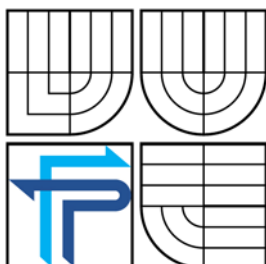


**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

**ÚSTAV EKONOMIKY**

**FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT**

**INSTITUTE OF ECONOMICS**

# **NÁVRH TRŽNÍHO OCENĚNÍ PODNIKU**

PROPOSAL OF COMPANY VALUATION

## **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

**Bc. KAREL BRDIČKA**

**VEDOUCÍ PRÁCE**

SUPERVISOR

**Ing. ROMANA NÝVLTOVÁ, Ph.D.**

BRNO 2008

Tato verze diplomové práce je zkrácená (dle Směrnice děkana č. 4/2007). Neobsahuje identifikaci subjektu, u kterého byla diplomová práce zpracována (dále jen „dotčený subjekt“) a dále informace, které jsou dle rozhodnutí dotčeného subjektu jeho obchodním tajemstvím či utajovanými informacemi.

# ZADANÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Brdička Karel, 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:

**Návrh tržního ocenění podniku**

v anglickém jazyce:

**Proposal of Company**

**Valuation**

Pokyny pro vypracování:

Úvod a cíle práce

Teoretická východiska oceňování podniku

Analýza oceňovaného podniku

Návrh finančního plánu

Stanovení tržní hodnoty podniku

Závěr

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, A. Corporate Finance. Theory and Practice. Second Edition. Willey Publishers, 2003, 1008 s. ISBN 978-0-471-28332-4

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2.přepracované a doplněné vydání Praha: C.H.Beck. 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1

MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku, 1.vyd. Praha: Ekopress s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2

SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy. 2.doplněné vydání. Praha: Computer Press 2001. 220 str. ISBN 80-7226-562-8

VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2.přepracované vydání. Praha: Ekopress s.r.o., 2006. 465 s. ISBN 80-86929-01-9

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

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2007/08.



---

doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.  
Ředitel ústavu

---

doc. Ing. Miloš Koch, CSc.  
Děkan fakulty

V Brně, dne 26.3.2008

# LICENČNÍ SMLOUVA

## POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

### 1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Bc. Karel Brdička  
Bytem: Všehrdova 1695, Dvůr Králové nad Labem  
Narozen/a (datum a místo): 12.5.1984, Dvůr Králové nad Labem

(dále jen „autor“)

a

### 2. Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská  
se sídlem Kolejní 2906/4, 612 00, Brno  
jejímž jménem jedná na základě písemného pověření děkanem fakulty:  
doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

(dále jen „nabyvatel“)

## Čl. 1

### Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):

- ☐ disertační práce
- ☒ diplomová práce
- ☐ bakalářská práce
- ☐ jiná práce, jejíž druh je specifikován jako

.....

(dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP: Návrh tržního ocenění podniku  
Vedoucí/ školitel VŠKP: Ing. Romana Nývltová, Ph.D.  
Ústav: Ústav ekonomiky  
Datum obhajoby VŠKP: červen 2008

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v\*:

- |                                                        |   |                   |
|--------------------------------------------------------|---|-------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> tištěné formě      | – | počet exemplářů 1 |
| <input checked="" type="checkbox"/> elektronické formě | – | počet exemplářů 1 |

---

\* hodící se zaškrtněte

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

## **Článek 2**

### **Udělení licenčního oprávnění**

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
  - ☐ ihned po uzavření této smlouvy
  - ☐ 1 rok po uzavření této smlouvy
  - ☐ 3 roky po uzavření této smlouvy
  - ☐ 5 let po uzavření této smlouvy
  - ☒ 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

## **Článek 3**

### **Závěrečná ustanovení**

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne: 12.5.2008

.....  
Nabyvatel

.....  
Autor

**Abstrakt:**

Diplomová práce se zabývá problematikou oceňování podniku. Obsahuje shrnutí hlavních teoretických východisek oceňování a popis nejvýznamnějších moderních metod a postupů stanovení tržní, likvidační a účetní hodnoty podniku. V praktické části práce jsou teoretické metody aplikovány na data konkrétního podniku XYZ s.r.o. Za tímto účelem je nejprve provedena finanční, SWOT a strategická analýza a prognóza budoucího vývoje podniku na následujících 5 let. Cílem návrhové části práce je poté stanovit různé úrovně hodnoty tohoto podniku pro účely informování vlastníků.

**Klíčová slova:**

Tržní hodnota podniku, diskontované cash flow, volné cash flow, vážený průměr nákladů na kapitál.

**Abstract:**

This diploma thesis deals with the company valuation. It contains theoretical background of valuation and description of the most important current methods and attitudes towards determination of market, liquidation and book company value. Subsequently, the theoretical methods are applied on the data of company XYZ s.r.o. Therefore financial, SWOT and strategic analysis is implemented and future development is forecasted. In concluding part different levels of company value are proposed. The outcome of the thesis is to be used by owners of the company.

**Key words:**

Company Valuation, Discounted Cash Flow, Free Cash Flow, WACC

BRDIČKA, K. *Návrh tržního ocenění podniku* . Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2008. 112 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Romana Nývltová, Ph.D.

### ***Čestné prohlášení***

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem v práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. O právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

Ve Dvoře Králové nad Labem, dne 12. května 2008

.....

podpis

### ***Poděkování***

Chtěl bych touto cestou poděkovat všem přátelům a známým, jakožto i kolektivu firmy XYZ s.r.o., kteří svoji radou a pomocí přispěli k úspěšnému zvládnutí mé diplomové práce.

## Obsah

|         |                                                          |        |
|---------|----------------------------------------------------------|--------|
| 1.      | Úvod a cíle práce .....                                  | - 12 - |
| 2.      | Teoretická východiska oceňování podniku.....             | - 13 - |
| 2.1     | Strategická analýza .....                                | - 15 - |
| 2.1.1   | Analýza atraktivity trhu .....                           | - 16 - |
| 2.1.2   | Prognóza vývoje trhu .....                               | - 17 - |
| 2.1.3   | Analýza konkurenční síly .....                           | - 18 - |
| 2.1.3.1 | Hodnocení kvality managementu .....                      | - 18 - |
| 2.1.3.2 | Hodnocení situace v personální oblasti .....             | - 18 - |
| 2.1.3.3 | Hodnocení inovační síly podniku .....                    | - 19 - |
| 2.1.3.4 | Hodnocení dlouhodobého majetku a investic.....           | - 19 - |
| 2.1.3.5 | Profil konkurenční síly společnosti typu XYZ s.r.o. .... | - 19 - |
| 2.1.4   | Matice k posouzení perspektivnosti podniku.....          | - 20 - |
| 2.2     | Finanční analýza .....                                   | - 21 - |
| 2.2.1   | Poměrové ukazatele .....                                 | - 21 - |
| 2.2.2   | Altmanův index.....                                      | - 23 - |
| 2.3     | Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....  | - 23 - |
| 2.4     | Metody oceňování společností.....                        | - 24 - |
| 2.4.1   | Metody založené na analýze výnosů .....                  | - 24 - |
| 2.4.1.1 | Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF).....       | - 24 - |
|         | Diskontní míra pro metodu DCF .....                      | - 30 - |
|         | Výpočet WACC (weighted average cost of capital) .....    | - 30 - |
|         | Určení nákladů na cizí kapitál .....                     | - 31 - |
|         | Určení nákladů na vlastní kapitál .....                  | - 32 - |
|         | Způsoby výpočtu DCF.....                                 | - 33 - |
| 2.4.1.2 | Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....             | - 35 - |
| 2.4.1.3 | Metoda ekonomické přidané hodnoty.....                   | - 36 - |
| 2.4.1.4 | Kombinované výnosové metody .....                        | - 38 - |
|         | Schmalenbachova metoda – metoda střední hodnoty.....     | - 38 - |
|         | Metoda vážené střední hodnoty .....                      | - 38 - |
|         | Metody nadzisku, superzisku .....                        | - 39 - |

|         |                                                                  |        |
|---------|------------------------------------------------------------------|--------|
| 2.4.2   | Ostatní metody .....                                             | - 39 - |
| 2.4.3   | Metody založené na analýze majetku .....                         | - 40 - |
| 2.4.3.1 | Přímé ocenění z dat kapitálového trhu .....                      | - 40 - |
| 2.4.3.2 | Ocenění likvidační hodnotou .....                                | - 40 - |
| 2.4.3.3 | Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku .....       | - 42 - |
| 2.4.4   | Metody založené na analýze trhu .....                            | - 42 - |
| 2.4.4.1 | Přímé ocenění z dat kapitálového trhu .....                      | - 43 - |
| 2.4.4.2 | Metoda tržního porovnávání .....                                 | - 43 - |
| 2.4.5   | Metody kombinované .....                                         | - 44 - |
| 2.5     | Vhodnost jednotlivých metod ocenění pro nekótované podniky ..... | - 44 - |
| 3.      | Analýza stavu oceňované firmy .....                              | - 46 - |
| 3.1     | Představení společnosti XYZ s.r.o. ....                          | - 46 - |
| 3.2     | Swot analýza .....                                               | - 46 - |
| 3.2.1   | Silné stránky .....                                              | - 46 - |
| 3.2.2   | Slabé stránky .....                                              | - 48 - |
| 3.2.3   | Příležitosti .....                                               | - 49 - |
| 3.2.4   | Hrozby .....                                                     | - 52 - |
| 3.3     | Finanční analýza .....                                           | - 54 - |
| 3.3.1   | Ukazatele likvidity .....                                        | - 54 - |
| 3.3.2   | Ukazatele zadluženosti .....                                     | - 56 - |
| 3.3.3   | Ukazatele aktivity .....                                         | - 57 - |
| 3.3.4   | Ukazatele rentability .....                                      | - 58 - |
| 3.3.5   | Analýza soustav ukazatelů .....                                  | - 59 - |
| 3.3.6   | Závěr finanční analýzy .....                                     | - 60 - |
| 3.4     | Strategická analýza .....                                        | - 61 - |
| 3.4.1   | Analýza atraktivity trhu .....                                   | - 62 - |
| 3.4.2   | Prognóza vývoje trhu .....                                       | - 62 - |
| 3.4.3   | Hodnocení kvality managementu .....                              | - 63 - |
| 3.4.4   | Hodnocení situace v personální oblasti .....                     | - 64 - |
| 3.4.5   | Hodnocení inovační síly podniku .....                            | - 65 - |
| 3.4.6   | Hodnocení dlouhodobého majetku a investic .....                  | - 65 - |
| 3.4.7   | Profil konkurenční síly XYZ s.r.o. ....                          | - 66 - |

|         |                                                  |         |
|---------|--------------------------------------------------|---------|
| 3.4.8   | Konkurenční síla a prognóza tržního poddílu..... | - 67 -  |
| 3.4.9   | Matice k posouzení perspektivnosti podniku.....  | - 70 -  |
| 4.      | Návrh postupu ocenění metodou DCF.....           | - 71 -  |
| 4.1     | Metoda DCF .....                                 | - 71 -  |
| 4.1.1   | 1.fáze metody DCF .....                          | - 71 -  |
| 4.1.2   | 2. fáze metody DCF .....                         | - 73 -  |
| 4.1.3   | Určení průměrných nákladů na kapitál WACC .....  | - 74 -  |
| 4.1.3.1 | Určení nákladů na vlastní kapitál.....           | - 74 -  |
| 4.1.3.2 | Určení nákladů na cizí kapitál .....             | - 78 -  |
| 4.1.3.3 | Vlastní výpočet WACC .....                       | - 80 -  |
| 4.1.4   | Prognóza tržeb .....                             | - 81 -  |
| 4.1.5   | Prognóza účetních výkazů .....                   | - 82 -  |
| 4.1.6   | Finanční analýza prognózovaných výkazů .....     | - 83 -  |
| 4.1.7   | Stanovení FCFF .....                             | - 87 -  |
| 4.1.8   | Výsledná hodnota společnosti .....               | - 88 -  |
| 4.2     | Ocenění likvidační hodnotou .....                | - 89 -  |
| 4.3     | Účetní hodnota podniku.....                      | - 91 -  |
| 5.      | Závěr.....                                       | - 93 -  |
|         | Seznam použité literatury .....                  | - 96 -  |
|         | Seznam tabulek:.....                             | - 98 -  |
|         | Seznam Grafů: .....                              | - 99 -  |
|         | Seznam obrázků:.....                             | - 99 -  |
|         | Seznam příloh .....                              | - 100 - |
|         | Přílohy.....                                     | - 101 - |

## 1. Úvod a cíle práce

V současné době se provádí čím dál větší množství ocenění a to jak jednorázových – za určitým účelem, tak i ocenění která souvisí se seberealizací. Jedná se především o hodnocení úspěšnosti daného podniku a podnikatele

Cílem předkládané diplomové práce je za pomoci moderních oceňovacích metod posoudit a odhadnout hodnotu společnosti XYZ s.r.o. Společnost se pohybuje na trhu s xxxxx a zabývá se prodejem, servisem a pronájmem xxx a v tomto oboru zajišťuje svým zákazníkům komplexní služby. V současné době dosahuje obrát ve výši 80 mil. Kč. Působí na trhu již od roku 1990, na přelomu let 2005 a 2006 prošla náročnou transformací z fyzické osoby na společnost s ručením omezeným.

Zjištěná hodnota společnosti, která bude výstupem této diplomové práce, by měla vlastníkovvi pomoci jak při hodnocení dosavadního vývoje, tak i při budoucím rozhodování. Tato hodnota by měla reflektovat a vyjadřovat „cenu“, která není ovlivněna požadavky a postoji jednoho konkrétního kupujícího. Jelikož není záměrem vlastníků podnik v dohledné době prodat, není ambicí práce zastupovat znalecký posudek pro účely obhajoby vlastníky požadované prodejní ceny. Jde spíše o to, získat představu o potenciální prodejní ceně podniku a tedy i o tom, jak je naplňován základní finanční cíl podnikání – tvorba hodnoty podniku pro jeho vlastníky.

Diplomová práce má tři klíčové části. V první části je provedena rešerše moderních teoretických poznatků týkajících se problematiky ocenění. Na základě těchto poznatků je poté zpracována druhá část práce, která si klade za cíl analyzovat společnost XYZ tak, aby mohly být posouzeny klíčové faktory a aspekty budoucího vývoje. Cílem je zejména zjistit, zda jsou naplněny předpoklady going concern a je tedy možné aplikovat moderní oceňovací metodu diskontovaného cash flow pro dvoufázové období. Třetí část práce na základě dosavadních zjištění navrhuje optimální postup ocenění společnosti XYZ metodou diskontovaného cash flow. Pro posouzení objektivnosti odhadu je tato část práce doplněna i o výsledky zjištěné jinými oceňovacími metodami.

## 2. Teoretická východiska oceňování podniku

Jednou ze základních otázek, které si musíme položit dříve než začneme se samotným oceňováním je: Proč oceňujeme daný podnik nebo firmu? Dle Mlčocha [6] je odpověď jednoduchá: „Podnik chceme ocenit proto, abychom získali představu o jeho hodnotě v peněžních jednotkách.“ Důvodů, proč chtějí majitelé, jednatelé, investoři atd. zjistit jaká je hodnota společnosti, je hned několik. Podle Mlčocha se může jednat o:

Motivace ocenění z vůle vlastníků:

- uvažovaná změna vlastnických vztahů, jako je například koupě či prodej podniku, přijetí nebo vystoupení společníků, splynutí nebo rozdělení podniků, popřípadě dědické řízení,
- uvažovaná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury - může se jednat například o získání cizího kapitálu (emisí akcií, úvěrem, pomocí dotací nebo subvencí),
- rozhodování při uvádění podniku na burzu,
- garance při zajišťování úvěru či pojistných smluv,
- případné ukončení podnikání – zde hovoříme o tzv. likvidační hodnotě podniku,
- vnitřní potřeba hodnocení úspěšnosti podnikání

Motivace ocenění nezávisle na vůli vlastníků:

- ocenění majetkových účastí společníků,
- ocenění pro účely zdanění,
- ocenění v rámci poskytování úvěru – bonita podniku, zástavy, záruky atp.,

Dle [6] v podstatě můžeme zájem o ocenění podniku charakterizovat z následujících hledisek:

- 1) z hlediska *podnikového managementu* – silné tendence lze sledovat v souvislostech se změnami vztahů managementu k majitelům. Největší problém nastává v rozporu mezi odborností managerů a zodpovědností vlastníků za majetek,
- 2) z hlediska *nabyvatelů* – nejčastěji jde o situaci v rozvinutém tržním hospodářství, kdy nabyvatel získá nikoliv podnik jako takový, nýbrž podíl na jeho kapitálu,

- 3) z hlediska *prodávajícího* – prodávající se prodejem zbavuje zodpovědnosti za řízení společnosti a to zejména za konkrétní dosahované výsledky,
- 4) z hlediska *státu* – státní zájem (zájem státní správy) spočívá především v zabezpečení trvalého výnosu z daní.

Dále je nutné specifikovat co rozumíme hodnotou podniku a jaké jsou její kategorie. Na začátku je nutné zdůraznit, že objektivní hodnota podniku v podstatě neexistuje, protože zahrnuje velké množství neobjektivizovaných dílčích hodnot. Mařík a kol. [4] uvádí, že hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu. Z uvedeného vyplývají následující závěry:

- hodnota podniku není jeho objektivní vlastností, nýbrž je založena na projekci budoucího vývoje - jedná se tedy o odhad,
- pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval nalézt hledanou hodnotu podniku,
- hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Hodnotu podniku můžeme rozdělit do několika kategorií. Především to jsou: tržní hodnota, subjektivní (investiční) hodnota, objektivizovaná hodnota a Mařík a kol. [4] ještě také uvádí hodnotu dle tzv. Kolínské školy, tedy hodnotu vyjadřující subjektivní postoj mezi kupujícím a prodávajícím. Kolínská škola proto zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků).

Tato diplomová práce se podrobněji zabývá pouze tržní hodnotou. A to zejména proto, že tržní hodnota je v případě ocenění společnosti XYZ s.r.o. nejprůhodnější a plně vystihuje potřeby ocenění. Proto se dalšími výše napsanými metodami nebudu již dále podrobněji zabývat.

## **Tržní hodnota**

Definice tržní hodnoty jednotlivých autorů se sice mírně liší, ale všechny jsou postaveny na stejném základu. A to, že tržní hodnota je odhadnutá částka za kterou by se k datu ocenění směřoval majetek mezi koupěchtivým (dobrovolným) kupujícím a prodejechtivým (dobrovolným) prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery při náležitém marketingu, přičemž každá strana jedná racionálně a bez nátlaku.

Tržní hodnota tedy představuje určitý odhad ceny majetku, který je prodáván a to k určitému datu. Tržní hodnota se musí vztahovat ke konkrétnímu datu ocenění, protože vliv času je v tržním systému velice podstatný. Tržní hodnota představuje trhem uznanou použitelnost majetku, spíše než jeho fyzický stav.

Dle Maříka a kol. [4] však tržní hodnota obsahuje ještě jeden předpoklad a tím je nejlepší možné využití, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako: „Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávnění, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“

Tržní ocenění podniku musí zahrnovat definici tržní hodnoty použitou v ocenění, musí určovat nejvyšší a nejlepší využití a musí být odvozena ze specifických dat odpovídajících pro daný trh – měla by se tedy opírat o metody a postupy, které se snaží odrazet myšlenkové postupy účastníků příslušného trhu.

V další části této práce jsou popsány jednotlivé postupové kroky, které jsou nezbytné ke „správnému“ ocenění podniku.

### **2.1 Strategická analýza**

Strategická analýza je dle mého názoru jedním z nejdůležitějších kroků při oceňování podniku. Výsledek této analýzy by nám měl odpovědět na otázku jaké má podnik šance, jaká rizika má trh, na kterém se podnik pohybuje a také by nám měla dát odpověď na otázku, kde má daný podnik slabiny a kde naopak silné stránky. Z toho vyplývá, že jde hlavně o to, do jaké míry dokáže podnik využít příležitosti trhu. Nedílnou součástí strategické analýzy by měla být i analýza konkurence, která ve velké míře může ovlivnit budoucí fungování podniku.

Mařík a kol. [4] považuje za nutné aby strategická analýza měla konkrétní výsledky. Tyto výsledky by měly dát odpovědi na následující otázky:

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

Na otázku dlouhodobé perspektivy však nelze odpovědět jen na základě strategické analýzy, ale je nutné brát v úvahu i finanční analýzu, finanční plán a dlouhodobou perspektivu podniku určit na základě průmětu jednotlivých výsledků. Konečnou odpovědí na 1. otázku může být například vyslovení závěru tzv. nekonečného trvání podniku. Zde hrají neméně důležitou roli také i intenzita konkurence a to, zda má podnik stabilní, či nestabilní odbyt svých produktů. Jedním z důležitých kroků ocenění je stanovení předpokladu budoucích tržeb. Pro stanovení tohoto předpokladu je nejlepší využít poznatků získaných právě při strategické analýze.

### **2.1.1 Analýza atraktivity trhu**

Pro určení budoucího vývoje podniku je nezbytné analyzovat trh a jeho atraktivitu do budoucna. Tato analýza nám umožní lépe poznat možnosti a zároveň rizika daného trhu. Dále nám poskytne údaje pomocí kterých stanovíme rizikovou přírážku pro diskontní míru (při použití výnosových metod a metody DCF). Výsledky této analýzy můžeme pak částečně použít pro prognózu vývoje trhu.

Do prováděné analýzy je nutné zahrnout následující kritéria. Prvním kritériem je růst trhu, který určuje i příležitost pro růst podniku. Například na pomalu rostoucím trhu je zpravidla více konkurentů a firma se dokáže prosadit jen za předpokladu vytlačení daného konkurenta z trhu. Naopak na rychle rostoucím trhu se snižuje intenzita působení konkurence a je snazší se na takovém trhu prosadit. Dalším kritériem je velikost trhu. V případě většího trhu je pravděpodobnější větší úspěch firmy – za předpokladu využití úspor z rozsahu atp. Na trhu menšího rozsahu je daleko obtížnější se prosadit a zmíněné úspory se většinou nedají využít. Intenzita přímé konkurence je dalším podmínkou. Zde je zřejmý fakt, že při silnější konkurenci je šance firmy udržet

se na trhu daleko menší, zvláště pak u malých podniků. Následuje rentabilita trhu. Velmi rentabilní trhy jsou povětšinou trhy atraktivní. S tím souvisí také možnost substituce výrobků a bariéry vstupu do odvětví, které by bylo také dobré zahrnout do kritérií atraktivity trhu. Dalším kritériem je charakter a struktura zákazníků. Nejlepším předpokladem je samozřejmě trh, kde je mnoho zákazníků a kde tito zákazníci nejsou příliš citliví na cenové změny.

### **2.1.2 Prognóza vývoje trhu**

Prognóza vývoje trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje by neměla vycházet jen ze současné doby, ale vezmeme-li v potaz náš případ, tedy tržní ocenění, pak by prognóza měla vycházet z názorů odborné veřejnosti, která předvídá trendy na tomto trhu. Při nedostatku názorů odborné veřejnosti lze sestavit prognózu spolu s vedením společnosti na základě jejich zkušeností a názorů. Dle mého názoru je však dobré znát názor profesionálů, kteří se v daném oboru pohybují a také názor managementu dané firmy a tyto názory propojit a učinit závěr. Při možnosti získání dostatku názorů odborníků bych přikládal těxxxo výrokům např. 70% váhu a 30% názorům managementu firmy, protože názory managementu dané firmy mohou být do značné míry zkreslené nebo zaslepené.

Prognózu trhu můžeme dále členit dle [4] na:

- *subjektivní ocenění* – individuální názor oceňovatele,
- *objektivizované ocenění* – vychází ze současného stavu,
- *tržní ocenění* – vychází z názorů odborníků z oboru,

Nejlepší možností jak zjistit prognózu vývoje, je skrze marketingový výzkum relevantního trhu. V současné době je však oceňovací praxe taková, že se většinou jedná o subjektivní ocenění, kdy oceňovatel spolu s managementem firmy provede tuto prognózu. Jak jsem již uvedl výše, tak se budu v praktické části této práce snažit o spojení subjektivního ocenění s oceněním tržním.

Předchozí dva body strategické analýzy jsou téměř obdobou analýzy makroprostředí, kterou uvádí Kislingerová [3]. Toto makroprostředí má podstatný vliv na budoucí vývoj a stabilitu trhu, na jejichž základě oceňovatel určí prognózu budoucích tržeb.

### **2.1.3 Analýza konkurenční síly**

Do analýzy konkurenční síly oceňovaného podniku můžeme zahrnout dílčí hodnocení popsaná v kapitolách 2.1.3.1 až 2.1.3.5. Po důkladném analyzování těchto dílčích hodnocení dá oceňovateli komplexnější přehled na konkurenční silou oceňovaného podniku. Prostřednictvím tohoto výsledku a dalších dílčích výsledků dochází k přesnější prognóze již zmíněných tržeb. Do prognózy je také vhodné zahrnout nejnovější výsledky předních českých odborníků ukazující na další posuny ve struktuře trhu. Dle [11] český trh směřuje k mimořádně silné konkurenci a k výraznému přerozdělování trhu.

#### **2.1.3.1 Hodnocení kvality managementu**

Tento faktor především určuje kvalitu managementu, kterému se v poslední době přikládá čím dál větší význam pro budoucí vývoj podniku. Teoreticky je tento faktor velmi jednoduše zjištělný, avšak z praktického hlediska je problém zjistit, jak kvalitu managementu hodnotit. Pro tuto práci jsem zvolil hodnocení na základě vybraných dílčích schopností. Jedná se především o schopnosti tvořit, vize, strategie, prognózy, schopnost hledat šance a rizika, zjištění osobní kvalifikace, upřednostňované styly vedení, schopnost učit se a rozhodovat. Například pomocí určení stylu řízení managementu dané firmy můžeme odhalit jeho nedostatky a případné problémy, které tímto mohou nastat. Důležitým krokem při tomto hodnocení je přidělení bodového ohodnocení jednotlivých variant a stanovení dvou krajních extrémů k jednotlivým kritériím hodnocení. Výsledkem je průměr (v tomto případě normální průměr) zjištěných bodových ohodnocení jednotlivých kritérií. Na základě tohoto průměru můžeme přibližně určit kvalitu managementu.

#### **2.1.3.2 Hodnocení situace v personální oblasti**

Jak se můžeme dočíst v dílech nejrozumnějších autorů, tak klíčem k dobré perspektivě podniku není jen kvalitní management, ale i kvalita veškerého ostatního personálu. Zde je dobré se v rámci analýzy konkurenční síly věnovat určitým kritériím, mezi které patří například závislost na pracovnících se speciálními znalostmi, či odborností, na

kvalifikaci tamního personálu a na to, zda je nebezpečí fluktuace právě zmíněných klíčových pracovníků. Dalším kritériem je podnikové klima, které by také mělo být patřičným způsobem ohodnoceno. Mařík a kol. [4] dále také uvádí ještě kritérium osobních nákladů, kde zjišťuje jejich relativní vývoj či kritérium nákladů na školení.

### **2.1.3.3 Hodnocení inovační síly podniku**

Inovační schopnost je dalším důležitým kritériem k hodnocení. Jedná se především o zjištění, zda je oceňovaný podnik schopen dlouhodobě přežít, zda inovuje své produkty a je tak konkurenceschopnější. Hodnocení můžeme rozdělit na inovační a na hodnocení výzkumu a vývoje. V prvním hodnocení určujeme, zda má podnik nějaký podíl na nových produktech na trhu – zda uvádí na trh nové produkty, a kolik tržeb podniku tyto nové produkty zajišťují. Co se týká výzkumu a vývoje, zde se hodnotí úspěšnost výzkumných projektů, podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách a strategie výzkumných projektů. Zde je však důležité zdůraznit, že pro firmu XYZ je použitelná jen inovační síla. Výzkumnou a vývojovou činnost tato firma neprovozuje, proto je zbytečné tyto kritéria zahrnovat do celkového hodnocení.

### **2.1.3.4 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic**

Dlouhodobý majetek, jeho využití a investice do něj patří k základním předpokladům, které by měl oceňovatel zjistit. Jedná se především o zjištění základních informací o přiměřenosti investic, stavu a stáří majetku a o jeho opotřebení. Základním pravidlem reprodukce je, že investice by neměly být dlouhodobější nežli odpisy (respektive doba odepisování).

### **2.1.3.5 Profil konkurenční síly společnosti typu XYZ s.r.o.**

Profil konkurenční síly je přímým faktorem, neboť ho vnímá zákazník přímo. Jedná se především o kvalitu nabízených produktů a jejich úroveň, o ceny těchto produktů, o komunikaci s trhem a o distribuční cesty. Například u cen jde o porovnání cen s cenami konkurence, u komunikace s trhem jde především o intenzitu reklamní činnosti a o prezentaci produktů. U firem obchodních (týká se i firmy XYZ) je také důležité do

hodnocení konkurenční síly zahrnout širší nabízeného sortimentu a u firmy poskytující služby (i XYZ) zahrnout komplexnost poskytovaných služeb. Hodnocení je dobré provádět též pomocí bodového ohodnocení, kde na jedné straně bude převaha konkurence a na straně druhé převaha oceňovaného podniku. Mezi těmito krajními body je samozřejmě průměr. Vyhodnocení proběhne též aritmetickým průměrem jako v předchozích hodnoceních.

#### **2.1.4 Matice k posouzení perspektivnosti podniku**

Komplexní posouzení perspektivnosti podniku je dle Maříka a kol. [4] dáno především dílčími hodnoceními, kterými jsou atraktivita trhu a konkurenční síla podniku. Na základě předchozích výsledků těchto dílčích hodnocení se určí perspektivnost daného podniku. Výsledkem je umístění podniku do té části matice, která nejvíce odpovídá dané situaci. Na ose x je umístěna atraktivnost trhu, která stoupá směrem doprava a na ose y je konkurenční síla, která se zvětšuje směrem vzhůru. Pokud se podnik bude nacházet vpravo nahoře, tak má jednoznačnou perspektivistu, ale naopak nachází-li se vlevo dole, tak je to podnik téměř bez perspektivy. Potom by se jednalo spíše o ocenění likvidační cenou.

## 2.2 Finanční analýza

Nedílnou součástí při oceňování podniku je samozřejmě finanční analýza, která má za úkol oceňovateli poskytnout informace o finančním zdraví podniku k okamžiku ocenění a také o předpovědi budoucího vývoje. Literatura [3] uvádí, že finanční analýza je v případě oceňování podniku východiskem pro posouzení stávajícího stavu hospodaření podniku a především pro identifikaci eventuálních rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti. Při spojení s dalšími informacemi pak finanční analýza slouží jako jedna z východisek pro posouzení rizika, zvláště pak provozního a finančního, které hraje podstatnou roli při stanovení kapitalizační nebo diskontní míry v jednotlivých modelech využitelných pro výpočet tržní hodnoty podniku.

Jednotlivá data, která vstupují do finanční analýzy se čerpají z účetní závěrky (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash-flow). Uvedené výkazy by pro účely správného ocenění měly splňovat základní pravidla, kterými jsou dle Kislingerové [3] zásada věrného zobrazení skutečnosti, zásada účetní jednotky, zásada předpokladu trvání podniku i v dohledné budoucnosti, zásada periodicity, objektivita, historického účetnictví, zásada konzistence mezi účetními obdobími a zásada opatrnosti. Konkrétní situace může vyžadovat i další doplňující informační zdroje, například v případě držby cenných papírů informace od Střediska cenných papírů, České národní banky, Burzy cenných papírů Praha a tak podobně. V případě oceňované firmy XYZ s.r.o. toto nebude nutné, protože firma nevlastní ani nevlastnila žádné cenné papíry jiných podniků. Podklady z auditu společnosti mohou být dalším zdrojem informací pro vyhotovení finanční analýzy, avšak tato firma nepodléhá povinně auditu, ani si ho nenechala dobrovolně provést.

Následující popisy jednotlivých ukazatelů byly vypracovány dle Sedláčka [10].

### 2.2.1 Poměrové ukazatele

**Ukazatele likvidity** - charakterizují schopnost firmy dostát svým závazkům. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit a tím, co je nutno zaplatit. Zabývají se nejlikvidnější částí aktiv společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy. Nevýhodou ukazatelů je, že hodnotí likviditu podle zůstatku finančního majetku, ale ta v daleko větší míře závisí na budoucích cash flow.

**Ukazatele zadluženosti** - udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování firmy, měří rozsah, v jakém firma používá k financování dluhy – tedy zadluženost firmy. Zadluženost není pouze negativní charakteristikou firmy, ale její růst může přispět k celkové rentabilitě a tím i k vyšší tržní hodnotě firmy, avšak současně zvyšuje riziko finanční nestability (pozitivní a negativní vliv finanční páky). K analýze zadluženosti slouží mnoho ukazatelů. Pro účely této diplomové práce je nejvhodnější ukazatel celkové zadluženosti, koeficient samofinancování a koeficient úrokového krytí.

**Ukazatele aktivity** - měří, jak efektivně firma hospodaří se svými aktivy. Má-li jich více než je účelné vznikají jí zbytečné náklady a tím i nízký zisk. Má-li jich nedostatek, pak se musí vzdát mnoha potencionálně výhodných podnikatelských příležitostí a přichází tak o výnosy, které by mohla získat. Obvykle se tyto ukazatele uvádějí v podobě ukazatelů vyjadřujících vázanost kapitálu ve vybraných položkách aktiv a pasiv, obratovost aktiv, nebo dobu obratu aktiv. Nejčastěji používanými ukazateli aktivity pro účely ocenění podniku jsou: obrat celkových aktiv, doba obratu zásob, průměrná doba splatnosti pohledávek a závazků.

**Ukazatele rentability** - poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů firmy, jejichž bylo užito k jeho dosažení. Ukazatel rentability vloženého kapitálu ROI patří k nejdůležitějším ukazatelům, jímž se hodnotí podnikatelská činnost firem. Ukazatel vyjadřuje s jakou účinností působí celkový kapitál vložený do firmy nezávisle na zdroji financování. Ukazatel ROA poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována (vlastních, cizích, krátkodobých, dlouhodobých). Je-li do čitatele dosazen EBIT, potom ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv firmy před odpočtem daní a nákladových úroků. Dosadíme-li do čitatele hospodářský výsledek po zdanění (v našem případě), tak to znamená, že požadujeme aby ukazatel poměřil vložené prostředky nejen se ziskem, ale i s úroky, jež jsou odměnou věřitelům za jimi zapůjčený kapitál. Podrobnějším zkoumáním čitatele i jmenovatele a užitím vhodných rozkladů lze odhalit slabiny firmy a stanovit účinné formy nápravy. Míra výnosnosti vlastního kapitálu (ROE) je ukazatelem jímž vlastníci zjišťují zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos a zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika. V čitateli se obvykle uvádí čistý zisk po zdanění, avšak ve jmenovateli je potřeba zvažovat, které z fondů bude vhodné vypustit.

Zisková marže charakterizuje zisk vztažený k tržbám. Tržby ve jmenovateli představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určité časové období (rok, měsíc, týden, den).

### **2.2.2 Altmanův index**

Altmanova formule, nazývaná též Z-skóre, vychází z diskriminační analýzy. Je to tzv. formule bankrotu. Profesor Altman stanovil diskriminační funkci vedoucí k výpočtu Z-skóre diferencovaně pro firmy s akciemi veřejně obchodovatelnými na burze a zvlášť pro předvídání finančního vývoje ostatních firem. Různě stanovil i hranice pásem pro predikci finančního vývoje firmy. Z-skóre vyjadřuje finanční situaci firmy a je určitým doplňujícím faktorem při finanční analýze. Vzhledem k tomu, že firma která je předmětem této diplomové práce nedisponuje volně obchodovanými akciemi (jedná se o s.r.o.), bylo Z-skóre vypočteno za pomoci „druhého“ vzorce viz kapitola 3.3.5. Uspokojivou finanční situaci můžeme předvídat při Z-skóre vyšším než hodnota 2,9. Šedá zóna se pohybuje v rozmezí od 1,2 do 2,9 a společnost s velmi špatnou finanční situací na pokraji bankrotu se bude pohybovat pod hodnotou 1,2.

### **2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná vychází z předpokladu, že oceňovaný podnik může provozovat více podnikatelských aktivit, z nichž některé jsou vedlejší. Pak by mělo ocenění podniku proběhnout na základě dílčích ocenění jednotlivých aktivit podniku. Proto je-li to možné je dobré rozdělit aktiva podniku na provozně potřebná a na provozně nepotřebná a tak rozdělit náklady a výnosy nesouvisející s hlavním předmětem podnikání. Jde o to vyřadit z ocenění taková aktiva, která nepřinášejí podniku významnější příjmy s hlavně pokud jsou zde rozdílná budoucí rizika. Zde je nutné zdůraznit že firma XYZ používá sto procent svých aktiv pro hlavní podnikatelskou činnost, proto není nutné se zabývat rozdělením aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. V této práci se tímto již nebudeme zabývat a budeme počítat s celými aktivy jako s provozně potřebnými. Z tohoto vyplývá, že není nutná ani případná korekce provozního výsledku hospodaření a pro další výpočet tedy bude použit též provozní výsledek hospodaření uvedený ve výkazu zisku a ztráty.

## **2.4 Metody oceňování společností**

### **2.4.1 Metody založené na analýze výnosů**

V případech, kdy tvoří hodnotu podniku (oceňovaného majetku) především výnosy, je dobré použít k ocenění metody založené na analýze výnosů. Z teoretického hlediska je nejsprávnější za výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného majetku jeho držiteli. Jako základ pro výnosové ocenění můžeme však použít i jinak chápané výnosy. V závislosti na konkrétním typu výnosů můžeme pak jednotlivé výnosové metody rozdělit na čtyři typy metod. Každá metoda je vhodná pro podnik jiného typu, případně pro určitou fázi životního cyklu podniku.

Nejsprávnějšími metodami jsou takové, které jsou založené na očekávaných hotovostních tocích. Problémem těchto metod je však definovat, co se vlastně pod pojmem peněžní tok skrývá, jak velké peněžní toky jsou možné v budoucnu předvídat a nemalým problémem je stanovení správné diskontní sazby pro jejich přepočtení na současnou hodnotu.

#### **2.4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)**

V současné době patří modely DCF k modelům, které mají největší využití v praxi. Podstatou ocenění podniku pomocí této metody je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Základem je tedy současná hodnota budoucích výnosů.

Tato metoda je základní výnosovou metodou. Princip této metody popisuje například Mařík a kol. [4]. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tím i reálným vyjádřením užítku z podniku a tím přesně reflektuje teoretickou definici hodnoty.

Tato metoda se dá dále rozlišit podle tří základních technik výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF. Každá z těchto metod se snaží zjistit hodnotu tzv. čistého obchodního majetku. Jedná se o následující metody:

- metoda „entity“ (entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek)
- metoda „equity“ (equity = vlastní kapitál)
- metoda APV (adjusted present value = upravená současná hodnota)

**Metoda DCF entity** - při použití této metody probíhá výpočet ve dvou fázích. V první fázi musíme vyjít z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Jejich následným diskontováním pak získáme hodnotu podniku jako celku. V další fázi je nutné tuto vypočtenou hodnotu ponížít o hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu. Tuto metodu můžeme považovat za základní způsob ocenění (je ve velké míře používána i zahraničními oceňovateli).

**Metoda DCF equity** – tato metoda je v principu obdobná jako první fáze metody DCF entity, avšak zde se vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům podniku. Jejich následným diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu.

**Metoda DCF APV** – tato metoda ocenění dělí výpočet opět do dvou fází jako metoda DCF entity. V první fázi se zjišťuje hodnota podniku jako celku (v tomto případě však jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhé fázi se provede od výsledné hodnoty z první fáze odpočet cizího kapitálu. Výsledná hodnota je hodnotou netto.

Výše uvedené dílčí metody DCF jsou v praxi hojně využívány - především metody DCF entity a DCF equity.

### **Postup při použití metody DCF:**

V první řadě je zapotřebí provést strategickou analýzu, finanční analýzu a připravit odůvodněný finanční plán oceňované společnosti. Po té můžeme přistoupit na vlastní výpočet ocenění. K tomu je zapotřebí dobrá orientace v postupech jak např. vymezit peněžní tok pro vlastní ocenění, jakými propočtovými technikami odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu.

Peněžní tok pro vlastní ocenění nemůžeme vymezit jen na základě odhadu. Nejdůležitější determinantou je zde investovaný kapitál, na základě kterého je chápán podnik jako celek. Výpočet investovaného kapitálu můžeme rozdělit do dvou kroků:

- 1) určení nákladů na investovaný kapitál
- 2) rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná - viz předchozí kapitola

### ***Určení nákladů na investovaný kapitál***

Jak již bylo výše popsáno, tak metoda diskontovaného čistého cash flow spočívá v diskontování budoucích peněžních toků ze kterých následně získáme ocenění investovaného kapitálu. Náklady kapitálu představuje diskontní míra.

Musíme stanovit náklady na jednotlivé kapitálové položky, jako jsou: vlastní kapitál, cizí (úročený) kapitál, nákladové rezervy, závazky a časové rozlišení. Nejobtížnějším je stanovení nákladů na vlastní kapitál. K tomuto výpočtu existuje několik metod (CAPM, stovebnicová metoda, atd.), přičemž nejpoužívanější je metoda CAPM. Další obtížně zjištěitelné náklady jsou náklady na závazky. Většinou tvoří největší část všech závazků závazky z obchodních vztahů (u společnosti XYZ dokonce 92%), které jsou svou povahou dodavatelským úvěrem. Úrok z úvěru je však již zahrnut v ceně poskytnutého zboží nebo služby. Je tak zcela nemožné tyto dvě sumy od sebe oddělit a tak zjistit náklady na závazky. Kvůli obtížím s určením těchto nákladů je vhodnější počítat z tzv. pracovním kapitálem (oběžná aktiva – závazky). Pro účely ocenění je dle [4] vhodné výpočet pracovního kapitálu upravit a to především rozšířením oběžných aktiv o časové rozlišení, o neúročený kapitál a odpočítáním neúročených závazků namísto krátkodobých bankovních úvěrů.

Od oběžných aktiv je tedy nutné odečíst především krátkodobé závazky, které se vyznačují bezprostřední vazbou k pohybu peněžních prostředků, se splatností do 1 roku a nevyvolávají žádné úrokové náklady a dále pak pasivní položky časového rozlišení.

### ***Určení peněžních toků pro metodu DCF***

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózu cash flow a to ve všech čtyřech základních úrovních (provozní, investiční, finanční a celkové). Pro účely ocenění podniku však ani jedna z těchto čtyřech kategorií nepostačuje. Pro správné ocenění je nutné zjistit, kolik peněz bude možné z podniku odčerpat aniž bychom narušili předpokládaný vývoj podniku.

Výchozí částí cash flow je provozní peněžní tok. Od něj je zapotřebí odečíst investice, které jsou podmínkou pro dosažení dané výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je pak tzv. volný peněžní tok (FCF). Při použití DCF „entity“ se za volný

peněžní tok považují prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům (dividendy) a věřitelům (podoba splátek úvěrů a příslušných úroků).

Základním požadavkem pro výpočet volného peněžního toku je korigovaný výsledek hospodaření. Jedná se o provozní výsledek hospodaření, finanční výsledek hospodaření, výsledek hospodaření za běžnou činnost a mimořádný výsledek hospodaření. Mařík a kol. [4] nedoporučuje pro výpočet použít EBIT, nýbrž zmíněný korigovaný provozní výsledek hospodaření. Postup výpočtu tohoto korigovaného výsledku můžeme shrnout do následujících tří kroků:

- 1) od provozního výsledku hospodaření odečíst tržby z prodeje dlouhodobého majetku, materiálu a náklady na tento majetek – protože se nejedná o náklady a výnosy spojené s hlavní činností podniku, a takovéto prodeje nejsou pravidelnou záležitostí, tudíž by to mohlo zbytečně zkreslovat výsledek,
- 2) odečíst další položky související s provozně nepotřebným majetkem – jak již bylo popsáno, tak oceňovaná společnost XYZ s.r.o. nemá provozně nepotřebná aktiva, která by bylo nutné od provozního výsledku hospodaření odečíst,
- 3) odečíst všechny známé jednorázové položky, které nemají opakovaný charakter a to přibližně na dobu plánu – jedná se o aktivace a o ostatní jednorázové náklady nebo výnosy.

Finanční výsledek hospodaření musíme také upravit a tím dostaneme korigovaný finanční výsledek hospodaření. Finanční výsledek je nutné upravit o:

- 1) tržby a náklady na prodej cenných papírů
- 2) kurzové rozdíly – jedná se také o nepravidelnou a nepředvídatelnou položku

Úprava mimořádného výsledku hospodaření ve firmě XYZ není nutná a to především z důvodů malého, nebo dokonce žádného mimořádného výsledku hospodaření.

Dalším nezbytným krokem pro výpočet volných peněžních toků je kalkulace investic. V zásadě platí, že by měly být realizovány jen ty investice, které do budoucna přinesou kladnou čistou současnou hodnotu.

Vzhledem ze skutečnosti, že pro vlastní ocenění společnosti XYZ s.r.o. bude použita metoda DCF „entity“, která je jak bylo uvedeno dvoufázová (v praxi nejobvyklejší), budou nyní popsány jednotlivé fáze této metody.

Dvoufázová metoda vychází z představy, že budoucí plánované období lze rozdělit na dvě části.

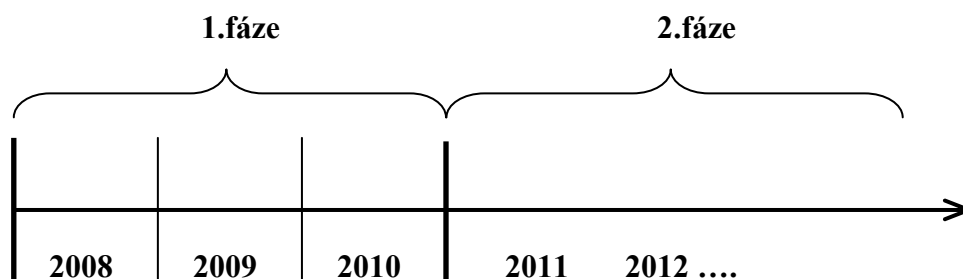
### ***1. fáze metody DCF „entity“***

Tato fáze zahrnuje období podniku, na které lze vypracovat prognózu na každý rok. V praxi se může jednat například o období tří let, kdy je oceňovatel schopen určit volný peněžní tok. Tato prognóza může být určena na základě předchozího vývoje spolu s budoucími investicemi, nebo například podle business plánu podniku – pokud je dostatečně přesný a naplánovaný na daný počet let.

### ***2. fáze metody DCF „entity“***

Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze. V nejlepším případě do nekonečna, avšak v této práci budou uvedeny hodnoty pouze pro následující 2 roky po skončení první fáze. Hodnota podniku vypočítaná pomocí hodnot druhé fáze se nazývá pokračující hodnota.

Grafické znázornění této dvoufázové metody můžete vidět na následujícím obrázku Obrázek 1.



**Obrázek 1 Dvoufázová metoda**

Prvním krokem dvoufázové metody je určení toho, jak dlouhé bude prognózované období a jak dlouhé období budeme počítat pomocí pokračující hodnoty. Pro určení délky první fáze není pravidlo, avšak lze všeobecně doporučit takovou délku první fáze, aby bylo možné předpokládat, že oceňovaná firma dosáhne za toto období určité

stability svých obchodů. Tuto stabilitu lze chápat jako předem určenou vizi podloženou například business plánem a tedy konkrétními čísly.

Začátek druhé fáze by měl začínat hned po ukončení první fáze, což jak bylo výše popsáno je podložený budoucí růst podniku. Odhad pokračující hodnoty je založen na předpokladu konstantního a stabilního budoucího růstu. Je důležité zdůraznit skutečnost, že čím je kratší první fáze, tím má větší vliv druhá fáze na celkovou hodnotu podniku. Mařík a kol. [4] uvádí, že při délce první fáze 3-5 let má druhá fáze na celkovou hodnotu oceňovaného podniku dokonce 80% vliv. Proto je nejlepší volit první fázi co nejdelší, čímž se celková hodnota podniku více přiblíží případné realitě.

Pokračující hodnotu můžeme vypočítat několika způsoby. Prvním z nich je výpočet pomocí tzv. Gordonova vzorce. Další metoda se provádí za pomoci tzv. parametrického vzorce. U obou těchto metod je důležité, že jsou použitelné jen v případě pokud je 1.fáze dostatečně dlouhá, což v případě ocenění společnosti XYZ s.r.o. není možné a to především s ohledem na krátkodobý časový horizont business plánu (3 roky), který je ve společnosti stanoven hlavně s ohledem na expanzi relativně nového produktu.

Pokračující hodnota se dá také odvodit od tempa růstu příslušného trhu spolu s prognózou trhu, na kterém firma působí. Musí však být známá velikost daného trhu a také jeho charakteristiky. To není problémem například ve stavebnictví, či ve zpracovatelském průmyslu. Avšak na trhu s xxxxx existují jen všeobecné dohady o velikosti trhu a tempo růstu tohoto trhu celkově není známo. Dalším faktem je, že nelze jednoznačně určit na jakém konkrétním faktoru je tento trh závislý. Z těchto důvodů bude pokračující hodnotu určena na základě komplexního faktoru, kterým je tempo růstu HDP v České republice. Vysvětlení je jednoduché. Jedná se o to, že xxxx se používá nejen v jednom průmyslovém odvětví, ale prakticky ve všech oborech, proto se domnívám, že nejvhodnější a relativně přesnou metodou jak určit pokračující hodnotu je závislost trhu s xxxxx na celkovém stavu české ekonomiky a na jejích klíčových parametrech. Více se tomuto bude věnovat praktická část této práce.

Dle [3] však kromě výše zmíněných modelů pro výpočet celkové hodnoty podniku existuje ještě tzv. třífázová metoda, která rozděluje prognózované období na 3 části. Jedná se o část, kdy je podnik ve fázi rychlého růstu, následně je ve fázi přechodné a

nakonec se nachází ve fázi, která je označovaná jako fáze stability. Tímto modelem se v této práci nebudeme podrobněji zabývat.

### ***Diskontní míra pro metodu DCF***

Diskontní míra tvoří významný prvek při ocenění metodou diskontovaných peněžních toků, který vedle vymezení budoucího výnosu významnou měrou ovlivňuje výslednou hodnotu. Úlohou diskontní míry je v první řadě převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí. V diskontní míře se tedy odráží nejen faktor času, ale také i riziko, které je spojené s investicí.

Výpočet diskontní míry můžeme rozdělit opět do tří kategorií, které jsou popsány na začátku metody DCF. Následující část textu se věnuje problematice výpočtu diskontní míry pro metodu DCF „entity“ ve které je stanovena diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Možností jak vypočítat náklady kapitálu je hned několik. Celkový rozpis jednotlivých metod a jejich použití je podrobně popisuje Buus [1].

### ***Výpočet WACC (weighted average cost of capital)***

WACC je ekonomická veličina představující průměrnou cenu (vyjádřenou v úrokové míře), kterou musí podnik platit za užití svého kapitálu. Váhami jsou podíly jednotlivých složek ve struktuře kapitálu podniku. Obecný vzorec pro výpočet těchto průměrných nákladů na kapitál je následující:

$$WACC = r_E \times \frac{E}{C} + r_D \times (1 - d) \times \frac{D}{C}$$

kde:  $r_E$  .....náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku)

$r_D$  .....náklady na cizí kapitál (očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku)

E.....hodnota vlastního kapitálu

C.....hodnota celkového kapitálu

D.....hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

d.....sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný podnik

K výpočtu WACC je třeba odhadnout náklady cizího kapitálu, náklady vlastního kapitálu a určit váhy jednotlivých tržních složek kapitálu. Kapitálová struktura by se měla zjišťovat na základě tržních hodnot. Jsou-li výchozím bodem hodnoty účetní, je vypovídací schopnost ukazatele do jisté míry snížena.

### ***Určení nákladů na cizí kapitál***

Dle [2] je možné při určování nákladů na cizí kapitál postupovat několika způsoby. Náklady na cizí kapitál se propočtou jako vážený průměr z efektivních úrokových plateb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu.

Ke zjištění hodnoty ukazatele nákladů na cizí kapitál je možno použít údaje z úvěrových smluv a nejsou-li k dispozici, je možno ji odvodit z poměru výše placených úroků a hodnoty používaného cizího kapitálu.

Nutno podotknout, že nás zajímají pouze náklady úročeného cizího kapitálu, který byl použit na financování operativních aktiv (úvěry, obligace, leasingové financování apod.). Proto je třeba do nákladů cizího kapitálu přiřadit implicitní úrokovou míru obsaženou v leasingových platbách. V ekonomické rozvaze je třeba věnovat pozornost „zbylým“ zdrojům cizího financování, k nimž se připočítají ekvivalenty cizího kapitálu (debt equivalents). U společností zpracovávajících konsolidované výkazy mohou být dalším ekvivalentem cizího kapitálu podíly minoritních akcionářů. To však není případ společnosti XYZ.

Dalším možným postupem, který uvádí [4] je určení nákladů na cizí kapitál pomocí tržních dat. Výnos do doby splatnosti pak můžeme určit pomocí rizikové třídy – tzv. ratingu posuzovaného dluhu. V našich podmínkách bude nezbytné toto zařazení odhadnout, tedy přiřadit konkrétní podnikový dluh k takové skupině, která je zatížena obdobným rizikem. U společnosti XYZ je však nutné podotknout, že tato společnost

nebyla v předchozích dvou letech téměř vůbec zatížena bankovním úvěrem. Např. v roce 2007 se jednalo pouze o jeden krátkodobý bankovní úvěr ve výši 1,6 mil.Kč

### ***Určení nákladů na vlastní kapitál***

Výše nákladů na vlastní kapitál není na rozdíl od nákladů na cizí kapitál dohodnuta smluvně. Je možno ji odvodit z výše vyplácených dividend a podílů na zisku. V případě, kdy společnost dividendy či podíly na zisku nevyplácí, by však toto pojetí mohlo vést k mylnému závěru, že náklady vlastního kapitálu jsou velmi nízké nebo dokonce nulové. To by však bylo ve vážném rozporu s teorií, že vlastní kapitál je pro podnik obecně dražší než kapitál cizí.

Na náklady vlastního kapitálu je totiž v souladu s teorií řízení hodnoty třeba pohlížet z pohledu vlastníka, tedy jako na náklady příležitosti, oportunitní náklady. Při stanovení jejich výše je tedy třeba najít odpověď na otázku, jakého výnosu by vlastník kapitálu mohl dosáhnout, pokud by využil jiné, stejně rizikové investice. Obecným vzorcem pro výpočet nákladů na vlastní kapitál může být následující vztah, kde  $r_e$  představují náklady vlastního kapitálu,  $r_f$  pak výnosnost bezrizikového aktiva (např. státní dluhopisy) a PR je premie za riziko.

$$r_e = r_f + PR$$

Prémii za riziko lze pak obecně rozdělit na část odpovídající obchodnímu riziku a finančnímu riziku.

Obchodní riziko zahrnuje riziko nestability obratu a riziko vyplývající z tzv. provozní páky. Nestabilita obratu může být způsobena např. výkyvy v poptávce, měnovými faktory či rychlejším vývojem konkurence. Základem provozní páky je skutečnost, že výše podnikových nákladů se nemění ve stejném poměru jako výše obratu, protože část těchto nákladů má fixní charakter.

Pojem finančního rizika je spojen především s mírou zadlužení. S růstem zadluženosti sice roste rentabilita vlastního kapitálu, ale současně se zvyšuje i riziko (a požadovaný výnos) investora. Růst tohoto rizika pak vyvolává i růst nákladů na vlastní kapitál.

Určení premie za riziko a tedy i výše nákladů vlastního kapitálu je nejproblematictější částí výpočtu průměrných nákladů kapitálu.

Za základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích je považován model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model). Mezi další metody odhadu nákladů vlastního kapitálu patří dividendový model (DDM – Dividend Discount Model) a teorie arbitrážního oceňování (APT – Arbitrage Pricing Theory). Popis jednotlivých modelů, postupů pro jejich sestavování či jejich diskuse je problematika přesahující rámec této práce. V praktické části této práce se budeme zabývat jen modelem CAPM, který je dle našeho názoru pro praktické použití ve firmě XYZ s.r.o. nejvhodnější.

Pro použití modelu CAPM je zapotřebí stanovit bezrizikovou výnosovou míru, rizikovou prémii kapitálového trhu a tzv. beta faktor.

$$r_e = r_f + \beta \cdot (E \cdot (R_m) - r_f)$$

kde:  $r_e$ .....představuje náklady vlastního kapitálu

$\beta$ .....je koeficient vyjadřující zda riziko konkrétního aktiva je  
větší či menší než riziko kapitálového trhu jako celku

$R_m$ .....je očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$R_f$ .....je výnosnost bezrizikových aktiv

$(R_m - r_f)$ ....představuje premii za riziko odpovídající systematickému riziku kapitálového trhu.

Pozn.: Data potřebná k dosazení do výše uvedeného vztahu je možno získat z kapitálového trhu. Je možno také postupovat tak, že jsou použita data obdobných podniků či průměrná data za odvětví činnosti. V podmínkách České republiky je třeba postupovat metodou odhadu, kdy lze využít například data z vyspělých trhů po jejich přizpůsobení na lokální podmínky.

### ***Způsoby výpočtu DCF***

Odpověď na otázku, jakým způsobem diskontovat, dávají následující modely. Pro výběr správného modelu je však dle [3] nutné zvážit určité skutečnosti, a to:

- možnost spolehlivě určit výnos a jeho charakter,

- posouzení růstové míry jednak v relaci k nominální růstové míře hospodářství jako celku a jednak v relaci v oboru z pohledu času,
- promítnutí výše uvedených skutečností do míry investic a jejich následné porovnání s úrovní odpisů.

Pro vlastní výpočet hodnoty podniku můžeme užít několik modelů. Jedná se o modely:

- model stabilního růstu,
- dvoufázový výpočet,
- třífázový výpočet.

Vzhledem ke skutečnostem popsaným v předchozích kapitolách se dále budeme zabývat pouze způsobem výpočtu pomocí dvoufázového modelu založeného na FCFF (volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele). Při použití této metody pak vzorec pro výpočet vypadá následovně.

$$\sum_{t=1}^{1=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} (1+WACC)^{-n}$$

kde: FCFF<sub>t</sub> ..... volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

WACC..... průměrné náklady na kapitál

g<sub>n</sub>..... udržitelné tempo růstu – druhá fáze

Model DCF pracující na bázi FCFF se jeví dle [3] jako nejvhodnější pro použití v podmínkách České republiky. Argumenty spočívají především ve skutečnosti, že FCFF zahrnuje veškeré peněžní toky (pro vlastníky i věřitele). Stejně tak jmenovatel je stanoven na bázi WACC. Dále je nutné zdůraznit, že při použití této metody je výsledkem hodnota podniku jako celku.

### ***Výpočet FCFF – free cash flow to the firm***

Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele se vypočítá na základě následujícího vzorce.

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INVESTICE_t$$

kde: FCFF<sub>t</sub> ..... volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele

EBIT<sub>t</sub> ..... provozní zisk před zdaněním

T ..... sazba daně z příjmů

ODP<sub>t</sub> ..... odpisy

$\Delta WC_t$  ..... změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva –  
krátkodobé závazky)

#### **2.4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Tato metoda je používána především v německy mluvících zemích, kde v překladu znamená postup vedoucí ke zjištění výnosové hodnoty. Někdy se této metodě říká také metoda kapitalizovaných zisků. Podle [3] je tato metoda v německy mluvících zemích dokonce využívána více než metoda DCF.

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů patří k metodám ze skupiny „equity“, což znamená, že výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pro vlastníky kapitálu a výsledkem je pak přímo hodnota vlastního kapitálu. Tuto metodu můžeme rozdělit na dvě dílčí části – varianty. První varianta je především rozšířena v akademickém prostředí a vychází z toho, že čistý výnos podniku je určen na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji. Jedná se tedy o čistý výnos vycházející z peněžních toků. Vezmeme-li v úvahu předchozí popsanou metodu DCF, tak můžeme říci, že se 1 varianta metody kapitalizovaných čistých výnosů s touto metodou shoduje.

Druhou variantu můžeme nazvat metodou užívanou v praxi (metoda praktiků). Jedná se o metodu, která vznikla za pomoci institutu auditorů. Hlavním rozdílem této varianty od varianty předchozí je v tom, že se čistý výnos vypočítá z upraveného výsledku

hospodaření. Jedná se o rozdíl mezi náklady a výnosy a to v účetním pojetí. Výhodou takového výpočtu je skutečnost, že můžeme bezprostředně do základu ocenění promítnout přímo investiční výdaje a také časový okamžik jejich vzniku. Tímto přístupem je zaručena větší přesnost vypočtené hodnoty ocenění podniku (přesně odpovídá teoretickému vymezení hodnoty jako současné hodnoty budoucích čistých příjmů). Tato přesnost je však z velké části závislá na dlouhodobém plánování investic a to je bezesporu velmi obtížnou prognózou. A to zvláště když si uvědomíme, že účinné zahrnutí investičních výdajů vyžaduje naplánování investic po celou dobu životního cyklu majetku a to může být i deset let a více.

Při oceňování podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je dle [4] zapotřebí dodržovat následující zásady:

- a) pro vlastní ocenění je určující účel ocenění
  - záleží na účelu ocenění, zda chceme určit subjektivní, objektivizovanou či jinou hodnotu. Na základě vymezeného účelu pak užíváme různé předpoklady,
- b) podnik je zapotřebí oceňovat jako hospodářskou jednotku
  - zde je zapotřebí dávat při ocenění pozor, aby byly oceněny veškeré související oblasti podniku, případně pouze ty, které chceme ocenit
- c) princip rozhodného dne
  - ocenění se vždy vztahuje k určitému dni (určitému časovému okamžiku), proto je tento datum nutné stanovit již při zahájení oceňovací činnosti,
- d) ocenění provozně nutného majetku a oddělení ocenění neprovozního majetku
  - tato problematika byla již rozepsána v kapitole 2.3 této práce.

#### **2.4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty**

Ekonomická přidaná hodnota – EVA je v posledních letech stále více prosazována a to jak v teoretickém, tak i zejména v praktickém ocenění podniků. Jedná se o veličinu, která je využitelná jednak jako nástroj finanční analýzy, a jednak i při řízení a

oceňování podniku. V podstatě se jedná o ukazatel výnosnosti podniku, který ovšem neobsahuje nedostatky některých předchozích ukazatelů (ROE, ROA atd.).

Model je založen na ekonomickém zisku, který na rozdíl od účetního zisku představuje přebytek výnosů zůstávajících firmě po zaplacení služeb výrobních faktorů včetně činností firmy nad úroveň nákladu kapitálu vázaného v jeho aktivech. Náklad kapitálu je chápán jako míra výnosů akceptovatelná investory a vlastníky.

Tento model se uplatňuje při oceňování podniku již dlouhá léta, a tvoří základ metody mimořádných zisků. Je možné ho použít podobně jako metodu DCF ve variantách „entity“, „equity“ a „APV“. V této práci je popsán pouze nejpoužívanější model v praxi a to je stejně jako v případě DCF metoda EVA „entity“.

Schéma výpočtu pomocí metody EVA „entity“:

$$\begin{aligned} & \text{Tržní hodnota provozně potřebných aktiv} \\ + & \text{Tržní hodnota provozně nepotřebných aktiv} \\ - & \text{Tržní hodnota úročených závazků} \\ = & \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu} \end{aligned}$$

Tržní hodnota provozně potřebných aktiv se vypočítá odečtením MVA (tržní přidaná hodnota) od NOA (čistá operační aktiva). MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Ve své podstatě můžeme říci, že EVA měří úspěch podniku v minulém období a MVA je pohled podniku do budoucnosti, který odráží očekávání trhu.

Pro vlastní výpočet se obvykle volí dvoufázová metoda jako u metody DCF. Druhá fáze se počítá jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna, ale i zde se dá počítat s využitím určitého tempa růstu. Je důležité zdůraznit, že přesnost výpočtu závisí také na použité hodnotě průměrných nákladů na kapitál, které je možné použít pro všechny počítané roky stejné (menší přesnost), nebo což je daleko přesnější použít pro každý rok jiné WACC.

Vzhledem k tomu, že tato metoda nebyla zvolena pro praktické ocenění společnosti XYZ s.r.o., tak již nebude podrobněji rozebírána.

#### **2.4.1.4 Kombinované výnosové metody**

Pro ocenění podniku máme k dispozici nejen výše popsané metody, ale existují také ještě další metody, které jsou od nich odvozeny nebo jsou jejich kombinací. Tyto metody, které pracují s výsledky předchozích metod jsou zpravidla užívány k syntéze výsledků ocenění. Dle [3] jsou tyto kombinované metody následující:

- Smalenchova metoda – metoda střední hodnoty,
- metoda vážené střední hodnoty,
- metoda nadzisku, superzisku.

##### ***Schalenchova metoda – metoda střední hodnoty***

Tato metoda je často označována za metodu „obchodníků a praktiků“ a je v praxi poměrně často využívanou metodou. Podstata této metody spočívá v tom, že hodnota podniku je vyjádřena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Proti této metodě však existuje množství výhrad a to především kvůli neslučitelnosti výnosu a substance. Výpočet pomocí této metody je v podstatě aritmetickým průměrem majetkové hodnoty, substanční hodnoty a hodnoty výnosu. Zde je důležité zdůraznit, že hodnota výnosu pro účely této metody musí být vypočítána metodou kapitalizace zisku. Metody střední hodnoty není možné využít v případech, kdy neexistuje podmíněnost majetkovou bází – například u leasingových společností nebo poradenských firem. Dále by mělo platit, že lze tuto metodu užít jen v případech že se vypočítaná výnosová hodnota příliš neliší od hodnoty substanční.

##### ***Metoda vážené střední hodnoty***

Tato metoda je dle [3] velmi často využívána v praxi, neboť kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Tato metoda využívá hodnoty podniku stanovené substanční metodou (násobenou koeficientem váhy substanční hodnoty) a hodnoty podniku stanovené výnosovou metodou. Nejčastěji se používá jako váha substanční hodnoty hodnota 0,5 avšak při zvýšeném riziku je možné hodnotu zvýšit například na 0,7.

### ***Metody nadzisku, superzisku***

Jedná se o metody, které jsou svým způsobem stejné jako metoda střední hodnoty s tím rozdílem, že se oceňovatel zabývá tzv. nadziskem a superziskem. Výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Tato metoda pak kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk definuje jako rozdíl mezi ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku.

Podle [4] můžeme k výše popsaným metodám přidat ještě ***metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů***, která pracuje na principu, že se celková hodnota podniku skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota firmy je v tomto případě chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. Charakteristickým rysem této hodnoty je, že se nikde přímo nematerializuje. Vyjadřuje hodnoty jako jsou stálý okruh zákazníků, účinný systém řízení atd. (jinak vyjádřený goodwill). Východiskem této metody je, že se dá hodnota „firmy“ spočítat přímo. Jejím základem je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos (mimořádný čistý výnos = rozdíl mezi celkovým čistým výnosem a výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu).

Normální výnosnost kapitálu je dána obvyklou kalkulovanou úrokovou mírou – náklady kapitálu. Je však nutné dodat, že mimořádný čistý výnos je spojen se značnými riziky, proto se v těchto případech volí vyšší úroková míra.

#### **2.4.2 Ostatní metody**

Jednou z nejvýznamnějších „moderních“ metod je dle [1] metoda reálných opcí. Tato metoda je vhodná především v případech, kdy existuje záměr nebo podnik už funguje, ale nelze ještě ani přibližně odhadnout budoucí růst poptávky po jeho výrobcích nebo odhadnout cenu, za kterou podnik tyto výrobky bude prodávat. Reálnou opcí se rozumí možnost přerušit nebo změnit projekt za předem stanovené náklady. Podniky v počáteční fázi mají svá specifika. Jedním z nich je, že nedisponují velkým množstvím

majetku a tudíž lze jejich činnost ukončit bez velkých ztrát. Druhým specifickým znakem je, že tyto podniky mají rozsáhlé možnosti rozvoje.

Tato metoda (reálných opcí) se používala zejména při oceňování internetových společností. Lze ji však použít i pro oceňování přírodních zdrojů. Je však nutné zdůraznit, že tato metoda je matematicky velmi náročná a proto je používána jen velmi zřídka.

### **2.4.3 Metody založené na analýze majetku**

#### **2.4.3.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

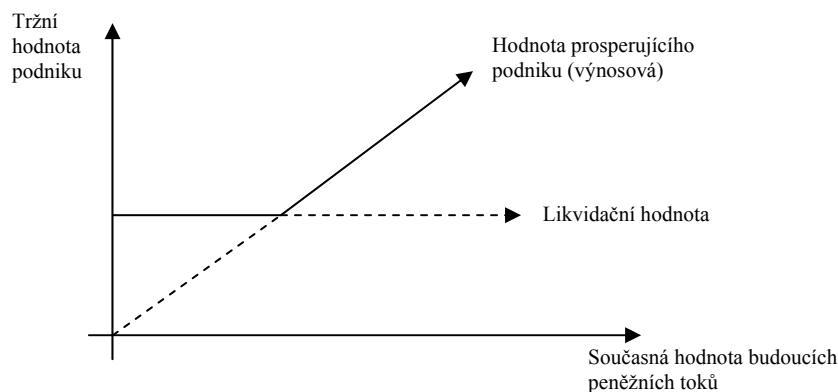
Jako první metodu založenou na analýze majetku jsem uvedl přímé ocenění z dat kapitálového trhu neboli metodu tržní kapitalizace. Tato metoda je nevhodná v případě nelikvidního trhu a s ní spojeným je volba období, k němuž se má tržní kapitalizace vztahovat. Ve většině případů je odhadnutí jednotlivých složek majetku, vývoje výnosů nebo peněžních toků natolik obtížné, že je vhodné se spolehnout na ocenění na základě tržního srovnávání.

#### **2.4.3.2 Ocenění likvidační hodnotou**

O ocenění podniku likvidační hodnotou může jít v případě, že majetek podniku bude v budoucnu nějakým způsobem zlikvidován, rozdělen, případně rozprodán. Všechny metody oceňování jsou založeny dle literatury [3] na předpokladu a to na předpokladu prosperujícího podniku (tzv. going concern princip) a jeho neomezeném trvání. V těchto případech je nejčastěji hodnota podniku odvozena od současné hodnoty budoucích výnosů. Z praktického hlediska je však možné se setkat se společnostmi, které nemají jasnou perspektivu podnikatelské činnosti, nebo mají problémy se zajištěním budoucí existence.

Právě v těchto případech nastává okamžik vhodný pro ocenění společnosti pomocí likvidační hodnoty. Jedná se o množství prostředků získaných prodejem jednotlivých majetkových částí, tedy o sumu prodejních cen jednotlivě prodávaných aktiv sníženou o odměnu likvidátora.

Likvidační hodnota tvoří spodní hranici hodnoty oceňované společnosti. Je-li současná hodnota budoucích výnosů nižší než hodnota likvidační, pak je likvidační hodnota oceněním podniku. Tuto skutečnost zobrazuje následující Obrázek 2.



**Obrázek 2 Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku**

Podstata metody založené na likvidační hodnotě spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji podnikatelskou činnost a odprodá všechna svoje aktiva, uhradí všechny existující dluhy a odmění likvidátora.

Výsledná likvidační hodnota = hodnota podniku – hodnota závazků

V případě oceňování podniku touto metodou hraje klíčovou roli faktor času. Je zapotřebí zjistit časový horizont ve kterém je likvidátor schopen prodat aktiva společnosti.

Likvidační hodnota může být pro vlastníky také velmi zajímavá, a to zejména v případě kdy je likvidační hodnota vyšší než-li hodnota podniku stanovená za pomoci výnosových metod a v případě že je likvidační zůstatek kladný. V takovém to případě by vlastníci podniku získali více likvidací podniku, než pokračováním v podnikatelské činnosti dle podnikatelského plánu (podle kterého byl oceněn v případě oceňování výnosovými metodami).

### **2.4.3.3 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku**

Majetkovou hodnotu podniku za předpokladu jeho pokračování (going concern princip) můžeme rozdělit do dvou oblastí. A to na základě přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek. Jedná se o následující dva způsoby:

- 1) ocenění na základě historických cen
- 2) ocenění na základě reprodukčních cen

Ocenění na základě historických cen vychází z principu za kolik by byl majetek skutečně pořízen. Tento princip vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné nepřesnosti od reality. Na druhou stranu je výhodou průkaznost získané hodnoty ocenění. Nutné je zmínit, že účetně pojaté ocenění v rámci oceňování podniku hraje pouze doplňkovou úlohu.

Cílem ocenění substanční hodnotou, neboli na základě reprodukčních cen je nalézt takovou hodnotu za kterou by bylo možné podnik vybudovat od začátku. Substanční hodnotu můžeme rozdělit do dvou základních kategorií. A to na substanční hodnotu „netto“ a „brutto“. V případě hodnoty „netto“ se jedná o ocenění vlastního kapitálu. Hodnotu „netto“ spočítáme odečtením dluhů od substanční hodnoty „brutto“ a hodnotu „brutto“ získáme zjištěním aktuálních reprodukčních cen stejného nebo obdobného majetku a ty musíme ještě snížit o opotřebení.

### **2.4.4 Metody založené na analýze trhu**

Ocenění podniku na základě metody analýzy trhu je pro běžného člověka nejbližší. Je tomu proto, že pokud má někdo v úmyslu prodej nějakého statku, obvykle potřebuje zjistit za kolik ho lze rozumně prodat. Tato metoda spočívá v tom, že prodávající zjistí cenu obdobného statku na trhu – samozřejmě v daném období. Pokud jde o běžně obchodovatelný statek, pak většinou nebývá problém s oceněním. Problém nastává pokud se jedná o statek, který není běžně dostupný na trhu.

Tyto metody lze rozdělit do dvou základních skupin:

- metody založené na přímém ocenění z dat kapitálového trhu
- metody využívající tržního porovnávání

#### **2.4.4.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

Tato metoda se používá výhradně pro oceňování akciových společností jejíž akcie jsou obchodovány na burze. Je tedy nutné znát tržní cenu akcií. Vzhledem k tomu, že mnou oceňovaná společnost XYZ je společností s ručením omezeným a není obchodovatelná, proto se touto metodou nebudu již dále zabývat.

#### **2.4.4.2 Metoda tržního porovnávání**

Metoda tržního porovnávání stanovuje hodnotu pomocí analýzy prodejů srovnatelných majetků v nedávném období. Tržně srovnávací metoda je založena na předpokladu, že by informovaný kupec za majetek nezaplatil více, než jsou náklady na pořízení jiného majetku se stejnou využitelností. Při oceňování majetku jsou analyzovány podobné majetky nedávno prodané nebo nabídnuté k prodeji v současných tržních podmínkách. V případě, že je předmětem ocenění podnik, spočívá tato metoda v aplikaci tržních poměrových ukazatelů, které charakterizují srovnatelné společnosti. Dané ukazatele jsou získávány na základě provozních charakteristik předmětných podniků a informací z kapitálového trhu. Tato metoda má praktický význam tam, kde existuje aktivní a rozvinutý kapitálový trh.

Výhodou metod založených na tržním porovnávání je, že jsou komfortní a pokud se o to odhadce snaží, pak je možné do jisté míry i vyloučit působení subjektivních vlivů. Nevýhodou je, že tržní násobitele, kterých se používá při ocenění nabývají zpravidla nízkých hodnot a výsledná hodnota je na jejich výši velmi citlivá. Pokud tedy není ocenění provedeno pečlivě a po důkladné analýze může dojít k velké odchylce od skutečné hodnoty. Dalším problémem je nalezení srovnatelných podniků a nutnost analýzy jejich tržního postavení, finanční síly a finančního zdraví, stanovení potenciálu trhu i vnitřního potenciálu srovnatelných podniků.

#### **2.4.5 Metody kombinované**

Posledními metodami vhodnými pro oceňování podniku jsou dle literatury [1] metody kombinované. Tyto metody vycházejí buď z aritmetického průměru majetkového ocenění a výnosového ocenění nebo se jedná o metody pracující na principu tzv. nadzisku – tedy přínosu pro investora nad náklady kapitálu spojené se substancí podniku. Tyto metody se používají především v německy mluvících zemích. V případě výnosového ocenění se jedná zejména o metodách založených na analýze zisku. Podle stejné literatury a podle předních odborníků v německy mluvících zemích jsou kombinované metody nesprávné a zavádějící neboť v nich dochází k míchání rozdílných faktorů. Výhodou průměrování výnosového a majetkového ocenění je, že majetkové ocenění zohledňuje možnost bankrotu. Tuto možnost však již v sobě zahrnuje také diskontní míra, která se používá při výnosovém ocenění, neboť je odvozena z tržních dat, případně odhadnuta na základě vývoje kapitálového trhu. V těchto případech se jedná konkrétně o metody EVA/MVA a CF ROI.

Metoda EVA/MVA je jednou z moderních metod oceňování. Využití této metody je obdobné jako u metody DCF. Při výpočtu se postupuje tak, že se nejdříve vypočte čistý provozní zisk po zdanění – NOPAT, který odráží skutečnou výdělkovou schopnost podniku. NOPAT je pak dále základem pro výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA. Metod jak vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu a tržní přidanou hodnotu je více, ale výsledná hodnota odráží stejnou skutečnost.

#### **2.5 Vhodnost jednotlivých metod ocenění pro nekótované podniky**

Použití výše uvedených a popsanych metod není u všech typů společností proveditelné nebo výhodné. Buus a kol. [1] uvádí, že zvláště v případě nekótovaných společností je zapotřebí zvolit správnou (vhodnou) metodu ocenění. Značnou roli hrají také rozdíly ve způsobech vykazování majetku a závazků, výnosů a nákladů mezi nekótovanými a kótovanými společnostmi. Kótované společnosti mají povinnost vykazovat údaje podle mezinárodních účetních standardů IFRS. V zásadě se dá říci, že jednotlivé moderní metody ocenění jsou použitelné pro všechny typy společností. Otázkou je však nakolik bude aplikace konkrétní metody správná, spolehlivá a vypovídající a skutečném stavu. Pro účely společnosti XYZ s.r.o. uvádím tabulku (

Tabulka 1) vhodnosti použití metod pro oceňování podniku pro nekótované společnosti (což je případ analyzované společnosti). V této tabulce uvádím pouze ty metody, který by se bez výhrad daly použít pro ocenění společnosti XYZ s.r.o..

| <b>Metoda</b>                                 | <b>Použitelnost metod při oceňování XYZ s.r.o.</b> |
|-----------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| Majetkové metody ocenění                      | ✓                                                  |
| Výnosové metody - DCF                         | ✓                                                  |
| Výnosové metody - EVA                         | ✓                                                  |
| Výnosová metoda – kapitalizace čistých výnosů | ✓                                                  |
| Reálné opce                                   | X                                                  |
| Tržní - kurzová                               | X                                                  |
| Tržní – podnikové srovnání                    | X                                                  |
| Tržní – srovnání transakcí                    | X                                                  |

**Tabulka 1: Použitelnost metod při oceňování XYZ s.r.o.**

### **3. Analýza stavu oceňované firmy**

#### **3.1 Představení společnosti XYZ s.r.o.**

Tato kapitola je v rámci utajené verze diplomové práce vynechána.

#### **3.2 Swot analýza**

##### **3.2.1 Silné stránky**

- Jasná vize,
- Firma je zavedená v povědomí zákazníků,
- Firemní zázemí,
- Členitá dodavatelská síť,
- Kvalitní a cenově dostupný produkt,
- Kvalitní servisní služby,
- Nadstandardní péče o zákazníka,
- Vysoká odbornost zaměstnanců,
- Spolehlivost,
- Rychlost poskytovaných služeb,
- Zakázkový firemní software – splňuje přesně požadavky firmy,

Podle mého názoru je tato firma silná především díky značným zkušenostem majitele firmy a jeho silné vizi. Dále, vzhledem k začátku působení v roce 1990 má výhodu v podvědomí zákazníků. Podle mého názoru tato firma již za ta léta získala relativně silné postavení na trhu s xxxxx v ČR. Její další silnou stránkou je dobré a stabilní zázemí. Mám na mysli pozemky a nemovitosti potřebné k podnikání s jasným vlastnickým vztahem majitele. Toto zázemí se dále rozšiřuje. V příštím roce společnost hodlá rozšiřovat stávající budovy o tzv. show-room, kde budou vystavovány veškeré její produkty a každý kdo přijde do provozovny firmy bude mít příležitost si prohlédnout velké množství xxx. Další výhodu shledávám ve členité síti dodavatelů všemožných komponentů nutných ke kvalitním a rychlým servisním zásahům. Tito dodavatelé jsou jedničkami v oboru v celé Evropě.

Jedna z velmi významných silných stránek je relativně nový produkt. Jedná se o xxx vlastní značky vyráběné v xxx. Tento produkt navzdory místu výroby je velmi kvalitní a co je neméně důležité, také cenově dostupný.

Vzhledem k začátku podnikání v roce 1990 má firma bohaté zkušenosti s opravami xxx veškerých značek a to samozřejmě patří také k jejím přednostem. Firma v roce 2005 zavedla systém řízení jakosti ISO 9001 a tím se podstatně zlepšila zpětná vazba a tím i péče o zákazníka.

Mezi další silné stránky patří vysoká odbornost zaměstnanců provádějících xxx a zaměstnanců, kteří provádějí servis přímo u zákazníka. S tím je spojena také rychlost poskytovaných služeb, která dle mého názoru patří též do předností firmy.

Jako poslední významnou silnou stránku bych zde uvedl zakázkový firemní software, který vyhovuje firemním účelům a poskytuje své služby i registrovaným uživatelům, kteří si tak mohou prohlédnout náklady na svou xxxx a zjistit například to, zda nemají prošlou xxx.

Všechny uvedené silné stránky jsou implementovány v následující tabulce (Tabulka 2).

|                   |               | <b>Výkon – intenzita vlivu</b>                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   |               | <i>Vysoký</i>                                                                                                                                                                                                                                                                                   | <i>Nízký</i>                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Důležitost</b> | <i>Vysoká</i> | <b>1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Jasná vize</li> <li>- Firma je zavedená v povědomí zákazníků</li> <li>- firemní zázemí</li> <li>- Kvalitní a cenově dostupný produkt</li> <li>- Nadstandardní péče o zákazníka</li> <li>- Rychlost poskytovaných služeb</li> <li>-</li> </ul> | <b>2</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Členitá dodavatelská síť</li> <li>- Spolehlivost</li> <li>- Kvalitní servisní služby</li> <li>- Vysoká odbornost zaměstnanců</li> <li>- Zakázkový firemní software</li> </ul> |
|                   | <i>Nízká</i>  | <b>3</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <b>4</b>                                                                                                                                                                                                                        |

**Tabulka 2: Matice SILNÝCH stránek společnosti XYZ s.r.o.**

Jak je vidět v matici silných stránek firmy v Tabulka 2, byly výše popsané stránky uvedeny do jednotlivých polí. Umístění jednotlivých bodů je zcela zřejmé. Všechny uvedené silné stránky mají vysokou důležitost, liší se jen v intenzitě vlivu. Ten je u většiny ovšem také vysoký.

### **3.2.2 Slabé stránky**

- Nedostatečné finanční zázemí,
- Nedůvěra zákazníků v nový produkt,
- Slabá konkurenceschopnost,
- Malé zkušenosti v řízení konkurenčních střetů,
- Aktuální nedostatek kvalifikované pracovní síly,
- Fluktuace zaměstnanců.

Za slabou stránku této firmy považují slabé kapitálové zázemí, kdy v doslova cenových válkách při výběrových řízeních firma nemůže obchodovat s větším množstvím produktů najednou a nemůže si často dovolit prodeje s velmi nízkou marží, bez marže nebo dokonce s dotací produktu.. Což mnohé západní firmy často používají v soubojích o zákazníka.

Další slabou stránkou je dle mého názoru nedůvěra zákazníků v xxx produkt. Zde je dobré dát velký pozor na prezentaci produktů. U většiny zákazníků se firma setkává s reakcí: „Z xxx?, Tak s tím za mnou ani nechod'te!“, nebo „Tomu nevěříme, to nemůže být kvalitní“. Společnost má snahu tyto názory eliminovat, ovšem jedná se o dlouhodobější problém, kterým se již zabývá a i nadále zabývat bude, proto na něj poukazují jako na jednu ze slabých stránek podniku.

Slabá konkurenceschopnost je další slabou stránkou. Zde je firma v obtížné pozici, protože ti největší konkurenti jsou z 90% přímí zástupci výrobců, což znamená silné finanční zázemí, velké množství produktů na skladě atd.

Nedostatek kvalifikované pracovní síly je pro firmu dosti oslabující. Co se týče xxx regionu a zvláště xxx, tak zde je malý potenciál lidských zdrojů. S tím je také spojena fluktuace zaměstnanců. Firma se v předchozích dvou letech setkala s poměrně vysokou fluktuací zaměstnanců a to zvláště na pozicích obchodních zástupců. To se ve firmě

samozřejmě projevuje úbytkem důležitých finančních prostředků, které tak musí věnovat na vyškolení nových pracovníků.

Všechny uvedené slabé stránky jsou implementovány v následující tabulce (Tabulka 3).

|            |        | Výkon – intenzita vlivu                                                                                               |                                                                                                                                             |
|------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            |        | Vysoký                                                                                                                | Nízký                                                                                                                                       |
| Důležitost | Vysoká | <b>1</b><br>- Nedostateční finanční zázemí<br>- nedůvěra zákazníků v nový produkt<br>- slabá konkurenceschopnost<br>- | <b>2</b><br>- malé zkušenosti v řízení konkurenčních střetů<br>- aktuální nedostatek kvalifikované pracovní síly<br>- fluktuace zaměstnanců |
|            | Nízká  | <b>3</b>                                                                                                              | <b>4</b>                                                                                                                                    |

**Tabulka 3: Matice SLABÝCH stránek společnosti XYZ**

Rozdělení slabých stránek v této matici je podobné jako u silných stránek. Všechny uvedené slabé stránky mají pro firmu vysokou důležitost. Intenzita vlivu je však rozdílná.

### 3.2.3 Příležitosti

- Nový cenově dostupný a kvalitní produkt,
- Klesající cena USD vůči Kč,
- Kvalitní a levný servis,
- xxx,
- Zlepšování služeb zákazníkům,
- Elektronický obchod s xxxxx,
- Outsourcing.

Největší příležitost v tomto oboru podnikání, kde je hlavně v České republice velmi silná konkurence a navíc kde je trh s xxxxx téměř nasycen, vidím v produktu, který se

bude odlišovat od ostatních v první řadě svou jednoduchostí, nenáročností servisu, levnými náhradními díly a především díky své jednoduchosti svojí pořizovací cenou. Jednou a dle mého názoru to nejlepší z možností je dovoz této xxx z xxx (nechat si tuto techniku v xxx vyrábět). Je však téměř nezbytné uskutečňovat dovoz přímo z xxx, vzhledem k tomu, že už na trhu v České republice existuje velké množství zástupců xxx, kteří prodávají techniku pocházejících ze xxx. Tuto techniku považují za největší konkurenční produkt společnosti. Avšak při dovozu tzv. „napřímo“ budeme mít daleko větší prostor pro manipulaci s cenami našich produktů.

Příležitost, která je velmi atraktivní, avšak jí firma nemůže ovlivnit, je stav české ekonomiky a kurz dolaru vůči koruně. Při pokračujícím oslabování dolaru je zde možnost vyšších firemních zisků, nebo snížení cen a tím zvýšení konkurenceschopnosti.

### **Zdroje příležitostí:**

Jak jsem již uvedl v předchozím odstavci, největší šanci v tomto oboru vidím v prodeji produktu vlastní značky. Trendem posledních let je v oboru xxx a zvláště pak v odvětví xxx složitost těchto strojů. Tento trend přichází ve většině případů ze západních zemí. Myslím si však, že do budoucna je to špatně zvolená strategie. Jedná se o montování velmi složitých elektronických zařízení do xxx a to jak pro řízení pohonu xxx, tak i pro xxx. Tato strategie funguje tak, že zamontováním takto složitě elektroniky, která je ovládána přes nejrůznější diagnostické přístroje a pomocí notebooků se xxx nastavují nejrůznější parametry. Takto osazené xxx pak zástupci výrobců mohou prodávat za relativně nízké ceny, mnohdy až pod náklady výroby. Tuto ztrátu však musejí někde „dohnat“ a to činí velmi drahými servisními hodinami a náhradními díly. Vzhledem k namontované složité technice pak ostatní konkurenti nemohou poskytnout servis na xxx bez diagnostického zařízení s příslušnými kódy. Technika, kterou hodlá společnost XYZ distribuovat a prodávat neobsahuje žádné výše popsané složité elektronické karty a z tohoto důvodu je tato technika daleko levnější a to jak nákupní cena, tak i servisní hodina, která na takto „jednoduché“ stroje je několikanásobně nižší, než u zmiňované konkurence. S ohledem na výše uvedené okolnosti vidím možnost prodeje takovéto xxx velkou příležitostí.

Další příležitost vidím v detailním poznávání potřeb zákazníků, v lepší komunikaci se zákazníky s cílem poskytovat stále dokonalejší a kvalitnější produkty (služby). Takto lze dosáhnout většího a hlubšího zájmu zákazníků a tím i lepších hospodářských výsledků. Aby se takovéto možnosti plně využily, musí firma věnovat více pozornosti neustálému vzdělávání svých zaměstnanců. A to jak na manažerských a obchodních postech tak rovněž v dělnických profesích, u mechaniků a servisních pracovníků bez jejichž odborné zdatnosti nelze tento rozvoj realizovat.

Všechny uvedené příležitosti jsou implementovány v následující tabulce (Tabulka 4).

|                                                                                                                                        |                                                                                                         |                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| <div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg);"> <b>ATRAKTIVITA</b> </div> <div style="text-align: center;">↑</div> | <b>1</b><br>- Klesající kurz USD vůči Kč<br>- Kvalitní a levný servis<br>- Zlepšování služeb zákazníkům | <b>2</b><br>- Elektronické obchodování  |
|                                                                                                                                        | <b>3</b><br>- Nový cenově dostupný a kvalitní produkt<br>- xxx                                          | <b>4</b><br>- Implementace outsourcingu |

←

**PRAVDĚPODOBNOST ÚSPĚCHU**

**Tabulka 4: Matice PŘÍLEŽITOSTÍ**

Uvedená matice příležitostí zobrazuje dle jednotlivých kvadrantů atraktivitu a pravděpodobnost úspěchu příležitostí, které jsem uvedl výše a následně implementoval do této matice. Kvadrant označený číslem 1 zobrazuje příležitosti, které přinesou analyzované firmě největší užitek, tzn. že na příležitosti v tomto kvadrantu musí firma dát největší důraz. 2. a 3. kvadrant zobrazuje příležitosti, kterým by se firma měla věnovat teprve tehdy, změní-li se buď atraktivita příležitosti, nebo její pravděpodobnost. 4. kvadrant znázorňuje příležitosti, které v daném okamžiku pro firmu nejsou nikterak výhodné, významné, či zajímavé.

Z uvedených příležitostí v 1. kvadrantu pro firmu vyplývá, že je zde velká pravděpodobnost a příležitost zlepšit postavení firmy na trhu co se týče nových produktů díky klesající ceně dolaru.

Body v kvadrantu 2 a 3 nejsou v současné době zcela atraktivní, ale s ohledem na budoucnost jsou tyto příležitosti taktéž využitelné. Například elektronické obchodování,

mám na mysli spíše než elektronickou výměnu dat, tak prodej prostřednictvím internetu – e-commerce. Toto je určitě vysoce atraktivní příležitost, avšak s internetové obchodování s xxxxx je celkem nepravděpodobné a to zvláště z důvodu vysoké ceny xxx. Nepředpokládám, že firmy by kupovali xxx xxx za 600.000,-Kč přes internet. Jistě by to bylo možné pro drobnou xxxx, ovšem pro xxxx jako takovou, je to zcela nepravděpodobné.

Ve 4. kvadrantu jsem uvedl příležitost implementovat outsourcing, což je jistě zajímavá myšlenka, ale ne pro tak relativně malou firmu jako je XYZ s.r.o., kde je myšlenka této implementace neatraktivní a nepříliš pravděpodobná.

### **3.2.4 Hrozby**

- Nedůvěra v náš produkt,
- Příliš silná konkurence se zahraničním kapitálem,
- Přílišná nasycenost trhu,
- „Přeřinancování“ xxx ,
- Složitost xxx na opravy – nemožnost sehnání , patřičného diagnostického zařízení na opravy xxx různých výrobců
- Stálý nedostatek kvalifikovaných pracovníků,
- Nedostatek kapitálu.

Hrozeb, se kterými se tato firma potýká je celá řada. V první řadě je nutno vidět lidský potenciál. Firma jako neznačková (všeznačková) firma nedostává informace od výrobce tak, jak to dělají u značkových zastoupeních. Tento nedostatek informací klade pak značné nároky na pracovníky ať na servise nebo na dílenské pracovníky. Zde musí majitel zaměstnávat opravdu nadprůměrně šikovné, iniciativní, myslící a inteligentní pracovníky aby firma obstála v konkurenci značkových firem. Je třeba zdůraznit, že ne vždy jsou takoví lidé k dispozici. Podobných odborníků je nedostatek v širokém okolí, takže pro další rozvoj a rozšiřování firmy nejsou k dispozici vhodné pracovní síly a firma sahá po personálních agenturách.

Hrozbou se za poslední rok také stalo pro firmu financování produktů nakupovaných z xxx. Firma XYZ financuje nakupování produktů prostřednictvím bankovního akreditivu, v rámci kterého banka firmě schválí určitý objem finančních prostředků do jejichž výše zaručuje čínskému dodavateli proplacení v případě splnění předem dohodnutých podmínek. Problém nastává tehdy, pokud dodavatel má nějaké zpoždění, nebo problém s dodávkou a tak se prodlužují termíny dodání. Akreditiv nebo akreditivy jsou již otevřeny, nejsou však zaplacený a firma potřebuje otevřít další akreditiv. Při překročení limitu akreditivu však banka nepovolí otevření dalšího a tak se nedají produkty ani objednat.

Další hrozbou je nedostatek kapitálu. Samozřejmě, že tento nedostatek trápí nejen tuto firmu, ale více ryze českých malých firem, které musí čelit velkému tlaku konkurenčních firem ze západu. Tento nedostatek se projevuje například při „soutěži“ o výběrová řízení na dodávky nové xxx, kdy tyto zahraniční firmy mnohdy jsou s cenami tak nízko, že nepokryjí ani náš nákup. Možná, že je to z části proto, že náš stát takovéto firmy preferuje, myslím tím např. daňové a jiné úlevy v rámci přílivu zahraničních investic.

Všechny výše uvedené hrozby jsou implementovány v následující tabulce (Tabulka 5).

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="writing-mode: vertical-rl; transform: rotate(180deg); margin-right: 5px;">VÝHA</div> <div style="flex-grow: 1; border-left: 1px solid black; border-bottom: 1px solid black; position: relative;"> <div style="position: absolute; top: -10px; left: 50%; transform: translateX(-50%);">↑</div> </div> </div> | <b>1</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>- Příliš silná konkurence v oboru se zahraničním kapitálem</li> <li>- Nedůvěra v produkt</li> <li>- Stálý nedostatek kvalifikovaných pracovníků</li> <li>- Nedostatek kapitálu</li> </ul> | <b>2</b><br><ul style="list-style-type: none"> <li>- Přílišná nasycenost trhu</li> <li>- „Přefinancování“ xxx z Xxx</li> <li>- Složitost xxx na opravy – nemožnost sehnání diagnostického zařízení</li> </ul> |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | <b>3</b>                                                                                                                                                                                                                                     | <b>4</b>                                                                                                                                                                                                      |

←

PRAVDĚPODOBNOST UDÁLOSTI

**Tabulka 5: Matice HROZEB**

### 3.3 Finanční analýza

V této části práce jsou uvedeny závěry provedené finanční analýzy společnosti XYZ. Výsledky této analýzy následně budou zahrnuty do celkové perspektivnosti podniku. Analýzu jsem provedl za poslední tři roky (2005, 2006, 2007). Je nutné upozornit na skutečnost, že společnost na přelomu let 2005/2006 prošla transformací z fyzické osoby na osobu právnickou. Výkazy ze kterých byla provedena tato analýza jsou pouze společnosti XYZ. Tato společnost byla založena z důvodů budoucí transformace, avšak i dříve byla ekonomicky činnou společností, která měla v průměru 3 zaměstnance. Pro porovnání s odvětvím a pro další analýzy budu používat pouze roky 2006 a 2007 a to především z důvodů objektivnosti.

Porovnat společnost XYZ s.r.o. s ostatními podniky v odvětví není jednoduché, protože se společnost pohybuje na specifickém trhu – s xxxxx. Přiřazení společnosti do odvětví dle OKEČ není jednoznačné a vždy plně nevyhovuje. Pro odvětvové srovnání jak je vidět u likvidity a dále u rentability byly použity hodnoty z odvětví xxx, které se tomuto odvětví blíží nejvíce. Údaje pro podnikové srovnání byly použity z webových stránek Ministerstva Obchodu a průmyslu - literatura [14].

#### 3.3.1 Ukazatele likvidity

| XYZ                                      | 2005  | 2006 | 2007 |
|------------------------------------------|-------|------|------|
| Likvidita I.stupně - okamžitá likvidita  | 1,72  | 0,17 | 0,21 |
| Likvidita II.stupně - pohotová likvidita | 5,82  | 0,93 | 1,21 |
| Likvidita III.stupně - běžná likvidita   | 11,05 | 1,68 | 1,87 |

Tabulka 6: Ukazatele likvidity

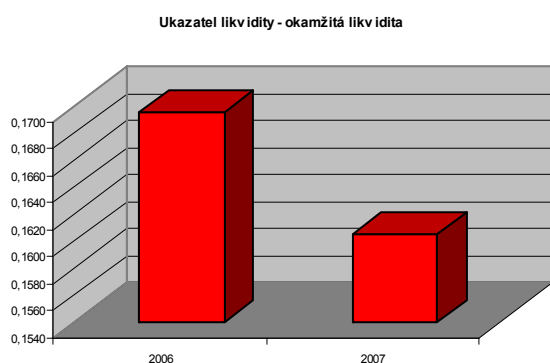
|                                          | Všeobecně doporučené hodnoty | Odvětvový průměr 2005 | Odvětvový průměr 2006 | Odvětvový průměr 2007 |
|------------------------------------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Likvidita I.stupně - okamžitá likvidita  | > 0,2                        | 0,15                  | 0,16                  | 0,10                  |
| Likvidita II.stupně - pohotová likvidita | > 1,0                        | 0,84                  | 0,87                  | 0,74                  |
| Likvidita III.stupně - běžná likvidita   | > 1,5                        | 1,29                  | 1,34                  | 1,18                  |

Tabulka 7: Všeobecně doporučené hodnoty, odvětvové průměry likvidity

Pozn.: Odvětvové průměry byly zjištěny na stránkách Ministerstva Obchodu a průmyslu (literatura 10).

Z výsledků uvedených v předchozích tabulkách (Tabulka 6 a Tabulka 7) lze vidět, že společnost XYZ s.r.o. je likvidní společností a to co se týče veškerých likvidit a to po oba analyzované roky. Jak můžeme vidět z odvětvových průměrů, tak všeobecně doporučené hodnoty jsou poněkud vyšší, než-li je odvětvový průměr. Proto můžeme říci, že společnost XYZ je s ohledem na odvětvový průměr likvidní společností. Z výše uvedených údajů je vidět pozitivní tendence a to především u pohotové a běžné likvidity.

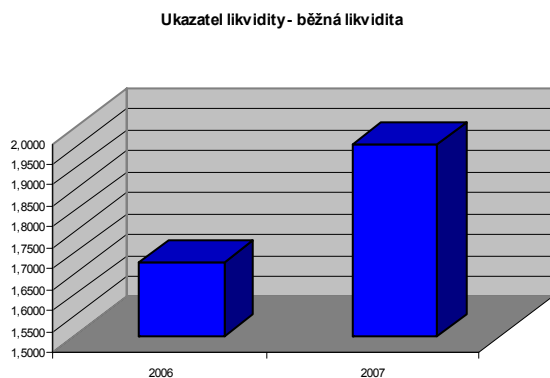
Tyto výsledky znamenají, že společnost mohla v obou předchozích letech dostát svých závazků a budoucí solventnost této firmy by měla být postačující. Výsledky jsou znázorněny v následujících grafech (Graf 1, Graf 2, Graf 3).



**Graf 1: Okamžitá likvidita**



**Graf 2: Pohotová likvidita**



**Graf 3: Běžná likvidita**

### 3.3.2 Ukazatele zadluženosti

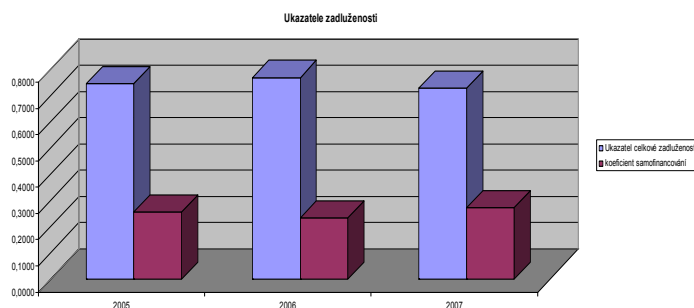
|                               | 2005 | 2006   | 2007   |
|-------------------------------|------|--------|--------|
| Ukazatel celkové zadluženosti | 0,75 | 0,77   | 0,73   |
| koeficient samofinancování    | 0,26 | 0,23   | 0,27   |
| koeficient úrokového krytí    | -    | 436,76 | 743,22 |

Tabulka 8: Ukazatele zadluženosti

Z ukazatelů uvedených v předchozí tabulce (Tabulka 8) vyplývá, že analyzovaná společnost většinu svých aktiv financuje cizími zdroji financování. Podíl financování vlastními zdroji na celkovém financování je značně malý a dosahuje v jednotlivých letech méně než 30%, což by mohlo být dobré pro podnik z hlediska finanční páky. Avšak podíváme-li se do finančních výkazů, tak zjistíme skutečnost, že společnost v současné době není zatížena žádnými bankovní úvěry ani výpomocemi a velikost cizího kapitálu se skládá především ze závazků vůči dodavatelům a řídící a ovládající osobě. V tomto ohledu by bylo dobré tuto situaci více sledovat aby poměr financování dosáhl alespoň hranice 60:40.

Co se týče koeficientu úrokového krytí, tak je zde nutné zdůraznit velmi nízkou hodnotu nákladových úroků. Proto jsou výsledné hodnoty takto vysoké. Je to způsobeno současnou absencí bankovních úvěrů a výpomocí, bez kterých se společnost do této doby téměř obešla. V případě minulého roku se jednalo pouze o jeden krátkodobý bankovní úvěr ve výši 1,6 mil.Kč, který byl v témže roce splacen. V dalším období (2008, 2009..atd.) bude tento ukazatel dosahovat běžných hodnot, protože jak jsem již zmínil v dalších letech hodlá společnost využívat ve větší míře bankovních produktů.

Zpracování předchozích údajů je zřejmé z následujícího grafu (Graf 4).



Graf 4: Ukazatele zadluženosti

### 3.3.3 Ukazatele aktivity

|                        | 2005   | 2006  | 2007  |
|------------------------|--------|-------|-------|
| obrat celkových aktiv  | 2,81   | 2,36  | 1,96  |
| obrat stálých aktiv    | 22,09  | 93,15 | 51,80 |
| Doba obrát zásob       | 48,51  | 65,18 | 64,70 |
| dobu obrátu pohledávek | 0,0000 | 46,04 | 63,72 |
| dobu obrátu závazků    | 0,0000 | 49,89 | 51,21 |

**Tabulka 9: Ukazatele aktivity**

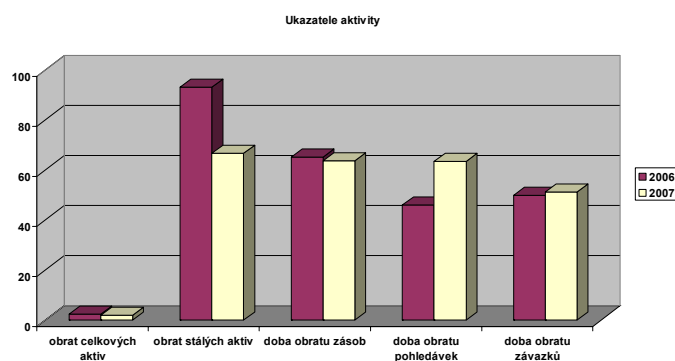
Ukazatel obrátu celkových aktiv má všeobecně doporučené hodnoty v rozmezí od 1,6 do 3, kde se nachází i analyzovaná společnost. Je zde však dobré zdůraznit, že vývoj vykazuje negativní tendenci. Pro správné porovnání a interpretaci by ovšem bylo zapotřebí delšího časového úseku.

Hodnoty obrátu stálých aktiv jsou způsobeny několika vlivy. První z nich je samozřejmě mezi rokem 2005 a 2006 transformace formy podnikání, kde je nárůst obrátu stálých aktiv zcela pochopitelný. Dalším z nich je vývoj v roce 2007, kdy společnost hodnotu obrátu stálých aktiv snížila téměř na polovinu. Tato skutečnost byla způsobena nárůstem tržeb a tím tedy ještě větším nárůstem stálých aktiv.

Doba obrátu zásob by měla být co nejkratší. Čím menší doba obrátu, tím se zboží rychleji „točí“. Toto je však s ohledem na obor podnikání této firmy velmi složité, protože firma musí držet relativně velké zásoby, aby byla schopna poskytnout rychlý servis zákazníkovi. Velikost zásob je zde přímo úměrná počtu značek opravovaných xxx. Zde musím podotknout že firma XYZ je „všeznačkovým“ servisem. Nárůst v roce 2006 je zřejmý a byl spojen s výše uvedenou transformací.

Dobu obrátu pohledávek je dobré srovnat s dobou obrátu závazků, kde by doba obrátu pohledávek neměla překročit dobu obrátu závazků. Tomu tak přesně bylo v roce 2006, kdy společnost platila svým dodavatelům později, nežli jí platili odběratelé. V následujícím roce už to však bylo přesně naopak, což má samozřejmě negativní charakter. Doba obrátu pohledávek je poměrně dlouhá především ze dvou důvodů. Prvním z nich je, že společnost XYZ poskytuje stálým zákazníkům možnost uzavřít servisní smlouvy, kde má zákazník nejen výhodu slevy ze servisních činností a náhradních dílů, ale také především mu je poskytnuta delší doba splatnosti. Druhým důvodem je častý prodej nových i použitých xxx formou splátek. Dalším důvodem jsou „chroničtí“ neplatiči, kteří nejsou problémem pouze této firmy.

Graficky zpracované jednotlivé ukazatele můžete vidět v následující grafu (Graf 5).



Graf 5: Ukazatele aktivity

### 3.3.4 Ukazatele rentability

|                      | 2005  | 2006  | 2007  |
|----------------------|-------|-------|-------|
| ROI                  | 1,66  | 21,29 | 16,28 |
| ROA                  | 11,03 | 16,68 | 19,50 |
| ROE                  | 43,20 | 71,91 | 66,21 |
| Zisková marže výnosů | 0,54  | 8,95  | 8,27  |

Tabulka 10: Ukazatele rentability

Pozn. ROI je rentabilita vloženého kapitálu, ROA je rentabilita celkových aktiv, ROE je rentabilita vlastního kapitálu.

|         | Všeobecně doporučené hodnoty | Odvětvový průměr 2005 | Odvětvový průměr 2006 | Odvětvový průměr 2007 |
|---------|------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ROI (%) | > 12                         | -                     | -                     | -                     |
| ROA (%) | > 10                         | 5,82                  | 7,17                  | 6,84                  |
| ROE (%) | > ROA                        | 8,97                  | 12,06                 | 10,27                 |

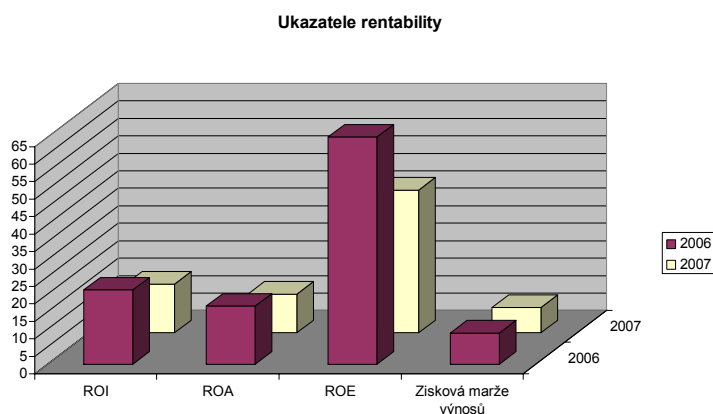
Tabulka 11: Všeobecně doporučené hodnoty, odvětvové průměry rentability

Pozn.: Odvětvové průměry byly zjištěny na stránkách Ministerstva Obchodu a průmyslu (literatura 10).

Rentabilita investovaného kapitálu (Tabulka 10) je ve srovnání s všeobecně doporučovanými hodnotami na dobré úrovni a v letech 2006 a 2007 se pohybuje poměrně vysoko nad doporučovanými hodnotami. Stejně tak jsou na tom ostatní dva typy rentability. Rentabilita celkových vložených aktiv (hrubá produkční síla) je opět

v analyzovaných letech nadprůměrná a má pozitivně rostoucí vývoj. Rentabilita vlastního kapitálu (výnosnost vlastního kapitálu) je nejdůležitějším ukazatelem pro vlastníky firmy. Hodnoty vyjadřují míru ziskovosti vlastního kapitálu a tím tedy zda vložené prostředky do společnosti přinášejí dostatečný výnos a zda výnos odpovídá přijatému riziku. Všeobecně doporučenou hodnotou je hodnota  $ROE > ROA$ , tehdy se projeví vliv finanční páky a cizí zdroje jsou efektivně využívány. Společnost XYZ je na tom v tomto ohledu velmi dobře. Hodnoty ROE ve všech letech jsou několikanásobně vyšší než hodnoty ROA a zároveň jsou i několikanásobně vyšší nežli odvětvové průměry.

Hodnoty jsou znázorněny v následujícím grafu (Graf 6).



**Graf 6: Ukazatele rentability**

### 3.3.5 Analýza soustav ukazatelů

Jako doplnění výše uvedené finanční analýzy jsem si vybral Altmanovu formuli bankrotu nazvanou Z-skóre, která vychází z diskriminační analýzy. Vzhledem k tomu, že analyzovaná společnost je společnost s ručením omezeným a nedisponuje tedy volně obchodovanými akciemi, tak jsem Z-skóre počítal za pomoci následujícího vzorce:

$$Z = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,42x_4 + 0,998x_5$$

kde:  $x_1$ ....pracovní kapitál / celková aktiva

$x_2$ ....zisk po zdanění / celková aktiva

$x_3$ ....zisk před zdaněním a úroky / celková aktiva

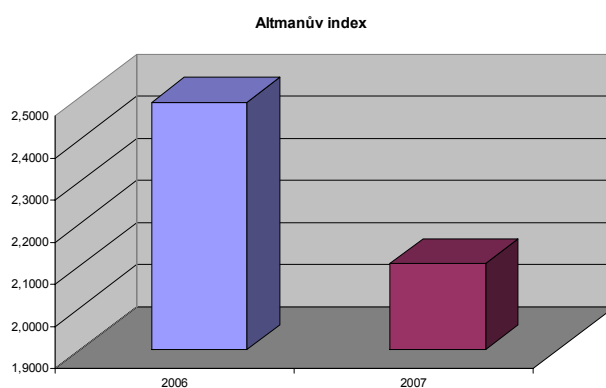
$x_4$ ....tržní hodnota vlastního kapitálu / celkové dluhy

$x_5$ ....celkové tržby / celková aktiva

|                | 2005   | 2006   | 2007   |
|----------------|--------|--------|--------|
| Altmanův index | 2,8696 | 2,4889 | 2,1562 |

**Tabulka 12: Altmanův index**

Z výsledků v tabulce (Tabulka 12) je patrné, že hodnoty v jednotlivých letech jsou v rozmezí 1,2 - 2,9 v tzv. „šedé zóně“ nevyhraněných výsledků. Z tohoto vyplývá, že společnost má drobné finanční potíže. Avšak není ohrožena vážnějšími finančními problémy. Hodnoty jsou znázorněny v následujícím grafu (Graf 7).



**Graf 7: Altmanův index**

### 3.3.6 Závěr finanční analýzy

Z výše uvedených poměrových ukazatelů a Altmanova indexu lze říci, že společnost XYZ s.r.o. je poměrně finančně zdravou společností a lze i do budoucna předpokládat její pozitivní vývoj. Je zřejmé, že společnost měla jisté obtíže s transformací z fyzické na právnickou osobu, ale je však nutné podotknout, že tuto transformaci zvládla z vlastních finančních zdrojů a nepotřebovala k tomu žádné cizí zdroje. Do celkového finančního zdraví společnosti je však nutné zahrnout více hledisek. Jedním z nich je i neustálý rozvoj a rozšiřování společnosti. V následujícím roce se chystá výstavba

nových prodejních prostor a prostor pro dílenské práce. Výstavba bude financována hypotekárním úvěrem od Komerční banky. Dalším finančním zatížením je nákup xxx z Xxx, který bude v následujících letech velmi výrazně stoupat. (viz plán prodeje v další části této práce). Na tyto nákupy bude zapotřebí bankovního úvěru. V prvním čtvrtletí roku 2008 již společnost financovala nákup nové xxx kromě již zavedených bankovních akreditivů i krátkodobým bankovním úvěrem. Firma hodlá používat v následujících letech k financování své hlavní činnosti především bankovních akreditivů, krátkodobých bankovních úvěrů a dlouhodobého hypotekárního úvěru na výstavbu nových prostor.

S ohledem na výše uvedené faktory a po diskuzi s vedení společnosti se domnívám, že v nejbližší budoucnosti nebudou výrazné problémy se solventností a finančním zdravím společnosti.

### **3.4 Strategická analýza**

Strategická analýza, která je níže uvedena byla provedena na základě sestavení tabulek, ve kterých jsou jednotlivá kritéria hodnocena od 0 do 6 bodů. Ve většině případů jsou jednotlivým kritériím přiděleny váhy dle vlivu jednotlivých kritérií na celkový výsledek dané analýzy. Z výsledných bodů jsou vypočítány průměry (vážené). Z těchto průměrů je vyvozen závěr, který je vždy napsán pod příslušnou tabulkou.

Hodnocení jednotlivých kritérií bylo provedeno na základě vyplnění tabulek jednotlivými manažery příslušných oddělení a vlastníkem firmy (jedná se o pět jednotlivých hodnocení). Hodnocení manažerů byla následně zprůměrována a jsou zobrazena v následujících tabulkách (Tabulka 13, Tabulka 14, Tabulka 15, Tabulka 16, Tabulka 17, Tabulka 18). Kritéria hodnocená v těchto dílčích krocích byla komplexně posouzena a následně je z nich sestavena matice perspektivnosti podniku (Tabulka 20).

### 3.4.1 Analýza atraktivity trhu

| Kritérium |                                     | Váha | Bodové hodnocení |   |        |   |   |           | Váha * body |    |
|-----------|-------------------------------------|------|------------------|---|--------|---|---|-----------|-------------|----|
|           |                                     |      | negativní        |   | průměr |   |   | pozitivní |             |    |
|           |                                     |      | 0                | 1 | 2      | 3 | 4 | 5         |             | 6  |
| 1.        | růst trhu                           | 4    |                  |   |        |   |   | x         |             | 20 |
| 2.        | velikost trhu                       | 3    |                  |   |        |   | x |           |             | 12 |
| 3.        | Intenzita konkurence                | 4    |                  |   |        |   |   |           | x           | 24 |
| 4.        | Průměrná rentabilita                | 2    |                  |   |        | x |   |           |             | 6  |
| 5.        | bariéry vstupu                      | 1    |                  |   |        |   | x |           |             | 4  |
| 6.        | Substituce produktu na trhu s xxxxx | 1    |                  |   |        |   | x |           |             | 4  |
| 7.        | struktura zákazníků                 | 2    |                  |   |        |   |   | x         |             | 10 |
| 8.        | vlivy prostředí                     | 1    |                  |   |        | x |   |           |             | 3  |
| Celkem    |                                     | 18   |                  |   |        |   |   |           |             | 83 |

Tabulka 13: Analýza atraktivity trhu

Maximální počet bodů:  $18 * 6 = 108$

Dosažené body:  $83 / 108 = 0,77 \Rightarrow 77\%$

Závěr: V případě trhu xxx v České republice se atraktivita tohoto trhu jeví více než nadprůměrná. Z čehož můžeme vyvodit značné příležitost pro rozvoj obchodní i servisní činnosti společnosti XYZ. Tuto skutečnost dále zhodnotím při stanovení predikce tržeb této společnosti.

Hlavními příležitostmi jsou: středně velký trh avšak s relativně stabilním růstem, expanze xxx vyráběné v xxx, možnost zvětšení podílu na trhu na úkor nadnárodních společností typu xxx.

Hlavními hrozbami jsou: expanze výše uvedených nadnárodních společností, přímý import xxx z Xxx dalšími organizacemi, nedostatek kvalitních obchodních zástupců a dealerů pro další expanzi na trhu v ČR.

### 3.4.2 Prognóza vývoje trhu

Prognóza vývoje trhu, která je níže popsána je názorem Klubu logistických manažerů. Tento klub zasedal v říjnu roku 2007 a zabýval se především trendy xxx na českém trhu. Následující text je převzat z literatury [11].

„Prodej xxx zažívá velký boom. Na trhu ale panuje velká konkurence a cena xxx klesla za posledních deset let u některých typů xxx až na třetinu, a to i přes výrazný růst cen železa, olova a dalších surovin. Pokles cen xxx plyne ze změn v konstrukci xxx a ze zvýšené efektivity výroby těžící z nárůstu prodeje. Přestože jejich spolehlivost roste, nelze si nevšimnout faktu, že dnešní xxx již není konstruována na životnost několika desítek let. V xxx se počítá s jejím nahrazením či generální opravou již za přibližně pět let.

Zkracování uživatelského cyklu xxx nahrává trendu využívání operativního leasingu jako „pohodlné“ formy financování, doplněné kompletními servisními službami. V České republice je tato forma pořízení xxx poměrně oblíbená. Kromě jiných důvodů za tím stojí i ještě nestabilizované sektory xxx, které požadují flexibilitu ve složení flotily. Rychle se měnící situace na trhu a relativně krátkodobé kontrakty nutí firmy vytvořit si takové podmínky, aby se mohly bez zbytečných velkých nákladů rychle přizpůsobit požadavkům zákazníků. Operativnímu leasingu nahrává i obecný trend využívání outsourcingu a snahy soustředit se na hlavní předmět podnikání.

Nepotvrdily se také předpoklady řady odborníků předpovídajících vzrůstající podíl xxx. Xxx firmy nepotřebují velkou skladovou kapacitu, ale požadují maximální výkon při příjmu, výdeji a dalších xxx.“

### 3.4.3 Hodnocení kvality managementu

| Kritérium                                          | Příklad pro špatné hodnocení         | Bodové hodnocení |   |   |   |    |   |   | Příklady pro dobré hodnocení   |
|----------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------|---|---|---|----|---|---|--------------------------------|
|                                                    |                                      | 0                | 1 | 2 | 3 | 4  | 5 | 6 |                                |
| 1. schopnost tvořit vize                           | žádná                                |                  |   |   |   |    |   | x | vedení má jasnou vizi          |
| 2. schopnost tvořit strategie                      | žádná                                |                  |   |   | x |    |   |   | vedení má jasnou strategii     |
| 3. schopnost prognózovat                           | špatná                               |                  |   | x |   |    |   |   | mimořádná                      |
| 4. schopnost ocenit šance a rizika                 | příliš optimistické cíle             |                  |   |   |   | x  |   |   | realistické pohledy            |
| 5. plánování běžné činnosti                        | žádné                                |                  |   |   | x |    |   |   | pravidelné, obsáhle            |
| 6. styl vedení, hodnoty                            | nejasné kompetence, přetížené vedení |                  |   |   |   | x  |   |   | jasná kompetence a hodnoty     |
| 7. osobní kvalifikace                              | nedostatečná                         |                  |   |   |   | x  |   |   | vysoce kvalifikovaný           |
| 8. schopnost se učit                               | strnulost v minulém                  |                  |   |   | x |    |   |   | vysoký zájem o nové            |
| 9. schopnost rozhodovat                            | váhavost při rozhodování             |                  |   |   |   | x  |   |   | schopnost rychle nalézt řešení |
| 10. vyváženost technických a ekonomických hledisek | jednostrannost                       |                  |   | x |   |    |   |   | ovládá obě oblasti             |
| četnost bodů                                       |                                      | 0                | 0 | 2 | 3 | 4  | 0 | 1 |                                |
| Body * četnost                                     |                                      | 0                | 0 | 4 | 9 | 16 | 0 | 6 |                                |

Tabulka 14: Hodnocení kvality managementu

Získaný počet bodů = 4+9+16+6 = 35

Průměrný počet bodů = 35 / 10 = **3,5 bodu**

V případě testu kvality managementu nám vyplývá, že management analyzované společnosti je mírně nadprůměrný, což je dle mého názoru vzhledem k velikosti společnosti a k vnitřní organizaci dobrý výsledek.

### 3.4.4 Hodnocení situace v personální oblasti

| Kritérium                  |                                     | Příklad pro špatné hodnocení                                                                      | Bodové hodnocení |   |   |   |   |    |   | Příklady pro dobré hodnocení                                                   |
|----------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---|---|---|---|----|---|--------------------------------------------------------------------------------|
|                            |                                     |                                                                                                   | 0                | 1 | 2 | 3 | 4 | 5  | 6 |                                                                                |
| A. Kvalifikace a fluktuace |                                     |                                                                                                   |                  |   |   |   |   |    |   |                                                                                |
| 1.                         | Závislost na klíčových odbornostech | Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností                        |                  | x |   |   |   |    |   | Provoz nevyžaduje speciální odbornost                                          |
| 2.                         | Kvalifikace personálu               | Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval                                |                  |   |   |   | x |    |   | Podnik má personál s potřebnou kvalifikací                                     |
| 3.                         | Nebezpečí fluktuace klíčových osob  | Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům                             |                  |   |   |   |   | x  |   | Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny |
| B. Klima v podniku         |                                     |                                                                                                   |                  |   |   |   |   |    |   |                                                                                |
| 4.                         | Obecné hodnocení klimatu            | Napjatá atmosféra, nespokojenost                                                                  |                  |   |   |   |   | x  |   | Spokojenost, důvěra v budoucnost                                               |
| 5.                         | Ochota k výkonům pro firmu          | Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali "vnitřní výpověď"                                   |                  |   |   |   |   |    | x | Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost                                     |
| C. Osobní náklady          |                                     |                                                                                                   |                  |   |   |   |   |    |   |                                                                                |
| 6.                         | Relativní vývoj osobních nákladů    | Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost |                  |   |   |   |   |    | x | Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně                                           |
| 7.                         | Náklady na školení                  | Minimální                                                                                         |                  |   | x |   |   |    |   | Vysoké, srovnatelné s konkurencí                                               |
| četnost bodů               |                                     |                                                                                                   | 0                | 1 | 1 | 0 | 2 | 3  | 0 |                                                                                |
| Body * četnost             |                                     |                                                                                                   | 0                | 1 | 2 | 0 | 8 | 15 | 0 |                                                                                |

Tabulka 15: Hodnocení situace v personální oblasti

Získaný počet bodů = 1+2+8+15 = 26

Průměrný počet bodů = 26 / 7 = **3,7 bodu**

V případě tohoto testu je výsledek taktéž na dobré úrovni a vykazuje opět mírně nadprůměrný výsledek.

### 3.4.5 Hodnocení inovační síly podniku

| Kritérium      |                                                                 | Příklad pro špatné hodnocení                                                        | Bodové hodnocení |   |   |   |   |   |   | Příklady pro dobré hodnocení |                                                                 |
|----------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---|---|---|---|---|---|------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
|                |                                                                 |                                                                                     | 0                | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |                              |                                                                 |
| Inovační síla  |                                                                 |                                                                                     |                  |   |   |   |   |   |   |                              |                                                                 |
| 1.             | Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví           | Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci    |                  | x |   |   |   |   |   |                              | Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky      |
| 2.             | Podíl na nových produktech na trhu                              | Minimální podíl na trhu nových produktů                                             |                  |   |   |   |   | x |   |                              | Nadprůměrný podíl                                               |
| 3.             | Podíl nových produktů na tržbách (příspěvek na krytí cash flow) | Nízký, tržby (příspěvek na krytí cash flow) plynou především ze zavedených produktů |                  |   |   |   | x |   |   |                              | Vysoký                                                          |
| 4.             | Využitě informací z reklamací                                   | Informace nejsou využívány                                                          |                  |   |   | x |   |   |   |                              | Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací |
| četnost bodů   |                                                                 |                                                                                     | 0                | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 |                              |                                                                 |
| Body * četnost |                                                                 |                                                                                     | 0                | 1 | 0 | 3 | 4 | 5 | 0 |                              |                                                                 |

Tabulka 16: Hodnocení inovační síly podniku

Získaný počet bodů = 1+3+4+5 = 13

Průměrný počet bodů = 13 / 4 = **3,25 bodu**

Inovační síla podniku je průměrná. Na jedné straně na to má vliv malý počet registrovaných práv a na druhé straně se jedná o velké množství nových produktů vlastní značky dovážené z Xxx.

### 3.4.6 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic

| Kritérium      |                                       | Příklad pro špatné hodnocení                                        | Bodové hodnocení |   |   |   |   |   |   | Příklady pro dobré hodnocení                                    |
|----------------|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|------------------|---|---|---|---|---|---|-----------------------------------------------------------------|
|                |                                       |                                                                     | 0                | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |                                                                 |
| 1.             | Přiměřenost kapacit k datu ocenění    | Nedostatečné kapacity, nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit |                  |   |   |   | x |   |   | Kapacity optimálně využité                                      |
| 2.             | Technická úroveň dlouhodobého majetku | Velmi zastaralá                                                     |                  |   |   | x |   |   |   | Modernější vybavení než u konkurence                            |
| 3.             | Stav údržby (podle celkového dojmu)   | Nedostatečná údržba, zanedbanost                                    |                  |   |   | x |   |   |   | Pečlivá údržba                                                  |
| 4.             | Fundovanost posuzování investic       | Rozhodování "od oka"                                                |                  |   | x |   |   |   |   | Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře                 |
| 5.             | Investiční controlling                | Žádné prvky investičního controllingu                               |                  |   | x |   |   |   |   | Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic        |
| 6.             | Přiměřenost investic                  | Investiční činnost zcela nedostatečná                               |                  |   |   |   | x |   |   | Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům |
| četnost bodů   |                                       |                                                                     | 0                | 0 | 2 | 2 | 2 | 0 | 0 |                                                                 |
| Body * četnost |                                       |                                                                     | 0                | 0 | 4 | 6 | 8 | 0 | 0 |                                                                 |

Tabulka 17: Hodnocení dlouhodobého majetku a investic

Z předchozí tabulky (Tabulka 17) vyplývá následující hodnocení:

Získaný počet bodů = 4+6+8 = 18

Průměrný počet bodů = 18 / 6 = **3 body**

Z uvedeného hodnocení vyplývá, že složení majetku, investic a jejich přiměřenost je na průměrné úrovni. Výsledek zlepšuje přiměřenost kapacit, kterou jsem společně s managementem firmy zahrnul do nadprůměrného a to z toho důvodu, že dosavadní kapacity jsou využity téměř na 100%. Avšak společnost by se potřebovala rozvíjet rychleji, nežli se zvětšují kapacity. V letošním roce (2008) je naplánována nová výstavba jak showroomu, kancelářských prostor, tak i dílenských prostor, které by měly postačovat minimálně na období dalších 5-ti let. Hodnocení naopak snižují faktory investičního rozhodování a investičního controllingu, které jsou ve firmě XYZ na horší úrovni a dle mého názoru, i názoru managementu je zde co zlepšovat.

V případě přiměřenosti investic jsem dospěl k mírnému rozporu s managementem společnosti. Management zastává názor, že v současné době není možné investiční prvky rozložit jiným způsobem, či na jiné projekty a to především s ohledem na podnikatelský plán. Můj názor se neliší v přiměřenosti jednotlivých investic, ale v jejich výši a rozložení na konkrétní firemní projekty (výstavba nových prostor a nákup nové xxx z Xxx).

### 3.4.7 Profil konkurenční síly XYZ s.r.o.

| Kritérium       |     |                           | Bodové hodnocení      |   |        |   |    |                   |
|-----------------|-----|---------------------------|-----------------------|---|--------|---|----|-------------------|
|                 |     |                           | Konkurence má převahu |   | průměr |   |    | Podnik má převahu |
|                 |     |                           | 0                     | 1 | 2      | 3 | 4  | 5 6               |
| Přímé faktory   | 1.  | Kvalita výrobků           |                       |   |        | x |    |                   |
|                 | 2.  | Technická úroveň produktů |                       |   |        |   | x  |                   |
|                 | 3.  | Cenová úroveň             |                       |   |        |   |    | x                 |
|                 | 4.  | Intenzita reklamy         |                       | x |        |   |    |                   |
|                 | 5.  | Výhody místa              |                       | x |        |   |    |                   |
|                 | 6.  | Výhody distribuce         |                       | x |        |   |    |                   |
|                 | 7.  | Image firmy               |                       |   |        |   | x  |                   |
|                 | 8.  | Servis a služby           |                       |   |        |   | x  |                   |
| Nepřímé faktory | 9.  | Kvalita managementu       |                       |   |        |   | x  |                   |
|                 | 10. | Výkonný personál          |                       |   |        |   | x  |                   |
|                 | 11. | Výzkum a vývoj            |                       |   |        | x |    |                   |
|                 | 12. | Majetek a investice       |                       | x |        |   |    |                   |
|                 | 13. | Finanční situace          |                       | x |        |   |    |                   |
| četnost bodů    |     |                           | 0                     | 5 | 0      | 2 | 5  | 0 1               |
| Body * četnost  |     |                           | 0                     | 5 | 0      | 6 | 20 | 0 6               |

Tabulka 18: Profil konkurenční síly

Získaný počet bodů = 5+6+20+6 = 37

Průměrný počet bodů = 37 / 12 = **3,08 bodu**

Hodnocení konkurenční síly na trhu s xxxxx je samo o sobě velkým problémem. Jak říká majitel firmy XYZ je zde: „Mnoho hráčů na malém hřišti.“ Jak je vidět z výše uvedené tabulky a z výpočtu, tak se analyzovaná společnost pohybuje opět okolo průměrného hodnocení. Je to způsobeno značnou nevyrovnaností některých bodů tohoto hodnocení. Cenová, technická a kvalitativní úroveň nabízených produktů (převážně vlastní značky) je na dobré až velmi dobré úrovni, ale vzhledem k velikosti firmy a k jejímu neustálému rozvoji je zde patrný nedostatek finančních prostředků, které značně omezují velikost majetku, intenzitu reklamy a vůbec celkovou finanční situaci firmy. Zde má většina konkurentů nemalou převahu. Jedná se obzvláště o nadnárodní společnosti, které se vyznačují obrovským kapitálem a hlavně vlastními výrobními závody. Výhoda místa a distribuce je další negativní stránkou hodnocení konkurenční síly. Jak jsem výše uvedl, firma sídlí ve xxx což skýtá nemalé distribuční potíže (s ohledem na konkurenci, která sídlí převážně ve velkých městech a většinou v blízkosti dálniční sítě). Silnou stránkou je naopak image firmy, která měla a má i v současné době kladnou pověst mezi zákazníky a to nejen ohledně kvalitní práce a výrobků, ale také díky „nízkým“ cenám v porovnání s již zmíněnou konkurencí. Kvalitu managementu a personálu jsem umístil do lepšího průměru a to s ohledem na předešlou analýzu kvality managementu.

### 3.4.8 Konkurenční síla a prognóza tržního podílu

| Kritérium     |    |                                   | Váha | Bodové hodnocení      |   |        |   |  |                   |   | Body |
|---------------|----|-----------------------------------|------|-----------------------|---|--------|---|--|-------------------|---|------|
|               |    |                                   |      | Konkurence má převahu |   | průměr |   |  | Podnik má převahu |   |      |
|               |    |                                   |      |                       |   |        |   |  |                   |   |      |
| 0             | 1  | 2                                 | 3    | 4                     | 5 | 6      |   |  |                   |   |      |
| Přímé faktory | 1. | Cenová úroveň                     | 4    |                       |   |        |   |  |                   | x | 24   |
|               | 2. | Šíře sortimentu                   | 2    |                       |   |        | x |  |                   |   | 6    |
|               | 3. | Hloubka sortimentu                | 2    |                       |   |        | x |  |                   |   | 6    |
|               | 4. | Kvalita xxx                       | 3    |                       |   |        | x |  |                   |   | 9    |
|               | 5. | Kvalita služeb (servisní činnost) | 2    |                       |   |        |   |  | x                 |   | 10   |
|               | 6. | Dostupnost produktů               | 1    |                       |   | x      |   |  |                   |   | 2    |
|               | 7. | Možnost opakovaných nákupů xxx    | 4    |                       |   |        | x |  |                   |   | 12   |
|               | 8. | Rychlost servisních zásahů        | 2    |                       |   |        |   |  |                   | x | 12   |

|                 |     |                            |    |  |   |   |  |   |  |  |     |
|-----------------|-----|----------------------------|----|--|---|---|--|---|--|--|-----|
|                 | 9.  | Úroveň obchodních zástupců | 3  |  |   | x |  |   |  |  | 6   |
|                 | 10. | Velikost obchodní sítě     | 2  |  | x |   |  |   |  |  | 2   |
|                 | 11. | Účinnost reklamy           | 2  |  | x |   |  |   |  |  | 2   |
|                 | 12. | Image firmy                | 2  |  |   |   |  | x |  |  | 8   |
| Nepřímé faktory | 13. | Kvalita managementu        | 1  |  |   |   |  | x |  |  | 4   |
|                 | 14. | Výkonný personál           | 1  |  |   |   |  | x |  |  | 4   |
|                 | 15. | Majetek a investice        | 2  |  | x |   |  |   |  |  | 2   |
|                 | 16. | Finanční situace           | 2  |  | x |   |  |   |  |  | 2   |
|                 |     |                            | 35 |  |   |   |  |   |  |  | 111 |

**Tabulka 19: Konkurenční síla a prognóza tržního podílu**

Maximální počet bodů:  $35 * 6 = 210$

Dosažené body:  $111 / 210 = 0,53 \Rightarrow 53\%$

Vzhledem k velmi velké konkurenci na trhu s xxxxx je konkurenční síla velmi důležitá a je nutné se na ní nadále zaměřit. Při tak silné konkurenci může jen konkurenční výhoda či výhody umožnit další nárůst tržeb a tím i růst tržního podílu.

Výše uvedené faktory podle nichž jsem měřil konkurenční sílu jsem vybíral spolu s managementem firmy a dále pak s konkrétně dvěma zákazníky (odděleně). Obě tyto diskuze byly velmi zajímavé a zjistil jsem, co je pro tyto zákazníky důležité. V mnoha faktorech se oba shodovali. Ke všem důležitým faktorům jsem přiřadil (jako v předchozích případech) váhy, které znázorňují důležitost jednotlivých bodů. Výsledkem tohoto testu je konkurenční síla 53%, což je dle mého názoru na firmu takovéto velikosti velmi dobrý výsledek. Nejvíce tomu v současné době napomáhá cenová politika nových produktů a kvalita servisní služeb.

Pro dokonalejší srovnání by bylo vhodné porovnat konkurenční sílu oceňované společnosti s konkurenční silou ostatních konkurentů. To však přesahuje rozsah této diplomové práce a proto prozatím zůstanu pouze u výše uvedeného hodnocení.

### ***Vysvětlení hodnocení:***

Cenová úroveň – zde bylo dosaženo konsensu s managementem firmy v tom, že cenová úroveň nabízených produktů hraje mnohdy klíčovou roli v myšlení zákazníků a proto jí přísluší váha 4. Cenová úroveň je výborná a díky přímému dovozu je možné ji i dále koordinovat dle požadavků trhu. Proto jsme toto kritérium hodnotili nejlépe. Šíře a

hloubka sortimentu je i přes velké množství nabízených produktů na průměrné úrovni a to především s ohledem na šíři sortimentu nadnárodních společností. Co se týče kvality nabízených produktů, tak zde dle mého výzkumu za dobu prodeje (od 1.1.2006) xxx XYZ byly reklamace na úrovni 0,15%, což je více než výborné. Je třeba však uvažovat o poměrně krátké době provozu, proto jsme se společně dohodli na průměru. V budoucnosti však bude možné toto kritérium patřičně opravit.

Kvalita služeb se jeví velice pozitivně. Toto kritérium jsem hodnotil podle výsledků ankety spokojenosti zákazníků, která byla provedena v červenci roku 2007 a skládala se z 59 hodnocení zákazníků.

Dostupnost produktů vlastní značky je dalším problémem, se kterým se společnost potýká. Jedná se především o termíny dodání, které bylo v minulosti velmi těžké dodržet a to díky námořní přepravě kontejnerů, které jsou mnohdy těžko předvídatelné. Termíny dodání jsou pak velmi dlouhé a mnozí zákazníci i přes příznivou cenu těchto produktů nechtějí, nebo nemohou tak dlouho čekat. Avšak dle mého důkladné prozkoumání na tom konkurence není o mnoho lépe a to i přes výrobu v sousedních, nebo daleko bližších zemích (Německo, Velká Británie, Itálie atp.). Proto jsem v případě firmy XYZ zvolil hodnocení lehce podprůměrné.

Rychlost servisních zásahů je jedno z dalších důležitých kritérií, které zákazníci posuzují při výběru servisní organizace. Zde si troufám říci, že z tohoto ohledu je na tom XYZ velmi dobře a to především díky kvalitnímu řízení servisního oddělení a víkendovým službám.

Úroveň obchodních zástupců jsem hodnotil lehce podprůměrně. Největší vliv na hodnocení má poměrně vysoká fluktuace zaměstnanců. Obchodní oddělení se už delší dobu potýká s nadměrným nedostatkem kvalitních obchodních zástupců.

Pro další rozšiřování firmy je nutné zabezpečení dealerské sítě po celé České republice. Vedení si je toho plně vědomo a proto už od roku 2006 shání kvalitní dealery. Hodnocení je nízké proto, že prozatím je dealerská činnost na nízké úrovni a nevykazuje výrazná zlepšení. V současné době se podnikají razantní změny v dealerské síti, a proto je možné do budoucna počítat se zlepšením a zvýšením prodeje.

Jako poslední bod bych chtěl zmínit reklamu a její účinnost. Účinnost kvalitní reklamy není potřeba rozebírat. Avšak vedení se potýká s nedostatkem finančních prostředků na „drahé, kvalitní“ reklamní kampaně, které by jistě napomohly zvýšení prodejů.

Hodnocení nepřímých faktorů je uvedeno výše u předešlého hodnocení profilu konkurenční síly.

### 3.4.9 Matice k posouzení perspektivnosti podniku

Zde vycházím z předpokladu, že perspektivnost podniku je dána v první řadě atraktivitou trhu na kterém se firma pohybuje a dále její konkurenční silou. Základ následující matice je převzat z literatury [4] a následně jsou do ní implementovány poznatky z předchozích dílčích analýz. Výsledek je celkem jednoznačný a můžete ho vidět v následující tabulce (Tabulka 20). Výsledek značně ovlivní prognózovaný růst tržeb.

|                       |         |                                                             |                                         |                                          |
|-----------------------|---------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------|
| Konkurenční síla<br>↑ | Velká   | 3<br>Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání | 2<br>Podniky s dobrou perspektivou      | 1<br>Podniky s jednoznačnou perspektivou |
|                       | Střední | 6<br>Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání | 5<br>Podniky s přijatelnou perspektivou | 4<br>Podniky s dobrou perspektivou       |
|                       | Malá    | 9<br>Podniky téměř bez perspektivy                          | 8<br>Podniky s malou perspektivou       | 7<br>Podniky s omezenou perspektivou     |
|                       |         | Nizká                                                       | Střední                                 | Vysoká                                   |
|                       |         | Atraktivita trhu<br>→                                       |                                         |                                          |

Tabulka 20: Matice posouzení perspektivnosti podniku

## 4. Návrh postupu ocenění metodou DCF

### 4.1 Metoda DCF

#### 4.1.1 1.fáze metody DCF

Z teoretické části diplomové práce vyplývá, že nejčastěji se rozděluje budoucí vývoj podniku na dvě etapy – první a druhou fázi. Při prognóze druhé fáze vycházíme předpokladu, že jde o going concern. První fáze zahrnuje období pro které lze vytvořit prognózu peněžního toku, která bude do značné míry podložená. Jedná se tedy o prognózu prvních let pokrytých finančním plánem či jinými dílčími plány (plán prodeje, plán investic, rozvaha, výsledovka). Pro toto období je důležité, aby společnost byla schopná dosáhnout určité předpokládané stability.

V případě společnosti XYZ jsem délku první fáze stanovil na 3 roky. Tuto délku jsem zvolil především s ohledem na stávající business plán a budoucí plán prodeje, který velkou měrou ovlivňuje prognózu tržeb v následujících třech letech. Jedná se především o dohodnuté podmínky s xxx partnerem, které byly dohodnuty na podzim roku 2007. V podepsané smlouvě s tímto partnerem je uvedena skutečnost, že společnost XYZ s.r.o. musí (pokud chce dosáhnout výhradního zastoupení pro celou Českou republiku) v roce 2008 dosáhnout minimálně dvojnásobných prodejů oproti roku 2007. V roce 2007 bylo prodáno xxx značky XYZ pocházejícího z Xxx za 15,4 mil.Kč. Stanovený rozsah prodejů ve smlouvě s xxx partnerem je pro následující období ve výši 30,8 mil.Kč, přičemž je zde povolena tolerance 7%. Nejmenší možný prodej tedy činí cca 28,8 mil.Kč. Pro následující rok, tedy pro 2009 je stanoven nárůst o 1/3 prodejů v roce 2008 a pro rok 2010 pak nárůst o 1/5, což je dle předchozí strategické analýzy firmy XYZ realizovatelné bez větších problémů. Prognózované objemy prodané xxx jsou uvedeny v následujících tabulkách (Tabulka 21, Tabulka 22, Tabulka 23)

| Prognóza tržeb na 2008          |             |
|---------------------------------|-------------|
| Prodáná technika v roce 2007    | 15 400 000  |
| současné tržby                  | 81 310 161  |
| tržby bez prodeje nové xxx      | 65 910 161  |
| Prodáná technika v roce 2008    | 28 800 000  |
| růst tržeb bez prodeje nové xxx | 81 058 034  |
| celkem tržby na 2008            | 109 858 034 |

Tabulka 21: Prognóza tržeb pro rok 2008 (v Kč)

| Prognóza tržeb na 2009                        |                    |
|-----------------------------------------------|--------------------|
| prodaná technika v roce 2008                  | 28 800 000         |
| růst o 1/3                                    | 9 600 000          |
| prodaná technika v roce 2009                  | 38 400 000         |
| předpokládaný růst tržeb bez prodeje nové xxx | 10%                |
| tržby bez XXX v roce 2008                     | 81 058 034         |
| tržby s růstem bez XXX                        | 89 163 838         |
| předpokládaný prodej XXX                      | 38 400 000         |
| <b>Celkem tržby na 2009</b>                   | <b>127 563 838</b> |

**Tabulka 22: Prognóza tržeb pro rok 2009 (v Kč)**

| Prognóza tržeb na 2010                        |                    |
|-----------------------------------------------|--------------------|
| prodaná technika v roce 2009                  | 38 400 000         |
| růst o 1/3                                    | 7 680 000          |
| prodaná technika v roce 2010                  | 46 080 000         |
| předpokládaný růst tržeb bez prodeje nové xxx | 6%                 |
| tržby bez XXX v roce 2009                     | 89 163 838         |
| tržby s růstem bez xxx                        | 94 513 668         |
| plus předpokládaný prodej XXX                 | 46 080 000         |
| <b>Celkem tržby na 2009</b>                   | <b>140 593 668</b> |

**Tabulka 23: Prognóza tržeb pro rok 2010 (v Kč)**

Předchozí prognóza tržeb je sestavena nejen na základě business plánu oceňované společnosti, ale také s přihlédnutím k předchozí strategické analýze společnosti zobrazující mimo jiné také atraktivitu trhu, která v případě prodeje nové xxx hraje velmi důležitou roli.

Dále je v plánu první fáze zahrnut i rozvoj výrobních kapacit, který společnost plánuje v roce 2008. Jedná se o rozšíření prodejných, pracovních a dílenských prostor. Díky tomuto rozvoji bude možné dosáhnout předchozích výsledků. Rozvojem dílenských prostor a plánovaným příjmem dvou dílenských pracovníků bude možné dosáhnout navýšení produktivity práce dílny a tím i navýšení tržeb dílny. Rozšířením pracovních a prodejných prostor dojde k výraznému zlepšení obchodních výsledků firmy, které opět pomůžou dosáhnout vytyčených cílů.

Dle předpokladů managementu společnosti výše uvedené kroky pomohou k navýšení prodeje xxx XYZ cca o 75%. Zbýlých 18% bude pokryto rozšířením dealerské sítě nejen v tuzemsku, ale i na Slovensku. Při rozšíření dealerské sítě je nutné počítat

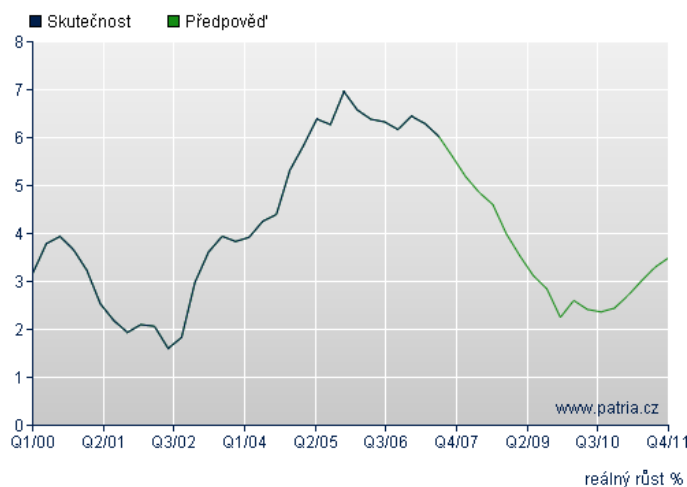
s dalšími náklady na školení, propagaci atd. S těmito zvýšenými náklady je dále počítáno při prognóze rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

#### 4.1.2 2. fáze metody DCF

Jak jsem již zmínil v teoretické části této práce, tak 2.fázi metody DCF můžeme nazvat tzv. pokračující hodnotou. Tato hodnota se dá odvodit od tempa růstu příslušného trhu spolu s prognózou trhu na kterém firma působí. Musí však být známá velikost daného trhu a také jeho charakteristiky.

Trh s xxxxx je však velmi specifickým trhem jehož všeobecné charakteristiky je velmi obtížné určit. Navíc existují jen všeobecné dohady o velikosti trhu a tempo růstu tohoto trhu celkově není vůbec známé. Tento trh není závislý jen na určitém průmyslu či jeho odvětví, ale v celku je závislý na stavu celé české ekonomiky. Při poklesu české ekonomiky budou mít firmy větší problémy a tím i všeobecně poklesne poptávka po manipulační technice. Je to dáno především tím, že xxxx jako taková se používá ve všech různých odvětvích, kde je zapotřebí manipulace se zbožím či materiálem. Což je celkově téměř ve všech odvětvích. Z těchto důvodů budu pokračující hodnotu určovat na základě tempa růstu HDP, které je komplexním faktorem popisujícím stav celé České republiky (resp. české ekonomiky).

Vzhledem k délce první fáze metody DCF, která činí 3 roky (2008, 2009, 2010), mě zajímala predikce HDP na rok 2011. Predikce tempa růstu HDP zjištěná dle literatury [13]) je znázorněna v následujícím grafu (Graf 8):



Graf 8: Predikce tempa růstu HDP

Zdroj [13]

Je důležité zdůraznit, že předchozí predikce tempa růstu HDP je očištěna o inflaci a není proto nutné s ní dále počítat a brát na ni větší ohled.

Z předchozího grafu je vidět že predikce reálného růstu HDP na rok 2011 činí 3,5%. Vzhledem k tomu, že HDP má charakter kolísavého cyklu, můžeme tedy nadále předpokládat že v roce 2012, 2013 bude HDP růst. Z toho vyplývá, že mnou použitá hodnota tempa růstu HDP ve výši 3,5% není nepřiměřená, naopak se dá považovat za pesimistický odhad.

#### **4.1.3 Určení průměrných nákladů na kapitál WACC**

Průměrné náklady kapitálu společnosti XYZ budu v této práci počítat podle následujícího vzorce.

$$WACC = r_E \times \frac{E}{C} + r_D \times (1 - d) \times \frac{D}{C}$$

Jednotlivé složky výpočtu jsou popsány v teoretické části této práce.

Nejdůležitější a nejobtížnější z pomocných výpočtů pro určení WACC je stanovení nákladů na vlastní kapitál, kterým se zabývám v následující kapitole. Dále bude následovat určení nákladů cizího kapitálu a výsledný výpočet WACC.

##### **4.1.3.1 Určení nákladů na vlastní kapitál**

###### ***Metodou CAPM***

Jak jsem již uvedl v teoretické části práce, tak model CAPM je nejpoužívanějším modelem na stanovení nákladů na vlastní kapitál. Při oceňování jsem si vybral taktéž tento model, jelikož je dle mého názoru pro aplikaci na podmínky společnosti XYZ nejvhodnější metodou.

Hlavní bodem tohoto modelu oceňování kapitálových aktiv je rozdělení celkového rizika na jedinečné a systematické. Vzorec pro výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí této metody je následující:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (R_m - r_f)$$

kde:  $r_e$ .....představuje náklady vlastního kapitálu

$\beta$ .....je koeficient vyjadřující zda riziko konkrétního aktiva je  
je větší ( $\beta > 1$ ) nebo menší ( $\beta < 1$ ) než riziko kapitálového trhu  
jako celku

$R_m$ .....je očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$R_f$ .....je výnosnost bezrizikových aktiv

$(R_m - r_f)$ ...představuje prémii za riziko odpovídající systematickému riziku kapitálového trhu.

### ***Stanovení bezrizikové výnosové míry***

Jak jsem již zmínil v teoretické části, tak nejen v podmínkách České republiky, ale i v mnoha dalších zemích je stanovení bezrizikové míry značně problematické a to především kvůli nedostatečné datové databázi. Damodaran [2] spatřuje řešení ve využití úrokové míry, za kterou jsou velkým a stabilním podnikům v dané zemi poskytovány dlouhodobé půjčky, nebo lze také využít data z rozvinutého kapitálového trhu USA a jejich hodnot, která se ovšem musí patřičně upravit pro podmínky dané země. Úprava spočívá především ve využití ratingu dané země. Dle nejnovějších (pro rok 2006) vypočtených dat Damodarana [15] je riziková premie České republiky rovna 1,09%. Bezriziková výnosová míra dle výnosnosti desetiletých vládních dluhopisů USA činila ve stejném období 3,98%. Bezrizikovou míru pro Českou republiku lze tedy teoreticky stanovit jako součet bezrizikové výnosové míry USA 3,98% a rizikové premie České republiky ve výši 1,05% a odhadovaného rozdílu v očekávané inflaci České republiky oproti USA.

### ***Odhad tržní premie***

Při praktickém použití modelu CAPM se odhad budoucí premie kapitálového trhu odvozuje z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích, přičemž se předpokládá, že budou přiměřeným odhadem pro budoucnost. Z tohoto je zřejmé, že tato data odrážejí současná očekávání trhu týkající se budoucího vývoje, spíše než jeho

predikci. To však dle Maříkové [5] pro výpočet průměrných nákladů na kapitál zcela postačuje. Při výpočtu je zapotřebí zjištění dlouhodobější úrovně výnosnosti akcií na kapitálovém trhu například z některého akciového indexu. Dále je zapotřebí kvantifikovat úroveň výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů. Riziková prémie je pak odvozena od rozdílu mezi výnosnostmi akcií na kapitálovém trhu a bezrizikovou výnosností.

Výše popsaný postup je však v podmínkách České republiky téměř nemožný. Proto se stejně jako u kvantifikace bezrizikové výnosové míry doporučuje využití dat z vyspělých kapitálových trhů a jejich následná úprava. Tento postup dlouhodobě praktikuje Damodaran [2]. Z výpočtů tohoto autora byla stanovena riziková prémie českého kapitálového trhu pro rok 2006 na úrovni 5,96%. Tato hodnota byla kvantifikována následujícím postupem:

- 1) Country rating Moody's pro Českou republiku: A1
- 2) Přirážka za riziko selhání pro zjištění ratingového stupně oproti americkým vládním dluhopisům: 0,70%
- 3) Historická prémie amerického kapitálového trhu: 4,91%
- 4) Zohlednění volatility akciového trhu oproti trhu dluhopisů pomocí globálního průměru volatility: koeficient 1,5
- 5) Riziková prémie českého kapitálového trhu:  $4,91 + 0,70 \cdot 1,5 = 5,96\%$
- 6) Riziková prémie země:  $5,96 - 4,91 = 1,05\%$

### ***Stanovení beta koeficientu***

Možností jak stanovit koeficient  $\beta$  je značné množství. Prvním z nich je stanovení koeficientu na základě regresní analýzy historických dat. Druhým způsobem je metoda analogie, která spočívá v použití beta koeficientu podobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikována. Třetí možností je odhad koeficientu beta tzv. analýzou faktorů. Jedná se o postup na základě kterého je stanoven fundamentální beta koeficient.

Pro stanovení beta koeficientu jsem použil zdroj dat z Damodarana [15], kde jsou uvedeny bety pro jednotlivá průmyslová odvětví a pro celý trh. Pro výpočet jsem použil stanovený koeficient pro celý průmysl za rok 2006 ve výši 1,09 (tzv. nezadlužená beta).

Po dosazení výše uvedených hodnot je výpočet nákladů na vlastní kapitál následující:

$$\beta = 1,09$$

$$R_f = 3,98 + 1,05 = 5,03$$

$$(R_m - r_f) = 5,96$$

potom:  $r_e = 5,03 + 1,09 \cdot 5,96 = 11,5264 \cong 11,53 \%$

#### ***Přirážka za „malou společnost“***

Při kalkulaci nákladů na vlastní kapitál společnosti XYZ s.r.o. je nutné do použitého modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM) kromě výše uvedených vlivů také začlenit rizikovou přirážku za malou společnost.

Účelem přirážky za malou společnost je především zohlednění skutečnosti, že menší společnosti obvykle citlivě reagují na výkyvy ve vývoji hospodářství, a to mimo jiné díky nižší kapitálové síle, horší vyjednávací pozici vůči obchodním partnerům atp. Tato definice téměř přesně vyjadřuje pozici firmy XYZ.

S ohledem na pozici oceňované společnosti a současně spolu s majiteli podniku byla stanovena riziková přirážka ve výši 2,9%. Při součtu nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM a rizikové přirážky dostaneme výsledné náklady na vlastní kapitál  $r_{e1}$ :

$$r_{e1} = 11,53 + 2,9 = 14,43 \%$$

#### ***Přirážka za obchodní riziko***

Vzhledem k předpokládanému růstu tržeb (viz kapitola 4.1.4) je vhodné k nákladům na vlastní kapitál dále připočítat riziko za neuskutečnění plánovaného objemu tržeb. Toto riziko jsem zahrnul především kvůli závislosti výše tržeb na prodané manipulační technice XYZ dovezené z Xxx, která do značné míry ovlivňuje nárůst tržeb

v následujících letech. I s ohledem na fakt, že jsem do prognózy tržeb zahrnul kontrakt s xxx partnerem na nejnižší dohodnuté úrovni, je téměř nezbytné zahrnout do nákladů na vlastní kapitál riziko, které spočívá v nedodržení minimálního stanoveného obratu smluvně dohodnutého s tímto partnerem. Při tak silné konkurenci na trhu s xxxxx v ČR je toto riziko poměrně vysoké. Po dohodě s majitelem firmy jsem do zmíněných nákladů na vlastní kapitál připočítal 3% riziko za 80% dosažení prognózovaných tržeb. Potom náklady na vlastní kapitál vypočítáme jako součet  $r_{e1}$  a 3% přírážky.

$$r_{e2} = r_{e1} + 3 = 14,43 + 3 = 17,43 \%$$

Předpokládám však, že plánované tržby budou dosaženy a proto v kapitole 4.1.3.3 uvádím 2 alternativní varianty. První varianta předpokládá dosažení tržeb v původní výši a výpočet vlastních nákladů na kapitál neobsahuje výše zmíněnou 3% přírážku za riziko neuskutečnění plánované výše tržeb ( $r_{e1}$ ). Druhá varianta toto riziko zohledňuje a proto navíc obsahuje 3% riziko ( $r_{e2}$ ). Tyto dvě alternativní řešení se samozřejmě nemalou měrou budou podílet na celkové hodnotě společnosti. Hodnota společnosti dle jednotlivých alternativ je uvedena dále v kapitole 4.1.8.

Alternativní řešení by bylo možné, dokonce i vhodné sestavit z více než dvou variant, avšak další alternativní řešení přesahují rámec této diplomové práce a budou naplní případného navazujícího výzkumu.

#### **4.1.3.2 Určení nákladů na cizí kapitál**

Při určování nákladů na cizí kapitál jsem postupoval způsobem dle Damodarana který určuje náklady na cizí kapitál pomocí výnosnosti státních dluhopisů spolu s přírážkou k této výnosnosti a to podle ratingu. Velikost přírážky tedy závisí na ratingovém hodnocení. Firma XYZ nemá udělené ratingové hodnocení renomovanou ratingovou agenturou a proto bude její zařazení do příslušné ratingové skupiny provedeno dle vybraných ukazatelů finanční analýza a doporučení Damodarana.

Prvním z nich může být úrokové krytí. Jak jsem již popsal v teoretické části této práce, tak firma XYZ nebyla v předchozích dvou letech zatížena velkými bankovními úvěry a

to ani krátkodobými, ani dlouhodobými. V roce 2007 se jednalo pouze o jeden krátkodobý bankovní úvěr a to ve výši 1.600.000,-Kč, který byl v témže roce splacen. Z toho vyplývá, že koeficient úrokového krytí bude značně vysoký.

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}} = \frac{5875469}{9068} \cong 648$$

Z hlediska zařazení firmy do ratingové skupiny pouze na základě úrokového krytí by v důsledku předchozího výpočtu dosáhla tato firma ratingového hodnocení AAA (viz následující tabulka (Tabulka 24) dle Damodarana [17])). Tento způsob zařazení do ratingové skupiny je z hlediska velikosti a stavu firmy nesmyslný. Proto jsem při zařazení postupoval dle více ukazatelů viz tabulka ( Tabulka 25).

| Úrokové krytí           |                               | RATING | Doporučená přírážka k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů |
|-------------------------|-------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------|
| Pro velké výrobní firmy | Pro menší a rizikovější firmy |        |                                                                           |
| -100000 – 0,199         | -100000 – 0,499               | D      | 20,00%                                                                    |
| 0,2 – 0,649             | 0,5 – 0,799                   | C      | 12,00%                                                                    |
| 0,65 – 0,799            | 0,8 – 1,249                   | CC     | 10,00%                                                                    |
| 0,8 – 1,249             | 1,25 – 1,499                  | CCC    | 7,50%                                                                     |
| 1,25 – 1,499            | 1,5 – 1,999                   | B-     | 6,50%                                                                     |
| 1,5 – 1,749             | 2 – 2,499                     | B      | 5,65%                                                                     |
| 1,75 – 1,999            | 2,5 – 2,999                   | B+     | 4,50%                                                                     |
| 2 – 2,249               | 3 – 3,499                     | BB     | 3,65%                                                                     |
| 2,25 – 2,499            | 3,5 – 3,999                   | BB+    | 3,20%                                                                     |
| 2,5 – 2,999             | 4 – 4,499                     | BBB    | 2,50%                                                                     |
| 3 – 4,249               | 4,5 – 5,999                   | A-     | 1,70%                                                                     |
| 4,25 – 5,499            | 6 – 7,499                     | A      | 1,50%                                                                     |
| 5,5 – 6,499             | 7,5 – 9,499                   | A+     | 1,40%                                                                     |
| 6,5 – 8,499             | 9,5 – 12,499                  | AA     | 1,25%                                                                     |
| 8,50 - 100000           | 12,5 - 100000                 | AAA    | 0,75%                                                                     |

**Tabulka 24: Ratingové skupiny na základě úrokového krytí a přírážky k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů.**

*Zdroj: [17]*

|                                 | AAA   | AA   | A    | BBB  | BB   | B    | CCC  |
|---------------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|
| EBIT interest cov.(x)           | 17,5  | 10,8 | 6,8  | 3,9  | 2,3  | 1    | 0,2  |
| EBITDA interest cov.            | 21,8  | 14,6 | 9,6  | 6,1  | 3,8  | 2    | 1,4  |
| Funds flow / total debt         | 105,8 | 55,8 | 46,1 | 30,5 | 19,2 | 9,4  | 5,8  |
| Free operating cash flow / debt | 55,4  | 24,6 | 15,6 | 6,6  | 1,9  | -4,5 | -14  |
| Return on capital               | 28,2  | 22,9 | 19,9 | 14   | 11,7 | 7,2  | 0,5  |
| Operating income / sales        | 29,2  | 21,3 | 18,3 | 15,3 | 15,4 | 11,2 | 13,6 |
| Long term debt / capital        | 15,2  | 26,4 | 32,5 | 41   | 55,8 | 70,7 | 80,3 |
| Total debt / capital            | 26,9  | 35,6 | 40,1 | 47,4 | 61,3 | 74,6 | 89,4 |
| Number of firms                 | 10    | 34   | 150  | 234  | 276  | 240  | 23   |

**Tabulka 25: Rating a podnikové finanční ukazatele**

*Zdroj: [17]*

Na základě výpočtů příslušných finančních ukazatelů jsem zařadil firmu XYZ do výše zmíněných ratingových kategorií. Průměrem jednotlivých hodnocení jsem došel k celkovému hodnocení BBB.

Ze zařazení firmy do kategorie BBB dle Damodarana [17] vyplývá přírážka k aktuální výnosnosti státních dluhopisů ve výši 2,5%.

Výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů jsem vypočítal na základě údajů Ministerstva financí [16] a to zprůměrnováním výnosností emitovaných dluhopisů. Výslednou hodnotou je 4,08%.

Výsledkem součtu doporučené přírážky dle Damodarana a výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů je hodnota 6,58%.

#### **4.1.3.3 Vlastní výpočet WACC**

Pro výpočet průměrných nákladů na kapitál je zapotřebí kromě určení nákladů na vlastní a cizí kapitál stanovit hodnoty vlastního, cizího a celkového kapitálu. Jednotlivé položky jsou převzaty z účetních výkazů společnosti. Využití účetní hodnoty namísto hodnoty tržní je jistým zjednodušením nutným s ohledem na rozsah této diplomové práce. S ohledem na skutečnost, že vlastní kapitál má značnou váhu v celkové kapitálové struktuře i když je oceněn v účetní hodnotě, nelze předpokládat, že by toto zjednodušení bylo zdrojem velké nepřesnosti.

Hodnoty kapitálu za rok 2007 (v tis.Kč):

$$E \text{ (vlastní kapitál)} = 11.466,-$$

$$D \text{ (cizí kapitál)} = 1.600,-$$

$$C \text{ (celkový kapitál)} = 13.171,-$$

Hodnoty vypočtené v bodech 4.1.3.1 a 4.1.3.2:

$$r_{e1} = 14,43 \%$$

$$r_{e2} = 17,43 \%$$

$$r_d = 6,58 \%$$

**1. varianta:**

$$WACC = 14,43 \times \frac{11466}{13171} + 6,58 \times (1 - 0,21) \times \frac{1600}{13171} = 13,3\%$$

**2. varianta:**

$$WACC = 17,43 \times \frac{11466}{13171} + 6,58 \times (1 - 0,21) \times \frac{1600}{13171} = 15,932\%$$

Na základě tohoto výpočtu můžeme říci, že průměrné náklady na kapitál společnosti XYZ s.r.o. jsou za předpokladu dosažení stanovené výše tržeb ve výši 13,3% a za předpokladu 80% dosažení stanovených tržeb ve výši 15,932%. Je nutné zdůraznit, že v tomto případě jsou průměrné náklady na kapitál výrazně nižší než náklady vlastního kapitálu. Je to způsobeno krátkodobým úvěrem ve struktuře financování, který byl však v průběhu roku 2007 v plné výši splacen. Mám na mysli především velké množství dodavatelských úvěrů.

#### **4.1.4 Prognóza tržeb**

Prognózu tržeb jsem rozdělil do dvou základních fází. Jedná se o výše popsané fáze, kde 1.fáze spočívá v prognóze, která je podložena business plánem a plánovaným vývojem firmy. Druhá fáze (pokračující hodnota) je počítána na základě konstantního růstu ve výši 3,5%, který odpovídá predikci tempa růstu HDP v České republice. Délku první fáze jsem zvolil 3 roky a délku 2.fáze v délce 2 roky, přičemž pokračující hodnota zobrazuje neustále stejný budoucí růst.

Výpočet tržeb 1. fáze jsem provedl na základě dvou kroků. Prvním z nich je business plán firmy XYZ, kde jsou stanoveny předpokládané růsty jednotlivých oddělení firmy a také plánovaný prodej xxx značky XYZ, který činí nezanedbatelnou část tržeb. Výše prodeje této xxx je v plánu stanovena jako rozmezí s dolní a horní hranicí. Pro výpočet budoucích tržeb jsem použil spodní hranici těchto prodejů, kterých je nutné dosáhnout pro udržení kontraktu s xxx partnerem. Druhým parametrem který ovlivnil predikci tržeb je předchozí strategická analýza. Podlé této analýzy a tedy výsledné vnitřní síly

společnosti jsem prognózoval růst prodeje ostatních výrobků a služeb. Je nutné podotknout, že jsem se opět držel u spodní hranice těchto hodnot a to především z důvodů vysoké a rychle reagující konkurence.

Tržby minulých let a vypočtené tržby jednotlivých fází spolu s tempem růstu jsou uvedeny v následující tabulce (Tabulka 26). Je zřejmé že tempo růstu tržeb od roku 2005 je značné. Tato hodnota byla dosažena ještě před transformací firmy xxx a to částečným přesunutím obchodního oddělení – tedy prodejem xxx. Nárůst okolo 200% v roce 2006 je pak spojen s transformací uvedené fyzické osoby a přesunem všech jejích zaměstnanců a aktivit do firmy XYZ s.r.o.. Nárůst v roce 2007 je spojen především s prodejem xxx značky XYZ, které tvořily nemalé objemy tržeb.

|            | Rok  | Tržby XYZ   | Tempo růstu tržeb XYZ |
|------------|------|-------------|-----------------------|
| skutečnost | 2004 | 2 280 450   | -                     |
|            | 2005 | 17 624 796  | 672,9%                |
|            | 2006 | 53 593 075  | 204,1%                |
|            | 2007 | 81 310 161  | 51,7%                 |
| 1.fáze     | 2008 | 109 858 034 | 35,1%                 |
|            | 2009 | 127 563 838 | 16,1%                 |
|            | 2010 | 140 593 668 | 10,2%                 |
| 2.fáze     | 2011 | 145 514 446 | 3,5%                  |
|            | 2012 | 150 607 452 | 3,5%                  |

**Tabulka 26: Prognóza budoucích tržeb, tempo růstu tržeb**

Tyto tržby jsou následně implementovány do prognózy účetních výkazů.

#### **4.1.5 Prognóza účetních výkazů**

Po předchozí predikci tržeb pro jednotlivé fáze jsem dále stanovil prognózu účetních výkazů. Jako první jsem stanovil prognózu výkazu zisku a ztráty (dále jen VZZ), kde jsem použil metodu procentního podílu na tržbách. Strategickou analýzu jsem zahrnul již do předchozí predikce tržeb, avšak i přesto jsem zohlednil některé ukazatele, které jsem získal právě strategickou analýzou i ve vybraných položkách výkazu zisku a ztrát. Při těchto krocích jsem dále zohlednil minulý vývoj, kde jsem provedl horizontální a vertikální analýzu VZZ. Pro všechny tyto předchozí kroky jsem stanovil určité váhy a

dle těchto vah jsem provedl finální prognózu VZZ (opět na jednotlivé fáze). Výsledná prognóza je uvedena v příloze č.2.

Po predikci budoucího výkazu zisku a ztráty jsem stanovil prognózu rozvahy. Prognóza opět spočívala v rozdělení období na první a druhou fázi. Predikci jsem provedl obdobně jako u VZZ, to znamená v závislosti na výsledcích strategické analýzy (schopnosti managementu, konkurence, možnosti podniku), SWOT analýzy (silné, slabé stránky, příležitosti a hrozby), částečně jsem zahrnul i výsledky finanční analýzy a jejich vývoj v čase. Některé položky jsem dále prognózoval dle stanoveného výkazu zisku a ztráty. Do 1.fáze jsem také zahrnul prvky obsažené v business plánu společnosti. Prognózu rozvahy je rovněž součástí přílohy č.2.

Z těchto prognózovaných účetních výkazů jsem sestavil plán budoucích peněžních toků – cash flow. Tento postup je nezbytný pro určení volného cash flow pro vlastníky a věřitele – FCFF, které je potřebné pro vlastní výpočet hodnoty podniku na základě výnosových metod (viz teoretická část). Vlastním výpočtům FCFF se věnuje následující kapitola.

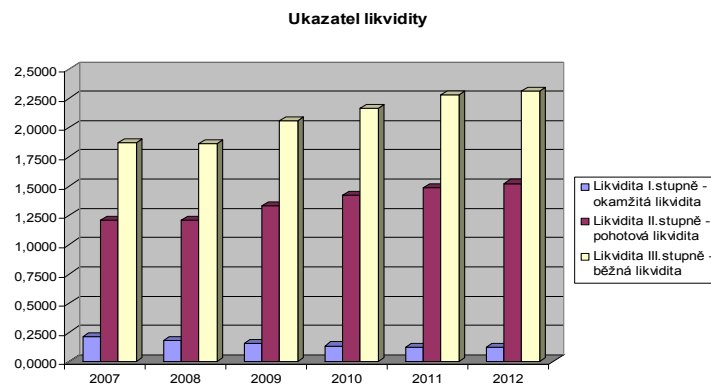
Pozn.: Pro prognózu účetních výkazů byla použita efektivní daň. V případě firmy XYZ jsem dle předchozích výpočtu určil efektivní daň z příjmů, která však téměř odpovídá aktuální sazbě daně dle zákona.

#### **4.1.6 Finanční analýza prognózovaných výkazů**

Na základě prognózovaných výkazů jsem provedl analýzu vybraných finančních ukazatelů. Z těchto hodnot můžeme vyčíst, zda společnost XYZ v následujících letech bude finančně stabilní společností. Pro porovnání ukazatelů v jednotlivých prognózovaných letech se skutečně dosaženými výsledky z roku 2007 jsem výchozí rok ponechal v následujících tabulkách (Tabulka 27, Tabulka 28, Tabulka 29, Tabulka 30, Tabulka 31). Grafické vyjádření těchto finančních ukazatelů je zobrazeno pod příslušnými tabulkami v grafech (Graf 9, Graf 10, Graf 11, Graf 12, Graf 13)

| Ukazatele likvidity                      | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Likvidita I.stupně - okamžitá likvidita  | 0,2128 | 0,1780 | 0,1582 | 0,1360 | 0,1219 | 0,1210 |
| Likvidita II.stupně - pohotová likvidita | 1,2070 | 1,2119 | 1,3329 | 1,4226 | 1,4883 | 1,5239 |
| Likvidita III.stupně - běžná likvidita   | 1,8719 | 1,8614 | 2,0593 | 2,1616 | 2,2758 | 2,3096 |

**Tabulka 27: Ukazatele likvidity**

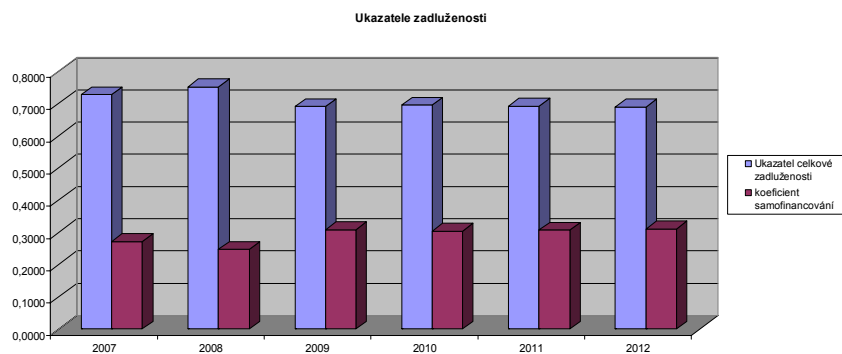


**Graf 9: Ukazatele likvidity**

Z těchto dat je zřejmá pozitivní tendence pohotové a běžné likvidity, z čehož vyplývá stále se zlepšující budoucí solventnost firmy, která by neměla být ohrožena. Okamžitá likvidita vykazuje přesně opačnou tendenci, tedy zhoršující se okamžitou likviditu, avšak s ohledem na odvětvový průměr z roku 2007 (viz Tabulka 7) je hodnota okamžité likvidity v roce 2012 stále nad tímto odvětvovým průměrem.

| Ukazatele zadluženosti        | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ukazatel celkové zadluženosti | 0,7283 | 0,7528 | 0,6909 | 0,6957 | 0,6924 | 0,6894 |
| koeficient samofinancování    | 0,2717 | 0,2472 | 0,3091 | 0,3043 | 0,3076 | 0,3106 |

**Tabulka 28: Ukazatele zadluženosti**

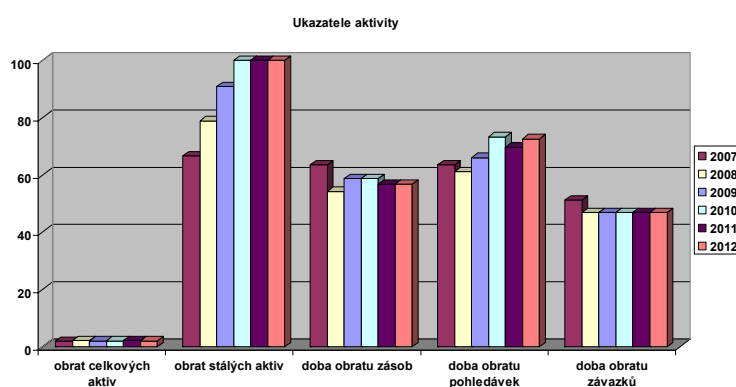


**Graf 10: Ukazatele zadluženosti**

Z ukazatele celkové zadluženosti a koeficientu financování je zřejmé mírné snižování zadluženosti společnosti a to v analyzovaném období o 4%. Vzhledem k charakteru společnosti a předešlému vývoji se jedná o pozitivní vývoj.

| Ukazatele aktivity     | 2007    | 2008    | 2009    | 2010     | 2011     | 2012     |
|------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| obrat celkových aktiv  | 1,9267  | 2,2191  | 2,0883  | 2,0330   | 2,1205   | 2,0845   |
| obrat stálých aktiv    | 66,6691 | 78,8273 | 90,7374 | 102,6561 | 109,7468 | 106,1783 |
| doba obratu zásob      | 63,5871 | 54,2480 | 58,7147 | 58,7106  | 56,7676  | 56,7857  |
| doba obratu pohledávek | 63,5110 | 61,0470 | 66,0744 | 73,3446  | 69,6880  | 72,5863  |
| doba obratu závazků    | 51,2114 | 46,8000 | 46,8000 | 46,8000  | 46,8000  | 46,8000  |

Tabulka 29: Ukazatele aktivity

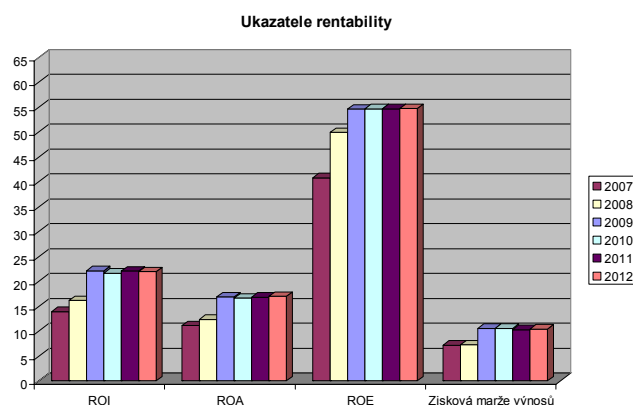


Graf 11: Ukazatele aktivity

Ukazatel obratu celkových aktiv se i v prognózovaném období pohybuje v doporučených hodnotách (1,6 - 3). Obrat stálých aktiv neustále roste. Tento jev je způsoben nadměrným růstem stálých aktiv. Zde bych doporučoval managementu hlídat tento ukazatel a odprodat některá nepotřebná stálá aktiva. Doba obratu zásob v roce 2008 klesla na hodnotu cca 54 dnů což je vzhledem ke strategii společnosti pochopitelné. Dále tato hodnota téměř stagnuje, což je pro společnost negativním vývojem a měla by se dále snažit neudržovat přebytečné zásoby a měla by se snažit o všeobecnou optimalizaci jejich zásob. Při porovnání posledních dvou ukazatelů (doby obratu pohledávek a závazků) je zřejmé, že společnost bude mít v budoucnu problémy se solventností svých odběratelů. Pro tuto situaci bych navrhol efektivnější vymáhání pohledávek.

| Ukazatele rentability | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROI                   | 13,9213 | 16,1515 | 22,1591 | 21,6225 | 22,0604 | 21,9362 |
| ROA                   | 11,0857 | 12,3463 | 16,8813 | 16,6495 | 16,8300 | 17,0057 |
| ROE                   | 40,8057 | 49,9379 | 54,6117 | 54,7087 | 54,7092 | 54,7593 |
| Zisková marže výnosů  | 7,2103  | 7,2426  | 10,5579 | 10,5875 | 10,3266 | 10,4482 |

Tabulka 30: Ukazatele rentability

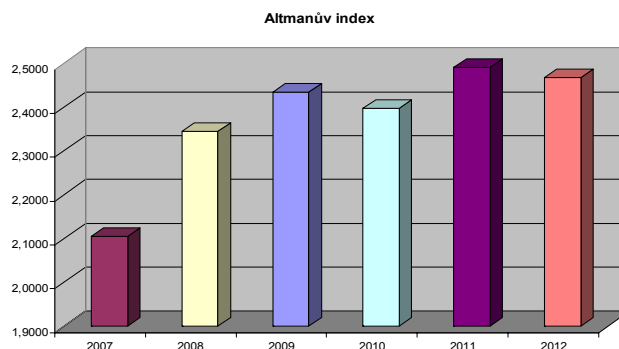


Graf 12: Ukazatele rentability

Rentabilita investovaného kapitálu v prognózovaných letech roste, což odpovídá navýšení tržeb a předpokládanému hospodaření společnosti. Pozitivní vývoj rentability celkových aktiv v předchozích letech bude trvat i nadále, tedy hrubá produkční síla bude opět nadprůměrná. Předpoklad pozitivního působení finanční páky ( $ROE > ROA$ ) bude zachován i nadále, což bude pro společnost prospěšné.

| Altmanův index | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2,1047 | 2,3442 | 2,4329 | 2,3974 | 2,4904 | 2,4671 |

Tabulka 31: Altmanův index



Graf 13: Altmanův index

Z výsledků v tabulce (Tabulka 31) je patrné, že se hodnoty Altmanova indexu opět pohybují v tzv. „šedé zóně“, avšak vykazují rostoucí tendenci.

#### 4.1.7 Stanovení FCFF

Jak je uvedeno v teoretické části této práce, tak pro ocenění podniku výnosovou metodou je v podmínkách České republiky nejvhodnější model DCF pracující na bázi FCFF. Tento volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele se vypočítá podle následujícího vztahu, který je též uveden v teoretické části:

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - INVESTICE_t$$

Po dosazení všech hodnot do tohoto vzorce jsme získali hodnotu volného cash flow pro jednotlivá prognózovaná období.

Pozn.: daňovou sazbu (T) jsem použil ve výši 21%

|                         |             | <i>1.fáze</i> |             |             | <i>2.fáze</i> |             |
|-------------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
|                         | <i>2007</i> | <i>2008</i>   | <i>2009</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i>   | <i>2012</i> |
| <b>EBIT<sub>t</sub></b> | -           | 7.975.897     | 13.502.023  | 14.915.845  | 15.062.932    | 15.770.186  |
| <b>ODP<sub>t</sub></b>  | -           | 613.902       | 832.652     | 1.120.152   | 1.526.402     | 2.026.402   |
| <b>WC<sub>t</sub></b>   | 18.834.642  | 21.956.049    | 30.340.691  | 36.040.792  | 37.173.069    | 39.595.470  |
| <b>ΔWC<sub>t</sub></b>  | -           | 3.121.407     | 8.384.642   | 5.700.101   | 1.132.277     | 2.422.402   |
| <b>INVESTICE</b>        | -           | 1.100.000     | 1.750.000   | 2.300.000   | 3.250.000     | 4.000.000   |

**Tabulka 32: Data pro výpočet FCFF**

Po dosazení dat uvedených v předešlé tabulce (Tabulka 32) do výše uvedeného vzorce dostaneme příslušné hodnoty FCFF pro jednotlivé roky. Výsledné hodnoty FCFF jsou uvedeny v následující tabulce (Tabulka 33).

|             | <i>1.fáze</i> |             |             | <i>2.fáze</i> |             |
|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
|             | <i>2008</i>   | <i>2009</i> | <i>2010</i> | <i>2011</i>   | <i>2012</i> |
| <b>FCFF</b> | 2.693.453     | 1.364.608   | 4.903.569   | 9.043.841     | 8.062.447   |

**Tabulka 33: Hodnoty FCFF pro 1 a 2.fázi**

#### 4.1.8 Výsledná hodnota společnosti

Vzorec pro výpočet výsledné hodnoty společnosti XYZ s.r.o. při použití dvoufázové výnosové metody DCF založené na FCFF je následující. Jednotlivé části vzorce jsou popsány v teoretické části této práce (kapitola 2.4.1.1).

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{l=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} (1+WACC)^{-n}$$

kde:

$$\begin{aligned} FCFF_{2008} &= 8.113.397 \\ FCFF_{2009} &= 13.832.871 \\ FCFF_{2010} &= 17.142.079 \\ FCFF_{2011} &= 18.487.727 \\ WACC\ 1 &= 13,3\% \\ WACC\ 2 &= 15,932\% \\ g_n &= 3,5\% \end{aligned}$$

Pak se hodnota podniku jako celku rovná:

##### ***1.varianta:***

$$\begin{aligned} & \frac{2.693.453}{(1+0,133)^1} + \frac{1.364.608}{(1+0,133)^2} + \frac{4.903.569}{(1+0,133)^3} + \frac{9.043.841}{(0,133-0,035)} (1+0,133)^{-3} = \\ & \underbrace{6.811.869} + \underbrace{63.454.731} = \mathbf{70.266.600,-\ Kč} \end{aligned}$$

*hodnota 1.fáze*      *hodnota 2.fáze*  
(pokračující hodnota)

##### ***2.varianta:***

$$\begin{aligned} & \frac{2.693.453}{(1+0,15932)^1} + \frac{1.364.608}{(1+0,15932)^2} + \frac{4.903.569}{(1+0,15932)^3} + \frac{9.043.841}{(0,15932-0,035)} (1+0,15932)^{-3} = \\ & = 6.485.642 + 46.686.884 = \mathbf{53.172.526,-\ Kč} \end{aligned}$$

Z předchozích dvou variant výpočtu vyplývá, že **celková hodnota společnosti XYZ s.r.o.** vypočítaná pomocí dvoufázové metody DCF, za předpokladu stoprocentního dosažení stanovených tržeb (bez přírážky za riziko nedostatečného růstu tržeb v následujících letech dle kapitoly 4.1.3.1) **činí 70.266.600,-Kč** a za předpokladu pouze osmdesátiprocentního dosažení prognózovaných tržeb (s přírážkou za riziko dle 4.1.3.1) činí hodnota společnosti **53.172.526,-Kč**.

Z velikosti rozdílu hodnot společnosti vypočítaných dle jednotlivých alternativ, který činí cca 17 mil. Kč vyplývá, že výsledná hodnota společnosti je velmi závislá na budoucím vývoji společnosti. Je to dáno především tím, že společnost nevlastní žádné pozemky, budovy atp. a proto je hodnota společnosti z velké části závislá na budoucím vývoji.

## **4.2 Ocenění likvidační hodnotou**

Jako druhý způsob ocenění bude použit odhad likvidační hodnoty. Důvod je zřejmý. Mým úmyslem je zjištění zda hodnota určená likvidační hodnotou nebude vyšší než-li hodnota zjištěná předchozí použitou výnosovou metodou. V případě že by likvidační hodnota společnosti XYZ s.r.o. byla vyšší než-li hodnota zjištěná metodou DCF, jevílo by se jako výhodnější společnost zlikvidovat, rozdělit, případně rozprodat a již dále nepokračovat v podnikatelské činnosti.

Jak jsem již zmínil v teoretické části, postup výpočtu likvidační hodnoty je poměrně jednoduchý, ale v praxi však velice obtížný, neboť je zapotřebí odhadnout do jaké míry bude trh schopen vstřebat majetek a hlavně za jaké ceny.

Jedná se o zjištění hodnoty veškerého majetku k určitému časovému okamžiku. Tento okamžik záleží na tom, kdy bude likvidátor schopen rozprodat majetek podniku. Vzhledem k tomu, že v případě společnosti XYZ jsou dle mého názoru splněny předpoklady „going concern“, budu předpokládat datum pro ocenění likvidační hodnotou stejný jako v případě metody DCF – to znamená k 31.12.2007.

Je nutné podotknout, že ocenění likvidační hodnotou je dosti subjektivní záležitostí. Avšak jedná se o spodní možnou hranici výsledné hodnoty podniku.

Likvidační hodnota je zjednodušeně řečeno hodnota majetku společnosti k určitému datu, které lze dosáhnout prodejem jednotlivých majetkových částí firmy, po odpočtu závazků společnosti. V následující tabulce je seznam jednotlivých majetkových částí firmy spolu s jejich aktuálními tržními cenami, tedy hodnotami za které by se dal daný majetek prodat k datu ocenění. V následujících tabulkách (Tabulka 34, Tabulka 35, Tabulka 36, Tabulka 37) je uveden seznam majetku společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007.

| <b>Soupis majetku:</b>                      |                   |
|---------------------------------------------|-------------------|
| Dlouhodobý nehmotný majetek                 | 18 980            |
| Dlouhodobý hmotný majetek                   | 3 440 025         |
| Pořízení dlouhodobého hmotného majetku      | 4 999             |
| Materiál                                    | 40 000            |
| Zásoby vlastní výroby                       | 329 385           |
| Zboží                                       | 13 270 916        |
| <b>Majetek celkem</b>                       | <b>17 104 304</b> |
| Oprávky - opotřebení                        | 918 586           |
| <b>Celková hodnota majetku k 31.12.2007</b> | <b>16 185 717</b> |

Tabulka 34: Soupis věcného majetku společnosti XYZ k 31.12.2007

| <b>Finanční majetek:</b>                    |                  |
|---------------------------------------------|------------------|
| Peníze                                      | 283 495          |
| Účty v bankách                              | 4 312 764        |
| <b>Finanční majetek celkem k 31.12.2007</b> | <b>4 596 259</b> |

Tabulka 35: Soupis finančního majetku společnosti XYZ k 31.12.2007

| <b>Soupis pohledávek:</b>             |                   |
|---------------------------------------|-------------------|
| Krátkodobé pohledávky                 | 15 080 861        |
| Dlouhodobé pohledávky                 | 6 398 000         |
| <b>Pohledávky celkem k 31.12.2007</b> | <b>21 478 861</b> |

Tabulka 36: Soupis pohledávek společnosti XYZ k 31.12.2007

| <b>Soupis závazků:</b>             |                   |
|------------------------------------|-------------------|
| Krátkodobé závazky                 | 21 602 356        |
| Dlouhodobé závazky                 | 8 437 000         |
| <b>Závazky celkem k 31.12.2007</b> | <b>30 039 356</b> |

Tabulka 37: Soupis závazků společnosti XYZ k 31.12.2007

Každé skupině majetku (nejen dle uvedených seznamů) jsem přiřadil koeficient, kterým jsem vyjádřil prodejnost dané položky. Určování koeficientu jsem provedl spolu s majitelem firmy, vybranými zaměstnanci z nákupního oddělení a s vedoucím skladu. Po sečtení daných koeficientů mě vyšla prodejnost majetku ve výši 89% z účetní hodnoty. Tento výsledek je zřejmý především z důvodů neprodejnost některých skladových zásob (stará xxxx atp.). Prodejnost finančního majetku je zřejmá. Koeficient prodejnosti pohledávek jsem stanovil dle předchozí analýzy, kde jsem počítal s 11% hůře vymahatelných pohledávek u kterých je třeba počítat s dodatečnými náklady na jejich vymáhání. Výsledná hodnota mi pak vyšla na úrovni 84%. Splatnost závazků jsem stanovil na úrovni 97%. Dále jsem na základě výsledných koeficientů vypočítal likvidační hodnotu společnosti. Všechny potřebné údaje jsou uvedeny v následující tabulce (Tabulka 38).

| Soupis k 31.12.2007       | Účetní hodnota (Kč) | Prodejnost (%) | Prodejnost (Kč) |
|---------------------------|---------------------|----------------|-----------------|
| Majetek                   | 16 185 717          | 89%            | 14 405 288      |
| Finanční majetek          | 4 596 259           | 100%           | 4 596 259       |
| Pohledávky                | 21 478 861          | 84%            | 18 042 243      |
| Závazky                   | 30 039 356          | 97%            | 28 837 782      |
| <b>Likvidační hodnota</b> | <b>8 206 009</b>    |                |                 |

**Tabulka 38: Likvidační hodnota společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007**

Výsledná likvidační hodnota společnosti XYZ s.r.o. vychází tedy ve výši 8.206.009,- Kč.

#### 4.3 Účetní hodnota podniku

Jako třetí způsob ohodnocení jsem zvolil účetní hodnotu podniku. Jedná se o účetní pojetí hodnoty podniku, tedy o účetní hodnotu majetku společnosti sníženou o závazky společnosti.

Aplikace tohoto postupu je velmi jednoduchá, ale výsledek je zároveň i velmi zkreslující. Z teoretického hlediska může být účetní hodnota podniku nižší nebo i vyšší než-li je tomu v případě ocenění likvidační hodnotou. Vyšší může být v případě, kde účetní hodnota uvažuje stávající hodnotu majetku za tržní cenu. Jedná se především o snížení hodnoty vlivem starých zásob, které už nejsou prodejné za původní cenu.

Naopak vezmeme-li v úvahu budovy či pozemky a jejich stoupající hodnotu, tak může být likvidační hodnota vyšší nežli hodnota účetní.

Výpočet účetní hodnoty společnosti XYZ s.r.o. je zobrazen v následující tabulce (Tabulka 39).

|                       |                   |
|-----------------------|-------------------|
| celkový majetek       | 42 204 793        |
| závazky: dlouhodobé   | 8 437 000         |
| krátkodobé            | 21 602 356        |
| rezervy               | 699 700           |
| <b>účetní hodnota</b> | <b>11 465 737</b> |

**Tabulka 39: Účetní hodnota společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007**

Z tabulky vyplývá (Tabulka 39), že účetní hodnota společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007 činí 11.465.737,-Kč, což je v porovnání s likvidační hodnotou o 3.259.728 korun vyšší.

## 5. Závěr

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty společnosti XYZ, která se pohybuje na trhu xxx v ČR a zabývá se především xxx. Ambicí práce je pomoci při hledání odpovědi na strategické otázky vlastníků společnosti týkající se posouzení úspěšnosti minulého i očekávaného budoucího vývoje.

První část práce se věnuje teoretickému rozboru problematiky oceňování. Navazující část práce aplikuje teoretické poznatky na podmínky společnosti XYZ. Výstupem práce je poté návrh postupu stanovení hodnoty podniku a její vyčíslení.

Východiskem procesu ocenění je provedení podrobné strategické a finanční analýzy. V rámci strategické analýzy se hodnotí atraktivita trhu, prognóza budoucího vývoje trhu, konkurenční síla společnosti, dále pak kvalita managementu, personální oblast, inovační síla, dlouhodobý majetek a investice. Na základě těchto dílčích analýz se stanovuje celková perspektivita společnosti. Analýza společnosti XYZ byla provedena tak, aby byly zjištěny veškeré informace nutné pro efektivní a správné posouzení hodnoty podniku jako celku. Na základě SWOT analýzy bylo zjištěno, že společnost disponuje dostatečným množstvím silných stránek, na základě kterých může využít existujících příležitostí. Dále byly zjištěny slabé stránky a hrozby, které je nutné monitorovat, redukovat a případně eliminovat. Finanční analýza prokázala, že společnost XYZ je finančně poměrně zdravou společností a lze očekávat budoucí pozitivní vývoj bez výrazných problémů se solventností a finančním zdravím společnosti.

Na základě provedené analýzy se provádí prognóza budoucího vývoje, jejímž konkrétním vyústěním je plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a cash flow pro období následujících několika let. Zpravidla se toto období rozděluje na dvě fáze. První fáze je období po které lze do určité míry stanovit stabilitu obchodů společnosti. Tato fáze byla pro podmínky společnosti XYZ stanovena na období tří let. Druhá fáze, která je nazývána pokračující hodnotou, zahrnuje období od konce první fáze v délce následujících dvou let. Pokračující hodnota byla v práci odvozena od tempa růstu HDP

v České republice. Na základě těchto fází se stanoví finanční prognóza společnosti, na které se aplikuje některá z oceňovacích metod.

V současné době existuje celá řada postupů, které lze rozdělit do skupiny metod výnosových, tržních, založených na analýze majetku, kombinovaných metod a metod ostatních (metoda reálných opcí atp.). Bylo rozhodnuto, že pro podmínky společnosti XYZ budou nejvhodnějšími metodami výnosová metoda DCF (diskontované cash flow), účetní hodnota a likvidační hodnota.

V závěrečné části práce je navržen optimální postup ocenění metodou DCF. Tato metoda je ve vyspělých zemích považována za nejvhodnější, neboť respektuje všechny principy moderního finančního řízení (zejména princip časové hodnoty peněz, zohledňování rizika a preference peněžních toků nad účetním ziskem). Po rozdělení metody na první a druhou fázi byly prognózovány pro každou fázi tržby a následně účetní výkazy. Prognóza první fáze byla provedena na základě business plánu společnosti spolu s výsledky předchozích analýz. Pro druhou fázi byl určen konstantní růst tržeb ve výši 3,5% dle zmiňovaného tempa růstu HDP v České republice.

Průměrné náklady kapitálu (WACC) byly odhadnuty na základě stanovení nákladů na vlastní a cizí kapitál. Náklady na cizí kapitál byly vypočítány dle výnosnosti státních dluhopisů spolu s přírážkou za rating společnosti, který byl stanoven pomocí podnikových finančních ukazatelů (zejména různé poměrové ukazatele zadluženosti). Náklady na vlastní kapitál byly vypočítány metodou CAPM, ke které byly dále připočítány rizikové přírážky, konkrétně přírážka za malou společnost a přírážka za obchodní riziko. Při stanovení přírážky za obchodní riziko byla zohledněna i možnost, že by prognózovaných objemů tržeb nebylo dosaženo a je tak identifikována i potenciální následná rozdílnost celkové hodnoty společnosti.

Z prognózovaných účetních výkazů byly pro jednotlivé roky stanoveny volné peněžní toky (FCFF). Kvantifikace FCFF je nezbytným informačním vstupem při určování hodnoty podniku metodou DCF. Při výpočtu byly použity dvě různé diskontní sazby, čímž se zohlednily dvě dříve definované prognózy budoucího vývoje tržeb. Výsledkem

byly tedy dvě různé hodnoty podniku, stanovené součtem diskontovaných volných peněžních toků první a druhé fáze.

Pro dosažení objektivitu a kontrolu reálnosti hodnot zjištěných metodou DCF byly na podmínky společnosti XYZ aplikovány ještě metody ocenění likvidační a účetní hodnotou. Takto odhadnuté hodnoty lze považovat za dolní hranici ocenění. Hodnoty vypočtená výnosovou metodou jsou cca 6-ti násobně vyšší nežli likvidační hodnota, z čehož vyplývá, že hodnota společnosti XYZ z velké míry závisí na budoucím vývoji a na dosažení předpokládaných výsledků. Tuto skutečnost potvrzuje i značný rozdíl mezi oběma hodnotami určenými metodou DCF.

Hodnoty společnosti XYZ, vypočtené v této diplomové práci, mohou pomoci vlastníkovi jak při hodnocení dosavadního vývoje, tak i při budoucím rozhodování. Jelikož není záměrem vlastníků podnik v dohledné době prodat, není zde stanovená „cena“ společnosti ovlivněna subjektivními požadavky a postoji konkrétního kupujícího. Závěrem je nutné také zdůraznit, že vypočtené hodnoty nezastupují znalecký posudek a vyjadřují tedy pouze představu o možné potencionální hodnotě společnosti.

## Seznam použité literatury

- [1] BUUS, Tomáš a kolektiv. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekotovaných společností*. Praha: Oeconomica., 2007. 112str. ISBN 978-80-245-1200-6
- [2] DAMODARAN, A. *Corporate Finance. Theory and Practice*. Second Edition. Willey Publishers, 2003, 1008 s. ISBN: 978-0-471-28332-4.
- [3] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2.přepracované a doplněné vydání Praha: C.H.Beck, 2001.367str. ISBN 80-7179-529-1
- [4] MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress s.r.o., 2003. 402str. ISBN 80-86119-57-2
- [5] MAŘÍKOVÁ, P. - MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Vysoká škola ekonomická, Nakladatelství Oeconomica, Institut oceňování majetku, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [6] MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. Ekonomické aspekty. Praha: Linde Praha a.s., 1998. 159str. ISBN 80-7201-145-6
- [7] NEUMAIEROVÁ, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha:GRADA Publishing, 2002. 215str. ISBN 80-247-0125-1
- [8] *Oceňování* úplné znění podle stavu k 1.1.2007. Sagit. 240 str. ISBN 978-80-7208-606-1
- [9] PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. Praha: GRADA Publishing, 2005. 372 str. ISBN 80-247-1046-3
- [10] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2.doplněné vydání. Praha: Computer Press 2001. 220 str. ISBN 80-7226-562-8
- [11] SYSTÉMY LOGISTIKY. Č.66 (říjen 2007). Praha: ATOZ, 2007. Vychází měsíčně. ISSN 1214-4827
- [12] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2.přepracované vydání. Praha: Ekopress s.r.o., 2006.465 str. ISBN 80-86929-01-9
- [13] *Makropřehled*. Patria. (online). (cit. 2008-2-06). Dostupné z: <http://www.patria.cz/ekonomika/makroprehled/cz.html>

- [14] *Analytické materiály MPO*. Ministerstvo obchodu a průmyslu. (online). (cit. 2008-2-11). Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category238>
- [15] *Total Beta By Industry Sector*. Damodaran. (online). (cit. 2008-2-28). Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)
- [16] *Emise státních dluhopisů*. Ministerstvo financí ČR. (online). (cit. 2008-3-03). Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/vrsd\\_emise\\_sdd\\_36175.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/hs.xsl/vrsd_emise_sdd_36175.html) -
- [17] *Rating and coverage Ratios*. Damodaran. (online). (cit. 2008-3-03). Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm)

## Seznam tabulek:

|                                                                                                                                    |        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Tabulka 1: Použitelnost metod při oceňování XYZ s.r.o. ....                                                                        | - 45 - |
| Tabulka 2: Matice SILNÝCH stránek společnosti XYZ s.r.o. ....                                                                      | - 47 - |
| Tabulka 3: Matice SLABÝCH stránek společnosti XYZ.....                                                                             | - 49 - |
| Tabulka 4: Matice PŘÍLEŽITOSTÍ.....                                                                                                | - 51 - |
| Tabulka 5: Matice HROZEB .....                                                                                                     | - 53 - |
| Tabulka 6: Ukazatele likvidity.....                                                                                                | - 54 - |
| Tabulka 7: Všeobecně doporučené hodnoty, odvětvové průměry likvidity .....                                                         | - 54 - |
| Tabulka 8: Ukazatele zadluženosti .....                                                                                            | - 56 - |
| Tabulka 9: Ukazatele aktivity .....                                                                                                | - 57 - |
| Tabulka 10: Ukazatele rentability.....                                                                                             | - 58 - |
| Tabulka 11: Všeobecně doporučené hodnoty, odvětvové průměry rentability .....                                                      | - 58 - |
| Tabulka 12: Altmanův index .....                                                                                                   | - 60 - |
| Tabulka 13: Analýza atraktivity trhu .....                                                                                         | - 62 - |
| Tabulka 14: Hodnocení kvality managementu .....                                                                                    | - 63 - |
| Tabulka 15: Hodnocení situace v personální oblasti .....                                                                           | - 64 - |
| Tabulka 16: Hodnocení inovační síly podniku .....                                                                                  | - 65 - |
| Tabulka 17: Hodnocení dlouhodobého majetku a investic.....                                                                         | - 65 - |
| Tabulka 18: Profil konkurenční síly .....                                                                                          | - 66 - |
| Tabulka 19: Konkurenční síla a prognóza tržního podílu.....                                                                        | - 68 - |
| Tabulka 21: Prognóza tržeb pro rok 2008 (v Kč) .....                                                                               | - 71 - |
| Tabulka 22: Prognóza tržeb pro rok 2009 (v Kč) .....                                                                               | - 72 - |
| Tabulka 23: Prognóza tržeb pro rok 2010 (v Kč) .....                                                                               | - 72 - |
| Tabulka 24: Ratingové skupiny na základě úrokového krytí a přírážky k aktuální<br>výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů. .... | - 79 - |
| Tabulka 25: Rating a podnikové finanční ukazatele.....                                                                             | - 79 - |
| Tabulka 26: Prognóza budoucích tržeb, tempo růstu tržeb .....                                                                      | - 82 - |
| Tabulka 27: Ukazatele likvidity.....                                                                                               | - 84 - |
| Tabulka 28: Ukazatele zadluženosti .....                                                                                           | - 84 - |
| Tabulka 29: Ukazatele aktivity .....                                                                                               | - 85 - |
| Tabulka 30: Ukazatele rentability.....                                                                                             | - 86 - |
| Tabulka 31: Altmanův index .....                                                                                                   | - 86 - |

|                                                                           |        |
|---------------------------------------------------------------------------|--------|
| Tabulka 32: Data pro výpočet FCFF .....                                   | - 87 - |
| Tabulka 33: Hodnoty FCFF pro 1 a 2.fázi.....                              | - 87 - |
| Tabulka 34: Soupis věcného majetku společnosti XYZ k 31.112.2007 .....    | - 90 - |
| Tabulka 35: Soupis finančního majetku společnosti XYZ k 31.112.2007 ..... | - 90 - |
| Tabulka 36: Soupis pohledávek společnosti XYZ k 31.112.2007.....          | - 90 - |
| Tabulka 37: Soupis závazků společnosti XYZ k 31.112.2007 .....            | - 90 - |
| Tabulka 38: Likvidační hodnota společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007 .....  | - 91 - |
| Tabulka 39: četní hodnota společnosti XYZ s.r.o. k 31.12.2007 .....       | - 92 - |

### **Seznam Grafů:**

|                                        |        |
|----------------------------------------|--------|
| Graf 1: Okamžitá likvidita .....       | - 55 - |
| Graf 2: Pohotová likvidita.....        | - 55 - |
| Graf 3: Běžná likvidita.....           | - 55 - |
| Graf 4: Ukazatele zadluženosti .....   | - 56 - |
| Graf 5: Ukazatele aktivity.....        | - 58 - |
| Graf 6: Ukazatele rentability.....     | - 59 - |
| Graf 7: Altmanův index .....           | - 60 - |
| Graf 8: Predikce tempa růstu HDP ..... | - 73 - |
| Graf 9: Ukazatele likvidity .....      | - 84 - |
| Graf 10: Ukazatele zadluženosti .....  | - 84 - |
| Graf 11: Ukazatele aktivity.....       | - 85 - |
| Graf 12: Ukazatele rentability.....    | - 86 - |

### **Seznam obrázků:**

|                                                             |        |
|-------------------------------------------------------------|--------|
| Obrázek 1 Dvoufázová metoda.....                            | - 28 - |
| Obrázek 2 Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku ..... | - 41 - |

## Seznam příloh

|                                                                   |         |
|-------------------------------------------------------------------|---------|
| Příloha 1 - Účetní výkazy oceňované společnosti .....             | - 101 - |
| a) Rozvaha .....                                                  | - 101 - |
| b) Výkaz zisku a ztrát .....                                      | - 104 - |
| c) Cash flow .....                                                | - 106 - |
| Příloha 2 – Prognózované účetní výkazy oceňované společnosti..... | - 107 - |
| a) Výkaz zisků a ztrát.....                                       | - 107 - |
| b) Rozvaha .....                                                  | - 109 - |
| c) Cash flow .....                                                | - 112 - |

## Přílohy

### Příloha 1 - Účetní výkazy oceňované společnosti

#### a) Rozvaha

|                                                                                                     |                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Minimální závazný výčet informací<br>podle vyhlášky č. 500/2002 Sb. ve znění<br>pozdějších předpisů | <b>ROZVAHA</b><br><b>v plném rozsahu</b><br><b>k 31.12.200x</b><br>(v celých Kč) | Jméno a příjmení, obchodní firma nebo jiný<br>název účetní jednotky<br><br><b>XYZ s.r.o.</b><br><b>2005 - 2006 - 2007</b><br><br>Sídlo nebo bydliště účetní jednotky<br>a místo podnikání liší-li se od bydliště |
|                                                                                                     | IČ<br>XXXXXXXX                                                                   |                                                                                                                                                                                                                  |

| Označení<br>a | AKTIVA<br>b                                                | Číslo<br>řádku<br>c | Běžné účetní období |               |               |
|---------------|------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------|---------------|
|               |                                                            |                     | Netto<br>2005       | Netto<br>2006 | Netto<br>2007 |
|               | AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)=ř. 67                 | 001                 | 5759737             | 22568682      | 42204793      |
| A.            | Pohledávky za upsaný základní kapitál                      | 002                 | 0                   | 0             | 0             |
| B.            | Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)                       | 003                 | 733984              | 572601        | 1219713       |
| B. I.         | Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)                  | 004                 | 0                   | 0             | 0             |
| B. I. 1.      | Zřizovací výdaje                                           | 005                 | 0                   | 0             | 0             |
| 2.            | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje                         | 006                 | 0                   | 0             | 0             |
| 3.            | Software                                                   | 007                 | 0                   | 0             | 0             |
| 4.            | Ocenitelná práva                                           | 008                 | 0                   | 0             | 0             |
| 5.            | Goodwill (+/-)                                             | 009                 | 0                   | 0             | 0             |
| 6.            | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek                           | 010                 | 0                   | 0             | 0             |
| 7.            | Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek                    | 011                 | 0                   | 0             | 0             |
| 8.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek           | 012                 | 0                   | 0             | 0             |
| B. II.        | Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)                    | 013                 | 733984              | 572601        | 1219713       |
| B. II. 1.     | Pozemky                                                    | 014                 | 0                   | 0             | 0             |
| 2.            | Stavby                                                     | 015                 | 0                   | 0             | 0             |
| 3.            | Samostatné movité věci a soubory movitých věcí             | 016                 | 733984              | 572601        | 1219713       |
| 4.            | Pěšitelské celky trvalých porostů                          | 017                 | 0                   | 0             | 0             |
| 5.            | Základní stádo a tažná zvířata                             | 018                 | 0                   | 0             | 0             |
| 6.            | Jiný dlouhodobý hmotný majetek                             | 019                 | 0                   | 0             | 0             |
| 7.            | Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek                      | 020                 | 0                   | 0             | 0             |
| 8.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek             | 021                 | 0                   | 0             | 0             |
| 9.            | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)                  | 022                 | 0                   | 0             | 0             |
| B. III.       | Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)                  | 023                 | 0                   | 0             | 0             |
| B. III. 1.    | Podíly v ovládaných a řízených osobách                     | 024                 | 0                   | 0             | 0             |
| 2.            | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem         | 025                 | 0                   | 0             | 0             |
| 3.            | Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly                   | 026                 | 0                   | 0             | 0             |
| 4.            | Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv | 027                 | 0                   | 0             | 0             |
| 5.            | Jiný dlouhodobý finanční majetek                           | 028                 | 0                   | 0             | 0             |
| 6.            | Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek                     | 029                 | 0                   | 0             | 0             |
| 7.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek           | 030                 | 0                   | 0             | 0             |

| Označení<br>a | AKTIVA<br>b                                                         | Č.<br>řádku<br>c | Běžné účetní období |               |               |
|---------------|---------------------------------------------------------------------|------------------|---------------------|---------------|---------------|
|               |                                                                     |                  | Netto<br>2005       | Netto<br>2006 | Netto<br>2007 |
| C.            | Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)                                | 031              | 5013753             | 21785632      | 40436998      |
| C. I.         | Zásoby (ř. 33 až 38)                                                | 032              | 2374904             | 9703341       | 14361879      |
| C. I. 1.      | Materiál                                                            | 033              | 40000               | 40000         | 40000         |
|               | 2. Nedokončená výroba a polotovary                                  | 034              | 0                   | 329385        | 77831         |
|               | 3. Výrobky                                                          | 035              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 4. Zvířata                                                          | 036              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 5. Zboží                                                            | 037              | 2319332             | 9333956       | 14244048      |
|               | 6. Poskytnuté zálohy na zásoby                                      | 038              | 15572               | 0             | 0             |
| C. II.        | Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)                                 | 039              | 1809917             | 2239000       | 6398000       |
| C. II. 1.     | Pohledávky z obchodních vztahů                                      | 040              | 1809539             | 2104000       | 6345000       |
|               | 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba                           | 041              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 3. Pohledávky - podstatný vliv                                      | 042              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účast.sdružení     | 043              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy                                     | 044              | 0                   | 135000        | 53000         |
|               | 6. Dohadné účty aktivní                                             | 045              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 7. Jiné pohledávky                                                  | 046              | 378                 | 0             | 0             |
|               | 8. Odložená daňová pohledávka                                       | 047              | 0                   | 0             | 0             |
| C. III.       | Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)                                 | 048              | 47260               | 7641570       | 15080861      |
| C. III. 1.    | Pohledávky z obchodních vztahů                                      | 049              | 0                   | 6853680       | 14344689      |
|               | 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba                           | 050              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 3. Pohledávky - podstatný vliv                                      | 051              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení | 052              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění                       | 053              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 6. Stát - daňové pohledávky                                         | 054              | 47260               | 0             | 718800        |
|               | 7. Krátkodobé poskytnuté zálohy                                     | 055              | 0                   | 786934        | 13320         |
|               | 8. Dohadné účty aktivní                                             | 056              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 9. Jiné pohledávky                                                  | 057              | 0                   | 956           | 4052          |
| C. IV.        | Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)                           | 058              | 781672              | 2201721       | 4596259       |
| C. IV. 1.     | Peníze                                                              | 059              | 94644               | 231638        | 283495        |
|               | 2. Účty v bankách                                                   | 060              | 687028              | 1970083       | 4312764       |
|               | 3. Krátkodobé cenné papíry a podíly                                 | 061              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek                           | 062              | 0                   | 0             | 0             |
| D. I.         | Časové rozlišení (ř. 64 až 66)                                      | 063              | 12000               | 210449        | 548081        |
| D. I. 1.      | Náklady příštích období                                             | 064              | 12000               | 210449        | 548081        |
|               | 2. Komplexní náklady příštích období                                | 065              | 0                   | 0             | 0             |
|               | 3. Příjmy příštích období                                           | 066              | 0                   | 0             | 0             |
|               | PASIVA CELKEM (ř. 68 + 85 + 118) = ř. 001                           | 067              | 5759737             | 22568682      | 42204793      |
| A.            | Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 78 + 81 + 84)                         | 068              | 1470643             | 5234851       | 11465737      |
| A. I.         | Základní kapitál (ř. 70 až 72)                                      | 069              | 300000              | 300000        | 300000        |
| A. I. 1.      | Základní kapitál                                                    | 070              | 300000              | 300000        | 300000        |
|               | 2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)                      | 071              |                     |               |               |
|               | 3. Změny základního kapitálu (+/-)                                  | 072              |                     |               |               |
| A. II.        | Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)                                      | 073              | 0                   | 0             | 0             |
| A. II. 1.     | Emisní ážio                                                         | 074              |                     |               |               |
|               | 2. Ostatní kapitálové fondy                                         | 075              |                     |               |               |
|               | 3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)            | 076              |                     |               |               |
|               | 4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách (+/-)                | 077              |                     |               |               |
| A. III.       | Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku           | 078              | 20000               | 20000         | 20000         |

|            |                                                                                     |     |         |          |          |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----|---------|----------|----------|
| A. III. 1. | Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond                                            | 079 | 20000   | 20000    | 20000    |
| 2.         | Statutární a ostatní fondy                                                          | 080 |         |          |          |
| A. IV.     | Výsledek hospodaření minulých let (ř. 82 + 83)                                      | 081 | 515352  | 1150642  | 6467059  |
| A. IV. 1.  | Nerozdělený zisk minulých let                                                       | 082 | 515352  | 1150642  | 6467059  |
| 2.         | Neuhrazená ztráta minulých let (-)                                                  | 083 |         |          |          |
| A. V.      | Výsledek hospodaření běžného účetního období (ř. 01 - 69 - 73 - 78 - 81 - 85 - 118) | 084 | 635291  | 3764209  | 4678678  |
| B.         | Cizí zdroje (ř. 86 + 91 + 102 + 114)                                                | 085 | 4289094 | 17333831 | 30739056 |
| B. I.      | Rezervy (ř. 87 až 90)                                                               | 086 | 242000  | 699700   | 699700   |
| B. I. 1.   | Rezervy podle zvláštních předpisů                                                   | 087 | 242000  | 699700   | 699700   |
| 2.         | Rezerva na důchody a podobné závazky                                                | 088 |         |          |          |
| 3.         | Rezerva na daň z příjmů                                                             | 089 |         |          |          |
| 4.         | Ostatní rezervy                                                                     | 090 |         |          |          |
| B. II.     | Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)                                                   | 091 | 3593443 | 3638000  | 8437000  |
| B. II. 1.  | Závazky z obchodních vztahů                                                         | 092 | 3303443 | 3598000  | 8406000  |
| 2.         | Závazky - ovládající a řídicí osoba                                                 | 093 |         |          |          |
| 3.         | Závazky - podstatný vliv                                                            | 094 |         |          |          |
| 4.         | Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení                     | 095 | 290000  | 40000    | 31000    |
| 5.         | Dlouhodobé přijaté zálohy                                                           | 096 |         |          |          |
| 6.         | Vydané dluhopisy                                                                    | 097 |         |          |          |
| 7.         | Dlouhodobé směnky k úhradě                                                          | 098 |         |          |          |
| 8.         | Dohadné účty pasivní                                                                | 099 |         |          |          |
| 9.         | Jiné závazky                                                                        | 100 |         |          |          |
| 10.        | Odložený daňový závazek                                                             | 101 |         |          |          |
| B. III.    | Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)                                                  | 102 | 453651  | 12996131 | 21602356 |
| B. III. 1. | Závazky z obchodních vztahů                                                         | 103 |         | 7427689  | 11566681 |
| 2.         | Závazky - ovládající a řídicí osoba                                                 | 104 |         | 3070000  | 4937602  |
| 3.         | Závazky - podstatný vliv                                                            | 105 |         |          |          |
| 4.         | Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení                     | 106 |         |          |          |
| 5.         | Závazky k zaměstnancům                                                              | 107 |         |          |          |
| 6.         | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění                           | 108 | 30758   | 328504   | 419505   |
| 7.         | Stát - daňové závazky a dotace                                                      | 109 | 371841  | 1518042  | 2785947  |
| 8.         | Krátkodobé přijaté zálohy                                                           | 110 |         | 132220   | 1242391  |
| 9.         | Vydané dluhopisy                                                                    | 111 |         |          |          |
| 10.        | Dohadné účty pasivní                                                                | 112 |         |          |          |
| 11.        | Jiné závazky                                                                        | 113 | 51052   | 519676   | 650231   |
| B. IV.     | Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117)                                           | 114 | 0       | 0        | 0        |
| B. IV. 1.  | Bankovní úvěry dlouhodobé                                                           | 115 |         |          |          |
| 2.         | Krátkodobé bankovní úvěry                                                           | 116 |         |          |          |
| 3.         | Krátkodobé finanční výpomoci                                                        | 117 |         |          |          |
| B. IV.     | Časové rozlišení (ř. 119 + 120)                                                     | 118 | 0       | 0        | 0        |
| B. IV. 1.  | Výdaje příštích období                                                              | 119 |         |          |          |
| 2.         | Výnosy příštích období                                                              | 120 |         |          |          |

## b) Výkaz zisku a ztrát

|                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Minimální závazný výčet informací<br>podle vyhlášky č. 500/2002 Sb.<br>ve znění pozdějších předpisů | <b>VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY</b><br><b>v plném rozsahu</b><br><b>k 31.12.200x</b><br>(v celých Kč)<br><div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin: 5px auto; width: 150px;">           IČ<br/>           XXXXXXXX         </div> | Jméno a příjmení, obchodní firma nebo<br>jiný název účetní jednotky<br><br><b>XYZ s.r.o.</b><br><b>2005 - 2006 - 2007</b><br>Sídlo nebo bydliště účetní jednotky<br>a místo podnikání liší-li se od bydliště |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

| a      | TEXT<br>b                                                                                             | Číslo<br>řádku<br>c | 2005     | 2006      | 2007      |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------|-----------|-----------|
| I.     | Tržby za prodej zboží                                                                                 | 01                  | 14323921 | 23422703  | 51338733  |
| A.     | Náklady vynaložené na prodané zboží                                                                   | 02                  | 10968298 | 33764034  | 66386481  |
| +      | Obchodní marže (ř. 01 - 02)                                                                           | 03                  | 3355623  | -10341331 | -15047748 |
| II.    | Výkony (ř. 05 až 07)                                                                                  | 04                  | 2728062  | 35300468  | 45298968  |
| II. 1. | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb                                                            | 05                  | 1886062  | 29914372  | 29978428  |
| 2.     | Změna stavu zásob vlastní činnosti                                                                    | 06                  |          | 329385    | 77831     |
| 3.     | Aktivace                                                                                              | 07                  | 842000   | 5056711   | 15242709  |
| B.     | Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)                                                                        | 08                  | 3910854  | 9032233   | 11341768  |
| B. 1.  | Spotřeba materiálu a energie                                                                          | 09                  | 348738   | 1354978   | 2287576   |
| B. 2.  | Služby                                                                                                | 10                  | 3562116  | 7677255   | 9054192   |
| +      | Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)                                                                     | 11                  | 2172831  | 15926904  | 18909451  |
| C.     | Osobní náklady (ř. 13 až 16)                                                                          | 12                  | 981316   | 10156931  | 12145066  |
| C. 1.  | Mzdové náklady                                                                                        | 13                  | 721355   | 7497518   | 8923316   |
| C. 2.  | Odměny členům orgánů společnosti a družstva                                                           | 14                  |          |           |           |
| C. 3.  | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění                                                 | 15                  | 240079   | 2622039   | 3124095   |
| C. 4.  | Sociální náklady                                                                                      | 16                  | 19882    | 37374     | 97655     |
| D.     | Daně a poplatky                                                                                       | 17                  | 13015    | 18505     | 28124     |
| E.     | Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku                                                     | 18                  | 592408   | 433519    | 451000    |
| I.     | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)                                         | 19                  | 1414813  | 256000    | -7000     |
| III. 1 | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku                                                                  | 20                  | 1414813  | 256000    | -7000     |
| III. 2 | Tržby z prodeje materiálu                                                                             | 21                  |          |           |           |
| F.     | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu                                            | 22                  | 790260   | 195000    | 0         |
| F. 1   | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku                                                        | 23                  | 790260   | 195000    |           |
| F. 2   | Prodaný materiál                                                                                      | 24                  |          |           |           |
| G.     | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-) | 25                  | -13500   | 546202    | 259185    |
| IV.    | Ostatní provozní výnosy                                                                               | 26                  | 11000    | 62306     | 174348    |
| H.     | Ostatní provozní náklady                                                                              | 27                  | 297828   | 90653     | 317956    |
| V.     | Převod provozních výnosů                                                                              | 28                  |          |           |           |
| I.     | Převod provozních nákladů                                                                             | 29                  |          |           |           |
| *      | Provozní výsledek hospodaření (ř. 11 - 12 - 17 - 18 + 19 - 22 - (+/-25) + 26 - 27 + (-28) - (-29))    | 30                  | 937317   | 4804400   | 5875469   |
| IV.    | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů                                                               | 31                  |          |           |           |
| J.     | Prodané cenné papíry a podíly                                                                         | 32                  |          |           |           |
| VII.   | Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)                                                | 33                  | 0        | 0         | 0         |

|         |                                                                                                                      |    |        |         |         |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|--------|---------|---------|
| VII. 1. | Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem                          | 34 |        |         |         |
| VII. 2. | Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů                                                              | 35 |        |         |         |
| VII. 3. | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku                                                                   | 36 |        |         |         |
| VIII .  | Výnosy z krátkodobého finančního majetku                                                                             | 37 |        |         |         |
| K.      | Náklady z finančního majetku                                                                                         | 38 |        |         |         |
| IX.     | Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů                                                                         | 39 |        |         |         |
| L.      | Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů                                                                        | 40 |        |         |         |
| M.      | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)                                                     | 41 |        |         |         |
| X.      | Výnosové úroky                                                                                                       | 42 | 262    | 1441    | 1398    |
| N.      | Nákladové úroky                                                                                                      | 43 |        | 11000   | 9068    |
| XI.     | Ostatní finanční výnosy                                                                                              | 44 | 30648  | 211049  | 814726  |
| O.      | Ostatní finanční náklady                                                                                             | 45 | 32481  | 107086  | 527140  |
| XII.    | Převod finančních výnosů                                                                                             | 46 |        |         |         |
| P.      | Převod finančních nákladů                                                                                            | 47 |        |         |         |
| *       | Finanční výsledek hospodaření ((ř. 31 - 32 + 33 + 37 - 38 + 39 - 40 - (+/- 41) + 42 - 43 + 44 - 45 + (-46) - (- 47)) | 48 | -1571  | 94404   | 279916  |
| Q.      | Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)                                                                          | 49 | 326340 | 1186360 | 1477440 |
| Q. 1.   | - splatná                                                                                                            | 50 | 326340 | 1186360 | 1477440 |
| Q. 2.   | - odložená                                                                                                           | 51 |        |         |         |
| **      | Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)                                                             | 52 | 609406 | 3712444 | 4677945 |
| XIII .  | Mimořádné výnosy                                                                                                     | 53 | 171622 | 51765   | 733     |
| R.      | Mimořádné náklady                                                                                                    | 54 | 145737 |         | 0       |
| S.      | Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)                                                                       | 55 | 0      | 0       | 0       |
| S. 1.   | - splatná                                                                                                            | 56 |        |         |         |
| S. 2.   | - odložená                                                                                                           | 57 |        |         |         |
| *       | Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)                                                                     | 58 | 25885  | 51765   | 733     |
| W.      | Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)                                                              | 59 |        |         |         |
| ***     | Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)                                                        | 60 | 635291 | 3764209 | 4678678 |
| ****    | Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)                                                      | 61 | 961631 | 4950569 | 6156118 |

*c) Cash flow*

|          | <b>CASH FLOW</b>                         | <b>2006</b>      | <b>2007</b>       |
|----------|------------------------------------------|------------------|-------------------|
| <b>P</b> | <b>FINANČNÍ MAJETEK NA POČÁTKU ROKU</b>  | <b>781 672</b>   | <b>2 201 721</b>  |
| <b>Z</b> | <b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK</b>              | <b>3 764 209</b> | <b>4 678 678</b>  |
|          | odpisy                                   | 433 519          | 451 000           |
|          | změna rezerv                             | 457 700          | 0                 |
|          | změna ostatních pasiv                    | 0                | 0                 |
|          | změna ostatních aktiv                    | -198 449         | -337 632          |
|          | změna zásob                              | -7 328 437       | -4 658 538        |
|          | změna krátkodobých pohledávek            | -7 594 310       | -7 439 291        |
|          | změna krátkodobých závazků               | 12 542 480       | 8 606 225         |
|          | změna krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí | 0                | 0                 |
| <b>A</b> | <b>Cash flow z provozní činnosti</b>     | <b>2 076 712</b> | <b>1 300 442</b>  |
|          | změna pohledávek za upsaný VK            | 0                | 0                 |
|          | změna nehmotného DM                      | 0                | 0                 |
|          | změna hmotného DM                        | -272 136         | -1 098 112        |
|          | změna finančních investic                | 0                | 0                 |
| <b>B</b> | <b>Cash flow z investiční činnosti</b>   | <b>-272 136</b>  | <b>-1 098 112</b> |
|          | změna základního kapitálu                | 0                | 0                 |
|          | změna kapitálových fondů                 | 0                | 0                 |
|          | změna fondů ze zisku                     | 0                | 0                 |
|          | změna HV minulých období (bez HV b.ú.o.) | -1               | 1 552 208         |
|          | změna dlouhodobých závazků               | 44 557           | 4 799 000         |
|          | změna dlouhodobých bank. úvěrů           | 0                | 0                 |
|          | změna dlouhodobých pohledávek            | -429 083         | -4 159 000        |
| <b>C</b> | <b>Cash flow z finanční činnosti</b>     | <b>-384 527</b>  | <b>2 192 208</b>  |
| <b>F</b> | <b>CASH FLOW CELKEM</b>                  | <b>1 420 049</b> | <b>2 394 538</b>  |
| <b>R</b> | <b>FINANČNÍ MAJETEK NA KONCI ROKU</b>    | <b>2 201 721</b> | <b>4 596 259</b>  |

## Příloha 2 – Prognózované účetní výkazy oceňované společnosti

### a) Výkaz zisků a ztrát

|                                                                                                     |                                                                                                       |                     |                                                                                                          |          |          |                                                                                                                                                                                                                   |          |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|--|
| Minimální závazný výčet informací<br>podle vyhlášky č. 500/2002 Sb.<br>ve znění pozdějších předpisů |                                                                                                       |                     | VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY<br><br>v plném rozsahu<br><br>k 31.12.200x<br>(v celých Kč)<br><br>IČ<br>XXXXXXXXXX |          |          | Jméno a příjmení, obchodní firma nebo<br>jiný název účetní jednotky<br><br>XYZ s.r.o.<br>2008 - 2009 – 2010<br>2011 - 2012<br><br>Sídlo nebo bydliště účetní jednotky<br>a místo podnikání liší-li se od bydliště |          |  |
| Ozna-<br>čení<br>a                                                                                  | TEXT<br><br>b                                                                                         | Číslo<br>řádku<br>c | Prognóza                                                                                                 |          |          |                                                                                                                                                                                                                   |          |  |
|                                                                                                     |                                                                                                       |                     | 1.fáze                                                                                                   |          |          | 2.fáze                                                                                                                                                                                                            |          |  |
|                                                                                                     |                                                                                                       |                     | 2008                                                                                                     | 2009     | 2010     | 2011                                                                                                                                                                                                              | 2012     |  |
| I.                                                                                                  | Tržby za prodej zboží                                                                                 | 01                  | 65914820                                                                                                 | 76538303 | 84356201 | 84398379                                                                                                                                                                                                          | 87352322 |  |
| A.                                                                                                  | Náklady vynaložené na prodané zboží                                                                   | 02                  | 76460083                                                                                                 | 84192133 | 90261135 | 86930330                                                                                                                                                                                                          | 89972892 |  |
| +                                                                                                   | Obchodní marže (ř. 01 - 02)                                                                           | 03                  | -10545263                                                                                                | -7653830 | -5904934 | -2531951                                                                                                                                                                                                          | -2620570 |  |
| II.                                                                                                 | Výkony (ř. 05 až 07)                                                                                  | 04                  | 46288683                                                                                                 | 53749023 | 59239142 | 63166366                                                                                                                                                                                                          | 65377189 |  |
| II.<br>1.                                                                                           | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb                                                            | 05                  | 43668569                                                                                                 | 50706625 | 55885983 | 60388495                                                                                                                                                                                                          | 62502092 |  |
| 2.                                                                                                  | Změna stavu zásob vlastní činnosti                                                                    | 06                  | 2183428                                                                                                  | 2535331  | 2794299  | 2415540                                                                                                                                                                                                           | 2500084  |  |
| 3.                                                                                                  | Aktivace (podíl na tržbách)                                                                           | 07                  | 436686                                                                                                   | 507066   | 558860   | 362331                                                                                                                                                                                                            | 375013   |  |
| B.                                                                                                  | Výkonová spotřeba (ř. 09 + 10)                                                                        | 08                  | 13842112                                                                                                 | 17348682 | 20386082 | 26192600                                                                                                                                                                                                          | 25603267 |  |
| B.<br>1.                                                                                            | Spotřeba materiálu a energie                                                                          | 09                  | 2856309                                                                                                  | 3316660  | 3514842  | 4365433                                                                                                                                                                                                           | 4518224  |  |
| B.<br>2.                                                                                            | Služby                                                                                                | 10                  | 10985803                                                                                                 | 14032022 | 16871240 | 21827167                                                                                                                                                                                                          | 21085043 |  |
| +                                                                                                   | Přidaná hodnota (ř. 03 + 04 - 08)                                                                     | 11                  | 21901308                                                                                                 | 28746511 | 32948126 | 34441814                                                                                                                                                                                                          | 37153352 |  |
| C.                                                                                                  | Osobní náklady (ř. 13 až 16)                                                                          | 12                  | 13349281                                                                                                 | 14417223 | 15426429 | 16352015                                                                                                                                                                                                          | 17333135 |  |
| C.<br>1.                                                                                            | Mzdové náklady                                                                                        | 13                  | 9815648                                                                                                  | 10600899 | 11342962 | 12023540                                                                                                                                                                                                          | 12744953 |  |
| C.<br>2.                                                                                            | Odměny členům orgánů společnosti a družstva                                                           | 14                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |
| C.<br>3.                                                                                            | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění                                                 | 15                  | 3435477                                                                                                  | 3710315  | 3970037  | 4208239                                                                                                                                                                                                           | 4460733  |  |
| C.<br>4.                                                                                            | Sociální náklady                                                                                      | 16                  | 98156                                                                                                    | 106009   | 113430   | 120235                                                                                                                                                                                                            | 127450   |  |
| D.                                                                                                  | Daně a poplatky                                                                                       | 17                  | 52352                                                                                                    | 69123    | 66999    | 69343                                                                                                                                                                                                             | 71771    |  |
| E.                                                                                                  | Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku                                                     | 18                  | 476402                                                                                                   | 501803   | 393918   | 101606                                                                                                                                                                                                            | 552606   |  |
| III.                                                                                                | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (ř. 20 + 21)                                         | 19                  | 274645                                                                                                   | 318910   | 351484   | 727572                                                                                                                                                                                                            | 753037   |  |
| III.<br>1                                                                                           | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku                                                                  | 20                  | 274645                                                                                                   | 318910   | 351484   | 727572                                                                                                                                                                                                            | 753037   |  |
| III.<br>2                                                                                           | Tržby z prodeje materiálu                                                                             | 21                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |
| F.                                                                                                  | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého maj. a materiálu(ř. 23 + 24)                                   | 22                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |
| F. 1                                                                                                | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku                                                        | 23                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |
| F. 2                                                                                                | Prodaný materiál                                                                                      | 24                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |
| G.                                                                                                  | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-) | 25                  | 129593                                                                                                   | 129593   | 129593   | 129593                                                                                                                                                                                                            | 129593   |  |
| IV.                                                                                                 | Ostatní provozní výnosy                                                                               | 26                  | 219716                                                                                                   | 267884   | 253069   | 291029                                                                                                                                                                                                            | 301215   |  |
| H.                                                                                                  | Ostatní provozní náklady                                                                              | 27                  | 274645                                                                                                   | 382692   | 393662   | 320132                                                                                                                                                                                                            | 376519   |  |
| V.                                                                                                  | Převod provozních výnosů                                                                              | 28                  | 0                                                                                                        | 0        | 0        | 0                                                                                                                                                                                                                 | 0        |  |

|            |                                                                                                                      |    |         |          |          |          |          |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|---------|----------|----------|----------|----------|
| I.         | Převod provozních nákladů                                                                                            | 29 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| *          | Provozní výsledek hospodaření<br>(ř. 11 - 12 - 17 - 18 + 19 - 22 - (+/-25) + 26 - 27 + (-28) - (-29))                | 30 | 7975897 | 13502023 | 14915845 | 15062932 | 15770186 |
| IV.        | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů                                                                              | 31 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| J.         | Prodané cenné papíry a podíly                                                                                        | 32 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| VII.       | Výnosy z dlouhodobého finančního majetku (ř. 34 až 36)                                                               | 33 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| VII.<br>1. | Výnosy z podílů ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem                          | 34 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| VII.<br>2. | Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů                                                              | 35 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| VII.<br>3. | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku                                                                   | 36 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| VIII.      | Výnosy z krátkodobého finančního majetku                                                                             | 37 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| K.         | Náklady z finančního majetku                                                                                         | 38 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| IX.        | Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů                                                                         | 39 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| L.         | Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů                                                                        | 40 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| M.         | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)                                                     | 41 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| X.         | Výnosové úroky                                                                                                       | 42 | 37500   | 43750    | 25000    | 50000    | 18750    |
| N.         | Nákladové úroky                                                                                                      | 43 | 300000  | 350000   | 200000   | 400000   | 150000   |
| XI.        | Ostatní finanční výnosy                                                                                              | 44 | 896198  | 985818   | 1084400  | 1192840  | 1312124  |
| O.         | Ostatní finanční náklady                                                                                             | 45 | 597466  | 657212   | 722933   | 795227   | 874749   |
| XII.       | Převod finančních výnosů                                                                                             | 46 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| P.         | Převod finančních nákladů                                                                                            | 47 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| *          | Finanční výsledek hospodaření ((ř. 31 - 32 + 33 + 37 - 38 + 39 - 40 - (+/- 41) + 42 - 43 + 44 - 45 + (-46) - (- 47)) | 48 | 36233   | 22356    | 186467   | 47613    | 306125   |
| Q.         | Daň z příjmů za běžnou činnost (ř. 50 + 51)                                                                          | 49 | 1925311 | 3248251  | 3626955  | 3628931  | 3860715  |
| Q.<br>1.   | - splatná                                                                                                            | 50 | 1958311 | 3327655  | 4161251  | 4450882  | 4814425  |
| Q.<br>2.   | - odložená                                                                                                           | 51 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| **         | Výsledek hospodaření za běžnou činnost (ř. 30 + 48 - 49)                                                             | 52 | 6096819 | 10286128 | 11485357 | 11491614 | 12225596 |
| XIII.      | Mimořádné výnosy                                                                                                     | 53 | 10000   | 10000    | 10000    | 10000    | 10000    |
| R.         | Mimořádné náklady                                                                                                    | 54 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| S.         | Daň z příjmů z mimořádné činnosti (ř. 56 + 57)                                                                       | 55 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| S.<br>1.   | - splatná                                                                                                            | 56 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| S.<br>2.   | - odložená                                                                                                           | 57 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| *          | Mimořádný výsledek hospodaření (ř. 53 - 54 - 55)                                                                     | 58 | 10000   | 10000    | 10000    | 10000    | 10000    |
| W.         | Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)                                                              | 59 | 0       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| ***        | Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 52 + 58 - 59)                                                        | 60 | 6096819 | 10286128 | 11485357 | 11491614 | 12225596 |
| ****       | Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48 + 53 - 54)                                                      | 61 | 8022130 | 13534379 | 15112312 | 15120545 | 16086311 |

## b) Rozvaha

|                                                                                                     |  |                                                                           |  |                                                                                                                                                                                                                                        |  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|--|---------------------------------------------------------------------------|--|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--|
| Minimální závazný výčet informací<br>podle vyhlášky č. 500/2002 Sb. ve znění<br>pozdějších předpisů |  | <b>ROZVAHA</b><br><b>v plném rozsahu</b><br>k 31.12.200x<br>(v celých Kč) |  | Jméno a příjmení, obchodní firma nebo jiný<br>název účetní jednotky<br><br><b>XYZ s.r.o.</b><br><b>2008 - 2009 – 2010</b><br><b>2011 - 2012</b><br><br>Sídlo nebo bydliště účetní jednotky<br>a místo podnikání liší-li se od bydliště |  |
|                                                                                                     |  | IČ<br>XXXXXXXX                                                            |  |                                                                                                                                                                                                                                        |  |

| Označení<br>a | AKTIVA<br>b                                                | Číslo<br>řádku<br>c | PROGNÓZA |          |          |          |          |
|---------------|------------------------------------------------------------|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               |                                                            |                     | 1.fáze   |          |          | 2.fáze   |          |
|               |                                                            |                     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     |
|               | AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 31 + 63)=ř. 67                 | 001                 | 49381898 | 60932073 | 68983106 | 68280428 | 71891178 |
| A.            | Pohledávky za upsaný základní kapitál                      | 002                 |          |          |          |          |          |
| B.            | Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 13 + 23)                       | 003                 | 1390170  | 1402342  | 1366136  | 1319281  | 1411347  |
| B. I.         | Dlouhodobý nehmotný majetek (ř. 05 až 12)                  | 004                 |          |          |          |          |          |
| B. I. 1.      | Zřizovací výdaje                                           | 005                 |          |          |          |          |          |
| 2.            | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje                         | 006                 |          |          |          |          |          |
| 3.            | Software                                                   | 007                 |          |          |          |          |          |
| 4.            | Ocenitelná práva                                           | 008                 |          |          |          |          |          |
| 5.            | Goodwill (+/-)                                             | 009                 |          |          |          |          |          |
| 6.            | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek                           | 010                 |          |          |          |          |          |
| 7.            | Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek                    | 011                 |          |          |          |          |          |
| 8.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek           | 012                 |          |          |          |          |          |
| B. II.        | Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 14 až 22)                    | 013                 | 1390170  | 1402342  | 1366136  | 1319281  | 1411347  |
| B. II. 1.     | Pozemky                                                    | 014                 |          |          |          |          |          |
| 2.            | Stavby                                                     | 015                 |          |          |          |          |          |
| 3.            | Samostatné movité věci a soubory movitých věcí             | 016                 | 1390170  | 1402342  | 1366136  | 1319281  | 1411347  |
| 4.            | Pěstitelské celky trvalých porostů                         | 017                 |          |          |          |          |          |
| 5.            | Základní stádo a tažná zvířata                             | 018                 |          |          |          |          |          |
| 6.            | Jiný dlouhodobý hmotný majetek                             | 019                 |          |          |          |          |          |
| 7.            | Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek                      | 020                 |          |          |          |          |          |
| 8.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek             | 021                 |          |          |          |          |          |
| 9.            | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)                  | 022                 |          |          |          |          |          |
| B. III.       | Dlouhodobý finanční majetek (ř. 24 až 30)                  | 023                 |          |          |          |          |          |
| B. III. 1.    | Podíly v ovládaných a řízených osobách                     | 024                 |          |          |          |          |          |
| 2.            | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem         | 025                 |          |          |          |          |          |
| 3.            | Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly                   | 026                 |          |          |          |          |          |
| 4.            | Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv | 027                 |          |          |          |          |          |
| 5.            | Jiný dlouhodobý finanční majetek                           | 028                 |          |          |          |          |          |
| 6.            | Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek                     | 029                 |          |          |          |          |          |
| 7.            | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek           | 030                 |          |          |          |          |          |

| Označení<br>a | AKTIVA<br>b                                                         | Číslo<br>řádku<br>c | PROGNÓZA |          |          |          |          |
|---------------|---------------------------------------------------------------------|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               |                                                                     |                     | 1.fáze   |          |          | 2.fáze   |          |
|               |                                                                     |                     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     |
| C.            | Oběžná aktiva (ř. 32 + 39 + 48 + 58)                                | 031                 | 47443647 | 58981650 | 67068889 | 66311147 | 69829830 |
| C. I.         | Zásoby (ř. 33 až 38)                                                | 032                 | 16554383 | 20805194 | 22928737 | 22945846 | 23756523 |
| C. I. 1.      | Materiál                                                            | 033                 | 20000    | 60000    | 60000    | 95000    | 95000    |
|               | 2. Nedokončená výroba a polotovary                                  | 034                 | 55678    | 79852    | 92563    | 63284    | 76396    |
|               | 3. Výrobky                                                          | 035                 |          |          |          |          |          |
|               | 4. Zvířata                                                          | 036                 |          |          |          |          |          |
|               | 5. Zboží                                                            | 037                 | 16478705 | 20665342 | 22776174 | 22787562 | 23585127 |
|               | 6. Poskytnuté zálohy na zásoby                                      | 038                 |          |          |          |          |          |
| C. II.        | Dlouhodobé pohledávky (ř. 40 až 47)                                 | 039                 | 7720837  | 10229594 | 11269375 | 11632950 | 12038353 |
| C. II. 1.     | Pohledávky z obchodních vztahů                                      | 040                 | 7670837  | 10179594 | 11219375 | 11582950 | 11988353 |
|               | 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba                           | 041                 |          |          |          |          |          |
|               | 3. Pohledávky - podstatný vliv                                      | 042                 |          |          |          |          |          |
|               | 4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení | 043                 |          |          |          |          |          |
|               | 5. Dlouhodobé poskytnuté zálohy                                     | 044                 | 50000    | 50000    | 50000    | 50000    | 50000    |
|               | 6. Dohadné účty aktivní                                             | 045                 |          |          |          |          |          |
|               | 7. Jiné pohledávky                                                  | 046                 |          |          |          |          |          |
|               | 8. Odložená daňová pohledávka                                       | 047                 |          |          |          |          |          |
| C. III.       | Krátkodobé pohledávky (ř. 49 až 57)                                 | 048                 | 18630762 | 23415635 | 28650451 | 28180597 | 30376647 |
| C. III. 1.    | Pohledávky z obchodních vztahů                                      | 049                 | 18629176 | 23413067 | 28643853 | 28168362 | 30366790 |
|               | 2. Pohledávky - ovládající a řídicí osoba                           | 050                 |          |          |          |          |          |
|               | 3. Pohledávky - podstatný vliv                                      | 051                 |          |          |          |          |          |
|               | 4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení | 052                 |          |          |          |          |          |
|               | 5. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění                       | 053                 |          |          |          |          |          |
|               | 6. Stát - daňové pohledávky                                         | 054                 | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
|               | 7. Krátkodobé poskytnuté zálohy                                     | 055                 |          | 0        | 0        | 0        | 0        |
|               | 8. Dohadné účty aktivní                                             | 056                 |          |          |          |          |          |
|               | 9. Jiné pohledávky                                                  | 057                 | 1586     | 2568     | 6598     | 12235    | 9857     |
| C. IV.        | Krátkodobý finanční majetek (ř. 59 až 62)                           | 058                 | 4537664  | 4531227  | 4220327  | 3551755  | 5118965  |
| C. IV. 1.     | Peníze                                                              | 059                 | 292000   | 311544   | 320890   | 128517   | 132373   |
|               | 2. Účty v bankách                                                   | 060                 | 4245664  | 4219683  | 3899436  | 3423237  | 3525935  |
|               | 3. Krátkodobé cenné papíry a podíly                                 | 061                 |          |          |          |          |          |
|               | 4. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek                           | 062                 |          |          |          |          |          |
| D. I.         | Časové rozlišení (ř. 64 až 66)                                      | 063                 | 548081   | 548081   | 548081   | 650000   | 650000   |
| D. I. 1.      | Náklady příštích období                                             | 064                 | 548081   | 548081   | 548081   | 650000   | 650000   |
|               | 2. Komplexní náklady příštích období                                | 065                 |          |          |          |          |          |
|               | 3. Příjmy příštích období                                           | 066                 |          |          |          |          |          |
|               | PASIVA CELKEM (ř. 68 + 85 + 118) = ř. 001                           | 067                 | 49381898 | 60932072 | 68983107 | 68280428 | 71891178 |
| A.            | Vlastní kapitál (ř. 69 + 73 + 78 + 81 + 84)                         | 068                 | 12208797 | 18835031 | 20993643 | 21004905 | 22326073 |
| A. I.         | Základní kapitál (ř. 70 až 72)                                      | 069                 | 300000   | 300000   | 300000   | 300000   | 300000   |
| A. I. 1.      | Základní kapitál                                                    | 070                 | 300000   | 300000   | 300000   | 300000   | 300000   |

|            |                                                                                                                                   |     |          |          |          |          |          |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2.         | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)                                                                                       | 071 |          |          |          |          |          |
| 3.         | Změny základního kapitálu (+/-)                                                                                                   | 072 |          |          |          |          |          |
| A. II.     | Kapitálové fondy (ř. 74 až 77)                                                                                                    | 073 |          |          |          |          |          |
| A. II. 1.  | Emisní ážio                                                                                                                       | 074 |          |          |          |          |          |
| 2.         | Ostatní kapitálové fondy                                                                                                          | 075 |          |          |          |          |          |
| 3.         | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)                                                                             | 076 |          |          |          |          |          |
| 4.         | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách (+/-)                                                                                 | 077 |          |          |          |          |          |
| A. III.    | Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku (ř. 79 + 80)                                                            | 078 | 20000    | 20000    | 20000    | 20000    | 20000    |
| A. III. 1. | Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond                                                                                          | 079 | 20000    | 20000    | 20000    | 20000    | 20000    |
| 2.         | Statutární a ostatní fondy                                                                                                        | 080 |          |          |          |          |          |
| A. IV.     | Výsledek hospodaření minulých let (ř. 82 + 83)                                                                                    | 081 | 5791978  | 8228902  | 9188286  | 9193291  | 9780477  |
| A. IV. 1.  | Nerozdělený zisk minulých let                                                                                                     | 082 | 5791978  | 8228902  | 9188286  | 9193291  | 9780477  |
| 2.         | Neuhrazená ztráta minulých let (-)                                                                                                | 083 |          |          |          |          |          |
| A. V.      | Výsledek hospodaření běžného účetního období (ř. 01 - 69 - 73 - 78 - 81 - 85 - 118) = ř. 60 výkazu zisku a ztráty v plném rozsahu | 084 | 6096819  | 10286128 | 11485357 | 11491614 | 12225596 |
| B.         | Cizí zdroje (ř. 86 + 91 + 102 + 114)                                                                                              | 085 | 37173101 | 42097042 | 45937464 | 44539523 | 46145105 |
| B. I.      | Rezervy (ř. 87 až 90)                                                                                                             | 086 | 699700   | 699700   | 850000   | 850000   | 850000   |
| B. I. 1.   | Rezervy podle zvláštních předpisů                                                                                                 | 087 | 699700   | 699700   | 850000   | 850000   | 850000   |
| 2.         | Rezerva na důchody a podobné závazky                                                                                              | 088 |          |          |          |          |          |
| 3.         | Rezerva na daň z příjmů                                                                                                           | 089 |          |          |          |          |          |
| 4.         | Ostatní rezervy                                                                                                                   | 090 |          |          |          |          |          |
| B. II.     | Dlouhodobé závazky (ř. 92 až 101)                                                                                                 | 091 | 10985803 | 12756384 | 16111367 | 17287445 | 18480745 |
| B. II. 1.  | Závazky z obchodních vztahů                                                                                                       | 092 | 10985803 | 12756384 | 16111367 | 17287445 | 18480745 |
| 2.         | Závazky - ovládající a řídicí osoba                                                                                               | 093 |          |          |          |          |          |
| 3.         | Závazky - podstatný vliv                                                                                                          | 094 |          |          |          |          |          |
| 4.         | Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení                                                                   | 095 | 31000    | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 5.         | Dlouhodobé přijaté zálohy                                                                                                         | 096 |          |          |          |          |          |
| 6.         | Vydané dluhopisy                                                                                                                  | 097 |          |          |          |          |          |
| 7.         | Dlouhodobé směnky k úhradě                                                                                                        | 098 |          |          |          |          |          |
| 8.         | Dohadné účty pasivní                                                                                                              | 099 |          |          |          |          |          |
| 9.         | Jiné závazky                                                                                                                      | 100 |          |          |          |          |          |
| 10.        | Odložený daňový závazek                                                                                                           | 101 |          |          |          |          |          |
| B. III.    | Krátkodobé závazky (ř. 103 až 113)                                                                                                | 102 | 25487598 | 28640958 | 31028097 | 29138078 | 30234360 |
| B. III. 1. | Závazky z obchodních vztahů                                                                                                       | 103 | 14281544 | 16583299 | 18277177 | 18916878 | 19578969 |
| 2.         | Závazky - ovládající a řídicí osoba                                                                                               | 104 | 4937602  | 4937602  | 4937602  | 2000000  | 2000000  |
| 3.         | Závazky - podstatný vliv                                                                                                          | 105 |          |          |          |          |          |
| 4.         | Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení                                                                   | 106 |          |          |          |          |          |
| 5.         | Závazky k zaměstnancům                                                                                                            | 107 |          |          |          |          |          |
| 6.         | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění                                                                         | 108 | 542699   | 630165   | 694533   | 718841   | 744001   |
| 7.         | Stát - daňové závazky a dotace                                                                                                    | 109 | 3570386  | 4145825  | 4569294  | 4729220  | 4894742  |
| 8.         | Krátkodobé přijaté zálohy                                                                                                         | 110 | 1341782  | 1449124  | 1565054  | 1690259  | 1825479  |
| 9.         | Vydané dluhopisy                                                                                                                  | 111 |          |          |          |          |          |
| 10.        | Dohadné účty pasivní                                                                                                              | 112 |          |          |          |          |          |

|           |                                           |     |        |        |        |         |         |
|-----------|-------------------------------------------|-----|--------|--------|--------|---------|---------|
| 11.       | Jiné závazky                              | 113 | 813585 | 894943 | 984437 | 1082881 | 1191169 |
| B. IV.    | Bankovní úvěry a výpomoci (ř. 115 až 117) | 114 |        |        |        |         |         |
| B. IV. 1. | Bankovní úvěry dlouhodobé                 | 115 |        |        |        |         |         |
| 2.        | Krátkodobé bankovní úvěry                 | 116 |        |        |        |         |         |
| 3.        | Krátkodobé finanční výpomoci              | 117 |        |        |        |         |         |
| B. IV.    | Časové rozlišení (ř. 119 + 120)           | 118 |        |        |        |         |         |
| B. IV. 1. | Výdaje příštích období                    | 119 |        |        |        |         |         |
| 2.        | Výnosy příštích období                    | 120 |        |        |        |         |         |

### c) Cash flow

|   | CASH FLOW - prognóza                     | 2008              | 2009              | 2010              | 2011               | 2012               |
|---|------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| P | <b>FINANČNÍ MAJETEK NA POČÁTKU ROKU</b>  | <b>4 596 259</b>  | <b>4 537 664</b>  | <b>4 531 227</b>  | <b>4 220 327</b>   | <b>3 551 755</b>   |
| Z | <b>HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK</b>              | <b>6 096 819</b>  | <b>10 286 128</b> | <b>11 485 357</b> | <b>11 491 614</b>  | <b>12 225 596</b>  |
|   | odpisy                                   | 613 902           | 832 652           | 1 120 152         | 1 526 402          | 2 026 402          |
|   | změna rezerv                             | 0                 | 0                 | 150 300           | 0                  | 0                  |
|   | změna ostatních pasiv                    | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna ostatních aktiv                    | 0                 | 0                 | 0                 | -101 919           | 0                  |
|   | změna zásob                              | -2 192 505        | -4 250 811        | -2 123 544        | -17 109            | -810 677           |
|   | změna krátkodobých pohledávek            | -3 549 901        | -4 784 873        | -5 234 816        | 469 854            | -2 196 051         |
|   | změna krátkodobých závazků               | 3 885 241         | 3 153 361         | 2 387 139         | -1 890 019         | 1 096 282          |
|   | změna krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
| A | <b>Cash flow z provozní činnosti</b>     | <b>4 853 556</b>  | <b>5 236 457</b>  | <b>7 784 588</b>  | <b>11 478 823</b>  | <b>12 341 552</b>  |
|   | změna pohledávek za upsaný VK            | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna nehmotného DM                      | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna hmotného DM                        | -784 358          | -804 824          | -1 083 946        | -1 479 546         | -2 118 468         |
|   | změna finančních investic                | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
| B | <b>Cash flow z investiční činnosti</b>   | <b>-784 358</b>   | <b>-804 824</b>   | <b>-1 083 946</b> | <b>-1 479 546</b>  | <b>-669 161</b>    |
|   | změna základního kapitálu                | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna kapitálových fondů                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna fondů ze zisku                     | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna HV minulých období (bez HV b.ú.o.) | -5 254 484        | -3 659 894        | -9 326 745        | -11 480 351        | -10 904 429        |
|   | změna dlouhodobých závazků               | 2 548 803         | 1 770 580         | 3 354 983         | 1 176 078          | 1 193 301          |
|   | změna dlouhodobých bank. úvěrů           | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  | 0                  |
|   | změna dlouhodobých pohledávek            | -1 322 837        | -2 508 757        | -1 039 780        | -363 575           | -405 403           |
| C | <b>Cash flow z finanční činnosti</b>     | <b>-4 127 793</b> | <b>-4 398 071</b> | <b>-7 011 542</b> | <b>-10 667 849</b> | <b>-10 116 531</b> |
| F | <b>CASH FLOW CELKEM</b>                  | <b>-58 595</b>    | <b>-6438</b>      | <b>-310 900</b>   | <b>-682 572</b>    | <b>106 553</b>     |
| R | <b>FINANČNÍ MAJETEK NA KONCI ROKU</b>    | <b>4 537 664</b>  | <b>4 531 227</b>  | <b>4 220 327</b>  | <b>3 551 755</b>   | <b>5 118 965</b>   |