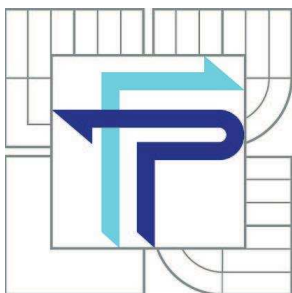


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

BUSINESS VALUATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. JANA POSPÍŠILOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. ROMANA NÝVLTOVÁ, Ph.D.

BRNO 2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Pospíšilová Jana, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Oceňování podniku

v anglickém jazyce:

Business Valuation

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska oceňování podniku

Analýza generátorů hodnoty podniku

Návrh ocenění podniku

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 2. vydání. Praha: C.H.Beck, 2007, 800 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

MARÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

REŽŇÁKOVÁ, M. Finanční management. 2. díl. Studijní text pro kombinovanou formu studia. 3. aktualizované a rozšířené vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 119 s. ISBN 80-214-3036-2.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Romana Nývltová, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/2010.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 16.05.2010

Abstrakt

Předmětem diplomové práce je tržní oceňování podniku. Teoretická část obsahuje poznatky z odborné literatury a přístupy pro oceňování podniku. Praktická část se zabývá samotným oceněním společnosti na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků.

Abstract

The subject of the Master's thesis is problem of the Estimation of Company Market Value. Theoretical part contains elementary knowledge from literature and possibilities for Estimation of the Company Value. Practical part includes estimation of real company market value by profit method of discounted cash flow.

Klíčová slova

Hodnota podniku, metody oceňování, diskontované cash flow

Key words

Company value, methods of valuation, discounted cash flow

Bibliografická citace mé práce:

POSPÍŠILOVÁ, J. *Oceňování podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 87 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Romana Nývltová, Ph.D.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 28. května 2010

.....

podpis

Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala své vedoucí diplomové práce Doc. Ing. Romaně Nývltové, Ph.D. za odbornou pomoc a ochotný přístup. Rovněž bych chtěla poděkovat vedení společnosti Doco International spol. s.r.o. za získání podkladů a informací ke zpracování mé diplomové práce.

Obsah

1	Úvod a cíl práce.....	10
2	Teoretická východiska oceňování podniku.....	11
2.1	Postup při oceňování podniku.....	14
2.2	Strategická analýza.....	14
2.2.1	Analýza tržního potenciálu	15
2.2.2	Analýza vnitřního potenciálu.....	15
2.2.3	Analýza konkurenční situace	15
2.2.4	Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb.....	16
2.3	Finanční analýza.....	16
2.3.1	Analýza základních účetních výkazů.....	16
2.3.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	17
2.3.3	Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku.....	18
2.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	19
2.5	Finanční plán.....	19
2.5.1	Metody založené na analýze trhu.....	20
2.5.2	Metody majetkové	20
2.5.2.1	Likvidační hodnota	20
2.5.2.2	Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	21
2.5.3	Ocenění na základě analýzy výnosů	22
2.5.3.1	Modely diskontovaného peněžního toku.....	23
2.5.3.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	28
2.5.3.3	Kombinované výnosové metody	28
2.5.3.4	Modely založená na EVA.....	29
3	Praktická část.....	30
3.1	Základní údaje o společnosti.....	30
3.2	Strategická analýza.....	31
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu	32
3.2.1.1	Vymezení trhu	32
3.2.1.2	Obecný rozbor - makroekonomické ukazatele	35
3.2.1.3	Analýza trhu v daném odvětví.....	40

3.2.2	Analýza konkurenční síly	42
3.2.2.1	Hodnocení perspektivnosti podniku	44
3.3	Finanční analýza.....	44
3.3.1	Účetní pravidla uplatňovaná ve společnosti	45
3.3.2	Analýza účetních výkazů	45
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	54
3.3.4	Souhrnné vyhodnocení finančního zdraví	61
3.4	Finanční plán	63
3.4.1	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	63
3.4.2	Sestavení komplexního finančního plánu	67
3.4.3	Finanční analýza plánu a závěr	69
3.5	Ocenění podniku	70
3.5.1	Metoda diskontovaných peněžních toků.....	70
3.5.1.1	Výpočet volného cash flow	71
3.5.1.2	Stanovení diskontní míry.....	71
3.5.1.3	Účetní hodnota.....	76
4	Závěr	77
	Literatura	79
	Seznam tabulek	80
	Seznam grafů.....	82
	Seznam použitých zkratk	83
	Seznam příloh.....	84

1 Úvod a cíl práce

Oceňování podniku neustále prochází fází dynamického vývoje a není jednoduchou disciplínou. Pro oceňování je potřeba mít dostatek jak teoretických tak praktických znalostí. Je nutné dodržovat určité zásady a mít pro oceňování správné a úplné informace. Pro oceňování je nutné znát především účel ocenění, datum ocenění a pro koho se oceňuje. Na základě toho se odvíjí celý postup oceňování.

Cílem diplomové práce je stanovit **tržní hodnotu** společnosti Doco International s.r.o. Hlavní obchodní činnosti této společnosti je nákup a prodej komponentů na průmyslová a garážová vrata. Tržní hodnota společnosti bude stanovena k **31.12.2009** s předpokladem going concern (bude-li naplněn) a měla by sloužit vedení společnosti jako podklad pro zhodnocení úspěšnosti podnikání.

Diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části se věnuji základním poznatkům literatury, informacím a obecným postupům oceňování, které aplikuji dle vhodnosti v části praktické. V praktické části je úvodem představena oceňovaná společnost, její základní charakteristika, historie a organizační struktura. Dále je zpracovaná strategická analýza, zhodnoceny jsou silné a slabé stránky společnosti. Na základě externí a interní analýzy, určení vnitřního potenciálu a konkurenčního postavení společnosti na trhu je určena perspektiva společnosti. Výsledné hodnoty slouží jako podklad pro stanovení generátorů hodnoty. Z účetních výkazů za období 2006-2009 je sestavena finanční analýza. Její součástí je horizontální a vertikální analýza, následuje analýza finančních ukazatelů a konečnou fází je souhrnné zhodnocení finančního zdraví společnosti.

Na základě výsledných hodnot a poznatků jsou stanoveny generátory hodnoty, predikován jejich vývoj a následně je aplikována vhodná metoda ocenění. Ocenění je v této práci provedeno na základě analýzy výnosů metodou DCF entity. Výsledná tržní hodnota společnosti je doplněná účetní hodnotou.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Definice podniku

Pojem podnik v podmínkách České republiky definuje § 5 obchodního zákoníku. Podnikem se rozumí: „... soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹⁾

Pojem cena

Při oceňování nejde jen o fyzické aspekty majetku, ale jedná se také o právo spojené s užitím tohoto majetku.

Účelem ocenění podniku je stanovit jeho hodnotu. Podnik chápeme jako zboží, které je určeno ke směně. Pro ocenění však existuje několik modelů, podle kterých oceňujeme.

Ocenění závisí především na účelu, pro který je podnik oceňován a na dostupných informacích, ze kterých musí oceňovatel vycházet, ale rovněž i na zkušenostech odhadce a době, kterou má k dispozici.

Při ocenění majetku se můžeme setkat s různými pojmy ceny.

- Pořizovací cena (cena, za kterou byl majetek pořízen, tj. cena historická)
- Tržní cena (cena, za niž již proběhla směna)
- Světová cena (cena, která vyjadřuje hodnotu určitého zboží v peněžním ekvivalentu)
- Zjištěná cena (jedná se o cenu stanovenou podle určitého předpisu)
- Reprodukční pořizovací cena (jedná se o vyjádření úrovně nákladů spojených s pořízením srovnatelného aktiva v daný okamžik pořízení bez odpotřebení)

¹⁾ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. 2003. s. 13.

- Obvyklá cena (cena, za kterou lze stejnou nebo podobnou majetkovou část v daný okamžik a v daném místě nakoupit)
- Výchozí cena (cena nové věci bez odpočtu opotřebení)
- Administrativní cena – cena zjištěná podle cenového předpisu (vyhl. MF ČR č. 178/1994 Sb.)²⁾

Účel ocenění

Existuje mnoho důvodů proč oceňovat. Oceněním se zabývají znalci a odhadci.

K nejběžnějším příčinám ocenění patří:

- Koupě a prodej podniku
- Zvýšení nebo snížení základního kapitálu
- Splynutí, sloučení nebo rozdělení společnosti
- Transformace obchodní společnosti
- Pojištění podniku
- Hodnocení výsledků práce managementu
- Při likvidaci nebo sanaci podniku
- Poskytování a přijetí úvěru nebo jiných forem cizího kapitálu apod.

Hodnota podniku

Hodnoty můžeme oceňovat na různých hladinách

- a) hodnota brutto je hodnota podniku jako celku a slouží jak pro vlastníky tak věřitele. Hodnota brutto označuje obchodní majetek.
- b) hodnota netto představuje hodnotu pro vlastníky a oceňujeme čistý obchodní majetek. Hodnotu oceňujeme především výnosovými metodami a metodami tržního porovnání. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál.

²⁾ KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2001. s. 9.

Vlastní kapitál a čistý obchodní majetek mohou být odlišné veličiny a tudíž i způsob jeho ocenění. Vlastní kapitál zjistíme, když od majetku odečteme cizí pasiva. Čistý obchodní majetek zjistíme, pokud od obchodního majetku odečteme závazky. Vlastní kapitál a čistý obchodní majetek se mohou i rovnat a to tehdy, pokud budeme podnik oceňovat likvidační nebo úplnou substanční hodnotou.

Pokud oceňovatel bude oceňovat obchodní majetek, pak se tím myslí, že má za úkol zjistit celkovou brutto hodnotu podniku. Pokud má určit čistý obchodní majetek, pak zjišťuje netto hodnotu podniku. Tento případ je častější.

Kategorie hodnoty

Na podnik působí vnitřní a vnější faktory. Za vnitřní faktory můžeme považovat schopnost managementu, schopnosti a dovednosti pracovníků a celkovou úroveň. Z hlediska vnějších faktorů je důležité znát odvětví, ve kterém se podnik nachází.

Ocenění je v podstatě individuální záležitostí. Každý má svou představu o hodnotě podniku. Jednu mají zaměstnanci firmy, management, druhou zase banky, odběratelé, dodavatelé, majitelé apod. Výsledky mohou být při použití způsobů ocenění podstatně rozdílné, avšak je vhodné alespoň rámcově vymezit určitou typologii.

Dle základních přístupů k oceňování podniku máme tyto kategorie hodnoty:

- Tržní hodnota
- Subjektivní hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Kolínská škola

Definice tržní hodnoty

Protože se zabývám ve své práci jen tržní hodnotou, upustím od charakteristik ostatních kategorií. Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při

transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.³⁾

2.1 Postup při oceňování podniku

Před samotným počátkem oceňování podniku je nejprve nutno znát proč daný podnik oceňujeme, tedy co je důvodem tohoto oceňování. Na základě toho se odvíjí jednotlivé postupy a metody.

První a společnou činností je sběr vstupních dat. Data, ze kterých se vychází, musí být spolehlivá a úplná. Na základě toho by měl oceňovatel provést strategickou a finanční analýzu. Cílem strategické analýzy je získat informace o tom, jaké faktory ovlivňovaly, ovlivňují a budou ovlivňovat vývoj podniku. Jedná se o faktory externí i interní. Výsledkem by mělo být rovněž zhodnocení, zda je podnik schopný pokračovat ve své činnosti či nikoliv. Součástí je rovněž analýza generátorů hodnoty. Na základě toho se odvíjí oceňovací metody. V případě, že dojdeme k závěru, že podnik není schopen pokračovat ve své činnosti, použijeme pravděpodobně oceňování likvidační metodou. Po finanční analýze se zpracovává finanční plán, zvláště je důležitý v případě, že budeme oceňovat výnosovou metodou.

Zvolené metody ocenění jsou ovlivněny předchozími analýzami. Obecně lze použít metody založené na analýze výnosů, metody pracují na tržním principu, na analýze aktuálních cen na trhu nebo metody založené na majetkovém principu, založené na ocenění vynaložených nákladů.

2.2 Strategická analýza

Úkolem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál podniku. Na základě strategické analýzy bychom měli znát odpovědi na následující otázky jako je určení perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, nebo jaký bude vývoj tržeb, trhu a konkurence a jaká jsou rizika s tím spojená. Informace mají rovněž sloužit jako podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.

³⁾ MAŘÍK, M. Určování hodnoty firem. 1998. s. 12.

Úkolem analýzy je vymezit určité faktory, které ovlivňují poptávku a možnosti prodeje. Ačkoliv je každý trh specifický, v zásadě se jedná převážně o růst trhu. Tento růst trhu může znamenat příležitosti i pro růst podniku. Pokud roste trh, zpravidla snižuje intenzitu konkurence a naopak. Má to i své negativní stránky, protože při růstu trhu je těžší se na tomto trhu udržet.

Do této analýzy je potřeba také zahrnout velikost trhu, jaká je intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, substituce nebo bariéry vstupu. Jako součást této analýzy je nutné dále znát odpovědi na otázky jako je citlivost trhu na konjunkturu nebo jaká je struktura a charakter zákazníků.

2.2.1 Analýza tržního potenciálu

Prvním krokem by měla být analýza minulosti, na kterou bude navazovat prognóza budoucího vývoje národního hospodářství. Zohledňovat by se měly faktory ovlivňující vývoj např. hrubý domácí produkt, úrokové míry, inflace, vývoj příjmů a mezd apod. Navazujícím krokem je analýza odvětví a relevantního trhu.

2.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Tento krok může být pro znalce obtížný v případě, že oceňovatel stojí mimo oceňovaný podnik. V této analýze je třeba odhadnout fázi životního cyklu firmy, co tvoří jeho hlavní zdroje a posoudit jejich využití. Jedná se např. o využití kapacit, jaká je kvalita a motivace personálu, jaká je úroveň lidí ve vrcholovém řízení, vize firmy do budoucnosti apod.

2.2.3 Analýza konkurenční situace

V tomto bodě jde především o vymezení hlavních konkurentů, jejich produkci, hospodaření, strategii a záměry. V praxi je někdy obtížné získat požadované informace, proto se doporučuje obrátit se na odborníky. Ve své práci využijí informace z veřejně dostupných zdrojů a názorů vedení společnosti.

2.2.4 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

Komplexní perspektivnost podniku vychází z celkové strategické analýzy. Z údajů atraktivity trhu a konkurenční síly se odvodí celková perspektivnost podniku. K tomu lze využít např. „bostonské“ matice, kde se na osu x umísťuje atraktivnost, která stoupá směrem doprava a na ose y je výsledná konkurenční síla, která se zvětšuje směrem nahoru. Výsledkem je zhodnocení té části, ve které se podnik nachází. V případě, že podnik se nachází vpravo nahoře, má jednoznačnou perspektivu, ale pokud se podnik nachází vlevo dole, znamená to, že je podnik téměř bez perspektivy. V tomto případě výsledky směřují spíše k ocenění likvidační hodnotou.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je nedílnou součástí analýzy prováděné pro účely ocenění firmy. Měla by plnit dvě základní funkce a to jednak prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. Důležité je, aby byla finanční data úplná a správná a oceňovatel měl veškeré podstatné informace, které nejsou ve finančních výkazech zahrnuté.

2.3.1 Analýza základních účetních výkazů

Rozvaha zachycuje stav majetku na straně jedné a zdroje jeho krytí na straně druhé vždy k určitému časovému okamžiku. Zdroje krytí tvoří strukturu kapitálu, ze kterého je majetek financován. Výkaz zisku a ztráty obsahuje náklady a výnosy, které se podílely na tvorbě hospodářského výsledku běžného období. Přehled o peněžních tocích podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získával a jak je využíval.

Pro oceňování je důležité především stav a vývoj bilanční sumy, struktura aktiv a pasiv, jejich vývoj a jaká je přiměřenost velikosti jednotlivých položek, vztah relace mezi těmito složkami. Při oceňování je nutné znát „účetní“ politiku firmy. Jedná se především o účetní a daňové metody odepisování, způsob tvorby opravných položek

a rezerv, jakým způsobem jsou oceňované zásoby a určitý význam je třeba věnovat i analýze přechodných aktiv a pasiv

2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza pracuje s poměrovými ukazateli, které se vypočítávají z absolutních ukazatelů. Nejčastěji používané ukazatele jsou ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti.

Ukazatele likvidity

Cílem je získat informace o schopnosti podniku uhrazovat své závazky. V závislosti na tom, které závazky máme na mysli pak vzorce různě modifikujeme.

Dlouhodobější finanční rovnováha se zkoumá pomocí vybraných ukazatelů, které analyzují:

- Strukturu dlouhodobých a celkových pasiv
- Strukturu aktiv
- Relace mezi stálými aktivy a pasivy

Ukazatele výnosnosti

Výnosnost v sobě odráží vliv likvidity, řízení aktiv a řízení dluhů.

Mezi nejčastěji používané ukazatele patří:

- Rentabilita celkového kapitálu
- Rentabilita vlastního kapitálu
- Rentabilita dlouhodobých zdrojů
- Rentabilita tržeb
- Rentabilita vloženého kapitálu

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatelé měří, jak úspěšně využívá management svá aktiva. Pro každé odvětví existují jiné optimální hodnoty, a proto je nutné hodnotit jejich stav nebo vývoj vždy ve vztahu k odvětví, ve kterém podnik působí.

Z technického hlediska existují tyto ukazatele ve dvou podobách:

- Rychlost obratu („obratovost“), která vyjadřuje počet obrátek, tedy kolikrát se určitá položka „obráť“ za určité období, nejčastěji za jeden rok
- Doba obratu, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu, vyjádřené v časové jednotce, obvykle ve dnech.

Ukazatele zadluženosti

Tyto ukazatele charakterizují poměr cizích a vlastních zdrojů financování a jaký je jejich vliv na finanční stabilitu podniku. Finanční páka znamená efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře. Pokud je úroková míra nižší než výnosnost aktiv, potom použití cizího kapitálu zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu. Kdyby úroková míra byla vyšší než výnosnost aktiv, potom by naopak použití cizího kapitálu snižovalo výnosnost vlastního kapitálu.

2.3.3 Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku

Závěr finanční analýzy by měl dát odpověď na otázku, zda je firma zdravá a zda lze počítat s její dlouhodobou existencí. V případě, že dojdeme k závěru, že existence firmy není příznivá, měli bychom zaměřit ocenění podniku na likvidační hodnoty. V opačném případě, tedy kdy je splněna podmínka „going concern“, můžeme použít jiné metody ocenění např. metody založené na analýze výnosů.

Postupy souhrnného hodnocení finanční situace podniku je možné rozdělit do čtyř skupin:

- a) Pyramidové rozklady syntetických ukazatelů,

- b) Posouzení stavu a vývoje vybraných ukazatelů finanční stability a výnosové situace,
- c) Postupy bodového hodnocení,
- d) Postupy využívající metod matematické statistiky.⁴⁾

2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Myšlenka tohoto rozdělení vychází z důvodu, že firma může provozovat více podnikatelských činností, z nichž některé jsou vedlejší. V tom případě by měl být na tuto skutečnost brán ohled a měla by se oceňovat jednotlivá aktiva zvlášť. Vzhledem k tomu, že podnik Doco International s.r.o. využívá své aktiva pro jednu podnikatelskou činnost, nebude nutné v našem případě se těmito rozděleními na aktiva provozně potřebná a nepotřebná zabývat.

2.5 Finanční plán

Finanční plán se sestavuje především proto, že oceňovatel použije některou z výnosových metod. Finanční plán je často součástí podnikového plánu. Měl by vycházet z dlouhodobé koncepce, tedy jeho vizí a jasné strategie.

Základem pro sestavení finančního plánu jsou tržby z prodeje hlavních produktů podniku, zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků a výchozí prognóza investic do dlouhodobého majetku, který bude nezbytný k udržení hlavního provozu podniku.

Finanční plán je potřeba také doplnit o plán financování, předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku vlastníkům apod.

⁴⁾ KONEČNÝ, M. Finanční analýza a plánování. 2004. s. 71.

2.5.1 Metody založené na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu vychází z aktuálních cen akcií nebo z tržního porovnání. Tyto informace lze běžně získat z kapitálového trhu, zejména pak z trhu akciového. Je nutné, aby byl kapitálový trh rozvinutý a natolik průhledný, aby nám umožnil pracovat se spolehlivými daty. Metody založené na analýze trhu jsou nejčastěji používané u akciových společností, jejichž akcie jsou běžně obchodovány. V případě podniků se tedy jedná často o situaci, kdy oceňujeme akciové společnosti s kotovanými akciemi, které jsou běžně obchodovány. Tržní kapitalizaci získáme, pokud vynásobíme aktuální akciový kurz počtem akcií. Pro získání tržní hodnoty podniku je nutné však brát v úvahu volatilitu akciového kurzu. V praxi se vychází z průměrné ceny za poslední období. Věcí zkušenosti znalce a charakteru trhu je pak délka tohoto období. U jiných druhů společností lze využít tržního porovnání. Zde však narážíme na problém nalezení vhodných podniků, které mají podobná aktiva.

2.5.2 Metody majetkové

2.5.2.1 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota představuje množství peněz, které lze získat prodejem jednotlivých aktiv společnosti. Tato hodnota plní tyto základní funkce:

- Tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Pokud tedy vyjde například metodou diskontovaných peněžních toků hodnota nižší než likvidační, měla by být za hodnotu podniku určena hodnota likvidační.
- Pokud se rozhodujeme o sanaci, měli bychom určit jak hodnotu likvidační, tak i hodnotu výnosovou vypočítanou z finančního plánu, který by zahrnoval sanační opatření. K sanaci bychom pak měli přistoupit, pokud výnosová hodnota bude vyšší než likvidační.

2.5.2.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Základem tohoto přístupu je ocenit každou položku aktiv. Souhrnem těchto aktiv po odečtení závazků a veškerých dluhů dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Při tomto oceňování používáme účetní, likvidační nebo reprodukční ceny.

Účetní hodnota

Jako jedna z nejprůkaznějších a nejjednodušších metod se jeví využití informací z bilance (rozvahy) podniku. Hodnota vlastního kapitálu se rovná aktiva mínus cizí pasiva. Nevýhodou této hodnoty je, že hodnoty jednotlivých položek účetních výkazů často neodpovídají jejich reálné hodnotě. Ačkoliv s pomocí opravných položek se můžeme více přiblížit skutečné hodnotě, v případě dlouhodobého majetku, který musí být veden v historických pořizovacích (resp. zůstatkových) cenách, nám jejich hodnotu zkreslují, neboť aktuální cena tohoto dlouhodobého majetku je odlišná. Tato metoda je obvykle doplňující metodou.

Substanční hodnota

Základním majetkovým oceněním je substanční hodnota. Lze ji použít za předpokladu, že podnik bude dále pokračovat ve své činnosti. Podstatou této metody je, že jednotlivé majetkové složky oceňujeme k datu ocenění a podle poměrně objektivních pravidel. Hodnoty jednotlivých aktiv snižujeme podle patřičného opotřebení a tím se výsledná hodnota stane více reálnější. Hodnotu nákladů na znovupořízení lze získat z historických dat, která upravíme cenovým indexem k datu ocenění, z podkladů cen od výrobců (z ceníků) apod.

Výpočet substanční hodnoty

Vlastní stanovení substanční hodnoty probíhá podle následujícího schématu:

1. Stálá aktiva
 - a. Pozemky a komunikace
 - b. Budovy a stavby
 - c. Stroje a zařízení
 - d. Finanční investice
 2. Oběžná aktiva
 - a. Zásoby
 - b. Pohledávky
 - c. Peníze
-

Brutto substanční hodnota (aktiva celkem)

3. Cizí zdroje celkem
 - a. Krátkodobé závazky
 - b. Dlouhodobé závazky
 - c. Rezervy
-

Netto substanční hodnota (vlastní kapitál v tržní hodnotě)⁵⁾

2.5.3 Ocenění na základě analýzy výnosů

Skupina metod vychází z důsledného použití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků jako je podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.

Z hlediska teorie je nejspřávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy, které plynou z oceňovaného statku.

Základní výnosové metody:

- a) Metoda diskontovaného peněžního toku
- b) Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

⁵⁾ KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 1999. str.116

- c) Metoda ekonomické přidané hodnoty
- d) Kombinované metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým

2.5.3.1 Modely diskontovaného peněžního toku

Tato metoda patří mezi základní výnosové metody. Budoucí výnosy se diskontují na současnou hodnotu a tím se stanoví tržní hodnota podniku. Zjišťování budoucích výnosů, které tvoří podklad pro výnosový potenciál, je vhodné založit na době podnikání a při využívání potřebného majetku bez vynaložených závažných budoucích investic, hlavně pak bez investic rozvojových.

Lze rozlišit tři techniky pro výpočet výnosové hodnoty:

- Metoda „entity“
- Metoda „equity“
- Metoda „APV“

Smyslem všech těchto technik je zjistit hodnotu „čistého obchodního majetku“ nebo v mezinárodní terminologii hodnotu „vlastního kapitálu“. Tyto metody se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dospějeme.

Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku. Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu.

Při použití metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu. Rozdíl u těchto metod je tedy v tom, že u varianty equity postačí stanovit pouze náklady vlastního kapitálu nezadlužené a diskontovat jimi volné peněžní toky pro vlastníky, zatímco u varianty entity je ještě nutné dopočítat průměrné vážené náklady kapitálu a diskontovat jimi volné peněžní toky do firmy.

Metoda DCF APV dělí výpočet stejně jako metoda DCF entity do dvou kroků. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku, ale v tomto případě jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.⁶⁾

Za základní techniku se považuje metoda DCF entity. Tuto metodu rovněž použijí ve své práci. Před samotným výpočtem je třeba mít zpracovanou strategickou a finanční analýzu a sestavený finanční plán. Základní kroky při výpočtu DCF entity jsou následující:

- Určí se náklady na investovaný kapitál
- Aktiva se rozčlení na provozně nutná a nenutná
- Určí se celková hodnota podniku brutto
- Diskontuje se volný peněžní tok pro jednotlivé roky prognózy
- Určí se pokračující hodnota
- Vypočítá se výnosová hodnota vlastního kapitálu netto

2.5.3.1.1 Kalkulovaná úroková míra v rámci metody DCF entity

Pro variantu DCF entity je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic při určité formě vkladu do podniku a riziku tomu odpovídajícímu.

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vz} \frac{VK}{K} \quad 7)$$

⁶⁾ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. 2003. s. 145.

⁷⁾ MAŘÍK, M. Určování hodnoty firem. 1998. s. 103.

kde:

n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková hodnota vloženého kapitálu, $K = VK + CK$

Podíl na celkovém upraveném kapitálu se počítá na základě tržních hodnot. Abychom zjistili náklady na celkový kapitál, je potřeba určit váhy jednotlivých složek kapitálu, určí se náklady na cizí a vlastní kapitál a na závěr se propočtou průměrné vážené náklady kapitálu.

a) Váhy jednotlivých složek kapitálu

V praxi se doporučuje, aby byla použita tzv. cílová struktura kapitálu, která se může odvodit odhadem nebo se tato struktura porovná se srovnatelnými společnostmi. Využít lze rovněž takovou, kterou vedení společnosti považuje za žádoucí, případně se můžeme pokusit přiblížit optimální struktuře kapitálu.

b) Náklady na cizí kapitál

Pro výpočet nákladů na cizí kapitál lze použít váženého průměru z efektivních úrokových sazeb, které se platí z těchto forem cizího kapitálu. Oceňovaná společnost Doco International s.r.o. má půjčku od spřízněné osoby v nominální hodnotě 5 000 tis. Kč s ročním úrokem 116 tis. Kč. Tato půjčka je splatná do roku 2017.

Pro tržní ocenění podniku je nutné vycházet ne z účetních hodnot, ale z tržních. Náklady na cizí kapitál zjistím jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové premie cizího kapitálu. Za bezrizikovou výnosovou míru považuji výnosnost státních dluhopisů. Rizikovou přírážku můžeme určit pomocí ratingu a to na základě úrokového krytí, který uvádí A. Damodaran.⁸⁾

⁸⁾ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

c) Náklady na vlastní kapitál

Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Určit náklady na vlastní kapitál je trochu složitější než určení nákladů na cizí kapitál. Mezi základní metody pro odhad nákladů na vlastní kapitál patří CAPM metoda nebo Stavebnicová metoda. Stavebnicová metoda je však vhodnější pro určení investiční hodnoty, proto ve své práci použiji metodu CAPM.

Metoda CAPM

CAPM (capital asset pricing model) model kapitálových aktiv je modelem, který je v oceňovací praxi nejvíce využíván. Současně však platí, že pro tento model je příznačné, že je současně nejvíce kritizován, především z pohledu reálnosti základních předpokladů, na nichž je založen. Podstatou modelu je, že vychází z rozlišení mezi diversifikovatelným a nediversifikovatelným rizikem.⁹⁾

Pro využití tohoto modelu je nutné zjistit parametr bezrizikové míry výnosu, hodnotu systematického tržního rizika cenného papíru a tržní rizikovou prémii.

Výpočet lze provést dle následujícího vzorce:

$$E(R_A) = r_f + [E(R_M) - r_f] * \beta_A^{10)}$$

kde:

$E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A (především akcie)

β_A = koeficient beta cenného papíru A

r_f = bezriziková úroková míra

$E(R_M)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia)

Za bezrizikovou úrokovou míru tedy považuji výnosnost státních dluhopisů z amerického kapitálového trhu s dobou splatnosti 30 let. Riziková premie trhu znamená, o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia oproti

⁹⁾ KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2001. s. 188.

¹⁰⁾ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. 2003. s. 182.

bezrizikovým aktivům. Pro zjištění této rizikové premie vycházím z časové řady od roku 1926 z amerického kapitálového trhu. Dlouhé časové řady nejsou v našich podmínkách zatím dosažitelné a odborníci se přiklání právě k delší časové řadě z důvodu eliminace výkyvů kapitálového trhu. Pro zjištění průměrné hodnoty výnosnosti lze použít geometrický nebo aritmetický průměr. V některé literatuře se uvádí, že v praxi je více používán geometrický průměr, v jiné naopak aritmetický. Toto rozhodnutí je v současné době věcí znalce, protože spor mezi oběma průměry zatím nemá jednoznačné řešení. Ve své práci použiji aritmetický průměr, který vede k vyšší diskontní míře než premie z geometrického průměru. Protože vycházím z amerického kapitálového trhu, je nutné rovněž počítat s rizikem selhání země.

Koeficient beta vyjadřuje riziko konkrétního podniku. Nabývá hodnot od -1 do +1 a součin koeficientu beta podniku s průměrnou rizikovou premii trhu je výsledkem rizikové premie daného podniku. Tato premie obsahuje pouze systematické riziko, neboť se předpokládá, že existuje možnost diverzifikovat investice do akcií různých podniků. Odhadnout koeficient beta lze na základě minulého vývoje, tzv. historické β , metodou analogie nebo na základě analýzy působících faktorů.

Z dostupné literatury se doporučuje použití této rovnice:

$$n_{VK} = r_f + \beta * RPT + RPZ^{11)}$$

kde:

n_{VK} = odhad nákladů vlastního kapitálu

r_f = aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA

β = odvětvové β přenesené z USA a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT = riziková premie kapitálového trhu, doporučuje se používat premie z trhu USA.

RPZ = riziková premie země

Tuto rovnici je možné upravit o další přírážky jako přírážku pro malé společnosti, s nejasnou budoucností, za nižší likviditu apod.

¹¹⁾ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. 2003. s. 198.

2.5.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda je založena na minulé výkonnosti podniku. Data by měla být za 3 – 5 let zpětná. Odhadce zkoumá především výkaz zisku a ztráty a analyzuje výsledek hospodaření. Na základě toho vytváří časovou řadu. Odhadce musí zkoumat vlivy, které měly vliv na výsledek hospodaření jako např. zda podnik neodkládal opravy, které by v budoucnu zatěžovaly podnik, jaký je způsob odepisování, co představují mimořádné výnosy a ty popřípadě vyloučit apod.

Výnosové metody počítáme z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Existují dvě varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů a to na základě toho, jak jsou chápány tyto čisté výnosy. V první variantě se vychází z toho, že čistý výnos má být určen na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji. Tuto metodu je prakticky možné ztotožnit s metodou DCF equity. U druhé varianty vycházíme především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

2.5.3.3 Kombinované výnosové metody

Tyto metody kombinují majetkové a výnosové ocenění. V praxi je nejvíce používána tzv. metoda střední hodnoty.

a) Metoda střední hodnoty

Pokud máme propočtenou výnosovou (V) a substanční (S) hodnotu, vypočteme hodnotu podniku (H) jako průměr:

$$H = \frac{V + S}{2} \quad ^{12)}$$

Někdy se upouští od tohoto prostého aritmetického průměru a vzorec je ještě upraven o určité váhy pro různá odvětví.

¹²⁾ MAŘÍK, M. Určování hodnoty firem. 1998. s. 74.

b) Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Celková hodnota se skládá z hodnoty substance a hodnoty firmy, která je chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a hodnotou substanční.

2.5.3.4 Modely založené na EVA

Základním principem tohoto modelu je, že měří ekonomický zisk. Překonává tak nedostatky ukazatelů jako jsou ukazatele rentability, které jsou založené na účetním výsledku hospodaření. Společnost dosahuje ekonomického zisku, pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu včetně nákladů na vlastní kapitál.

Ukazatel EVA (economic value added) se chápe jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížený o náklady kapitálu.

Základní vzorec pro výpočet tohoto ukazatele je následující:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital} \times \text{WACC}^{13)}$$

kde:

NOPAT = zisk z operační činnosti podniku po dani

Capital = kapitál, který je vázaný v aktivech a který slouží operační činnosti podniku.

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu.

Tato metoda poskytuje stejný výsledek jako ocenění pomocí peněžních toků.

¹³ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku. 2003. s. 246.

3 Praktická část

3.1 Základní údaje o společnosti

Název:	Doco International s.r.o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Základní kapitál:	280 000 Kč
Statutární orgány:	jediný společník
IČ	27112128

Datum ocenění: k 31. 12 .2009

Základní finanční data k 31. 12. 2009

Tržby za prodej zboží	105 852 tis. Kč
Čistý výsledek hospodaření	8 330 tis. Kč
Aktiva celkem	60 502 tis. Kč

Historie společnosti

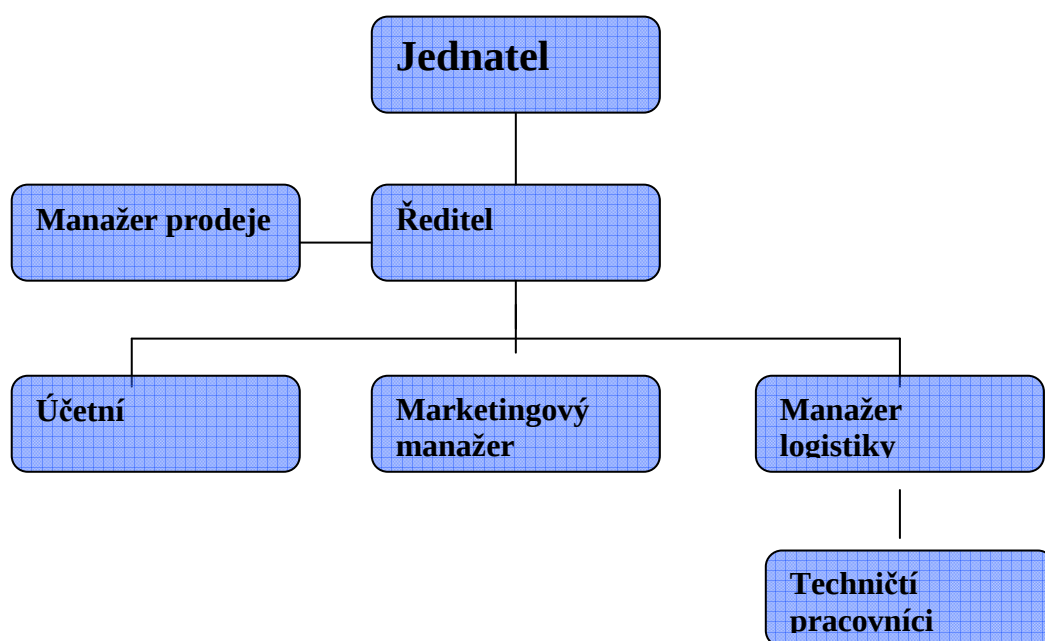
Společnost vznikla 22. prosince 2003, svou obchodní činnost začala provozovat v polovině roku 2005. Kromě nákupu a prodeje komponentů na průmyslová a garážová vrata má společnost ještě v obchodním rejstříku zapsaný pronájem bytů, nebytových prostor a nemovitostí. Touto činností se však nikdy nezačala zabývat a dle vedení společnosti nebude tuto činnost v budoucnu provozovat.

Společnost Doco International s.r.o. vznikla jako jedna z dceřiných společností Doco Holding B.V. Ostatní dceřiné společnosti sídlí ve Španělsku, Anglii a Nizozemí.

Společnost vlastní 100% podílem Doco Holding B.V.

Organizační struktura

Ve společnosti pracuje průměrně 9 zaměstnanců. V čele stojí jednatel, který je oprávněn jednat jménem společnosti samostatně.



Graf 1: Organizační struktura

Vzhledem k tomu, že ve společnosti pracuje pouze několik zaměstnanců, existuje zde výborná vzájemná provázanost a dobré pracovní prostředí.

3.2 Strategická analýza

Úkolem strategické analýzy je zhodnotit, zda je podnik schopen se udržet na trhu a odhadnout jeho konkurenční pozici. Na základě analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu určíme celkový výnosový potenciál oceňované společnosti. Vnější potenciál bude představovat hrozby a příležitosti společnosti a analýzou vnitřního potenciálu

najdeme její silné a slabé stránky. Výsledkem bude prognóza tržeb oceňovaného podniku.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

3.2.1.1 Vymezení trhu

Trh můžeme rozdělit dle následujících hledisek:

Trh produktů

Firma se zabývá nákupem a prodejem komponentů na průmyslová a garážová vrata. Mezi nabízené produkty patří především lankové bubny, pružiny, koncovky pružin, hřídele, spojky, ložiska a držáky, kolejnice, panty, panely, okna, spojovací materiál, zámky a kliky, okna.

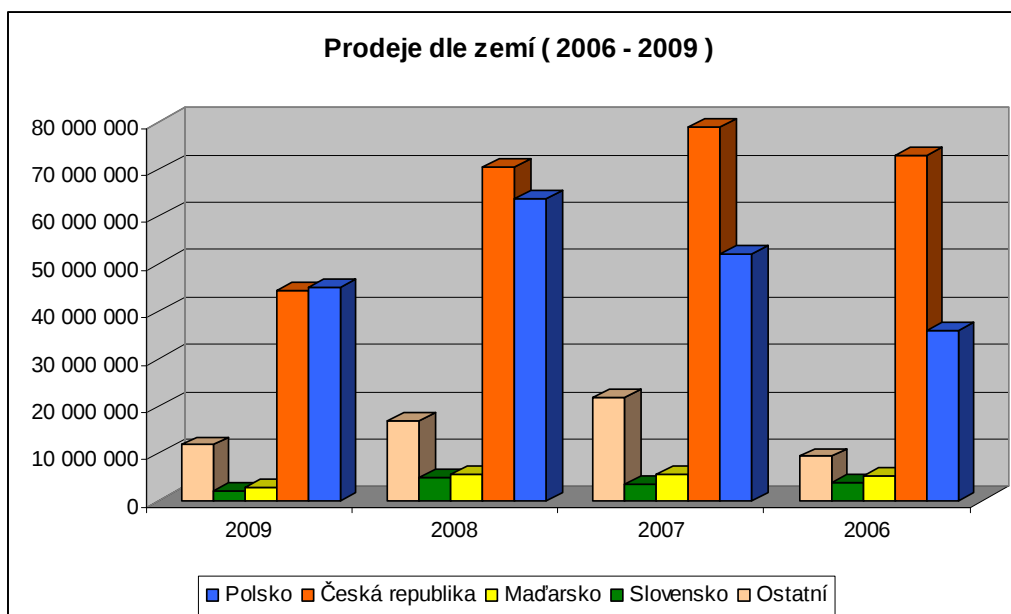


Obr. 2: Komponenty

Trh teritoriální

Trh tvoří jednotlivé země, se kterými společnost obchoduje. Jak ukazuje graf 3, největší prodeje byly uskutečněny v Polsku a v České republice. Malý poměr na tržbách tvořily prodeje v Maďarsku a na Slovensku. V položce ostatní jsou zahrnuty země Slovinsko, Chorvatsko, Bulharsko, Německo, Řecko, Itálie, Francie, Španělsko, Rumunsko, Nizozemí, Moldávie. Jejich procentuální poměr na celkových tržbách nepřesahuje 18%.

Protože trh se jeví na území České republiky již plný, má společnost v plánu expandovat na další zahraniční trhy. Jedná se především o pobaltské země, Rusko a východní Evropu.

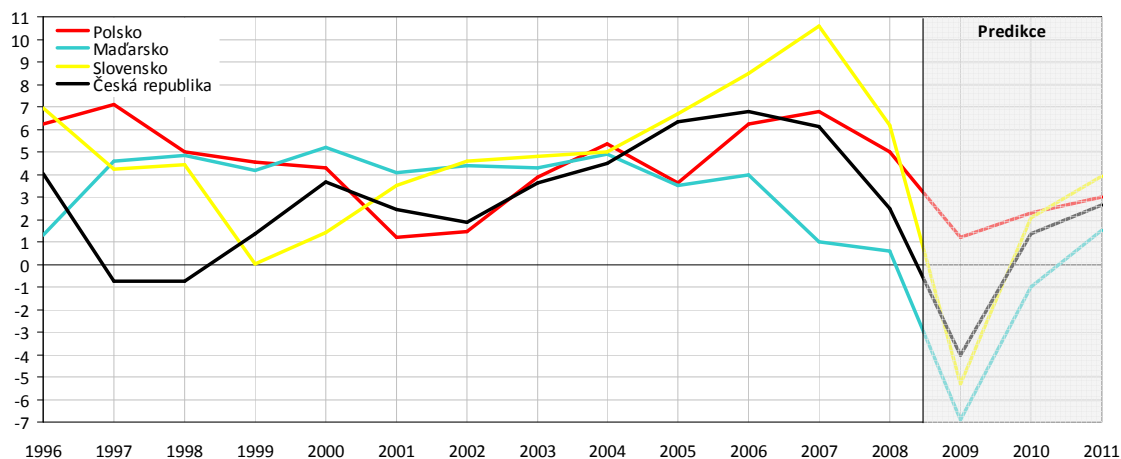


Graf 3: Prodeje dle zemí

Jak lze vidět z grafu 3, za sledované období společnost dosahovala nejvyšších tržeb v roce 2007. Velký podíl na těchto tržbách tvořily prodeje na území České republiky. V tomto roce se společnost dostala do podvědomí českých zákazníků. Na druhém místě byly prodeje na území Polska. O rok později došlo k výraznému nárůstu tržeb v Polsku, ale zároveň k poklesu prodejů na území České republiky. V roce 2009 došlo k celkovému poklesu tržeb, kde převládají prodeje na tomto území před prodejem v České republice.

Při porovnání grafu 4 můžeme vidět, že jako jediná země, která se vyhnula recesi bylo Polsko. Polsko dosahovalo 40% podílu v roce 2008 z celkových tržeb společnosti. V roce 2009 došlo k mírnému nárůstu tržeb, jejichž podíl činil 43 %. Při srovnání s Českou republikou, kdy v roce 2008 činil podíl na tržbách 44 %, se v roce 2009 díky ekonomické krizi tento podíl snížil o 2 %. Tento propad vzhledem k velkému poklesu HDP nebyl tak vysoký, jak se mohlo očekávat. HDP je jedním z faktorů ovlivňující výši

tržeb společnosti. Celkově došlo v roce 2009 k 34 % snížení prodeje oproti roku 2008. Tento propad byl způsoben silnou konkurencí na trhu a ekonomickou krizí.



Graf 4: Hrubý domácí produkt dle zemí ¹⁴⁾

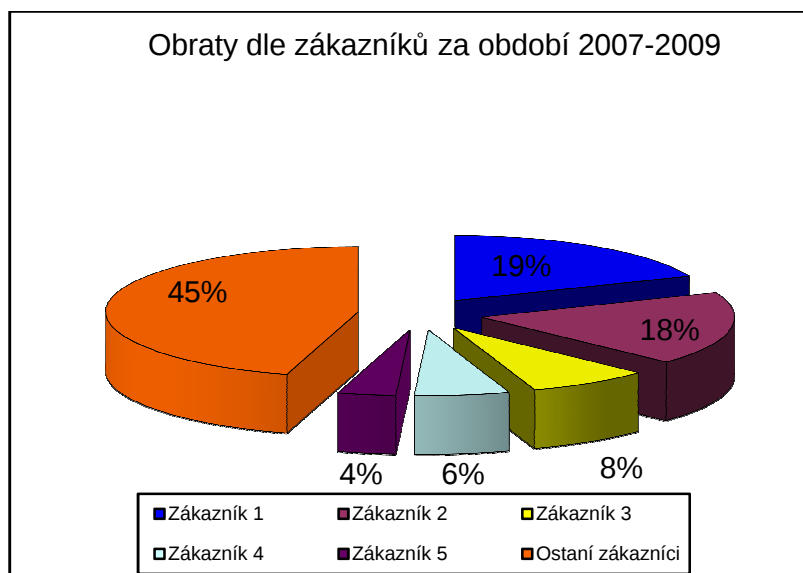
Tento graf zobrazuje růst proti předchozímu roku v %. Data jsou sezónně očištěná.

Trh dle zákazníků

Zákazníci společnosti představují maloobchody, výrobní společnosti. Tyto zákazníky jsem rozdělila dle podílu na celkovém obrátu v období 2007 až 2009. Jak můžeme vidět na grafu 5, společnost je závislá na třech největších odběratelích, přičemž největší z nich tvořil ve sledovaném období 45% celkových prodejů společnosti. Jedná se o významného odběratele z Polska. Tento procentuálně vysoký podíl mohl mít souvislost s vývojem trhu dle zemí. Další významní odběratelé pochází z České republiky a na tržbách mají přibližně stejný podíl. Tito tři zákazníci tvoří základ celkových tržeb. Mohou si diktovat podmínky a tlačit na dodavatele, aby jim byla nabízena stále levnější prodejní cena. Těmto odběratelům jsou poskytnuté speciální ceny a slevy dle výše obrátu. Ostatní zákazníci, jejichž nákupy jsou významnější

¹⁴⁾ http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html

vzhledem k tržbám mají rovněž speciální ceny, nicméně tyto slevy již nejsou tak vysoké. Málo významní odběratelé nakupují za standardní ceny uvedené v ceníku. Protože se často jedná o vysoké částky, je většina stálých odběratelů pojištěna proti neplacení u mezinárodní pojišťovací agentury. Asi 4 % zákazníků platí před odebráním zboží.



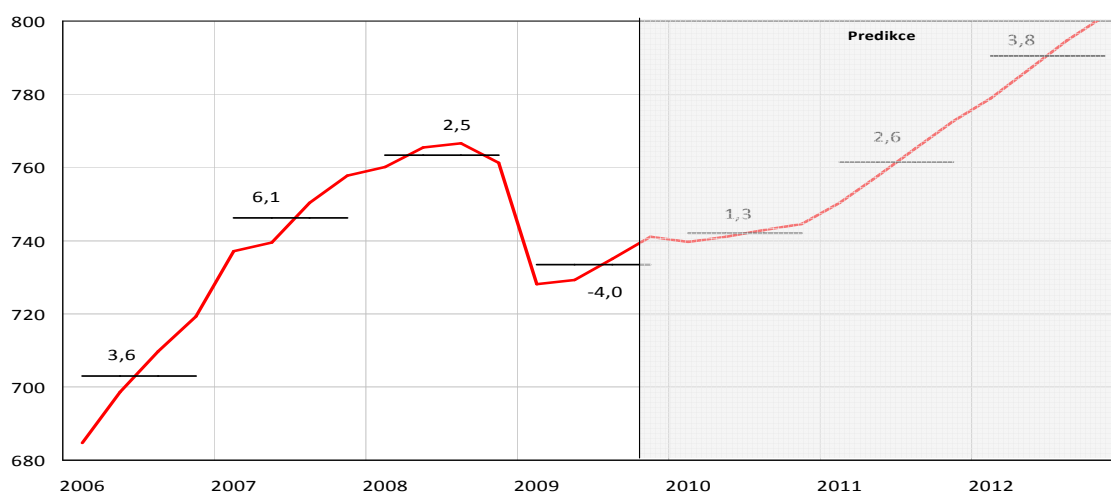
Graf 5: Rozdělení zákazníků dle výši obratu

3.2.1.2 Obecný rozbor - makroekonomické ukazatele

Vývoj hrubého domácího produktu je uveden na grafu 6, který pochází z predikce Ministerstva financí. Jedná se o minulý vývoj od roku 2006 do 2009, prognózu roku 2010 a následnou predikci do roku 2013.

Jak ukazuje tento graf, od roku 2006 docházelo k rostoucímu vývoji HDP. Největší růst byl zaznamenán v roce 2007 a to 6,1 %. V roce 2008 došlo k růstu HDP o 2,5 %. V tomto období společnost rovněž dosahovala nejvyšších tržeb. V roce 2009 však díky ekonomické krizi došlo k poklesu HDP o 4 %. V tomto období společnost měla nejnižší tržby. Vývoj HDP je jedním z faktorů ovlivňujících vývoj společnosti. Samozřejmě zde hrají i jiné vlivy působící na společnost, které mohou její průběh negativně nebo pozitivně ovlivnit. Zvláště pozitivní vývoj HDP může přilákat novou konkurenci. Ostatní faktory působící na společnost budou probírány v další části mé práce. Nicméně vývoj

HDP se očekává rostoucí, což je pozitivní zprávou. V roce 2011 růstem 1,3 %, v roce 2012 se odhaduje růst 2,6 % a 3,8 % růst je odhadován pro rok 2013. Protože společnost operuje i na zahraničních trzích, je důležité mít představu o budoucím vývoji HDP i mimo Českou republiku. Graf č. 2 Vývoj HDP dle zemí zobrazuje pozitivní růst HDP i na ostatních zemích, které jsou pro společnost významné.



Graf 6: Hrubý domácí produkt¹⁵⁾

Mezi ostatní důležité makroekonomické ukazatele patří míra inflace, nezaměstnanost a zahraniční obchod, směnný kurz CZK/EUR. I tento graf pochází z predikce Ministerstva financí. V následujících letech dojde ke snížení inflace. Dále se odhaduje, že dojde k posílení koruny od roku 2010. Toto vede všeobecně ke znesnadnění cenové konkurenceschopnosti českých výrobků. Společnost nakupuje a většinu svého zboží prodává v měně EUR, a to i na území ČR. Oslabení kurzu EUR může mít za následek snížení zisku společnosti. V roce 2010 se odhaduje nejvyšší míra nezaměstnanosti za celé sledované období a to průměrně 8,8 %, která se bude v dalších letech mírně snižovat. Při srovnání míry nezaměstnanosti s minulým obdobím bude stále vysoká. Vysoká míra nezaměstnanosti může znamenat levnou pracovní sílu. Společnost by tak mohla dosahovat nižších mzdových nákladů. Odhaduje se rovněž vysoké dlouhodobé úrokové sazby. Využití bankovních úvěrů bude dražší a společnosti, které závisí na tomto způsobu financování cizím kapitálem mohou mít problémy. Oceňovaná

¹⁵⁾ Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/MakroPre_2010Q1_komplet_doc.doc

společnost využívá finanční půjčku od své spřízněné osoby. V plánovaném období neuvažuje o využití dalšího cizího způsobu financování.

Graf 6 zobrazuje zřetěžené objemy, mld. Kč, data jsou sezónně očištěna.

Tab. 1: Vývoj makroekonomických ukazatelů

Ukazatel	Skutečnost					Odhad	Predikce		Výhled
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrná míra inflace, růst v %	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	2,0	1,8	-
Směnný kurz (nominální) CZK/EUR roční průměr	31,90	29,78	28,34	27,76	24,94	26,45	25,80	24,80	23,80
index zhodnocení v %	-0,2	7,1	5,1	2,1	11,3	-5,7	2,5	4,1	4,1
Dlouhodobé úrokové sazby % p.a.	0,47	3,38	2,95	1,22	2,33	4,10	3,60	3,40	-
Příspěvek zahr.obchodu k růstu HDP	1,3	4,6	1,5	1,1	1,3	-0,6	1,5	0,6	1,5
Míra nezaměstnanosti, průměr v %	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	8,8	8,6	7,6

SWOT analýza

Tato část práce analyzuje silné a slabé stránky podniku Doco International s.r.o., jakož i hrozby a příležitosti vyplývající z jeho okolí. Vzhledem k tomu, že se jedná o obchodní společnost, je nutné se zaměřit především na marketing a prodej a rovněž na poskytované služby. Firma je podporována svou mateřskou společností, která stanoví marketingovou strategii, jenž následně implementuje do všech svých dceřiných společností. Tato skutečnost se dá považovat za jednu z konkurenčních výhod, kdy mateřská společnost operuje profesionály v tomto oboru, kteří se zaměřují pouze na tuto oblast. Co se týká však poskytovaných služeb, firma samozřejmě nabízí technickou podporu nabízených výrobků, avšak vzhledem ke skutečnosti, že odborníci sídlí v zahraničí v mateřské společnosti, je komunikace se zákazníky, kteří neovládají cizí jazyk, obtížná. Jednak nedochází k přímému kontaktu se zákazníkem a rovněž je zde velká jazyková bariéra. Tento nedostatek je částečně odstraněn zaškolením pracovníků v tuzemské společnosti, avšak takové odbornosti jako jejich školitelé zdaleka nedosahují.

Jako velkou výhodu vidím v informačním systému. Propojené podniky pracují se stejným systémem, čímž se snižují náklady na údržbu tohoto informačního systému. Rovněž jsou zde informace od všech propojených osob, které umožňují lepší kontrolovatelnost od mateřské společnosti. Za výhodné považuji geografickou polohu firmy. V blízkosti se nachází velká spediční firma, která v případě potřeby zajišťuje dopravu a záležitosti týkající se proclení zásilek. Rovněž v blízkosti nesídlí velká konkurence. Mzdy jsou v tomto okolí nižší. Na základě interní a externí analýzy byly provedeny další analýzy. Dle subjektivního názoru a na základě konzultace s managementem společnosti jsem určila silné a slabé stránky a k nim přiřadila jednotlivé váhy. Výkonnost je rozdělena do tří kategorií na velmi dobrou, průměrnou a slabou. Jako faktory jsou zde uvedeny informační systém, finanční podpora, marketing, personál a servis (viz tabulka 2). Tyto faktory vychází z předmětu podnikání.

Tab. 2: Analýza silných a slabých stránek

Faktor	Výkonnost			Váha
	Velmi dobrá	Průměrná	Slabá	vysoká = 1, slabá = 2
Informační systém	x			1
Finanční podpora	x			2
Marketing		x		2
Personál	x			1
Servis			x	1

Na základě tohoto formuláře jsem sestavila formulář výkonnosti a důležitosti. Důležitost je rozdělena na vysokou nebo nízkou a výkonnost na nízkou či vysokou (viz tabulka 3).

Tab. 3: Analýza výkonnost - důležitost

Výkonnost - důležitost	Výkonnost	
Důležitost	Nízká (slabá stránka)	Vysoká (silná stránka)
Vysoká	Servis	Informační systém
	Marketing	Personál
Nízká		
		Finance

K tomu jsem určila možnost výskytu makroekonomických ukazatelů a sestavila matici příležitostí a hrozeb. Jako velkou příležitost vidím v růstu HDP a možnost obchodovat na zahraničních trzích. Byly tedy zohledněny pouze vysoké příležitosti s vysokou pravděpodobností výskytu (viz tabulka 4).

Tab. 4: Matice příležitostí

	Matice příležitostí		
	Příležitosti		
Pravděpodobnost		Nízká	Vysoká
	Vysoká		růst HDP
			zahraniční obchod
	Nízká		

Existují rovněž faktory, které by mohly brzdít pozitivní vývoj společnosti. Za vysokou hrozbu s vysokou pravděpodobností nespátřuji žádný aspekt, nicméně je zde vysoká rivalita s konkurencí. To však spátřuji za nízkou hrozbu, neboť společnost má silné postavení a v případě potřeby může využít dosud nevyužitých zdrojů např. finančních k expanzi na nové trhy. Je také třeba brát v úvahu určitou sílu odběratelů, kteří nejsou vázáni na jednoho dodavatele a mohou tedy bez dodatečných nákladů přejít k jinému dodavateli. Příliv nové konkurence se dá považovat za málo pravděpodobný. Na našem trhu je mnoho takových dodavatelů a pokud se objeví nová konkurence, zřejmě půjde o zahraniční trhy.

Tab. 5: Matice hrozeb

	Matice hrozeb		
	Hrozby		
Pravděpodobnost		Nízká	Závažná
	Vysoká	Rivalita	
		Síla odběratelů	
	Nízká	Nová konkurence	

Do matice SWOT jsem zaznamenala ty silné stránky a slabé stránky, jejichž důležitost považuji za vysokou. U příležitostí a hrozeb jsem zaznamenala ty faktory, jejichž pravděpodobnost je vysoká. Výsledkem je uvedená tabulka 6.

Tab. 6: Matice SWOT

Silné stránky	Slabé stránky
Informační systém	Servis
Personál	Marketing
Příležitosti	Hrozby
Růst HDP	
Zahraniční obchod	

Firma by mohla využít výhody kvalitního informačního systému a odborného personálu. Naopak by se měla zaměřit více na poskytované služby k tomu, aby zákazník v případě problému se měl na koho obrátit a byla mu podpora společnosti vždy k dispozici. Rovněž má nedostatky v marketingu. Hledání nových příležitostí, více se zaměřit na potřeby zákazníků, tvořit podporu a ovlivňovat chování zákazníků. Společnost neposkytuje rychlý servis, neboť je vždy nutné servis řešit s mateřskou společností a průběh je zdlouhavý. Příležitost vidím v rostoucím hrubém domácím produktu, možnost rozšíření trhu o další zahraniční trhy.

3.2.1.3 Analýza trhu v daném odvětví

Analýza atraktivity trhu

Analýzu atraktivity trhu jsem provedla dle zvolených faktorů, které jsou uvedeny v tabulce analýzy atraktivity trhu a konkurenční síly (v tabulce 7). Jednotlivé váhy a bodové hodnocení jsem provedla na základě subjektivního názoru a po konzultaci s vedením společnosti. Uvedená kritéria jsou bodově ohodnocena od 0 do 6 bodů, přičemž body 0 jsou negativní a body 6 znamenají pozitivní hodnocení. K těmto

kritériím jsou přiřazeny váhy od 1 do 3. Po vynásobení jednotlivých kritérií s bodovým ohodnocením a po sečtení těchto výsledků za každé kritérium dostaneme celkové hodnocení. Při porovnání s nejlepším možným výsledkem pak zjistíme procentuální poměr k tomuto výsledku. Stejný postup je proveden rovněž pro analýzu konkurenční síly. Zde jsou jednotlivé faktory rozděleny na přímé a nepřímé, které ovlivňují společnost. Hodnocení je porovnáno s největším konkurentem FlexiForce. Bodové hodnocení je rovněž od 0 do 6 bodů. Jednotlivým kritériím jsem přiřazovala váhy od 1 do 4, přičemž váha 4 je nejvyšší a 1 je nejnižší váha. Po vynásobení jednotlivých vah s bodovým ohodnocením a po sečtení těchto výsledků, dostaneme celkový počet bodů. Opět tento dosažený počet bodů procentuálně porovnáváme s nejlepším možným výsledkem. Závěr a hodnocení každé analýzy je uvedeno pod konkrétní tabulkou. Obě analýzy jsou aplikovány na BCG matici, která je výsledkem perspektivy společnosti.

Tab. 7: Analýza vnějšího potenciálu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				x				3	9
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2				x				3	6
Bariéry vstupu	1				x				3	3
Možnosti substituce	1						x		5	5
Citlivost na konjunkturu	1				x				3	3
Struktura zákazníků	2			x					2	4
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16									44

Maximálně lze získat 96 bodů. Analyzovaná společnost dosáhla 44 bodů, což je celkem 46 %. Z toho vyplývá, že trh je průměrně atraktivní.

Na trhu je jeden hlavní a silný konkurent, který nabízí podobný nebo stejný sortiment. Za menší konkurenční firmy považují takové, které se orientují na konečného spotřebitele a své služby poskytují ve svém okolí. Zákazníky oceňované společnosti jsou maloobchody nebo výrobní společnosti, které komponenty prodávají, nebo je upravují dle přání zákazníků a přímo montují u konečného spotřebitele.

Velikost trhu vychází z mezinárodního charakteru, proto jsem ho ohodnotila jako mírně nadprůměrný. Ačkoliv se dá říci, že na našem území již není místo pro další vstup nových firem, na zahraničním trhu je příležitostí mnoho. Intenzita konkurence je silná. Firma si porovnává své nabízené produkty se svou konkurenční firmou a v případě, že zjistí, že konkurenční firma snížila své ceny, je i oceňovaná společnost nucena snížit své prodejní ceny.

Bariéry vstupu na trh hodnotím jako průměrné. Firma nepotřebuje speciální zařízení pro tuto obchodní činnost a nejsou zde ani jiné např. legislativní překážky. Co však může potenciální konkurenci odradit je současná konkurence. Zákazníci nejsou věrni určité firmě a je snadné přejít ke konkurenci nabízející výhodnější podmínky. Jako možnost substituce vidím zařízení na vrata z jiného materiálu nebo jiné typy garážových a průmyslových vrat. To souvisí rovněž z citlivostí na konjunkturu. Lidé mohou svou poptávku odložit na období pro ně příznivější. Nejedná se o zboží nezbytně nutné.

3.2.2 Analýza konkurenční síly

Největším konkurenčním podnikem je:

- FlexiForce

Dle kvalifikovaného odhadu vedení společnosti představuje společnost Flexi Force asi 20% tržního podílu v České republice a oceňovaná společnost 70%. Tento konkurent naopak pokrývá větší tržní podíl v Polsku a to 60%, kde oceňovaná společnost má asi 30%. Konkurenční síla je hodnocena právě vzhledem k tomuto konkurentovi (viz tabulka 8)

Tab. 8: Konkurenční síla

Souhrnná konkurenční síla

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
			Negativní		Průměr			Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1 Cenová úroveň	4				x				3	12
	2 Šíře sortimentu	1				x				3	3
	3 Kvalita zboží	2					x			4	8
	4 Rychlost obsluhy	2			x					2	4
	5 Kvalita obsluhy	1				x				3	3
	6 Účinnost reklamy	2			x					1	2
	7 Image firmy	1				x				3	3
Nepřímé faktory	8 Kvalita managementu	1				x				3	3
	9 Výkonný personál	2					x			4	8
	10 Systém řízení oběhu zboží	2					x			4	8
	11 Majetek a investice	1				x				3	3
	12 Finanční situace	1					x			4	4
Celkem		20									61

Maximální počet bodů je 120 a dosaženo bylo 61 bodů, tedy $61/120 = 51 \%$

Z tohoto hodnocení se dá předpokládat, že firma má průměrnou konkurenční pozici na trhu.

3.2.2.1 Hodnocení perspektivnosti podniku

Perspektivnost podniku budu hodnotit v rovině atraktivita trhu – konkurenční síla z výše uvedených analýz. Pro hodnocení jsem použila tzv. bostonskou matici (tabulka 9)

Tab. 9: Matice BCG

Konkurenční síla (51 %)	Velká	3.	2.	1.
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	6.	5.	4.
		Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	9.	8.	7.
		Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu (46 %)		

Závěrem BCG matice je, že společnost patří mezi podniky s přijatelnou perspektivou.

3.3 Finanční analýza

Účelem finanční analýzy je zjistit celkovou efektivnost hospodaření společnosti a její výhledy do budoucna. Základem pro finanční analýzu jsou účetní výkazy za období od 2007 do 2009. V roce 2007 se dá již předpokládat, že data nebudou příliš ovlivněna vznikem společnosti. Proto jsem při své analýze vynechala účetní výkazy roku 2005 a 2006, kdy společnost nebyla ještě stabilizovaná a výkazy by mohly být zavádějící. První krok sestavení finanční analýzy bylo provedení vertikální a horizontální analýzy, následovala analýza vybraných poměrových ukazatelů a na závěr jsem provedla souhrnné hodnocení finančního zdraví společnosti pomocí Kralického Quicktestu.

Úkolem finanční analýzy je rovněž zjistit, zda společnost splňuje podmínku „going concern“ a zda bude moci být použita jedna z výnosových metod.

Údaje z finanční analýzy tvoří vstupní data pro tvorbu finančního plánu.

3.3.1 Účetní pravidla uplatňovaná ve společnosti

Z hlediska předmětu podnikání společnosti je nutné zaměřit se především na zásoby. Společnost oceňuje zásoby fixní kalkulovanou cenou. Ta je založena na ceně pořízení. Odděleně se vykazuje rozdíl mezi skutečnou cenou pořízení a fixní cenou a rovněž se oddělují vedlejší pořizovací náklady. V průběhu roku vznikají odchylky mezi skutečnou cenou a cenou pořízení, které se na konci účetního období přiřazují k zásobám na skladě. Společnost na konci účetního období vytváří také opravné položky a to k zásobám a k pohledávkám dle vnitřní účetní směrnice.

3.3.2 Analýza účetních výkazů

Vertikální analýza

Nejprve jsem provedla srovnání jednotlivých položek výkazů k položce celkové. Analýzu jsem zpracovala pro účty aktivní a pasivní a rovněž pro výkaz zisku a ztráty. Zabývám se těmi položkami, které jsou dle mého názoru významné. Na závěr provedených analýz je jejich shrnutí. Vždy vycházím z účetních výkazů za období 2007 – 2009.

Tab. 10: Vertikální analýza aktiv

	podíl na bilanční sumě		
	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%
DLOUHODOBÝ MAJETEK	2,9%	2,8%	3,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,4%	0,3%	0,3%
Zřizovací výdaje	0,1%	0,0%	0,0%
Software	0,3%	0,3%	0,3%
Dlouhodobý hmotný majetek	2,6%	2,5%	3,0%
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	2,6%	2,5%	3,0%
OBĚŽNÁ AKTIVA	96,9%	97,2%	96,6%
Zásoby	46,2%	33,4%	40,3%
Zboží	46,2%	33,4%	22,6%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	17,7%
Dlouhodobé pohledávky	0,9%	1,1%	1,3%
Odložená daňová pohledávka	0,9%	1,1%	1,3%
Krátkodobé pohledávky	37,1%	40,3%	31,9%
Pohledávky z obchodních vztahů	33,2%	36,9%	0,0%
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	3,5%	2,4%	0,0%
Stát - daňové pohledávky	0,0%	0,4%	0,5%
Ostatní poskytnuté zálohy	0,1%	0,3%	0,2%
Dohadné účty aktivní	0,2%	0,2%	0,3%
Jiné pohledávky	0,1%	0,1%	0,0%
Finanční majetek	12,8%	22,3%	23,1%
Účty v bankách	12,8%	22,3%	23,1%
OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv	0,1%	0,1%	0,1%
Časové rozlišení	0,1%	0,1%	0,1%
Náklady příštích období	0,1%	0,1%	0,1%

Dle tabulky 10 vidíme, že největší část na celkových aktivech tvoří oběžná aktiva. Tento poměr se v podstatě udržuje na stejné úrovni. Největší část oběžných aktiv zahrnují zásoby a pohledávky, což vzhledem ke své obchodní činnosti je obvyklé. Hodnota zásob je v roce 2009 poprvé rozdělena na položku zboží a poskytnuté zálohy na pořízení zboží. Tato záloha tvoří budoucí dodávky zboží od sesterské společnosti. V tomto roce také došlo ke snížení oběžných aktiv a ke zvýšení dlouhodobého majetku.

Dlouhodobý majetek představuje zařízení potřebné pro skladování zboží popř. naskladňování či vyskladňování. Dále vidíme, že ve sledovaném období dochází ke zvyšujícímu se poměru krátkodobého finančního majetku k oběžnému majetku. Tento poměr se od roku 2007 téměř zdvojnásobil. Společnost váže na svém bankovním účtu vysoké částky, které by mohly vést k jejímu neefektivnímu využívání.

Časové rozlišení tvoří „nepodstatné,, částky, které mohou souviset např. s finančním leasingem.

Za povšimnutí stojí, že firma nevlastní stavby ani pozemek (viz. příloha č.1) . Částka spojená s využíváním tohoto dlouhodobého majetku je obsažena v nákladovém účtu služeb.

Tab. 11: Vertikální analýza pasiv

	2009	2008	2007
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%
VLASTNÍ KAPITÁL	76,4%	48,2%	20,9%
Základní kapitál	0,5%	0,4%	0,3%
Základní kapitál	0,5%	0,4%	0,3%
Hospodářský výsledek minulých let	62,2%	21,0%	6,7%
Nerozdělený zisk minulých let	62,2%	21,0%	6,7%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	13,8%	26,7%	13,9%
CIZÍ ZDROJE	23,5%	51,8%	78,7%
Rezervy	0,4%	0,6%	0,0%
Ostatní rezervy	0,4%	0,6%	0,0%
Krátkodobé závazky	23,1%	51,2%	78,7%
Závazky z obchodních vztahů	6,0%	12,8%	24,4%
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	9,7%	32,6%	44,2%
Závazky k zaměstnancům	0,5%	0,2%	0,3%
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,3%	0,2%	0,1%
Stát - daňové závazky a dotace	6,4%	4,7%	3,6%
Přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,6%
Dohadné účty pasivní	0,3%	0,7%	5,4%
OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	0,1%	0,0%	0,4%
Časové rozlišení	0,1%	0,0%	0,4%
Výdaje příštích období	0,1%	0,0%	0,4%

Analýza pasiv zobrazuje měnící se poměr vlastního a cizího kapitálu ve sledovaném období. Téměř celou hodnotu cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky. Největší poměr krátkodobých závazků je rozdělen mezi závazky z obchodních vztahů a závazky k ovládaným a řízeným osobám. Oba typy závazků mají vzrůstající poměr. Vždy však převyšují závazky k ovládaným a řízeným osobám. To je způsobeno tím, že největším dodavatelem zboží je právě jedna ze sesterských společností.

Zvyšující se poměr vlastního kapitálu na cizích zdrojích je způsoben tím, že od roku 2007 společnost veškerý svůj zisk z hospodaření převáděla do nerozděleného zisku minulých let. Navíc společnost neeviduje žádný bankovní úvěr. Vzhledem k tomu, že společnost ani neuvažuje využívat takového bankovního úvěru v budoucnu či jiných finančních výpomocí, lze předpokládat, že i nadále bude tento poměr vlastního kapitálu k cizím zdrojům rostoucí. Časové rozlišení tvoří nevýznamnou položku na celkových pasivech. Tato hodnota může být spojena např. s nevyfakturovanými dodávkami.

Tab. 12: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	99,9%	99,8%	99,9%
Náklady vynaložené na prodané zboží	78,5%	74,3%	69,7%
OBCHODNÍ MARŽE	21,4%	25,5%	30,2%
Výkony	0,1%	0,2%	0,1%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	0,1%	0,2%	0,1%
Výkonová spotřeba	5,4%	5,3%	7,0%
Spotřeba materiálu a energie	0,5%	0,6%	0,7%
Služby	4,9%	4,7%	6,3%
PŘIDANÁ HODNOTA	16,1%	20,4%	23,4%
Osobní náklady	2,7%	3,0%	4,2%
Mzdové náklady	2,0%	2,2%	3,1%
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,7%	0,8%	1,0%
Sociální náklady	0,0%	0,0%	0,1%
Daně a poplatky	0,0%	0,0%	0,0%
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	0,1%	0,1%	0,1%
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0,2%	0,1%	0,4%
Ostatní provozní výnosy	1,9%	2,7%	0,2%
Ostatní provozní náklady	2,1%	2,1%	4,5%

PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	12,7%	17,8%	14,5%
Nákladové úroky	0,1%	0,1%	0,1%
Ostatní finanční výnosy	1,0%	1,6%	0,8%
Ostatní finanční náklady	3,7%	2,3%	2,0%
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-2,8%	-0,7%	-1,3%
Daň z příjmů za běžnou činnost	3,0%	4,0%	5,3%
splatná	2,9%	4,1%	5,4%
odložená	0,1%	0,1%	0,1%
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	6,9%	13,1%	7,9%
Výsledek hospodaření za účetní období	6,9%	13,1%	7,9%
Výsledek hospodaření před zdaněním	9,9%	17,1%	13,2%

Z tabulky 12 vidíme, že tržby za prodej zboží a služeb tvoří téměř 100 % celkových tržeb. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb uvedených ve výsledovce viz příloha č. 2 představují přefakturaci služeb resp. dopravy.

Největší část nákladů na tržbách tvoří náklady spojené s pořízením zboží a to přibližně $\frac{3}{4}$ hodnoty z tržeb. Rozdíl tržeb za prodej zboží a nákladů vynaložených na prodej zboží představuje obchodní marži, která má zvyšující tendenci. Procentuální podíl obchodní marže se meziročně zvyšuje téměř o 5 %. Tento zvyšující procentuální podíl obchodní marže je dán tím, že společnost snižuje náklady vynaložené na toto prodané zboží. Na druhou stranu ale dochází ke zvyšujícímu se poměru přidané hodnoty. To je dáno zvýšením výkonové spotřeby a to převážně náklady za služby. Velkou část nákladů tvoří mzdové náklady a ostatní provozní náklady. Ačkoliv nedošlo ke zvýšení počtu pracovníků, tento mírný nárůst byl způsoben zvýšením mezd stávajících zaměstnanců. Ostatní provozní náklady tvoří převážně odpisy pohledávek a jiné položky patřící do provozních nákladů. Velký podíl ostatních provozních výnosů byl spojen s odepsanými závazky, které vznikly v předešlých letech.

Horizontální analýza

V rámci horizontální analýzy byly porovnávány dvě po sobě jdoucí období, rok 2008 s rokem 2009. Nejprve byla provedena horizontální analýza rozvahy (viz tabulka 13 a 14) a poté horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (viz tabulka 15).

Tab. 13: Horizontální analýza aktiv

	relativní změna		absolutní změna	
	2009	2008	2 009	2 008
AKTIVA CELKEM	-23,1%	-2,3%	-18 223	-1 856
DLOUHODOBÝ MAJETEK	-7,2%	-8,6%	-157	-204
Dlouhodobý nehmotný majetek	-13,5%	-25,4%	-31	-78
Zřizovací výdaje		-100,0%	0	-47
Software	-13,5%	-11,9%	-31	-31
Dlouhodobý hmotný majetek	-6,5%	-6,1%	-126	-126
Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	-6,5%	-6,1%	-126	-126
OBEŽNÁ AKTIVA	-23,6%	-2,1%	-18 044	-1 605
Zásoby	-7,3%	-29,2%	-1 914	-10 882
Zboží	-48,0%	-29,2%	-12 634	-10 882
Poskytnuté zálohy na zásoby			10 720	0
Dlouhodobé pohledávky	-14,6%	27,3%	-130	191
Odložená daňová pohledávka	-14,6%	27,3%	-130	191
Krátkodobé pohledávky	-39,0%	6,0%	-12 370	1 794
Pohledávky z obchodních vztahů	-100,0%	8,6%	-29 021	2 299
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-100,0%	-32,7%	-1 903	-924
Stát - daňové pohledávky	10,5%		29	276
Ostatní poskytnuté zálohy	-39,3%	123,9%	-96	135
Dohadné účty aktivní	-12,8%	17,6%	-24	28
Jiné pohledávky	-70,7%	-25,6%	-41	-20
Finanční majetek	-20,6%	70,8%	-3 630	7 292
Účty v bankách	-20,6%	70,8%	-3 630	7 292
OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv	-35,5%	-43,1%	-22	-47
Časové rozlišení	-35,5%	-43,1%	-22	-47
Náklady příštích období	-35,5%	-43,1%	-22	-47

Na první pohled vidíme, že společnost v roce 2009 již neeviduje zřizovací výdaje. Ostatní dlouhodobý hmotný a také dlouhodobý nehmotný majetek se meziročně odepisoval ve stejné výši. Společnost používá lineární způsob odepisování. Při porovnání s rozvahou uvedenou v příloze je snižující se hodnota dlouhodobého majetku způsobena jeho opotřebením. Společnost nenakoupila ve sledovaném období žádný dlouhodobý majetek. V položce zásob dochází ke snižování její hodnoty, avšak v roce 2009 se tato hodnota již tolik nesnížila, jak tomu bylo v roce 2008. Zásoby tvoří zboží

a v roce 2009 ještě poskytnuté zálohy na budoucí dodávky zboží. V roce 2008 společnost evidovala vysoký podíl krátkodobých pohledávek, a to převážně pohledávek z obchodních vztahů. Tento vysoký podíl krátkodobých pohledávek mohl být způsoben převážně vysokými tržbami. V roce 2009 pak došlo ke snížení tržeb z prodeje zboží a rovněž ke snížení krátkodobých pohledávek. Procentuální snížení tržeb bylo v roce 2009 větší než procentuální snížení krátkodobých pohledávek. Rovněž došlo také ke snížení finančního majetku.

Tab. 14: Horizontální analýza pasiv

PASIVA	2009	2008	2 009	2008
PASIVA CELKEM	-23,15%	-2,30%	-18 223	-1 856
VLASTNÍ KAPITÁL	21,97%	124,93%	8 330	21 058
Hospodářský výsledek minulých let	127,25%	207,41%	21 058	11 165
Nerozdělený zisk minulých let	127,25%	207,41%	21 058	11 165
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-60,44%	88,61%	-12 728	9 893
CIZÍ ZDROJE	-65,17%	-35,72%	-26 576	-22 660
Rezervy	-51,69%		-230	445
Ostatní rezervy	-51,69%		-230	445
Krátkodobé závazky	-65,32%	-36,42%	-26 346	-23 105
Závazky z obchodních vztahů	-64,17%	-48,72%	-6 459	-9 562
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	-77,22%	-27,91%	-19 818	-9 936
Závazky k zaměstnancům	63,44%	-32,85%	118	-91
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-7,73%	63,03%	-15	75
Stát - daňové závazky a dotace	3,49%	28,14%	130	817
Přijaté zálohy	-100,00%	-93,40%	-33	-467
Dohadné účty pasivní	-62,55%	-87,63%	-334	-3 784
Jiné závazky	-100,00%	-41,18%	-10	-7
OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	67,65%	-88,19%	23	-254
Časové rozlišení	67,65%	-88,19%	23	-254
Výdaje příštích období	67,65%	-88,19%	23	-254

Tabulka 14 ukazuje, jak dochází ke zvýšení vlastního kapitálu a zároveň ke snížení cizích zdrojů. Zvýšení vlastního kapitálu je způsobeno převáděním hospodářského zisku do nerozděleného zisku minulých let. Snížení cizích zdrojů je ovlivněno převážně snížením krátkodobých závazků. Snížení krátkodobých závazků bylo jak u závazků z obchodních vztahů, tak u závazků k ovládaným a řízeným osobám. Dále došlo ke

zvýšení závazků vůči státu a k úplnému snížení přijatých záloh. To znamená, že společnost více poskytovala svým zákazníkům obchodní úvěr než v předešlých letech. To mohlo být způsobeno jednak tím, že společnost již své zákazníky zná a vzhledem k dobré platební morálce jim poskytovala obchodní úvěr nebo nabízela tento obchodní úvěr v rámci zajištění své konkurenceschopnosti.

Tab. 15: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát

Výkaz zisku a ztrát	relativní změna		absolutní změna	
	2009	2008	2009	2008
Tržby za prodej zboží	-34,2%	-0,1%	-55 061	-153
Náklady vynaložené na prodané zboží	-38,4%	-5,3%	-45 969	-6 725
OBCHODNÍ MARŽE	-22,1%	19,0%	-9 092	6 572
Výkony	-67,7%	82,4%	-252	168
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-67,7%	82,4%	-252	168
Výkonová spotřeba	-14,0%	-2,2%	-1 197	-190
Spotřeba materiálu a energie	-27,3%	30,0%	-281	238
Služby	-12,1%	-5,4%	-916	-428
PŘIDANÁ HODNOTA	-24,8%	26,7%	-8 147	6 930
Osobní náklady	-9,2%	10,0%	-451	443
Mzdové náklady	-8,1%	9,7%	-288	314
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-13,2%	9,5%	-164	108
Sociální náklady	0,0%	35,6%	0	21
Daně a poplatky	-50,0%	-38,5%	-4	-5
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	-22,9%	-4,2%	-47	-9
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období			0	0
Ostatní provozní výnosy	-94,3%	45,5%	-4 154	1 378
Ostatní provozní náklady	39,7%	-0,1%	1 341	-3
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-46,7%	39,8%	-13 410	8 177
Výnosové úroky		-100,0%	0	-1
Nákladové úroky	0,0%	0,0%	0	0
Ostatní finanční výnosy	-66,7%	62,2%	-1 741	1 002
Ostatní finanční náklady	-43,0%	-38,8%	-1 586	-2 344
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	13,0%	-73,7%	-155	3 345
Daň z příjmů za běžnou činnost	-12,9%	33,6%	-837	1 629
splatná	-14,5%	42,8%	-971	1 999
odložená	-69,8%	-207,9%	134	-370
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	-60,4%	88,6%	-12 728	9 893
Výsledek hospodaření za účetní období	-60,4%	88,6%	-12 728	9 893
Výsledek hospodaření před zdaněním	-49,3%	71,9%	-13 565	11 522

Jak ukazuje tabulka 15, v roce 2009 došlo ke snížení téměř ve všech uvedených položkách. Tržby poklesly o více než 34 %. Za pozitivní lze považovat, že náklady

vynaložené na prodané zboží poklesly o 4 % více. Obchodní marže poklesla o 22 % v roce 2009. Při porovnání s výkonovou spotřebou a konkrétně se službami se mohlo očekávat, že zde bude pokles větší než uvedených 12%. Tento menší pokles může být odůvodněn tím, že společnost má vyšší poměr fixních nákladů.

V roce 2009 došlo také ke snížení mzdových nákladů, což bylo způsobeno odchodem zaměstnance ze společnosti. Ostatní finanční náklady a výnosy tvoří kurzové rozdíly.

Provozní výsledek hospodaření poklesl o více než 46 % a výsledek hospodaření za účetní období poklesl o více než 60 %.

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje jak je společnost schopna získat prostředky pro úhradu závazků přeměnou jednotlivých složek majetku na hotovost dříve, než jsou splatné závazky, které tyto složky finančně kryjí. Likvidita tedy zajišťuje budoucí platební schopnost podniku.

Tab. 16: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity		2007	2008	2009	Doporučení
běžná likvidita		1,22	1,87	4,12	1,5 - 2,5
pohotová likvidita		0,63	1,22	2,38	1,0 – 1,5
okamžitá likvidita		0,16	0,44	1,00	> 0,2 – 0,3

Použité vzorce:

Běžná likvidita = oběžná aktiva / krátkodobý cizí kapitál

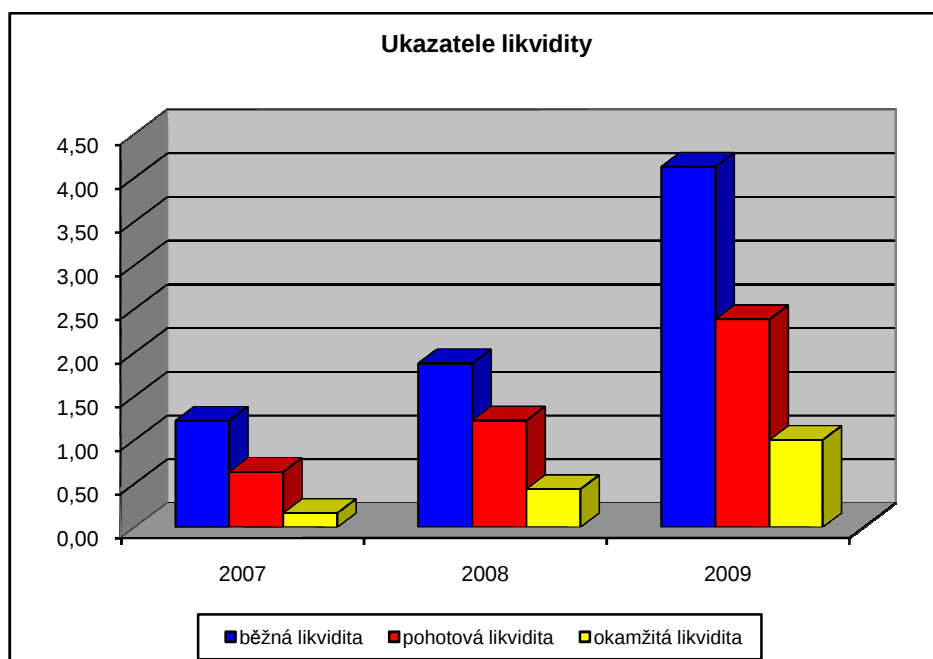
Pohotová likvidita = oběžná aktiva – zásoby / krátkodobý cizí kapitál

Okamžitá likvidita = peněžní prostředky / krátkodobý cizí kapitál

Jak vidíme z tabulky 16, při porovnání ukazatelů likvidity s obecně doporučenými hodnotami, dosahuje společnost těchto hodnot pouze v roce 2008. Ukazatele mají rostoucí tendenci. V roce 2007 společnost nedosahovala doporučených hodnot a v roce 2009 zase tyto doporučené hodnoty přesáhla.

Nižší hodnota pohotové likvidity byla zřejmě způsobena vysokým podílem krátkodobých závazků, které vznikly z důvodu návozu zboží, když společnost začínala provozovat svou činnost. V roce 2008, kdy hodnoty naopak převyšovaly doporučené rozmezí, bylo pravděpodobně způsobeno vysokým podílem finančního majetku a krátkodobých pohledávek.

Okamžitá likvidita mohla způsobit v roce 2007 problémy pro případné uspokojení věřitelů. Naopak v roce 2009 firma eviduje vysoké hodnoty okamžité likvidity, což může znamenat zase neefektivnost z důvodu držení peněz na bankovním účtu viz graf 7.



Graf 7: Ukazatele likvidity

Jako doplňující informace k tomuto ukazateli slouží porovnání ukazatelů likvidity s nejlepšími podniky v odvětví a s průměrem odvětví.

Tab. 17: Porovnání likvidity s odvětvím

Běžná likvidita	2007	2008
Podnik	1,22	1,87
Odvětví	1,47	1,28
Nejlepší podniky v odvětví	1,74	1,42

Pohotová likvidita	2007	2008
Podnik	0,63	1,22
Odvětví	1,28	1,47
Nejlepší podniky v odvětví	1,21	1,42

Okamžitá likvidita	2007	2008
Podnik	0,16	0,44
Odvětví	0,12	0,12
Nejlepší podniky v odvětví	0,13	0,12

Firma má v porovnání s ostatními podniky stejného odvětví opačný průběh likvidity. V případě, kdy podobné firmy dosahují nízkých hodnot likvidity, firma má hodnotu vysokou a naopak. Nutno podotknout, že najít si blízké podniky je problematické, protože každá firma je něčím specifická. Tyto ukazatele jsou pouze orientační.

V souvislosti s likviditou je vhodné sledovat také čistý pracovní kapitál, který představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. V roce 2007 činil čistý pracovní kapitál 14 660 tis., v roce 2008 36 160 tis. a v roce 2009 44 462 tis. Kč. Čím má podnik větší čistý pracovní kapitál, tím více by měl být schopen uhradit finanční závazky. Naopak pokud je čistý pracovní kapitál příliš nízký, znamenalo by to, že trvale vázaná část oběžných aktiv je kryta krátkodobými dluhy, což by bylo nebezpečné pro likviditu podniku. Toto se oceňované společnosti netýká.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nás informují o tom, jak firma hospodaří se svými aktivy.

Použité vzorce:

Doba obratu zásob = zásoby / průměrné denní tržby

Doba obratu pohledávek = pohledávky z obchodní styku/ průměrné denní tržby

Doba obratu závazků = závazky / průměrná hodnota nákupu

Tab. 18: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2007	2008	2009
doba obratu zásob	83,05	58,75	82,92
doba obratu pohledávek	68,29	72,72	68,21
doba obratu závazků	141,61	90,02	47,51

Doba obratu zásob je za celé sledované období nejlepší v roce 2008, kdy dosahuje nejnižší hodnoty, tedy téměř 60 dnů. Čím nižší je tato doba obratu, tím lepší.

Při vzájemném porovnání doby obratu pohledávek a doby obratu závazků vidíme, že se situace od roku 2007 výrazně zhoršila. Od roku 2008 je doba obratu pohledávek vyšší než doba obratu závazků. Tuto situaci vidím jako velice negativní, neboť se společnost mohla dostat do druhotné platební neschopnosti. Při porovnání této skutečnosti s ukazateli likvidity však společnost finančně ohrožena nebyla. Nicméně snižující se dobu obratu závazků shledávám jako negativní jev pro chod společnosti. Tato doba obratu určuje čas, který uplyne mezi nákupem zásob a jejich úhradou. Je tedy důležité se zaměřit na tuto část, neboť nákup na obchodní úvěr představuje peněžní prostředky, které společnost po určitou dobu v podstatě zdarma zadržuje a využívá k uspokojování svých vlastních potřeb. Současně je také důležité zabezpečit, aby v době splatnosti byl podnik platebně schopný, což společnost splňovala.

Snižující doba obratu pohledávek byla zřejmě způsobena zhoršenými obchodními podmínkami na trhu, poklesem tržeb.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability zajímají především investory. Je žádoucí, aby bylo dosahováno co nejvyšších hodnot. Měří, jak je společnost úspěšná při dosahování svých cílů srovnáváním zisku s jinými veličinami, které vyjadřují prostředky vynaložené na dosažení tohoto výsledku hospodaření. Zahrnují jak vliv likvidity, řízení dluhu, tak i řízení aktiv na zisk.

Použité vzorce:

$ROA \text{ (ziskovost celkových aktiv)} = EAT / \text{aktiva} * 100$

$ROE \text{ (ziskovost vlastního kapitálu)} = EAT / \text{vlastní kapitál} * 100$

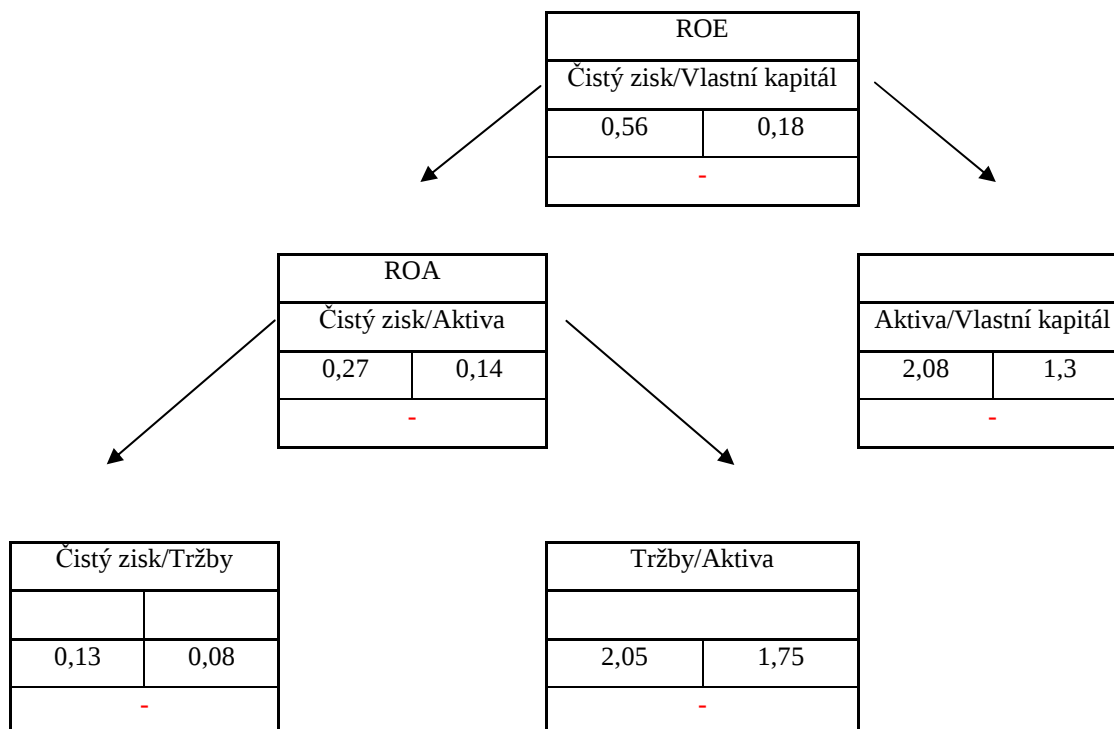
$ROS \text{ (ziskovost tržeb)} = EAT / \text{tržby} * 100$

$\text{Finanční páka} = \text{aktiva} / \text{vlastní kapitál}$

Obecně platí, aby ziskovost vlastního kapitálu byla vyšší než ziskovost celkového kapitálu, tedy kdy je účinek finanční páky větší než 1.

Dle tabulky 19 vidíme vývoj ukazatele ziskovost vlastního kapitálu v letech 2008 – 2009 a jeho rozklad na některé další ukazatele. V prvním sloupci tabulky je hodnota roku 2008 a v druhém sloupci je zobrazena hodnota roku 2009.

Tab. 19: Vývoj ROE v období 2008-2009

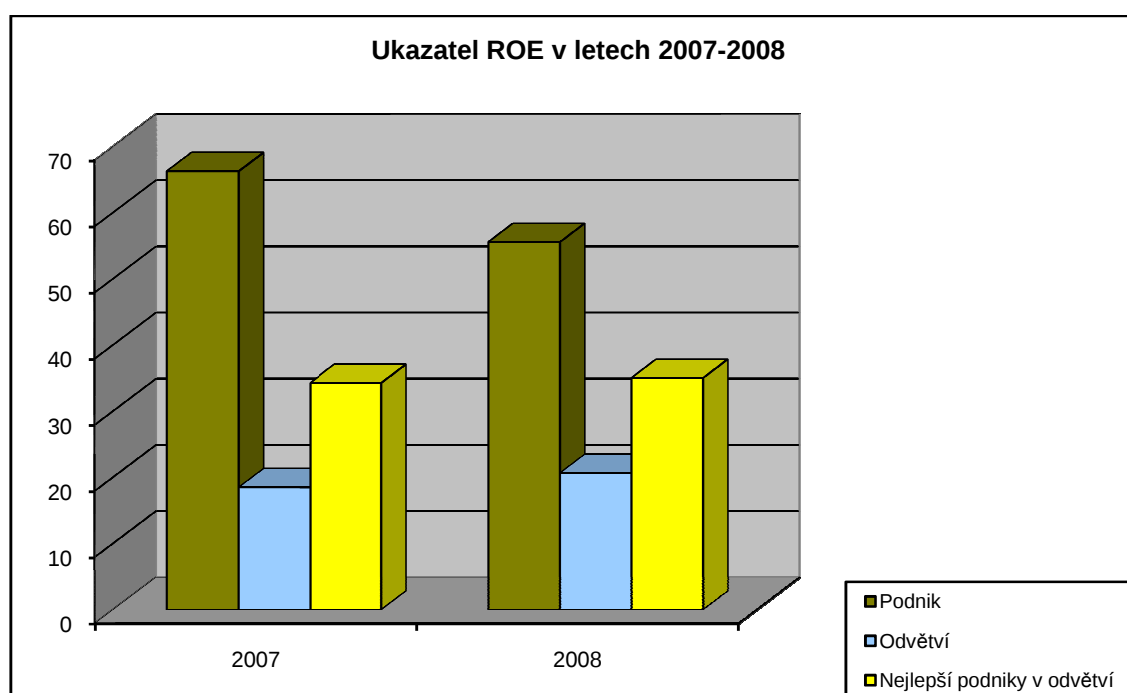


Při porovnání rentability vlastního kapitálu roku 2008 s rokem 2009 vidíme, že došlo k velkému snížení ve všech ukazatelích. Na toto snížení mělo vliv i snížení finanční páky (růst VK /A). Pokud jsou náklady na cizí kapitál nižší než ziskovost celkového úplatného kapitálu, roste rentabilita vlastního kapitálu při přílivu financování cizích zdrojů. Lze tedy doporučit, aby firma využívala i financování cizím kapitálem.

Tab. 20: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	2007	2008	2009
rentabilita aktiv (ROA) v %	13,87	26,77	13,77
rentabilita vlastního kapitálu (ROE) v %	66,24	55,54	18,01
finanční páka	4,77	2,07	1,31
rentabilita tržeb (ROS) v %	6,92	13,06	7,86

Graf 8 znázorňuje srovnání ukazatele s odvětvím a nejlepšími podniky v odvětví. Toto porovnání je vzhledem ke specifičnosti každé firmy pouze orientační.



Graf 8: Porovnání ukazatele ROE v odvětví

Rentabilita tržeb má pozitivně vzrůstající tendenci. Ukazatel vyjadřuje, jak podnik dokáže transportovat zásoby na peníze. Vzhledem k tomu, že došlo v roce 2008 ke snížení tržeb oproti roku 2007, došlo ještě více ke snížení nákladů vynaložených na tento prodej. Největší vliv na tento ukazatel má čistý zisk po zdanění.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti nám podávají obraz o struktuře zdrojů financování, kolik majetku společnosti je financováno cizím kapitálem.

Použité vzorce:

Koeficient samofinancování = vlastní kapitál / aktiva celkem

Ukazatel věřitelského rizika = cizí zdroje / aktiva celkem

Úrokové krytí = EBIT / nákladové úroky

Tab. 21: Ukazatele zadluženosti

Ukazatel zadluženosti	2007	2008	2009
Koeficient samofinancování	0,21	0,48	0,76
Ukazatel věřitelského rizika	0,79	0,52	0,23
Úrokové krytí	139,09	238,41	121,47

Koeficient samofinancování a ukazatel věřitelského rizika zobrazuje poměr jednotlivých druhů financování k celkovým aktivům. Jak ukazuje tabulka 21, poměr cizího a vlastního kapitálu se výrazně mění. Dochází ke zvýšení financování vlastním kapitálem a snížení financování cizím kapitálem. Z účetních výkazů vidíme, že společnost je zatížena úroky. Tyto úroky nejsou z bankovních úvěrů, ale plynou z půjčky od spřízněné společnosti. Výše cizího kapitálu tvoří převážně krátkodobé závazky vůči dodavatelům a řídící a ovládající osobě. Obecně doporučený poměr by měl být ve výši 60:40.

V zahraniční literatuře se výše ukazatele věřitelského rizika do 0,30 považuje za nízkou, za průměrnou 0,30 až 0,50 a za vysokou hodnotu 0,50 až 0,70. Hodnota přesahující 0,70 je považována za rizikovou. Společnost by měla využívat více financování cizím kapitálem, aby došlo ke zvýšení celkové rentability vlastního kapitálu.

Ukazatel úrokového krytí, tedy kolikrát je zisk před nákladovými úroky a před zdaněním větší než nákladové úroky, dosahuje vysoké hodnoty, neboť roční nákladové úroky z cizího kapitálu činí pouze 116 tis. Kč. Hodnoty úrokového krytí rovněž hovoří pro možnost vyššího využití cizího kapitálu.

3.3.4 Souhrnné vyhodnocení finančního zdraví

Na závěr je zhodnocena celková finanční situace podniku dle Kralického Quicktestu. Celkové hodnocení finanční situace se stanoví jako prostý nebo vážený součet jednotlivých ohodnocení dílčích ukazatelů. Interpretace bodového hodnocení pro hodnoty pohybující se nad úrovní 3 prezentují firmu, která je bonitní a hodnoty v intervalu 3 – 1 prezentují tzv. šedou zónu, kdy nejsme schopni se s určitostí vyjádřit k její budoucnosti. Hodnoty nižší než 1 signalizují pravděpodobné potíže v budoucnu. Protože společnost nedosáhla tak nízké hodnoty ani v jednom roce, dá se předpokládat, že společnost je finančně zdravá a neměla by v blízké budoucnosti mít natolik vážné problémy, které by mohly ohrozit její existenci.

Tab. 22: Kralický Quicktest

Ukazatel		x1	x2	x3	x4
		Finanční situace		Výnosová situace	
v letech		Kapitálová síla	Zadlužení	Finanční výkonnost	Výnosnost
2007	výše ukazatele	0,21	5,16	0,20	0,06
	známka	3	2	4	2
Známka celkem		11			
Výsledné hodnocení		2,75			
2008	výše ukazatele	0,48	1,32	0,35	0,11
	známka	4	4	4	4
Známka celkem		16			
Výsledné hodnocení		4			
2009	výše ukazatele	0,76	0,06	0,23	0,03
	známka	4	4	4	0
Známka celkem		12			
Výsledné hodnocení		3			

Pro vyhodnocení finanční a výnosové situace byly použity tyto vzorce:

X1 = vlastní capital / aktiva

X2 = cizí capital – peněžní prostředky / cash flow

X3 = EBIT / aktiva

$X4 = \text{cash flow} / \text{tržby}$

Jednotlivé body k výsledným hodnotám byly přiřazeny dle přílohy č. 4.

Závěr z finanční analýzy

Jak vyplývá z poměrových ukazatelů, a Kralický Quicktest tuto skutečnost jen potvrzuje, společnost je finančně zdravá. Neměla by mít v blízké budoucnosti vážné problémy, které by nutily její obchodní činnost zastavit. Je vhodné se však zaměřit na politiku splácení pohledávek od svých zákazníků a zároveň tlačit na své dodavatele pro prodloužení dodavatelského úvěru. Doba obratu pohledávek se výrazně prodlužuje a doba obratu závazků se zkracuje. Ačkoliv se může zdát, že doba obratu pohledávek se v roce 2009 snížila, byl tento jev způsoben výrazným poklesem tržeb v tomto roce. Společnost je vysoce likvidní, je to způsobeno mimo jiné držením vysoké hodnoty finančních prostředků na bankovních účtech. Tento způsob zároveň značí neefektivní využívání finančních prostředků. Společnost by mohla lépe využít svých finančních prostředků, než je mít na svém běžném účtu. Ukazatele likvidity jsou příliš vysoké. Dále navrhuji sledovat poměr vlastního a cizího kapitálu. Společnost je financována jedním cizím zdrojem a to je půjčka od sesterské společnosti, která měla pomoci společnosti při jejím rozvoji. Vedení společnosti neplánuje v následujících letech využívání dalších cizích zdrojů. Výsledek hospodaření na konci jednotlivých let převáděla a dle názorů vedení bude i nadále převádět do nerozděleného zisku minulých let a tím se jí bude navyšovat hodnota vlastního kapitálu. Pokud společnost bude dále pokračovat v této strategii, bude docházet ke snížení ukazatelů rentability vlastního kapitálu. Společnost je schopna splácet své závazky a neměla by mít problém při žádosti o poskytnutí úvěru.

Pro ocenění je důležité, že je splněna podmínka „going concern“ a může být tedy použito ocenění na základě analýzy výnosů.

3.4 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je nezbytné především pro ocenění výnosovými metodami. Obsahuje sestavení plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného cash flow. Společnost používá veškerá aktiva jako provozně potřebná, proto upustím od rozdělování aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

3.4.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Na základě konzultace s vedením podniku se odhaduje vývoj tržeb v roce 2010 na 140 tis. Kč a v roce 2011 s nárůstem až na 160 tis. Kč. Tento nárůst bude způsoben expanzí na nové trhy a to především do pobaltských zemí. V roce 2012 a 2013 se očekává ještě mírný nárůst o 2 %.

Tab. 23: Prognóza prodeje

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby v tis. Kč	127 365	161 270	161 285	105 852	140 000	160 000	163 200	166 464
Tempo růstu tržeb	-	27%	0%	-34%	32%	14%	2%	2%

Společnost plánuje, že si zachová v České republice tržní podíl. Protože však tento trh je již nasycen, je nucena expandovat na nové zahraniční trhy. Pro výpočet provozní ziskové marže se počítalo z korigovaného provozního výsledku před daněmi a odpisy a dle zohledněné tržní situace a konkurenčního prostředí jsem odhadla budoucí hodnoty ziskové marže spolu s vedením společnosti. Na základě tohoto jsem přímo vyjádřila upravený provozní výsledek hospodaření. Nízká provozní zisková marže v roce 2006 a 2007 je způsobena začínajícím podnikáním, kdy firma musela vynaložit vysoké náklady a zároveň mít nízkou obchodní marži, aby si přilákala své zákazníky. Firma zvýšila v roce 2008 svou marži. V roce 2009 došlo k boji s konkurenčními firmami o zákazníky, ceny klesaly a společnost musela snížit svou marži. Navíc došlo celkově k útlumu ekonomiky, což ekonomickou situaci ještě zhoršilo. Ceny se stále drží na spodní hranici, a pokud chce firma dosáhnout lepších výsledků, je nucena se orientovat na jiné trhy kde očekává zlepšení své provozní marže na 18% (viz tabulka 24).

Tab. 24: Provozní zisková marže

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Korigovaný HV v tis.Kč	16 349	20 343	28 529	15 166	22 400	27 200	29 376	29 964
Tržby	127 365	161 270	161 285	105 852	140 000	160 000	163 200	166 464
Provozní zisková marže	0,13	0,13	0,18	0,15	0,16	0,17	0,18	0,18

Níže uvedená tabulka 25 představuje výpočet doby obratu do roku 2008 z účetních výkazů a jejich odhadovaný vývoj počínaje rokem 2009. Společnost předpokládá stabilitu v oblasti doby obratu zásob a doby obratu pohledávek. Očekává se, že průměrná doba obratu bude stabilizována na 68 dnů. Doba obratu zásob na 60 dnů. Firma nechce navyšovat zásoby a raději chce tlačit na dodavatele pro kratší termíny dodávek.

Doba obratu závazků se od roku 2006 výrazně snížila. Důvodem bylo převážně velké snížení obchodních závazků vůči propojeným a ovládajícím osobám. Očekává se mírné zvýšení doby obratu závazků z důvodu zvýšení osobních nákladů a prodejů.

Tab. 25: Obratový cyklus peněz

Ukazatel	2006	2007	2008	2 009	2010	2011	2012	2013
Doba obratu zásob	99,09	84,31	59,71	83,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Doba obratu pohledávek	90,20	62,14	67,85	68,00	68,00	68,00	68,00	68,00
Doba obratu závazků	80,91	56,62	30,67	48,00	31,50	32,00	32,00	32,00
Obratový cyklus peněz	108,38	89,83	96,89	103,00	96,50	96,00	96,00	96,00

Plánovaný finanční majetek vycházel z požadované likvidity, která by měla být obecně více než 20% krátkodobých závazků. Firma by chtěla v budoucnu udržovat okamžitou likviditu na úrovni 20 %.

Tab. 26: Prognóza finančního majetku v tis. Kč

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finanční majetek	16938	10298	17590	13960	12583	12583	12600	12600
Krátkodobý cizí kapitál	84969	63437	40332	13986	62913	62913	63000	63000
Likvidita 1. stupně	0,20	0,16	0,44	1,00	0,20	0,20	0,20	0,20

Jednotlivé položky pracovníku kapitálu byly dopočítány jako poměr tržeb / 365 * příslušné doby obratu. Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je odhadován na 26 %, tj. přírůstek pracovního kapitálu / přírůstek tržeb.

Tab. 27: Položky pracovního kapitálu

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zásoby	34577	37251	26384	24070	23014	26301	26827	27364
Pohledávky	31475	27456	29981	19720	26082	29808	30404	31012
Peněžní prostředky	16938	10298	17590	13960	12583	12583	13000	13000
Krátkodobé závazky	28233	25017	13552	13920	12082	14027	14308	14594
Uprav.prac.kapitál	54757	49988	60403	43831	49596	54665	55924	56782
k_{wc}	2,0%				3,0%			

Investice do dlouhodobého majetku

Vzhledem ke své obchodní činnosti firma není náročná na investice do dlouhodobého majetku.

Firma používá rovnoměrný způsob odpisování. Dlouhodobý majetek zahrnoval software, zřizovací výdaje a samostatné movité věci a zařízení. V roce 2008 byly zřizovací výdaje plně odepsané, proto společnost tento majetek vyřadila ze své evidence. Vedení nemá v úmyslu během plánovaného období investovat do dlouhodobého majetku.

Tab. 28: Plán dlouhodobého majetku v tis. Kč

Dlouhodobý majetek	2 007	2 008	2009	2010	2011	2012	2013
Stav majetku ke konci roku	2328	2171	2014	1857	1700	1543	1386
Odpisy	214	205	158	157	157	157	157
Investice netto = změna stavu majetku		-157	-157	-157	-157	-157	-157
Investice brutto = investice netto + odpisy		48	1	0	0	0	0

Software	2 006	2 007	2 008	2009	2010	2011	2012	2013
Pořizovací cena	320	320	320	320	320	320	320	320
Odpis	28	32	31	31	31	31	31	31
Oprávky	28	60	91	122	153	184	215	246
Zůstatková cena	292	260	229	198	167	136	105	74
Ostatní dlouhodobý majetek	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pořizovací cena	2 589	2 589	2 589	2 589	2 589	2 589	2 589	2 589
Odpis	125	126	126	126	126	126	126	126
Oprávky	394	521	647	773	899	1 025	1 151	1 277
Zůstatková cena	2 195	2 068	1 942	1 816	1 690	1 564	1 438	1 312

Investiční náročnost je spočítána jako součet investic brutto za roky 2009 až 2006/ celkový přírůstek tržeb.

Plánovaná výsledovka

Tab. 29: Vývoj osobních nákladů

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Osobní náklady	3375	3241	3555	3267	3332	3392	3460	3529
Roční tempo růstu		-3,97%	9,69%	-8,10%	1,99%	1,80%	2,00%	1,99%
Průměrné tempo růstu		-0,79%			1,95%			

Při odhadu osobních nákladů jsem brala v úvahu průměrnou inflaci, protože zaměstnancům je každoročně jejich mzda navýšena o tuto inflaci. Rovněž jsem brala v úvahu 4% nárůst navýšení průměrné mzdy. Společnost má v plánu rozšířit pracovní sílu o obchodního zástupce v roce 2010 pro rozšíření obchodu v zahraničí. Průměrné roční náklady se odhadují na 800 tis. Kč za rok 2009.

Tab. 30: Vývoj výkonové spotřeby

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výkonová spotřeba	7 950	8 769	8 579	7 382	9 800	11 200	11 424	11 652
%podíl na tržbách		5,44%	5,32%	6,97%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

Výkonová spotřeba se odhaduje 7% podílem na tržbách při konzultaci s vedením.

3.4.2 Sestavení komplexního finančního plánu

Finanční plán se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Finanční plán je v rámci běžného řízení jeho vyústěním a syntézou a má vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, jeho strategie. Společnost nemá sestavený takový plán, známé jsou jen základní informace o budoucím vývoji společnosti, které tvořily výchozí data pro sestavení generátorů hodnoty.

Z předchozích kroků jsem získala potřebnou analýzu, kde máme již naplánované hlavní položky provozu společnosti, které tvoří kostru finančního plánu. Známe rovněž plán financování. Finanční plán bude sestaven do roku 2013, poté se předpokládá, že dojde k určité stabilizaci vývoje společnosti (viz tabulka 31)

Tab. 31: Plánovaný výkaz zisku a ztrát

	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	105 852	140 000	160 000	163 200	166 464
Náklady na prodané zboží	73 834	103 600	116 800	117 504	119 854
Obchodní marže	32 018	36 400	43 200	45 696	46 610
Výkonová spotřeba	7 382	9 800	11 200	11 424	11 652
Přidaná hodnota	24 756	26 600	32 000	34 272	34 958
Osobní náklady	3 267	3 332	3 392	3 460	3 529
Daně a poplatky	13	10	10	10	10
Odpisy	158	157	157	157	157
Ostatní provozní položky	5 874	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV	15 324	23 101	28 441	30 645	31 262
Nákladové úroky	116	116	116	116	116
Daň	5 645	4 367	5 382	5 801	5 819
Hospodářský výsledek po dani	8330	18 618	22 943	24 728	25 327

Při sestavování finančního plánu jsem neuvažovala časové rozlišení ani nákladové rezervy či opravné položky. Nákladové úroky představují 116 tis. Kč a zůstanou

nezměněny. Nepředpokládá se, že společnost bude v následujícím období investovat do dlouhodobého majetku.

Nepočítám s odloženou a splatnou daní. V roce 2009 byla daň 20% a v roce 2010 bude činit 19%. V dalších letech předpokládám, že daň 19% nebude měněna. Plánovaný výkaz zisku a ztráty je výchozím krokem pro sestavení plánovaného výkazu peněžních toků.

Plánovaný výkaz peněžních toků

Tab. 32: Plánovaný výkaz peněžních toků.

	2009	2010	2011	2012	2013
Stav peněžních prostředků na počátku roku	17 590	13 960	25 591	43 623	67 667
Korigovaný PHV	13 975	23 101	28 441	30 645	31 262
Daň	5 645	4 367	5 382	5 801	5 918
Korigovaný PHV po dani	8 330	18 734	23 059	24 844	25 344
<i>Úpravy o nepeněžní operace</i>	<i>158</i>	<i>157</i>	<i>157</i>	<i>157</i>	<i>157</i>
Odpisy	158	157	157	157	157
<i>Úpravy oběžných aktiv</i>	<i>-11 987</i>	<i>-7 144</i>	<i>-5 068</i>	<i>-841</i>	<i>-859</i>
Změna stavu pohledávek	12 522	-6 362	-3 726	-596	-608
Změna stavu krátkodobých závazků	-26 323	-1 838	1 945	281	286
Změna stavu zásob	1 814	1 056	-3 287	-526	-537
Peněžní tok z prov.majetku celkem	-3 629	11 747	18 148	24 160	24 642
Platba nákladových úroků	116	-116	-116	-116	-116
Peněžní tok celkem	3 630	11 631	18 032	24 044	24 526
Stav peněžních prostředků na konci období	13 960	25 591	43 623	67 667	92 193

Plánovaná rozvaha

Tab. 33: Plánovaná rozvaha

AKTIVA	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva celkem	60 502	76 947	101 948	127 073	152 703
Dlouhodobý majetek	2 014	1 857	1 700	1 543	1 386
Oběžná aktiva	58 448	74 687	99 732	124 898	150 569
Zboží	24 409	23 014	26 301	26 827	27 364
Dlouhodobé pohledávky	760	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	19 319	26 082	29 808	30 404	31 012
<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>13 960</i>	<i>25 591</i>	<i>43 623</i>	<i>67 667</i>	<i>92 193</i>
Provozně potřebný	13 960	12 583	12 583	13 000	13 000
Provozně nepotřebný	0	13 008	31 040	54 667	79 193
Časové rozlišení	40	0	0	0	0

PASIVA	2009	2010	2011	2012	2013
Pasiva celkem	60 502	76 947	101 948	127 073	152 703
Vlastní kapitál	46 244	64 862	87 921	112 765	138 109
Základní kapitál	280	280	280	280	280
Fondy ze zisku	28	28	28	28	28
Výsledek hospodaření minulých let	37 606	45 936	64 554	87 613	112 457
Výsledek hospodaření běžného úč. období	8 330	18 618	23 059	24 844	25 344
Cizí zdroje	14 258	12 085	14 027	14 308	14 594
Krátkodobé závazky	13 986	12 085	14 027	14 308	14 594
Časové rozlišení	57	0	0	0	0

Krátkodobý finanční majetek byl převzat z výkazu peněžního toku. Část finančního majetku je vzata z pracovního kapitálu.

3.4.3 Finanční analýza plánu a závěr

Plánovanou finanční analýzu jsem provedla z tabulky 31 a tabulky 33. Pokud se společnost neodchýlí od své prognózy, bude mít příliš vysokou likviditu, která zobrazuje neefektivní hospodaření. Rovněž bude narůstat podíl vlastního kapitálu

k cizímu. Snižující výnosnost (rentabilita) vlastního kapitálu bude způsobena růstem vlastního kapitálu.

Nicméně, společnost nebude ohrožená a můžeme předpokládat její „nekonečné“ trvání.

Tab. 34: Finanční analýza plánu

Zadluženost	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	0,76	0,84	0,86	0,89	0,90
Úrokové krytí	121,47	199,15	245,18	264,18	269,50
Ukazatel samofinancování	0,76	0,84	0,86	0,88	0,90
Ukazatel věřitelského rizika	0,24	0,16	0,14	0,12	0,10
Průměrná doba splacení dluhů (roky)	48	31	32	32	32
Rentabilita	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv	13,77	24,20	22,62	19,55	16,60
Rentabilita vl.kapitálu	18,01	28,70	26,23	22,03	18,35
Rentabilita tržeb	7,86	13,30	14,41	15,22	15,22
Likvidita	2009	2010	2011	2012	2013
Běžná likvidita	4,12	6,18	7,11	8,70	10,30
Pohotová likvidita	2,43	4,27	5,23	6,85	8,44
Okamžitá likvidita	1,00	2,12	3,11	4,73	6,32

3.5 Ocenění podniku

3.5.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků patří mezi základní výnosové metody. Peněžní toky představují reálný příjem a tedy reálné vyjádření užitku z drženého statku a přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty. Tuto metodu použijí ve variantě „entity“, tedy oceňování podniku jako celku.

První fázi výpočtu provedu diskontováním očekávaných volných peněžních toků váženým průměrem nákladů kapitálu a druhou fázi vypočítám pomocí Grodonova vzorce. Výsledná hodnota bude součtem první a druhé fáze po snížení o úročený cizí kapitál k datu ocenění.

3.5.1.1 Výpočet volného cash flow

Pro účely ocenění jsem upravila pracovní kapitál tak, že peněžní prostředky jsem ponechala jen provozně nutné a krátkodobé závazky jsem snížila o úročený závazek – jedná se o půjčku od spřízněné osoby, která činí 5 000 tis. Kč. Společnost nemá v plánu rozšiřovat objem dlouhodobého majetku, proto investice netto budou představovat jen roční odpisy (tedy obnovovací investice).

Tab. 35: Provozně nutný upravený kapitál

Uprav.prac.kapitál	2009	2010	2011	2012	2013
Zásoby	24070	23014	26301	26827	27364
Pohledávky	19720	26082	29808	30404	31012
Peněžní prostředky	13960	12583	12583	13000	13000
Krátkodobé závazky	8920	7085	9027	9308	9594
Uprav.prac.kapitál	48830	54594	59665	60923	61782

Tab. 36: Výpočet FCFE

Výpočet FCFE	2 010	2 011	2 012	2 013
Korigovaný provozní HV	22 985	28 325	30 529	31 146
Daň	4 367	5 382	5 801	5 819
Korigovaný provozní HV po dani	18 618	22 943	24 728	25 327
Odpisy	157	157	157	157

Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dl.majetku	-157	-157	-157	-157
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-5764	-5071	-1258	-859
FCFE	12 854	17 872	23 470	24 468

Z tabulky 36 vidíme, jak jejich hodnota narůstá až do 24 468 tis. Kč v roce 2013.

3.5.1.2 Stanovení diskontní míry

Protože vycházím z peněžních toků plynoucích pro vlastníky a věřitele, je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu. Pro jejich určení je

nutné stanovit náklady na vlastní kapitál, náklady na cizí kapitál a k nim určit jednotlivé váhy. Vždy se přitom musí vycházet z tržních hodnot jednotlivých druhů kapitálu. Pro zjednodušení s ohledem na stanovený rozsah diplomové práce předpokládám, že poměr vlastního a cizího kapitálu v rozvaze (tedy váhy 0,2 a 0,8) odpovídá tržnímu ocenění.

Náklady na vlastní kapitál

Při použití modelu CAPM se v našich podmínkách doporučuje využít data z USA a upravit je o aktuální riziko země. Rating pro Českou republiku ohodnocený agenturou Moodys je A1. Riziko země je třeba tedy promítnout do určité výše rizikové přírážky. Pro výpočet byl upřednostněn aritmetický průměr. Vstupní data byla čerpána z internetového zdroje¹⁶⁾

Vstupní data

Výnosnost vládních dluhopisů v USA je 3,74 % (r_f)

Riziková premie amerického kapitálového trhu je 5,24% (RPT)

Nezadlužené β 1,10 %

Riziková premie země 1,35% s 1,5násobkem rizika selhání tj. 2,025 % + 2 % inflace je 4,025 % (RPZ)

Nekalkuluji žádnou přírážku za společnosti či likvidnost.

Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňované společnosti je 0,2

Daňová sazba 19 %

Po dosazení do vzorce dostanu následující hodnotu:

$$n_{VK} = r_{f(USA)} + \beta * RPT_{(USA)} + RPZ$$

$$n_{VK} = 3,74 \% + 1,10 * 5,24 \% + 4,025 \% = 13,529 \%$$

Náklady na vlastní kapitál činí **13,53 %**.

¹⁶⁾ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují půjčku od spřízněné osoby v hodnotě 5 000 tis. Kč s pevnou roční úrokovou sazbou 2,31 %. Společnost platí zaokrouhleně 116 tis. Kč ročně.

Vzhledem k tomu, že oceňujeme tržní hodnotou a půjčka byla poskytnuta v roce 2007, musím najít takovou úrokovou sazbu, která by odpovídala současným podmínkám. Jako vhodný postup lze použít ten, že odhadneme rating úvěrů např. z ukazatele úrokového krytí a zařadíme jej do určité skupiny ratingu. K výsledné hodnotě připočítáme aktuální výnosnost státních dluhopisů k datu ocenění a tím dostaneme tržní výnosnost úvěrů přijatých podnikem.

Výše úrokového krytí jak ukazuje finanční analýza, byla v roce 2009 v hodnotě 121. Dle ratingu¹⁷ je hodnocení společnost AAA, tj. 0,50 %. Aktuální výnosnost českých státních dluhopisů dle Ministerstva financí¹⁸ je 4,85 %. Náklady na cizí kapitál budou představovat součet, tedy 5,35 %.

$$\text{Tržní odhadnutá hodnota dluhu} = \text{úroková platba} * \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} + \frac{\text{splátka.dluhu}}{(1+i)^n}$$

kde

i = výnos do doby splatnosti

n = počet let

$$\text{Tržní odhadnutá hodnota dluhu} = 116 \text{ tis.} * \frac{1 - \frac{1}{1,0535^7}}{0,0535} + \frac{5000 \text{ tis.}}{1,0535^7} = 4 \text{ 134 tis. Kč.}$$

Tržní odhadnutá hodnota cizího kapitálu je 4 134 tis. Kč.

Váhy nákladů kapitálu

Jednotlivé váhy určím jako % podíl na celkovém investovaném kapitálu k 31. 12. 2009.

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁸ http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_legislativa_35336.html

Tab. 37: Podíl na celkovém investovaném kapitálu

Položka kapitálu	v tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	46 244	9,76%
Půjčka	4 134	90,24%
Celkem	51 244	100,00%

Vlastní kapitál představuje 9,76 % podíl a cizí kapitál 90,24 % na celkovém investovaném kapitálu. Nákladový úrok pro vlastní kapitál je 13,53 % a nákladový úrok pro cizí kapitál je 5,35 %.

Tab. 38: Procentuální podíl kapitál

Položka kapitálu	% podíl	nákladový úrok
Vlastní kapitál	9,76	13,53
Půjčka	90,24	5,35
WACC		12,64

Po doplnění hodnot do následujícího vzorce získáme průměrné vážené náklady kapitálu.

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vz} \frac{VK}{K}$$

tedy:

$$WACC = 12,21 + 5,35 * 0,81 * 0,10 = 12,64$$

Průměrné vážené náklady kapitálu činí 12,64 %.

Hodnota 1. fáze

První fáze zahrnuje období do roku 2011. Druhá fáze zahrnuje období od konce fáze první a pokračuje do nekonečna. Abychom zjistili hodnotu první fáze, je potřeba diskontovat volný cash flow v jednotlivých letech. Diskontování provedu průměrnými váženými náklady kapitálu tedy 12,64 %. FCFF roku 2010 je 12 854 tis. Kč, roku 2011 je 17 872 tis. Kč, roku 2012 je 23 470 tis. Kč a roku 2013 je 24 468 tis. Kč. Pomocí odůročitele získáme hodnotu první fáze DCF entity. Diskontovaný FCFF pro rok 2010 bude 11 412 tis. Kč, pro rok 2011 14 086 tis. Kč, pro rok 2012 bude 16 422 tis. Kč

a pro rok 2013 bude 15 199 tis. Kč. Součet jednotlivých diskontovaných FCFF představuje hodnotu první fáze tj. 57 119 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze

Úkolem druhé fáze je určit pokračující hodnotu podniku. K tomu použiji Gordonova vzorce.

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

I_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCF = volný peněžní tok

Do tohoto vzorce je nutné použít odhad volného cash flow pro rok T +1, tedy pro rok, kdy není sestaven plán, a to na základě níže uvedeného vzorce:

$$FCF_{t+1} = FCF_t (1 + g)$$

Hodnotu g považuji jako stabilní růst ve výši 2 % na základě vývoje HDP.

$$FCF_{t+1} = 24\,625 (1 + 2\%) = 24\,957 \text{ tis. Kč}$$

Po dosazení do Gordonova vzorce tj. $24\,927 / (12,64\% - 2\%) = 234\,276$ tis. Kč

Tuto částku ještě diskontuji $234\,276 / (1 + 12,64\%)^4 = 145\,532$ tis. Kč.

Hodnota druhé fáze činí 145 532 tis. Kč.

Výsledná hodnota podniku

Výslednou hodnotu podniku získám po sečtení současné hodnoty první a druhé fáze a po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění (tabulka 39).

Tab. 39: Hodnota vlastního kapitálu

Název	Hodnota v tis.Kč
Pokračující hodnota	234 276
Současná hodnota 1. fáze	57 119
Současná hodnota 2. fáze	145 532
Provozní hodnota brutto	202 642
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 134
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2009	198 508

Tržní hodnota společnosti vypočítaná podle metody diskontovaných peněžních toků entity ke dni 31. 12. 2009 dosahuje hodnoty 198 508 tis. Kč.

3.5.1.3 Účetní hodnota

Účetní hodnota na principu historických cen vychází z údajů, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Výsledná hodnota vede často k velké odchylce od ekonomické skutečnosti, proto v rámci ocenění má jen doplňkovou úlohu. Její nízká vypovídací schopnost je především v rozdílnosti mezi cenou, za kterou byl majetek pořízen a jeho skutečnou cenou k datu ocenění. Z účetních výkazů uvedených v příloze najdeme hodnotu vlastního kapitálu 46 244 tis. Kč k 31. 12. 2009. Při porovnání s tržní hodnotou je tato částka více než 4x nižší. V případě, že by majitel chtěl prodat tuto společnost investorovi, který má možnost diverzifikovat své portfolio, mohl by za ni požadovat 198 508 tis. Kč.

4 Závěr

Náplní diplomové práce je zjistit tržní hodnotu společnosti s ručením omezeným Doco International. Společnost se zabývá nákupem a prodejem komponentů na průmyslová a garážová vrata. Jedná se o mezinárodní společnost. Je součástí Doco Holding B.V. Dceřiné společnosti Doco Holdingu sídlí v Anglii, ve Španělsku, v Nizozemí a oceňovaná společnost sídlí v České republice. Sídlo mateřské společnosti je v Nizozemí.

Cílem práce je posoudit úspěšnost podnikání na základě minulého a zároveň očekávaného budoucího vývoje. Teoretická část zahrnuje poznatky z odborné literatury, které byly využity v praktické části. Výsledkem je návrh tržního ocenění společnosti k 31. 12. 2009.

V práci je provedena strategická analýza, kde jsou zjištěny silné stránky, které společnost může využít ve svůj prospěch. Současně se zhodnotily slabé stránky, kterým je třeba věnovat dostatečnou pozornost. Tyto slabé stránky je potřeba monitorovat a pokud je to možné, rovněž eliminovat. V rámci strategické analýzy byla hodnocena atraktivita trhu, konkurenční postavení oceňované společnosti, vnitřní potenciál, kvalita personálu, dlouhodobý majetek a investice. Výstupem strategické analýzy bylo vyslovení závěru o perspektivě společnosti. Následovala finanční analýza, která obsahovala zhodnocení finančních ukazatelů. Provedena byla horizontální a vertikální analýza účetních výkazů období 2007–2009 společně s analýzou poměrových ukazatelů. Konečnou fází finanční analýzy je závěrečné shrnutí finančního zdraví pomocí Kralického Quicktestu. Na základě toho bylo zjištěno, že společnost je finančně zdravá a splňuje podmínku „going concern“, čímž se ověřila možnost oceňovat společnost výnosovou metodou. Na základě těchto analýz se provádí prognóza budoucího vývoje a sestavení plánu výkazu zisku a ztráty, plán rozvahy a plán cash flow pro období 2010 až 2013. Toto období tvoří zároveň první fázi a předpokládá se, že v tomto období společnost dosáhne určité stability obchodů. Druhou fází, pokračující hodnotou je období od konce první fáze a byla vypočítána pomocí Gordonova vzorce. Jednotlivé fáze se přepočítaly na současnou hodnotu k datu ocenění. Průměrné náklady kapitálu byly odhadnuty pomocí stanovení nákladů na vlastní a cizí kapitál. Náklady na cizí kapitál byly vypočítány dle výnosnosti státních dluhopisů po sečtení přírážky za

příslušný rating. Ve své práci jsem vycházela z údajů amerického kapitálového trhu. Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány pomocí metody CAPM po úpravě o rizikovou prémii České republiky. Další rizikové přírážky k této hodnotě nebyly použity.

Po sečtení současných hodnot první a druhé fáze a odečtení úročeného dluhu jsem získala tržní hodnotu společnosti k datu ocenění ve výši 198 508 tis. Kč. Jako doplňující metodu jsem zvolila účetní hodnotu na principu historických cen, která je o více než čtyřnásobek nižší.

Protože ve své práci pracuji s plánovanými toky, hodnota společnosti bude záviset na budoucím vývoji. Pokud se společnost odchýlí od plánovaného vývoje, výsledná tržní hodnota se změní.

Literatura

- [1] BOWMAN, C. *Strategický management*. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 1996. 152 s. ISBN 80-7169-230-1.
- [2] BUUS, T. a kol. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekotovaných společností*. 1. vydání Praha: Oeconomia, 2007. 112 s. ISBN 978-80-245-1200-6.
- [3] DEDOUCHOVÁ, M. *Strategie podniku*. 1. vydání Praha: C. H. Beck, 2001. 256 s. ISBN 80-7179-603-4.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 2. vydání Praha: C. H. Beck 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [6] KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 9. vydání Brno: Polygra, 2004. 102 s. ISBN 80-214-2564-4.
- [7] KOVANICOVÁ, D. *Jak porozumět světovým, evropským, českým účetním výkazům*. 1. vydání Praha: Bova polygon. 2004. 304 s. ISBN 80-7273-095-9.
- [8] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vydání Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [9] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vydání Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-0-02.
- [10] MAŘÍKOVÁ, P. MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vydání Praha: Ekopress, 2001. 67. s. ISBN 80-86119-36-X.
- [11] REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management (1.díl)*. 3. vydání Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 125 s. ISBN 80-214-3035-4.
- [12] REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management (2.díl)*. 3. vydání Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 119 s. ISBN 80-214-3036-2.
- [13] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [14] Damodaran. (online).(cit.2010-4-13). Dostupné z:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [15] Ministerstvo financí ČR (online).(cit.2010-4-13). Dostupné z:
http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html

Seznam tabulek

Tab. 1: Vývoj makroekonomických ukazatelů	37
Tab. 2: Analýza silných a slabých stránek.....	38
Tab. 3: Analýza výkonnost - důležitost	38
Tab. 4: Matice příležitostí	39
Tab. 5: Matice hrozeb	39
Tab. 6: Matice SWOT.....	40
Tab. 7: Analýza vnějšího potenciálu.....	41
Tab. 8: Konkurenční síla.....	43
Tab. 9: Matice BCG.....	44
Tab. 10: Vertikální analýza aktiv.....	46
Tab. 11: Vertikální analýza pasiv	47
Tab. 12: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	48
Tab. 13: Horizontální analýza aktiv.....	50
Tab. 14: Horizontální analýza pasiv	51
Tab. 15: Horizontální analýza výkazu zisků a ztrát.....	53
Tab. 16: Ukazatele likvidity.....	54
Tab. 17: Porovnání likvidity s odvětvím	55
Tab. 18: Ukazatele aktivity.....	57
Tab. 19: Vývoj ROE v období 2008-2009.....	58
Tab. 20: Ukazatele rentability.....	59
Tab. 21: Ukazatele zadluženosti	60
Tab. 22: Kralický Quicktest.....	61
Tab. 23: Prognóza prodeje	63
Tab. 24: Provozní zisková marže.....	64
Tab. 25: Obratový cyklus peněz	64
Tab. 26: Prognóza finančního majetku v tis. Kč.....	64
Tab. 27: Položky pracovního kapitálu	65
Tab. 28: Plán dlouhodobého majetku v tis. Kč.....	65
Tab. 29: Vývoj osobních nákladů	66
Tab. 30: Vývoj výkonové spotřeby.....	66

Tab. 31: Plánovaný výkaz zisku a ztrát	67
Tab. 32: Plánovaný výkaz peněžních toků.	68
Tab. 33: Plánovaná rozvaha.....	69
Tab. 34: Finanční analýza plánu	70
Tab. 35: Provozně nutný upravený kapitál	71
Tab. 36: Výpočet FCFF	71
Tab. 37: Podíl na celkovém investovaném kapitálu	74
Tab. 38: Procentuální podíl kapitál.....	74
Tab. 39: Hodnota vlastního kapitálu.....	76

Seznam grafů

Graf 1: Organizační struktura	31
Graf 2: Komponenty	32
Graf 3: Prodeje dle zemí	33
Graf 4: Hrubý domácí produkt dle zemí ⁾	34
Graf 5: Rozdělení zákazníků dle výši obrátu	35
Graf 6: Hrubý domácí produkt ⁾	36
Graf 7: Ukazatele likvidity	55
Graf 8: Porovnání ukazatele ROE v odvětví	59

Seznam použitých zkratek

aj.	a jiné
DCF	diskontované cash flow
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
EVA	ekonomická přidaná hodnota
HDP	hrubý domácí produkt
BCG	bostonská matice
ROA	rentabilita celkových aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
VK	vlastní kapitál
A	aktiva
EBIT	výsledek hospodaření před nákladovými úroky a daněmi
EAT	čistý hospodářský výsledek
HV	hospodářský výsledek
FCFF	volný peněžní tok do firmy
IČ	identifikační číslo organizace
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
tis.	tisíce
FCF	volný peněžní tok
K	kapitál
CK	cizí kapitál

Seznam příloh

Příloha č. 1	Rozvaha 2007 – 2009
Příloha č. 2	Výkaz zisku a ztráty 2007 – 2009
Příloha č. 3	Peněžní tok 2007 – 2009
Příloha č. 4	Bodové hodnocení Kralického Quicktestu