1 můžeme sledovat v letech 2008 až 2010 neustálý růst výsledku hospodaření před zdaněním, a to i přes probíhající ekonomickou krizi. Ovšem v letech 2011 a 2012 vidíme drtivý propad výsledků hospodaření, a to o celou polovinu. Za tímto propadem stojí několik faktorů. Především se v těchto letech dále prohlubovala ekonomická krize, která vedla celou řadu domácností k úsporám, a to i na potravinách, dále pak neustálý boj obchodních řetězců a jejich tlak na dodavatele (mezi něž patří i MP Krásno) na neustálé snižování cen. Naproti tomu společnosti rostly neustále náklady na straně vstupů, především výkupní ceny masa a ceny energií. Tento mix faktorů způsobil velký propad výsledků hospodaření v posledních dvou sledovaných letech.

### 3.3.2 Analýza poměrovými ukazateli

Finanční analýza pomocí poměrových ukazatelů je dalším důležitým krokem ke správnému ocenění podniku. Díky výsledkům propočtů těchto ukazatelů můžeme zjistit a zhodnotit finanční zdraví společnosti MP Krásno a zároveň určit předpoklad dalšího vývoje. Jako vstupní data pro tuto analýzu nám budou sloužit účetní výkazy společnosti za roky 2008 až 2012, které můžete nalézt v přílohách.

#### 3.3.2.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Vypočítané hodnoty vybraných ukazatelů finanční stability a zadluženosti obsahuje následující tabulka č. 3.17

Tabulka č. 3.17: Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	Měrná jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	(2.1)	%	40,90	46,53	44,54	42,08	41,92
Majetkový koeficient	(2.2)	-	2,45	2,15	2,25	2,38	2,39
Celková zadluženost	(2.3)	%	59,14	51,18	54,28	57,67	55,54
Úrokové krytí	(2.4)	-	9,78	14,51	27,25	10,59	9,95

Zdroj: vlastní zpracování

**Podíl vlastního kapitálu na aktivech** je základní ukazatel, který nám znázorňuje dlouhodobou finanční stabilitu firmy. Ve sledovaném období, tedy v letech 2008 až 2012, tento ukazatel značně kolísal a pohyboval se v intervalu 40,90% - 46,53%. Z těchto hodnot můžeme tedy stanovit závěr, že firma pro svoji činnost používá ve větší míře spíše cizí kapitál než kapitál vlastní.

Dále stojí za povšimnutí i **ukazatel celkové zadluženosti**, který nám ukazuje, jaký je podíl celkových závazků společnosti k celkovým aktivům firmy. Můžeme vidět, že tento ukazatel nabýval ve sledovaném období hodnot od 51,18% do 59,14%. Tuto zadluženost vzhledem k velikosti společnosti můžeme považovat za přiměřenou, neboť zadluženost sama o sobě nepředstavuje negativní jev, ba naopak může přispět k snížení nákladů na celkový kapitál a stejně tak i k růstu hodnoty společnosti.

Posledním ukazatelem, který si z této kategorie okomentujeme, je **ukazatel úrokového krytí**. Tento ukazatel nám znázorňuje, jak efektivně hospodaří podnik a zda je schopen zaplatit úroky z cizích zdrojů. Z údajů v tabulce můžeme usoudit, že společnost MP Krásno nemá žádný problém s úhradou nákladových úroků.

### 3.3.2.2 Ukazatele rentability

Vypočítané hodnoty vybraných ukazatelů rentability nám znázorňuje následující tabulka č. 3.18

Tabulka č. 3.18: Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
ROI	(2.5)	9,39 Kč	9,47 Kč	8,75 Kč	3,49 Kč	3,72 Kč
ROA	(2.6)	8,88%	9%	8,09%	3,8%	4,06%
ROE	(2.7)	14,99%	14,33%	13,73%	6,15%	6,63%
ROS	(2.8)	2,55%	2,62%	2,89%	1,25%	1,26%

Zdroj: vlastní zpracování

Prvním ukazatel z této kategorie, kterým jsme se zabývali, je ukazatel **rentability vloženého kapitálu (ROI)**. Tento ukazatel nám říká, kolik Kč zisku připadá na jednu korunu dlouhodobých zdrojů. Z tabulky je jasné, že v letech 2008-2010 se rentabilita dlouhodobých zdrojů pohybovala na úrovni cca 9 Kč. Ovšem v letech 2011 a 2012 došlo k razantnímu poklesu ROI na úroveň cca 3,5 Kč, což bylo způsobeno hlavně prudkým poklesem marže u masných výrobků kvůli velmi tvrdému konkurenčnímu boji.

Dalším analyzovaným ukazatelem je **rentabilita aktiv (ROA)**. Tento ukazatel můžeme označit za klíčový, neboť poměruje zisk s celkovými aktivy společnosti. Z tabulky vyplývá, že u něj došlo k totožnému vývoji jako u předchozího ukazatele ROI.

Třetí ukazatel **rentability vlastního kapitálu (ROE)** je ukazatel, který zajímá především vlastníky dané firmy, neboť ukazuje, jak je zhodnocován vlastní kapitál, který byl vložen vlastníky podniku do společnosti. V tabulce můžeme sledovat, že v letech 2008 až 2010 hodnota vlastního kapitálu mírně klesala. V následujících dvou letech však došlo k prudkému propadu, za kterým stojí horší výsledky hospodaření, které byly způsobeny zdražením vstupů (masa, energii) na jedné straně a snižováním prodejní ceny výrobků na straně druhé.

Právě vliv snižování cen výrobků se silně odráží i ve čtvrtém ukazateli, a to v ukazateli rentability tržeb. Tento ukazatel se propadl z úrovně 2,89% v roce 2010 na úroveň 1,25% v roce 2011. V posledním sledovaném období, tedy v roce 2012, vidíme mírný růst, který můžeme zaměnit za stagnaci na úrovni 1,26%.

### 3.3.2.3 Ukazatele aktivity

Vypočítané hodnoty vybraných ukazatelů aktivity nám znázorňuje následující tabulka č. 3.19

Tabulka č. 3.19: Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	Měrná jednotka	2008	2009	2010	2011	2012
Obrátka celkových aktiv	(2.13)	počet obrátek	2,4	2,55	2,11	2,07	2,21
Doba obratu celkových aktiv	(2.14)	dny	150	141,24	170,28	174,01	163,18
Doba obratu zásob	(2.15)	dny	9,76	10,96	15,19	13,85	13,67
Doba obratu pohledávek	(2.16)	dny	39,31	31,57	32,5	44,61	45,71
Doba obratu závazků	(2.17)	dny	56,81	46,49	58,27	51,8	47,71

Zdroj: vlastní zpracování

**Obrátka celkových aktiv** nám vyjadřuje, kolikrát se celková aktiva transformují na peněžní prostředky za jeden rok. Je žádoucí, aby trend tohoto ukazatele byl rostoucí. Jak vyplývá z tabulky, u společnosti MP Krásno je tento ukazatel stabilní na úrovni cca 2,3.

**Doba obratu celkových aktiv** nám určuje, za jakou dobu dojde k obratu celkových aktiv. Pozitivní pro firmu je co nejkratší doba obratu a její snižující se trend. U námi sledované firmy bylo dosaženo nejlepších hodnot obratu v roce 2009, kdy tento ukazatel měl hodnotu 141,24 dní. Naopak nejhorších výsledků společnost dosáhla v letech 2010 a 2011, kdy hodnoty překročily 170 dní. Navýšení ukazatele v těchto letech bylo způsobeno růstem aktiv v každém z těchto roků o cca 100 000 tis, Kč.

**Doba obratu zásob** nám vyjadřuje, za jakou dobu dojde k obratu zásob ve vztahu k tržbám. Pro společnost je žádoucí, aby tato hodnota byla co nejnižší a v rámci delšího období vykazovala klesající tendenci díky efektivnějšímu nakládání se zásobami. U společnosti MP Krásno můžeme vidět na začátku sledovaného období rostoucí trend, který se podařilo zastavit až v roce 2011, kdy hodnota tohoto ukazatele opět začala klesat. Stejná tendence pokračovala i v roce 2012. Hodnota se v posledních dvou sledovaných letech pohybovala na úrovni 13,85 a 13,67 dní.

**Doba obratu pohledávek** charakterizuje strategii firmy v řízení pohledávek a říká nám, za jakou dobu jsou průměrně placeny faktury od odběratelů. Je žádoucí, aby výše tohoto ukazatele byla co nejnižší, přičemž se doporučuje hodnota nepřekračující 90 dnů. U společnosti MP Krásno můžeme sledovat od roku 2009 negativní trend nárůstu této doby z hodnoty 31,57 v roce 2009 až na úroveň 45,71 dní v roce 2012. I přes tento nárůst můžeme považovat hodnoty doby obratu zásob za přiměřené a v daném sektoru obvyklé.

**Doba obratu závazků** je ukazatel, který nám říká, na jakou dobu nám naši obchodní partneři poskytnou „obchodní úvěr“ a charakterizuje platební morálku námi sledovaného podniku vůči jeho dodavatelům. Při srovnání doby obratu pohledávek a závazků by ukazatel doby obratu závazků měl dosahovat vždy vyšších hodnot, a to z toho důvodu, aby měla společnost finanční prostředky na placení svých závazků ze splacených pohledávek a nemusela tak čerpat své finanční zdroje či provozní úvěr na splácení závazků. Ve sledovaném období byla vždy doba obratu závazků vyšší než doba obratu pohledávek, což lze jednoznačně hodnotit pozitivně. Mnohem méně pozitivní je však trend výrazného sblížení obou ukazatelů. Zatímco v roce 2008 činil rozdíl mezi nimi 17,5 dne, v roce 2012 se snížil na pouhé dva dny.

### 3.3.2.4 Ukazatele likvidity

Vypočítané hodnoty vybraných ukazatelů likvidity nám znázorňuje následující tabulka č. 3.20

Tabulka č. 3.20: Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Celková likvidita	(2.10)	0,97	1,07	0,99	1,41	1,53
Pohotová likvidita	(2.11)	0,79	0,81	0,69	1,1	1,2
Okamžitá likvidita	(2.12)	0,03	0,05	0,06	0,11	0,09

Zdroj: vlastní zpracování

**Celková likvidita** nám poměruje objem OA, jako potencionální objem finančních prostředků s objemem závazků, které budou splatné ve velmi krátké době (krátkodobé závazky). Doporučená hodnota tohoto ukazatele je dle Dluhošové v rozmezí od 1,5 do 2,5. (Dluhošová, 2010). Za problematické můžeme zcela jednoznačně považovat hodnoty menší než 1, neboť to poukazuje na fakt, že firma krátkodobé závazky není schopna uhradit ze svých OA a je nutné je uhradit z dlouhodobých zdrojů financování. U námi sledované firmy můžeme vidět, že firma měla v letech 2008 až 2010 velký problém s likviditou a že dokonce v letech 2008 a 2010 byl ukazatel likvidity nižší než 1. V následujících letech (2011 a 2012) se podařilo situaci stabilizovat a dostat likviditu ke spodní doporučené hranici.

**Pohotová likvidita** je ukazatel přísnější než celková (běžná) likvidita, neboť z výpočtu jsou odstraněny zásoby, které považujeme za velmi málo likvidní. Doporučená hodnota u tohoto ukazatele je v intervalu od 1,0 do 1,5. Opět můžeme vidět, že společnost MP Krásno měla v prvních třech sledovaných letech hodnotu této likvidity výrazně nižší, než je doporučená spodní hranice, a až v roce 2011 došlo ke stabilizaci.

**Okamžitá likvidita** nám charakterizuje okamžitou schopnost uhradit své krátkodobé závazky pomocí finančního majetku (hotovost, bankovní účty, šeky, krátkodobé cenné papíry). Doporučená hodnota tohoto ukazatele se pohybuje v pásmu od 0,2 do 0,5. Z tabulky je patrné, že společnost MP Krásno v celém sledovaném období nebyla schopna dodržet doporučené meze této likvidity a pohybovala se výrazně pod tímto limitem.

Jedním z důvodů nízké likvidity je fakt, že při výpočtu likvidity pracujeme s výkazy k 31. 12., přičemž společnost MP Krásno, a. s. na konci roku vyplácí zaměstnancům pololetní bonusy za výsledek hospodaření a celková výše vyplacených finančních prostředků se pohybuje v řádech milionů Kč, což snižuje zůstatek na bankovním účtu, a tak i celé OA.

### 3.3.2. Modely hodnocení finanční úrovně

Nejprve se pokusíme vytvořit souhrnné hodnocení finanční situace podniku dle ratingového modelu **Kralickova Quicktestu**. Toto hodnocení v sobě zahrnuje jak finanční stabilitu, tak i výnosovou situaci MP Krásno, a.s.

Výsledky Kralickova Quicktestu za jednotlivé roky 2008 až 2012 znázorňuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.21: Výsledky Kralickova Quicktestu za roky 2008 až 2012

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Kralickuv Quick test	(2.18)	3,66	2,5	2,5	2	2

Zdroj: vlastní zpracování

Jak můžeme vidět z tabulky, hodnota Kralickova Quicktestu se pohybovala ve sledovaném období v intervalu od 2 do 3,66, přičemž v letech 2011 až 2012 byla na konstantní úrovni 2. Vzhledem k tomu, že výsledné hodnoty v letech 2011 až 2012 leží v hodnotícím intervalu 1-3 nemůžeme o podniku MP Krásno říci, že se jedná o velmi dobrý a bonitní podnik, ani že se jedná podnik ve špatné finanční situaci. Leží totiž v tzv. šedé zóně.

Z tohoto důvodu nyní provedeme další analýzu pomocí Tafflerova modelu, který je postaven na bázi bankrotních modelů.

**Tafflerův bankrotní model** má dvě varianty výpočtu. My se ovšem zaměříme pouze na jeho druhou modifikovanou verzi, která se oproti první liší posledním poměrovým ukazatelem. V původní verzi je tímto poměrovým ukazatelem podíl finančního majetku a krátkodobých závazků. V naší modifikované verzi je tento ukazatel nahrazen podílem tržeb na aktivech.

Výsledky Tafflerova indexu za jednotlivé roky 2008 až 2012 znázorňuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.22: Hodnota Tafflerova indexu v letech 2008 až 2012

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Mod. Tafflerův index	(2.19)	0,64	0,69	0,60	0,53	0,57

Zdroj: Vlastní zpracování



Pro správnou interpretaci výsledků bonity firmy podle Tafflerova indexu si zopakujeme hodnotící kritéria. Pokud má firma index větší než 0,3 můžeme ji označit za bonitní, pokud má index v intervalu 0,2-0,3, je zařazena do tzv. šedé zóny. Dosáhne-li hodnoty nižší než 0,2, označujeme firmu za bankrotní.

Jak můžeme vidět z tabulky, firma MP Krásno dosahovala v každém roce hodnoty Tafflerova indexu velmi výrazně nad hranicí 0,3. Konkrétně se tento index ve sledovaném období pohyboval v intervalu od 0,53 do 0,69. Můžeme tedy jednoznačně říci, že společnost MP Krásno, a.s. patří mezi prosperující bonitní podniky.

Vzhledem k faktu, že Kralickuv Quicktest nám zařadil společnost MP Krásno do tzv. šedé zóny a Tafflerův bankrotní model nám stejnou firmu označil jako velmi bonitní, provedeme ještě třetí analýzu pomocí Altmanova modelu pro české firmy.

**Altmanova analýza pro české společnosti** patří stejně jako Tafflerův model mezi tzv. bankrotní modely. Podívejme se tedy nyní na výsledky této analýzy, kterou zobrazuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.23: Výsledky Altmanovy analýzy pro roky 2008 až 2012

Ukazatel	Vzorec	2008	2009	2010	2011	2012
Altmanova analýza	(2.20)	3,12	3,69	3,04	3,57	3,93

Zdroj: vlastní zpracování

Opět si před hodnocením Altmanovy analýzy zopakujeme kritéria, podle kterých se hodnotí bonita podniku. Pokud podnik dosáhl hodnoty Altmanova Z-score 2,99 a vyšší, označujeme takový podnik za bonitní, pokud dosáhl hodnoty nižší než 1,8, označujeme jej za bankrotní. V intervalu 1,8 až 2,99 se nachází šedá zóna.

Jak můžeme vidět z tabulky, firma MP Krásno, a.s. byla v celém sledovaném období nad hodnotou 2,99. Konkrétně se její Z score pohybovalo v intervalu od 3,04 do 3,94. Můžeme tedy říci, že firma MP Krásno patří podle Altmanovy analýzy mezi bonitní podniky. Jak tedy vidíme, oba bankrotní modely, Altmanův i Tafflerův, zařadily MP Krásno mezi bonitní

podniky. Můžeme tedy jednoznačně říci, že na základě syntetických ukazatelů je společnost MP Krásno, a.s. finančně zdravou firmou.

### 3.4 SWOT analýza

Na základě předchozí strategické analýzy, jejíž součástí byla makro a mikroanalýza podnikatelského prostředí, a dále pak na základě finanční analýzy provedeme SWOT analýzu firmy MP Krásno. SWOT analýza, neboli analýza silných a slabých stránek, je jakousi syntézou předchozích analýz a snaží se identifikovat vnější a vnitřní faktory, které ovlivňují úspěch či neúspěch firmy. Vnější faktory budeme dělit na příležitosti a ohrožení (hrozby) a vnitřní faktory pak na silné a slabé stránky firmy. SWOT analýzu nám zobrazuje následující tabulka č. 3.24.

Tabulka č. 3.24: SWOT analýza MP Krásno, a. s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tradice a dobré jméno</li> <li>• Kvalita výrobků</li> <li>• Technické vybavení výroby</li> <li>• Inovace produktů</li> <li>• Zkušenosti a proškolení zaměstnanci</li> <li>• Firemní klima</li> <li>• Majitelská struktura (rodinná firma)</li> <li>• Dobrá platební morálka</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vlastní prodejní síť</li> <li>• Propagace značky MP Krásno</li> <li>• Obchodní vyjednávání</li> </ul>
Příležitosti	Ohrožení
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vstup na nové zahraniční trhy</li> <li>• Propagace kvalitních českých výrobků</li> <li>• Krach konkurenčních masen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Růst ceny energií</li> <li>• Růst výkupní ceny masa</li> <li>• Dále pokračující cenová válka řetězců</li> <li>• Pokračující ekonomická krize</li> </ul>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z tabulky, která zobrazuje výsledky SWOT analýzy, v současné době převažují silné stránky nad slabými, což můžeme hodnotit jednoznačně pozitivně. Za vůbec nejsilnější

stránku můžeme označit tradici v podnikání a dobré jméno firmy. Za nejsilnější slabou stránku můžeme označit vlastní prodejní síť, která má sice solidní pokrytí na severní Moravě a ve Slezsku, ale již o poznání horší v Čechách.

U příležitostí a ohrožení firmy (tedy u vnějších faktorů) převažují negativní položky, tudíž ohrožení. Je patrné, že stále sílí tlak obchodních řetězců na snižování ceny a zároveň růst výkupní ceny masa, působí na firmu velmi nepříznivě, a pokud by tyto faktory přetrvávaly dlouhodobě, mohla by se firma dostat do značných hospodářských problémů. Naopak příležitostí pro firmu může být například pokračující expanze na stávajících zahraničních trzích (Slovensko a Maďarsko), případně vstup na úplně nové trhy.

### 3.5. Predikce finančního plánu

Před samotným výpočtem hodnoty společnosti pomocí výnosových metod je nezbytně nutné provést odhad finančního plánu společnosti MP Krásno pro roky 2013, 2014 a 2015. Bude se především jednat o predikci údajů, které jsou nezbytné při samotném výpočtu hodnoty.

V prvním kroku je potřebné odhadnout budoucí tržby firmy MP Krásno pro následující tři roky. Pro odhad budoucích příjmů jsme vycházeli z firemního plánu rozvoje firmy. Pro velmi citlivý obsah tohoto plánu nemůže být součástí ani přílohou této práce.

Predikci vývoje tržeb pro následující období 2013 až 2015 přehledně zobrazuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.25: Vývoj tržeb MP Krásno, a.s

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vývoj tržeb v tis. Kč	1700402	1821676	1793222	1926335	2180532	2090680	2225822	2327848
% změna	-	7,13%	-1,56%	7,42%	13,20%	-4,12%	6,59%	4,58%
Průměr za sledované období	6,55%							

Zdroj: vlastní zpracování

Jak můžeme vidět z tabulky, s výjimkou roku 2013, kde firma předpokládá mírný propad tržeb způsobený reorganizací firemních procesů, očekává firma v dalších letech růst. Tento

růst však bude již nižší než v letech minulých, jelikož absorpční kapacita českého trhu bude vyčerpána. Firma se však pro další expanzi může zaměřit na okolní země. Již dnes vyvází na slovenský a maďarský trh.

### 3.6 Metody oceňování podniku

#### 3.6.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (entity)

Metoda DCF na bázi entity hodnotí podnik jako celek a vychází tedy z peněžních toků jak vlastníku, tak i věřitelů firmy. Vzhledem k tomu, že předpokládáme dlouhodobou existenci firmy, využijeme pro samotný výpočet dvoufázovou metodu.

Prvním krokem, kterým se musíme zabývat, je stanovení diskontní míry. Diskontní míra se u metody DCF-Entity stanovuje na základě průměrných vážených nákladů kapitálu, zkráceně WACC. Tyto náklady v sobě zahrnují náklady spojené s využíváním vlastního kapitálu i náklady, které se vztahují ke kapitálu cizímu. Tyto náklady můžeme vypočítat dle vzorce (2.25).

#### Náklady na cizí kapitál

Podnik MP Krásno, a. s. ve sledovaném období využíval bankovních úvěrů a výpomocí. Odhad nákladů na cizí kapitál  $r_d$  znázorňuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.26: Odhad nákladů na cizí kapitál  $r_d$

Úroková míra úročených cizích zdrojů	2012	2013	2014	2015	Průměr
Bankovní úvěry a výpomoci v tis. Kč	242 188	236 204	160 745	125 000	191 034
Nákladové úroky v tis. Kč	3 871	2 866	2 458	2 187	2 846
Průměrná $r_d$	1,49%				

Zdroj: vlastní zpracování

#### Náklady na vlastní kapitál

U zjišťování nákladů na vlastní kapitál vycházíme z finanční analýzy podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012 (MPO, 2013)

Pro potřeby MP Krásno jsme vyšli z analýzy, která se zaměřuje na zpracovatelský průmysl a určili díky ní náklady vlastního kapitálu MP Krásno, a.s.

Zjištěnou úrokovou míru  $r_e$  pro rok 2012 budeme považovat za konstantní a budeme s ní počítat i pro následující roky 2013 až 2015.

Tabulka č. 3.27: Stanovení úrokové míry vlastního kapitálu

Požadovaná míra výnosu	2012
Bezrizikový výnos	2,31
Riziková prémie	10,12
$r_e$	12,43

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

Při výpočtu WACC, tedy průměrných vážených nákladů kapitálu, jsme postupovali dle vzorce (2.25). Následující tabulka zachycuje jednotlivé vypočítané položky a hlavně konečnou hodnotu WACC pro jednotlivé roky.

Tabulka č. 3.28: Výpočet WACC

Ukazatel WACC		2012	2013	2014	2015
nCZ	náklady na cizí kapitál	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
CZ	cizí zdroje	526 849	489 094	507 972	527 972
(1-d)	daňové břemeno	0,85	0,85	0,85	0,85
K	celkový kapitál	948 612	923 870	980 834	1 035 937
nVK	náklady na vlastní kapitál	12,43%	12,43%	12,43%	12,43%
VK	vlastní kapitál	397 625	434 249	472 862	507 965
WACC	průměrné náklady kapitálu	5,91%	6,52%	6,64%	6,74%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak jsme mohli vysledovat z tabulky, trendem je bohužel rostoucí ukazatel WACC, a tedy růst průměrných nákladů kapitálu. Je tomu tak proto, že společnost předpokládá růst vlastního kapitálu vzhledem k akumulaci nerozděleného zisku z minulých let. Díky k tomu, že náklady na vlastní kapitál jsou několikrát vyšší než náklady na cizí kapitál, tak s růstem podílu vlastního kapitálu rostou i průměrné náklady kapitálu.

### 3.6.1.1 Výpočet DCF- Entity

Pomocí výpočtu DCF-Entity zjistíme současné hodnoty očekávaných peněžních toků. Abychom mohli vypočítat DCF-Entity, musíme nejprve určit hodnotu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, dále jen FCFF. Samotný výpočet znázorňuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.29: Výpočet FCFF

Položky v tis. Kč	2012	2013	2014	2015
Výsledek hospodaření před zdaněním	34 630	48 450	35 103	39 394
Dan z příjmu za běžnou činnost	8 262	9 053	6 669	7 485
Výsledek hospodaření po zdanění	26 368	39 397	28 434	31 909
+ odpisy	46 979	46 569	53 849	55 154
- změna ČPK	32 256	-51 578	20 322	333
- investice	11 009	55 789	10 000	25 599
<b>FCFF</b>	<b>30 082</b>	<b>81 755</b>	<b>51 961</b>	<b>61 131</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Jak jsme zdůraznili již v úvodu, používáme tzv. dvoufázovou metodu. Tu počítáme dle vzorce 2.23, přičemž pokračující hodnota je vypočítána pomocí Gordonova vzorce (2.24). U tohoto vzorce počítáme s hodnotou tempa růstu na úrovni 2% dle cílované inflace ČNB.

Následná tabulka č. 3.30 zobrazuje samotný výpočet hodnoty podniku dle DCF-entity metody. Můžeme zde vidět hodnotu podniku v první fázi, v druhé fázi a konečně celkovou hodnotu společnosti.

Tabulka č. 3.30: Výpočet hodnoty společnosti dle DCF-Entity

Výpočet DCF- Entity v tis. Kč	1. fáze				2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>FCFF</b>	<b>30 082</b>	<b>81 755</b>	<b>51 961</b>	<b>61 131</b>	<b>62 354</b>
WACC	5,91%	6,52%	6,64%	6,74%	
Diskontní faktor	0,9442	0,8813	0,8246	0,7704	
Diskontované DCF	28 403	72 051	42 847	47 095	
<b>Hodnota v 1. fázi</b>	<b>190 396</b>				
Pokračující hodnota	1 315 477				
<b>Hodnota v 2. fázi</b>	<b>1 013 385</b>				
<b>HODNOTA PODNIKU (brutto)</b>	<b>1 203 782</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota společnosti MP Krásno, a s. dle metody DCF-Entity činí 1 203 782 000 Kč. Pokud bychom odečetli od této hodnoty úročený cizí kapitál (z roku 2012) ve výši 526 849 000 Kč, **dostaneme hodnotu vlastního kapitálu, která je 676 933 000 Kč.**

U metody DCF-Entity jsme dále provedli analýzu citlivosti a to tak, že jsme měnili hodnotu tempa růstu – g v intervalu od 0 do 2%. Zjistili jsme tak vliv tohoto parametru na hodnotu druhé fáze.

Výsledky této analýzy citlivosti znázorňuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.31: Analýza citlivosti

Tempo růstu - g	0,10%	0,50%	1%	1,50%	2%
Hodnota v druhé fázi ( v tis Kč)	709 935	758 463	828 633	912 195	1 013 385
Odchylka od základního ocenění	-29,94%	-25,16%	-18,23%	-9,99%	0%

Zdroj: vlastní zpracování

### 3.6.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jedná se o metodu, která je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Pro samotný výpočet jsme využili variantu výpočtu, která se označuje jako paušální metoda, protože předpokládáme, že podnik v budoucnosti dosáhne alespoň takových výsledků hospodaření jako v minulosti.

V prvním kroku je nezbytně nutné, abychom rozebrali a upravili hospodářské výsledky firmy MP Krásno, a. s. z minulých let. Konkrétně budeme analyzovat hospodářské výsledky za období 2008 až 2012. Algoritmus výpočtu hodnoty společnosti pomocí této metody je zachycen v tabulce č. 2.4. Nyní se podívejme na konkrétní aplikaci této metody na firmu MP Krásno, a.s.

Následující tabulka 3.32 nám znázorňuje postupnou úpravu výsledků hospodaření v jednotlivých letech 2008 až 2012.

Tabulka č. 3.32: Výpočet UHV

Položka v tis. Kč	2008	2009	2010	2011	2012
<b>VH před zdaněním</b>	<b>54 200</b>	<b>57 374</b>	<b>63 230</b>	<b>30 942</b>	<b>34 630</b>
+ odpisy	25 942	37 960	39 035	45 508	46 979
- finanční výnosy	32 528	17 535	10 289	8 541	15 942
- tržby z prodeje DM	8 386	9 595	1 440	3 145	6 146
+ zůstatková ceny prodaného DM	6 921	8 551	1 984	3 848	5 595
+ mimořádné osobní náklady	0	0	0	0	0
- mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
+ mimořádné náklady	0	0	0	0	0
<b>UVH před odpisy</b>	<b>46 149</b>	<b>76 755</b>	<b>92 520</b>	<b>68 612</b>	<b>65 116</b>
cenový index řetězový	1,0630	1,0100	1,0150	1,0190	1,0330
cenový index bazický k roku 2012	0,9264	0,9364	0,9496	0,9678	1
<b>UVH upravený o inflaci</b>	<b>49 815</b>	<b>81 968</b>	<b>97 430</b>	<b>70 895</b>	<b>65 116</b>
váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci a váhy	49 815	163 936	292 291	283 579	325 580
<b>UVH celkem</b>	<b>1 115 203</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Po výpočtu celkového upraveného výsledku hospodaření postupujeme dále tak, že výslednou hodnotu UVH celkem vydělíme součtem vah, což v našem případě činí 15. Tímto úkonem získáme trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy. Po odečtení odpisů a daně z příjmů PO následně získáme trvale odnímatelný čistý výnos po dani.

Výpočet znázorňuje následující tabulka č. 3.33.

Tabulka č. 3.33: Trvale odnímatelný čistý výnos

Položka	Částka v tis. Kč
Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (1115203/15)	74 347
- odpisy v roce 2012	46 979
= trvale odnímatelný čistý výnos před zdaněním	27 368
- daň z příjmu právnických osob (19%)	5 200
<b>= Trvale odnímatelný čistý výnos po dani</b>	<b>22 168</b>

Zdroj: vlastní zpracování



Po výpočtu trvale odnímatelného čistého výnosu dále pokračujeme výpočtem kalkulované úrokové míry. Základem výpočtu této úrokové míry je aktuální výnosnost dlouholetých státních dluhopisů. Ta u desetiletých státních dluhopisů činí dle KurzyCZ 2,28. (KurzyCZ, 2014) Od této výnosnosti odečteme předpokládanou výši inflace. Tu pro účely této práce předpokládáme ve výši 2%, což dopovídá hodnotě cílované inflace České národní banky. V posledním kroku tohoto výpočtu připočteme rizikovou přírážku, která dne analýzy MPO činí 10,12%. (MPO, 2013)

Výpočet kalkulované úrokové míry názorně zobrazuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.34: Výpočet kalkulované úrokové míry

Položka	%
Výnosnost desetiletého státního dluhopisu	2,28
- předpokládaná inflace	2
+ Riziková přírážka	10,12
<b>= kalkulovaná úroková míra pro paušální metodu</b>	<b>10,4</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky jasně vyplývá, že výsledná kalkulovaná úroková míra činí 10,4 %.

Nyní máme již všechny potřebné pomocné výpočty, abychom mohli vypočítat výnosovou hodnotu podniku dle metody kapitalizovaných zisků (pomocí paušální metody).

Výpočet provedeme dle vzorce (2.31), tedy trvale odnímatelný výnos vydělíme kalkulovanou úrokovou mírou. Tedy:  $\frac{22168}{0,104} = 213154 \text{ tis. Kč}$

Na základě provedeného výpočtu můžeme konstatovat, že výnosová hodnota podniku MP Krásno, a. s. vypočítaná pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů kde dni ocenění činí 213 154 000 Kč.

Nutno ještě zdůraznit, že tato hodnota nezachycuje budoucí růstové příležitosti, a proto ji musíme vnímat jako dolní odhad výnosové hodnoty firmy MP Krásno, a.s.

### 3.6.3 Ocenění na základě účetní metody

Ocenění společnosti na základě účetní metody je založeno na tzv. principu historických cen. Všechna data, která potřebujeme k výpočtu, vycházejí ze stavových veličin a můžeme je nalézt v rozvaze. Při výpočtu vycházíme z celkových aktiv společnosti (majetek celkem), od kterých odečteme účetní hodnotu závazků a dluhů (cizí zdroje).

Výpočet znázorňuje následující tabulka č. 3.35.

Tabulka č. 3.35: Určení účetní hodnoty podniku v tis. Kč

<b>Majetek firmy MP Krásno, a.s.</b>	<b>Účetní hodnota v tis. Kč</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>578 360</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	12 664
Dlouhodobý hmotný majetek	565 696
*pozemky	21 000
*stavby	282 683
*samostatné movité věci a soubory mov. věcí	189 392
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>367 281</b>
Zásoby	79 441
Dlouhodobé pohledávky	46 830
Krátkodobé pohledávky	218 916
Krátkodobý finanční majetek	22 094
<b>Časové rozlišení</b>	<b>2 971</b>
<b>MAJETEK CELEKEM</b>	<b>948 612</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>526 849</b>
Krátkodobé závazky	240 176
Bankovní úvěry a výpomoci	242 188
<b>Čistý obchodní majetek</b>	<b>421 763</b>

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce č. 3.35 jsou využita data k 1. 1. 2013, a tedy vypočítaná účetní hodnota firmy MP Krásno, a.s. k tomuto datu činí 421 763 000 Kč.

#### 4. Interpretace výsledků oceňování podniku

Ocenění podniku MP Krásno, a. s k 1. 1. 2013 proběhlo v několika krocích. V prvním kroku jsme se zaměřili na provedení strategické analýzy, která se skládala z analýzy jak makro, tak i mikroprostředí. Makroprostředí jsme analyzovali pomocí metody PESTLE, tedy zaměřili jsme se na politické, ekonomické, sociální, legislativní a ekologické faktory. Z těchto faktorů bychom mohli zdůraznit jeden ekonomický, a to vliv měnové intervence ČNB, který má na podnik MP krásno, a.s. jednoznačně negativní dopad. Konkrétně pokud v roce 2014 zůstanou intervence i nadále platné a struktura zahraničního obchodu zůstane stejná jako v roce 2013, tak to bude pro společnost znamenat ztrátu ve výši 25,9 mil. Kč.

Další částí strategické analýzy byla analýza pěti konkurenčních sil podle Portera. V rámci této analýzy jsme zkoumali takzvané interní faktory, mezi které patří dodavatelé, odběratelé, konkurence, nové substituční výrobky a hrozba vstupu nových konkurentů. Z této analýzy jasně vyplynulo, že firmu v dnešní době nejvíce trápí velmi silný konkurenční boj, který má obrovský dopad na hospodářské výsledky firmy. Jedná se o závažný problém, kdy na jedné straně výrazně rostou ceny vstupů (ceny energií a výkupní ceny masa) a na druhé straně neustále klesají ceny některých druhů uzenin a salámů. Za klesajícími cenami stojí hlavně obchodní řetězce, které tlačí dodavatele, aby jim své výrobky prodávali za co nejnižší cenu (mnohé jen za výrobní náklady), a tak klesají v celém potravinářském sektoru marže na minimum. Tyto protichůdně síly (rostoucí ceny vstupů a klesající ceny výstupu) mají velmi výrazný vliv na hospodaření firmy a z dlouhodobého hlediska je možné situaci označit za neudržitelnou.

Negativní účinky konkurenčního boje potvrdila i finanční analýza, která byla dalším krokem provedeným v rámci určení hodnoty společnosti. Finanční analýzou jsme například zjistili, že rentabilita tržeb (Return on Sales – ROS) se v období 2008 až 2012 pohybovala v intervalu od 2,89 do 1,26, přičemž v posledním sledovaném roce 2012 činila 1,26%. Z této rentability jasně vyplývá, že společnost prodává své výrobky s velmi malou marží. Další problém, který byl zjištěn v rámci finanční analýzy, je velmi kritická úroveň likvidity v letech 2008 až 2010. Od roku 2011 se však podařilo situaci v této oblasti stabilizovat.

Vzhledem k faktu, že některé ukazatele vycházely pro podnik MP Krásno negativně a některé naopak pozitivně, rozhodli jsme se použít komplexní syntetické ukazatele hodnocení finanční

úrovně, abychom byli schopni objektivně určit finanční zdraví podniku. Byl provedený jeden ratingový model, konkrétně Kralickův Quicktest a dva bankrotní modely, a to modifikace Tafflerova modelu a Altmanova analýza pro české podniky. Kralickův Quick-test společnost MP Krásno, a.s. zařadil mezi podniky v šedé zóně. Nemůžeme tedy o něm říct, že je bonitní, ale stejně tak nemůžeme tvrdit, že mu hrozí zánik v důsledku krachu. Proto byly provedeny další dvě analýzy pomocí bankrotních modelů (Tafflerův a Altmanův model). Oba tyto modely prokázaly, že podnik MP Krásno, a.s. je velmi bonitní. Můžeme tedy říci, že v případě podniku MP Krásno, a.s. se jedná o finančně zdravý podnik.

Třetím krokem v rámci ocenění podniku byla provedena analýza silných a slabých stránek podniku (SWOT analýza), která je syntézou předchozích analýz (strategické a finanční analýzy) a přehledně nám zobrazuje současný stav podniku.

Ve čtvrtém kroku jsme se již zaměřili na predikci budoucího vývoje, tedy hlavně na predikci tržeb a odpisů. Zde jsme vycházeli z interních firemních dokumentů, které ovšem pro svůj citlivý obsah nemohou být v plném rozsahu součástí této práce.

A konečně v pátém kroku jsme přistoupili k určení hodnoty společnosti. Pro určení hodnoty společnosti jsme využili tyto metody: metodu DCF-Entity, metodu kapitalizovaných čistých výnosů a účetní metodu.

Následující tabulka č. 4.1 nám zobrazuje zjištěnou hodnotu podniku v rámci jednotlivých metod.

Tabulka č. 4.1: Přehled provedených metod ocenění podniku

Metoda	Hodnota podniku
Metoda DCF-Entity (netto)	676 933 000 Kč
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	213 154 000 Kč
Účetní metoda	421 763 000 Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Metoda DCF-Entity hodnotí společnost jako celek. Z důvodu předpokladu dlouhodobého trvání (existence) podniku byla zvolena její dvoufázová varianta. Výslednou hodnotu (netto)

společnosti, která činí k datu ocenění 676 933 000 Kč, nejvíce ovlivnila hodnota druhé fáze. Ta počítá s trvalým tempem růstu 2%, tedy na úrovni cílované inflace ČNB.

Druhá použitá metoda kapitalizovaných čistých výnosů (paušální metoda) stanovuje hodnotu firmy na základě principu, že společnost dosáhne minimálně takových výsledků jako v minulosti. Výsledná hodnota pomocí této metody činí „jen“ 213 154 000 Kč. Tato nízká hodnota může indikovat malé využívání aktiv a jejich nízkou návratnost. Tedy nízkou marži u prodávaných výrobků, což nám potvrdil ukazatel ROS, který v roce 2012 činil pouhých 1,26%.

Třetí a poslední realizovaná metoda se nazývá metoda účetní hodnoty a je postavena na principu historických cen. Výsledná hodnota podniku provedená pomocí této metody činí 421 763 000 Kč.

#### **4.1 Návrhy a doporučení**

Z výše zjištěných skutečností můžeme konstatovat, že firma MP Krásno je finančně zdravá a silná společnost. Jsou zde však indikátory, které nám naznačují velké riziko ohrožení. Jedná se především o rostoucí ceny vstupů a velmi malé marže u prodávaných výrobků.

Firma by tedy měla využít svého postavení na trhu (třetí největší výrobce uzenin v ČR) a pokusit se vyjednat s obchodními řetězci lepší ceny za prodávané výrobky. Dále by firma měla pokračovat v rozšiřování vlastní sítě prodejen, a to zejména v Čechách, kde je jejich pokrytí velmi malé. Dále by společnost MP Krásno měla zvážit vstup na další zahraniční trhy a po Slovensku s Maďarskem by mohla zkusit vyvážet své výrobky do dalších okolních států, a to zejména do Německa a Rakouska. Tímto krokem by mohla zvrátit nepříznivý poměr dovozu a vývozu. Tím by se stala z dovozní firmy exportní, což by pro ni mohlo mít tu výhodu, že místo aby doplácela na měnovou intervenci ČNB, mohla by na ní naopak vydělat.

Vedení společnosti by se rovněž mělo zaměřit na řízení likvidity, tak aby se neopakovala situace z let 2008 až 2010, kdy se všechny ukazatele likvidity pohybovaly pod doporučenými hodnotami.

V posledním kroku by se firma měla zaměřit na analýzu ziskovosti jednotlivých výrobků a věnovat se hlavně těm, u kterých mají největší marže. Naopak výrobky, jejichž marže jsou záporné, by společnost měla přestat vyrábět.

## **5. Závěr**

Cílem této práce bylo ocenění společnosti k 1. 1. 2013 pomocí dvoufázové metody DCF-Entity, metody kapitalizovaných čistých výnosů a v neposlední řadě pomocí účetní metody založené na principu historických cen.

Na začátku diplomové práce byla nejprve vymezena teoretická východiska nezbytná k pochopení dané problematiky a dále pak byly teoreticky vysvětleny všechny metody a modely, s kterými se dále pracuje v aplikační části práce.

V aplikační neboli praktické části byla nejprve představena společnost MP Krásno, a.s. a poté provedena strategická a finanční analýza, která navázala na teoretickou část diplomové práce. Stěžejní částí diplomové práce bylo určení hodnoty společnosti pomocí výše zmíněných metod.

Musíme však upozornit, že přes všechnu snahu o co nejobjektivnější zjištění hodnoty společnosti, nemusí finální výsledky stoprocentně odpovídat skutečnosti. Mohou ale managementu firmy sloužit jako určité vodítko, v jaké úrovni se skutečná hodnota společnosti může pohybovat.

Celkově můžeme společnost MP Krásno, a.s. hodnotit jako finančně zdravou firmu s velkým potenciálem dalšího růstu. Dá se předpokládat stoupající trend hodnoty společnosti, a proto by management firmy měl alespoň jednou za tři roky znovu určit hodnotu společnosti a sledovat tendenci jejího vývoje.

Dalším tématem, které by mohlo navazovat na tuto práci, by bylo ocenění značky (Goodwill) MP Krásno, a.s.

## Seznam použité literatury

### Knížní publikace

1. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
2. GRUBLOVÁ, Eva. *Podniková ekonomika*. Ostrava: Repronis, 2007, 438 s. ISBN 80-861-2275-1.
3. KAŠÍK, Josef. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 1998, 343 s. ISBN 80-902-1674-9.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. C. H. Beck, 1999, 304 s. ISBN 80-717-9227-6.
5. KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010, 811 p. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-42465-0.
6. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
7. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
8. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
9. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
10. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008. ISBN 978-80-247-2481-2.
11. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8
12. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada Publishing, 2011, 246 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-3647-1.

## Elektronické zdroje

1. Transparency international. Index vnímání korupce /CPI/ Transparency International v roce 2013: v hodnocení 31 evropských zemí je Česká republika na 25. místě [online]. 2013 [cit. 2014-03-08]. Dostupné z: <http://www.transparency.cz/cpi-2013/>
2. Český statistický úřad. *Český statistický úřad* [online]. 2014 [cit. 2014-04-06]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
3. Ministerstvo financí. *Ministerstvo financí ČR* [online]. 2014 [cit. 2014-02-06]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>
4. Ministerstvo práce a sociálních věcí. *Ministerstvo práce a sociálních věcí* [online]. 2014 [cit. 2014-02-06]. Dostupné z: <http://www.mpsv.cz/cs/>
5. Kurzy.cz. *Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium) - ekonomika ČNB* [online]. 2014 [cit. 2014-03-06]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>
6. MANAGEMENT MANIA. *PESTLE analýza* [online]. 2011, 12.10.2013 [cit. 2013-12-02]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/pestle-analyza>
7. MANAGEMENT MANIA. *Absolutní ukazatele* [online]. 2011, 25.02.2014 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/absolutni-ukazatele>

## Legislativní dokumenty

1. *NAŘÍZENÍ KOMISE (ES) Č. 800/2008*. In: 800/2008. Brusel, 2008. Dostupné z: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:CS:PDF>

## Firemní dokumenty

1. ČULÁKOVÁ, Vladimíra. MP KRÁSNO, a.s. *Politika společnosti*. 2004b, 7 s.
2. ČULÁKOVÁ, Vladimíra. MP KRÁSNO, a.s. *Popis společnosti*. Valašské Meziříčí, 2004, 2 s.
3. MP KRÁSNO, a.s. *Výroční zpráva 2012*. 2013, 43 s. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a377130&dokumentId=B+2768%2fSL42%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=tth19d>



## Seznam zkratk

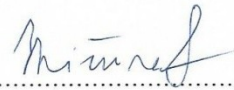
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CZ-NACE	Klasifikace ekonomických činností
DCF	diskontované peněžní toky
DM	dlouhodobý majetek
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok do firmy
G	předpokládané tempo růstu volného peněžního toku
HDP	hrubý domácí produkt
$I_k$	kalkulovaná úroková míra
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
$n_{ck}$	náklady na cizí kapitál
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	operační výsledek hospodaření po odečtení daní
$n_{vk}$	náklady na vlastní kapitál
OA	oběžná aktiva
ROA	rentabilita aktiv
ROC	rentabilita kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
TČV	trvale odnímatelný čistý výnos
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. 4. 2014



Tibor Mičunek

## **Seznam příloh**

Příloha č. 1 Účetní výkazy za rok 2008

Příloha č. 2 Účetní výkazy za rok 2009

Příloha č. 3 Účetní výkazy za rok 2010

Příloha č. 4 Účetní výkazy za rok 2011

Příloha č. 5 Účetní výkazy za rok 2012

Příloha č. 6 Graf znázorňující strukturu aktiv v letech 2008-2012

Příloha č. 7 Graf znázorňující strukturu pasiv v letech 2008-2012

Příloha č. 8 Tabulka horizontální analýzy