



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



ÚSTAV SOUDNÍHO INŽENÝRSTVÍ
INSTITUTE OF FORENSIC ENGINEERING

STANOVENÍ CENY STAVEBNÍHO PODNIKU STŘEDNÍ VELIKOSTI

PRICE ASSESSMENT OF A MEDIUM-SIZE CONSTRUCTION COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Ing. ELIŠKA KŘÍŽOVSKÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

doc. Ing. BOHUMIL PUCHÝŘ, CSc.

BRNO 2011

Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství

Akademický rok: 2009/10

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

student(ka): Křížovská Eliška, Ing.

který/která studuje v **magisterském studijním programu**

obor: **Realitní inženýrství (3917T003)**

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně určuje následující téma diplomové práce:

Stanovení ceny stavebního podniku střední velikosti

v anglickém jazyce:

Price Assessment of a Medium-Size Construction Company

Stručná charakteristika problematiky úkolu:

Východiskem bude obecná teorie oceňování podniku s popisem známých oceňovacích metod. Předmětem úkolu bude ocenění konkrétního stavebního podniku střední velikosti s maximálním využitím dostupných informací. V praktické části budou zvoleny jedna nebo více oceňovacích metod s přihlédnutím k situaci na trhu. Výsledkem práce bude znalecký posudek pro stanovení ceny stavebního podniku.

Cíle diplomové práce:

V teoretické části provést základní přehled možných oceňovacích metod s jejich krátkou charakteristikou. V praktické části vypracovat znalecký posudek pro stanovení ceny podniku podle některé z vhodných metod pro ocenění.

Seznam odborné literatury:

Mařík a kol. Oceňování podniku, Grada Publishing 2007
Landa, M. Jak číst finanční výkazy, Computer Press 2008
související legislativa

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Bohumil Puchýř, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/10.

V Brně, dne 30.10.2009




prof. Ing. Albert Bradáč, DrSc.
ředitel vysokoškolského ústavu

Abstrakt

Předmětem diplomové práce je stanovení hodnoty stavebního podniku střední velikosti. Jedná se o určitou firmu s konkrétními údaji, jejíž ohodnocení je provedeno dvěma metodami; jsou tedy vypracovány dva znalecké posudky s použitím odlišných metod. Jejich volba proběhla s přihlédnutím k situaci na trhu, a výpočet je proveden v praktické části diplomové práce.

Abstract

The subject of the diploma thesis is the price assessment of middle – size construction company. It is concerned to the certain firm with the factual data, whose evaluation is practised by means of two methods. The choice of these methods was made with regard to the situation on the market and the calculation is made in the practical part of the diploma thesis.

Klíčová slova

podnik, firma, trh, účetní výkazy podniku, znalecký posudek, znalec, odhadce, oceňovací metody, výnosové metody, tržní metody, majetkové ocenění, finanční analýza, finanční plán

Keywords

a company, a firm, a market, the accounting lists of a company, an experting review, an expert, an appraiser, the evaluated methods, the profitable methods, the market methods, a property evaluation, a financial analysis, a financial plan

Bibliografická citace VŠKP

KŘÍŽOVSKÁ, Eliška. *Stanovení ceny stavebního podniku střední velikosti: diplomová práce*. Brno, 2011. 122 s., 43 s. příl. Vysoké učení technické v Brně. Ústav soudního inženýrství. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Bohumil Puchýř, CSc.

Prohlášení o samostatném vypracování

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracovala samostatně, a že jsem uvedla všechny použité informační zdroje.

V Brně dne 5. 5. 2011

.....

Eliška Křížovská

Poděkování

Ráda bych poděkovala svému vedoucímu doc.Ing. Bohumilu Puchýřovi, CSc. za četné konzultace a pomoc při tvorbě diplomové práce. Mé poděkování patří také Jiřímu Kynclovi z firmy Klepocol, s.r.o. za ochotu a poskytování informací důležitých pro vypracování znaleckého posudku.

OBSAH:

1. Úvod	9
2 TEORETICKÁ ČÁST	10
2.1 ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	10
2.1.1 Trh	10
2.1.2 Podnik	10
2.1.3 Důvody pro ocenění podniku	10
2.1.4 Názvosloví obecné	11
2.1.5 Základní přístupy k ocenění podniku	12
2.1.6 Srovnání základních přístupů	14
2.1.7 Oceňování v České republice	15
2.1.8 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	15
2.1.9 Doporučený postup při oceňování podniku	16
3 OCEŇOVÁNÍ ZE STRATEGICKÉHO HLEDISKA	18
3.1 Analýza tržního potenciálu	18
3.2 Analýza vnitřního potenciálu	19
3.3. Analýza konkurenční situace	19
4 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO SOUČÁST OCENĚNÍ FIRMY	20
4.1. Analýza finančního zdraví podniku	20
4.1.1 Úplnost a správnost vstupních údajů	20
4.1.2 Analýza základních účetních výkazů	21
4.1.2.1 Rozvaha	21
4.1.2.2 Výkaz zisků a ztrát	21
4.1.2.3 Výkaz peněžních toků (Cash flow)	22
4.1.3 Analýza poměrových ukazatelů	21
4.1.3.1 Ukazatele likvidity	21
4.1.3.2 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	23
4.1.3.3 Ukazatele výnosnosti (rentability)	24
4.1.3.4 Ukazatele aktivity	24
4.1.3.5 Propojení ukazatele rentability s dílčími ukazateli	25
4.1.3.6 Ukazatele odvozené z kapitálového trhu	26
4.1.3.7 Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů	26
4.1.4 Souhrnné pohledy na finanční zdraví podniku.	26
4.2 Value drivers	28

4.2.1 Tržby	29
4.2.2 Provozní zisková marže.	29
4.2.3 Pracovní kapitál.	29
4.2.4 Investice do investičního majetku	30
5 FINANČNÍ PLÁN	31
5.1 Podnikový plán...	31
5.2 Propočet zisku a peněžních toků.	32
5.3 Plánovaná rozvaha	33
5.4 Rizika při finančním plánování	34
6 VÝNOSOVÉ METODY	35
6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků	35
6.1.1 Varianty metody DCF podle způsobu kalkulace daní	35
6.1.2 Varianty metody DCF podle použitých cen	35
6.1.3 Varianty metody DCF podle způsobu, jak kalkulujeme peněžní toky	35
6.2 Výpočet výnosového ocenění metodou DCF entity	35
6.2.1 Obsah cash flow pro účely oceňování metodou DCF entity	35
6.2.2 Technika propočtu a volba časového horizontu	37
6.2.2.1 Standardní dvoufázová metoda	38
6.2.2.2 Metoda založená na odhadu průměrného tempa růstu	42
6.2.3 Zjištění výsledné hodnoty podniku	44
6.3 Variantní metody DCF	45
6.3.1 Metoda DCF equity	45
6.3.2 Metoda DCF APV	47
6.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	48
6.4.1 Zjišťování výnosů pro ocenění	48
6.4.2 Výpočet odnímatelného čistého výnosu	49
6.4.3 Výpočet hodnoty podniku	50
6.4.5 Kombinované výnosové metody	51
7 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	54
7.1 Ocenění na základě tržní kapitalizace	54
7.2 Ocenění na základě srovnatelných podniků	54
7.3 Ocenění na základě srovnatelných transakcí	56
7.4 Ocenění na základě údajů uvádějících na burzu	56
8 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ	57

8.1 Druhy majetkového ocenění	57
8.1.1 Účetní hodnota (Vlastní jmění)	57
8.1.2 Likvidační hodnota	57
8.1.3 Substanční metoda	58
8.2 Zjišťování substanční hodnoty	58
8.2.1 Indexová metoda	58
8.2.2 Přímé zjišťování cen	58
8.2.3 Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek	59
8.2.4 Metoda funkčního zjišťování cen	59
8.3 Oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv	59
8.3.1 Aktiva	59
8.3.2 Pasiva	62
8.3.2 Výpočet substanční hodnoty	63
8.5 Použití substanční metody	64
9 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ POKRAČUJÍCÍHO PODNIKU	65
9.1 Korekce předběžných výsledků ocenění	65
9.1.1 Oceňování hodnoty jednotlivých podílů podniku	65
9.1.2 Vliv obchodovatelnosti vlastnických podílů na ocenění	65
9.1.3 Provádění srážek a přírážek u jednotlivých oceňovacích metod	66
9.2 Odvození výsledné hodnoty podniku	66
10 PRAKTICKÁ ČÁST	68
10.1 Všeobecné údaje	68
10.1.1 Objednatel znaleckého posudku	68
10.1.2 Účel ocenění	69
10.1.3 Den ocenění	69
10.1.4 Rozsah ocenění	69
10.2 Nález	69
10.2.1 Podklady pro vypracování ocenění	69
10.2.1.1 Podklady dodané objednatelem	69
10.2.1.2 Podklady opatřené znalcem a použitá literatura	70
10.2.1.3 Ověření vstupních dat	71
10.2.2 Základní informace o společnosti	71
10.2.2.1 Představení společnosti	71
10.2.2.2 Předmět činnosti dle zápisu do obchodního rejstříku	71

10.2.2.3	Náplň činnosti firmy k datu ocenění	72
10.2.2.4	Historie společnosti	72
10.2.2.5	Základní předpoklady ocenění	72
10.2.2.6	Specifické předpoklady ocenění.	73
10.2.3	Majetek společnosti	74
10.2.3.1	Aktuální přehled majetku společnosti	74
10.2.4	Finanční charakteristika společnosti	76
10.2.4.1	Ukazatelé ke dni ocenění a výhledové ukazatelé	76
10.2.5	Popis podnikatelské činnosti	77
10.3	Ocenění (Posudek)....	78
10.3.1	Metody oceňování	78
10.3.1.1	Názvosloví pro případovou studii pro vypracování znaleckého posudku	78
10.3.1.2	Metodiky oceňování	79
10.3.2	Analýza ocenění	80
10.3.2.1	Analýza horizontální a vertikální	80
10.3.2.2	Zhodnocení finančního zdraví podniku.	80
10.3.2.3	Výpočet základních ukazatelů finanční analýzy	85
10.3.2.4	Závěr analýzy	95
10.3.3	Majetkové ocenění stanovením věcné hodnoty	95
10.3.3.1	Aktiva celkem = brutto substanční hodnota	95
10.3.3.2	Vlastní kapitál v tržní hodnotě = netto substanční hodnota	100
10.3.4	Výnosové ocenění–DCF entity	101
10.3.4.1	Prognóza β	102
10.3.4.2	Odhad rizikových premií země	106
10.3.4.3	Bezriziková úroková míra	109
10.3.4.4	Výpočet nákladů na vlastní kapitál–re	109
10.3.4.5	Náklady na cizí kapitál–rd	110
10.3.4.6	Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC	112
10.3.4.7	Výpočet hodnoty podniku celkem–pomocí dvoufázového propočtu	112
10.4	Závěrečná zpráva	116
11	ZÁVĚR	117
12	POUŽITÉ INFORMAČNÍ ZDROJE	119

SEZNAM ILUSTRACÍ A SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Rychlý test	27
Obrázek 1: Vztah mezi finančními rozhodnutími a hodnotou pro akcionáře	29
Tabulka 2: Propočet zisku	32
Tabulka 3: Propočet provozního peněžního toku	32
Tabulka 4: Propočet investičního peněžního toku	32
Tabulka 5: Propočet finančního peněžního toku	32
Tabulka 6: Plánovaná rozvaha	33
Tabulka 7: Volný peněžní tok (FCF	37
Tabulka 8: Investovaný kapitál	40
Tabulka 9: Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku	44
Tabulka 10: FCFE	45
Tabulka 11: Výpočet substanční hodnoty (způsob 1	63
Tabulka 12: Výpočet substanční hodnoty (způsob 2	63
Obrázek 2: Činnost firmy	72
Tabulka 13: Majetková a provozní oblast	74
Tabulka 14: Ukazatelé ke dni ocenění a výhledové ukazatele	76
Tabulka 15: Zhodnocení finančního zdraví podniku—Altmannův index	81
Tabulka 16: Poměrové ukazatele	85
Tabulka 17: Stálá aktiva z rozvahy v tis. Kč	95
Tabulka 18: Oběžná aktiva z rozvahy v tis. Kč	96
Tabulka 19: Ocenění pohledávek v tis. Kč	98
Tabulka 20: Rekapitulace upravených aktiv v Kč	99
Obrázek 3: Rekapitulace upravených aktiv v Kč	99
Tabulka 21: Rekapitulace cizí zdroje + ostatní pasiva v tis. Kč	100
Obrázek 4: Rekapitulace cizích zdrojů a ostatních pasiv	101
Tabulka 22: Obchodní riziko	102
Tabulka 23: Finanční riziko	103
Tabulka 24: Stupnice pro hodnocení rizikovosti	105
Tabulka 25: Odhad koeficientu β	106
Tabulka 26: Odhad rizikových premií pro ČR (stanovení hodnoty	107
Tabulka 27: Odhad rizikových premií pro ČR v jednotlivých letech	108
Tabulka 28: Expertní odhady rizikových premií	109

Tabulka 29: Bezriziková úroková míra	109
Tabulka 30: Doporučené přírážky nákladů na cizí kapitál	111
Tabulka 31: Kumulovaný DFCF entity–současná hodnota 1.fáze	113
Tabulka 32: Výsledná tržní hodnota stanovená metzodou DFCF entity	115

1. ÚVOD

Problematika oceňování podniku je v podmínkách České republiky staronová; její potřeba se znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů. Opět ožila potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací.

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty; zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazení určité hodnoty podniku. Platí, že neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ univerzální ocenění. Výsledek procesu oceňování je závislý na těchto faktorech: účelu ocenění, zkušenostech odhadce, množství a kvalitě dostupných informací, časové dimenzi pro zpracování a dalších.

Oceňování podniku se v České republice za několik posledních let poměrně rychle rozvinulo, přičemž metody a postupy oceňování byly převzaty zejména z EU a USA, a upraveny pro české podmínky. Určení hodnoty podniku vychází zčásti z prognózy budoucího vývoje ekonomické situace v České republice; vzhledem k obtížnosti této prognózy je vyžadován také značný podíl vlastního úsudku. Všeobecnou snahou je zavedení určité standardizace, jenž by vedla k jednoznačnému výsledku. Metody pro ocenění podniků a jejich použití se liší jak v návaznosti na účelu ocenění, tak i v rámci platných legislativních předpisů.²

V teoretické části diplomové práce jsou představeny různé metody používané k oceňování podniků včetně možnosti jejich využití. Druhá část diplomové práce je zaměřena na praktické zpracování posudku, jehož účelem je stanovení hodnoty podniku několika metodami.

² Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2.přepřacované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. str.1-2. ISBN 80-7179-529-1.

2 TEORETICKÁ ČÁST

2.1 ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

2.1.1 Trh

Trh představuje místo, kde jsou zboží a služby směnovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu, přičemž každá ze stran reaguje na nabídkově-poptávkové vztahy a ostatní cenotvorné faktory. Lze jej rovněž vyjádřit jako soubor vzájemně závislých vztahů, tedy proces konkurujících si nabídek prodávajících a kupujících.

Podle charakteru zboží a služeb lze rozlišit následující typy trhů:

- trh práce
- trh finanční
- trh surovin, zboží
- trh nemovitostí
- trh strojů, zařízení a jejich souborů
- trh s informacemi (znalostmi, nehmotnými aktivy)

2.1.2 Podnik

Podnik je tvořen hodnotovými složkami a goodwillem. Hodnotové složky lze vyčíslit z údajů účetnictví podniku, přičemž u nich často vzniká problém týkající se způsobu jejich ocenění. Goodwill představuje dobré jméno nebo pověst podniku.

2.1.3 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je službou, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší užitek. Ten může mít různou povahu podle potřeb objednavatele a cílů, kterým má ocenění sloužit.

Na základě toho lze rozlišit ocenění, která vycházejí z různých podnětů:

- koupě a prodej podniku
- splynutí a sloučení obchodních společností
- vklad podniku do nově zakládané společnosti

- změna právní formy obchodní společnosti
- uvádění společnosti na burzu
- poskytování úvěru
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace
- hodnocení reálné bonity v podniku
- náhrada za vyvlastnění
- placení různých daní ²

2.1.4 Názvosloví obecné

o Je nezbytné definovat základní pojmy při zjišťování hodnoty, kterými jsou (viz informační zdroj)³ :

- Cena = pojem používaný pro požadovanou, nabízenou nebo skutečně zaplacenou částku za zboží nebo službu. Cena může, ale nemusí mít vztah k hodnotě zboží či služby, kterou by jí připisovali jiní.
- Cena pořizovací = cena, za kterou by bylo možno pořídit investiční majetek v době jeho pořízení bez odpočtu opotřebení. V zákoně o účetnictví (č. 563/1991 Sb.) je definována jako cena, za kterou byl majetek pořízen a náklady s jeho pořízením související.
- Cena reprodukční = cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo srovnatelnou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.
- Cena administrativní (zjištěná) = cena zjištěná podle cenového předpisu.
- Cena výchozí = cena nové věci bez jejího opotřebení.
- Cena jednotková = cena za jednotku (m, ks, t, ha, m², m³).
- Cena tržní = cena, která vznikne na základě nabídky a poptávky mezi kupujícími a prodávajícími na trhu.

² Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2.přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H.Beck, 2001. str.6-8. ISBN 80-7179-529-1.

³ Bradáč, A. a kol. Soudní inženýrství. Brno: Akademické nakladatelství CERM s.r.o., 1999. 725s. ISBN 80-7204-9.

- Cena časová = cena, která se vypočítá tak, že se od výchozí pořizovací ceny majetku odečte částka odpovídající skutečnému technickému opotřebení, k němuž došlo v době od pořízení majetku do dne ustanovení ceny.
- Hodnota = ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Není skutečně zaplacenou, požadovanou nebo nabízenou cenou, nýbrž odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Jelikož existuje celá řada hodnot (např. věcná, výnosová, tržní atd.), je proto při oceňování nutné přesně definovat, jaká hodnota je zjišťována.
- Věcná hodnota = reprodukční cena věci snižená o přiměřené opotřebení, jež odpovídá měrně opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání; ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci.
- Výnosová hodnota = jistina, kterou je nutno při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z ní byly stejné jako čistý výnos z podniku (v době inflace bývá stanovení úrokové míry poměrně problematické).
- Tržní hodnota = odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi kupujícím a prodávajícím, jakožto samotnými a nezávislými partnery, po náležitém marketingu, v němž obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.
- Hodnota firmy = firma je zbožím, protože je určena ke směně na trhu; zboží má dvě základní vlastnosti-užitnou hodnotu a hodnotu. Užitná hodnota je spojena se schopností poskytovat určitý užitek plynoucí z kombinace prvků technických, ekonomických a sociálních. Hodnota je v penězích vyjádřitelná suma peněz vynaložená v souvislosti se směnou aktiva. U podniku však trh nenalézá dostatek subjektů ke střetávání nabídky s poptávkou, supluje tedy práci trhu odhadce, který na základě aplikace metod pro oceňování určuje hodnotu, čímž vytváří podklad pro cenové jednání. Cena a hodnota se shodují jen výjimečně.

2.1.5 Základní přístupy k ocenění podniku

Při oceňování podniku lze hledat odpověď na tyto základní otázky:

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?

- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Na základě toho lze rozlišit tři základní přístupy:

- tržní hodnota
- subjektivní hodnota
- objektivizovaná hodnota

Tržní hodnota vychází z představy, že existuje trh s podniky, na němž existuje více kupujících a více prodávajících. Tím jsou vytvořeny podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je potenciální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota (market value). Tržní hodnota předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu, a proto proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relevantní průzkum trhu. V případě omezených či neexistujících údajů o trhu musí oceňovatel objasnit situaci a uvést, zda byl nějakým způsobem omezen kvůli neadekvátnosti údajů. Ocenění musí rovněž obsahovat vlastní posudek oceňovatele, přičemž zpráva musí uvádět, jestli je odhad do větší míry založen na jeho vlastním posudku z důvodu nedostatku srovnatelných údajů o trhu, nebo na konkrétních faktech o trhu.

Z hlediska subjektivní hodnoty se na podnik jako celek nahlíží jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Hodnotu podniku určuje individuální názor účastníků transakce, přičemž při hledání této veličiny je třeba se do značné míry orientovat na představy a možnosti konkrétního subjektu.

Objektivizovaná hodnota je v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech, a při jejím výpočtu by měly být dodrženy tyto zásady a požadavky:

- udržovat substanci – z podniku má být vybíráno jenom tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance)
- volný zisk – je ta část zisku, kterou lze vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku
- nepotřebný majetek – výnosové ocenění se týká provozně nezbytného majetku; ostatní majetek je oceňován samostatně

- metoda – měla by být jasná a jednoznačná; jednoznačnost znamená, že jiný znalec by měl zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky

Stanovení objektivizované hodnoty se od subjektivního ocenění hodně odlišuje. V prvním stupni uvažuje jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém stupni bere v úvahu fakta, které mají vliv na ocenění, a to i ta, jenž se týkají budoucnosti. Teprve až ve třetím stupni lze do ocenění promítnout ryze subjektivní hlediska.

2.1.6 Srovnání základních přístupů

Subjektivní přístup je vhodný zejména v situacích, kterými jsou:

- koupě a prodej podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku

Tržní hodnota a objektivizované ocenění se používají v situacích, kdy by hodnota měla být závislá na konkrétním subjektu. Hlavní odlišností je především skutečnost, že tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, zatímco objektivizované ocenění je založeno na nesporných faktech a na současnosti.

Tržní hodnota se užívá zejména v případech:

- uvádění podniku na burzu
- prodeje podniku, kdy není znám kupující, ale stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat

Objektivizované ocenění je vhodné při:

- poskytování úvěru
- zjišťování současné reálné bonity podniku ¹

¹ Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007a. str. 13-30. ISBN 978-80-86929-32-3.

2.1.7 Oceňování v České republice

V podmínkách České republiky se problematikou oceňování majetku zabývají jak znalci, tak odhadci majetku. Mezi postavením znalce a odhadce je však značný rozdíl.

V současné době znalec podléhá režimu zákona č.36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a dále vyhlášce Ministerstva spravedlnosti ze dne 17.dubna 1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících. Po složení zkoušky u krajského soudu jsou znalci jmenováni buď ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu. Jmenovat znalcem lze toho, kdo je českým státním občanem; má potřebné znalosti a zkušenosti v oboru, v němž má znalec působit; především pak toho, kdo absolvoval speciální výuku pro znaleckou činnost, jde-li o jmenování pro obor, v němž je taková výuka zavedena. Dále jsou vyžadovány takové osobní vlastnosti jednotlivce, které dávají předpoklad pro výkon znalecké činnosti, a souhlas znalce se svým jmenováním. Znalci jsou zpravidla využíváni jako procesní účastníci u soudu a mají právo na odměnu za podání posudku podle stanovených sazeb.

Odhadci jsou v České republice podnikatelé, jejichž činnost podléhá živnostenskému zákonu a obchodnímu zákoníku. Jde o živnost koncesovanou, a podmínky pro udělení a provozování koncese jsou následující: dosažení věku 18 let, způsobilost k právním úkonům, bezúhonnost v oboru, vysokoškolské vzdělání ekonomické či právní a praxe v oceňování. Cena za jejich služby je stanovena na základě smlouvy s objednavatelem; podle úpravy v obchodním zákoníku nesou odpovědnost za výrok plně.³

2.1.8 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Lze rozlišit okruhy oceňovacích metod:

- metody opírající se o analýzu výnosů
- metody založené především na analýze aktuálních cen na trhu
- metody založené na ocenění vynaložených nákladů (nákladů na pořízení majetku)

³ Bradáč, A. a kol. Soudní inženýrství. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 1999. str. 601–603. ISBN 80–7204-9.

16

5. Vlastní ocenění- tzn. následně můžeme využít některou z metod pro vlastní výpočet hodnoty podniku.⁴

⁴ Kislingerová, E. Manažerské finance. Praha: C.H.Beck, 2007. 760s.str.25 - 29.
ISBN 978-80-7179-903-0.

3 OCEŇOVÁNÍ ZE STRATEGICKÉHO HLEDISKA

Ekonomická hodnota podniku závisí na očekávaných čistých příjmech, které nám tento podnik může poskytnout. Zatímco krátkodobé odhady do budoucnosti mohou být odvíjeny z minulosti, a většinou je postačí korigovat o předpokládané změny, dlouhodobý odhad vývoje příjmů je ve většině případů zatížen vysokým stupněm nejistoty. S odhady do vzdálenější budoucnosti se lze vypořádat sestavením tzv. strategického ocenění podniku.

3.1 Analýza tržního potenciálu

Při zkoumání vývojových možností podniku je nezbytné provést stručnou analýzu minulosti a prognózu budoucího vývoje národního hospodářství s důrazem na tyto parametry:

- hrubý domácí produkt
- produkce sféry, do které příslušný podnik náleží
- ceny
- daně
- sociální poplatky
- úrokové míry
- vývoj příjmů a mezd

V rámci ocenění bychom si rovněž měli odpovědět na následující otázky:

- Jak vymezit trh, na kterém se podnik pohybuje?
- Jaký je současný rozsah tohoto trhu?
- Jak se vyvíjel trh a jeho rozsah v minulosti, a které faktory tento vývoj nejvíce ovlivnily?
- Jaké faktory budou působit v budoucnosti, a jaký vývoj trhu lze rozumně předpokládat?

3.2 Analýza vnitřního potenciálu

Je nezbytné odhadnout, v jaké fázi životního cyklu se firma nachází, tzn. zda je ve stavu zrodu, rychlého rozvoje, zralosti či úpadku, a podle toho přizpůsobit způsoby ocenění.

Také by se měly posoudit hlavní zdroje firmy a jejich využití. V současnosti je kvalita a motivace personálu spolu s kvalitou a motivací vrcholového vedení rozhodujícím faktorem úspěšnosti firmy.

Co se týká řešení podniku, měli bychom hledat odpovědi na tyto otázky:

- Jaká je úroveň lidí ve vrcholovém řízení?
- Jakou vizi mají firmy do budoucnosti?
- Má společnost nějaké dlouhodobé plánování?
- Jaká je úroveň motivace manažerů?

Dále je žádoucí se zabývat úrovní marketingu, především:

- schopností nabízet komplexní řešení zákaznickových problémů
- úrovní a sladěností všech prvků marketingového mixu (tj. produktu, ceny, komunikace a distribučních cest)

3.3. Analýza konkurenční situace

Tato analýza spočívá ve vymezení hlavních konkurentů, shromažďování všech dostupných údajů o jejich produkci, hospodaření, strategii a záměrech a určení relativní konkurenční síly. Mezi hlavní kritéria konkurenční síly patří relativní tržní podíl, intenzita investic, relativní kvalita, struktura nákladů, technické know – how, marketingové know-how, finanční síla a stabilita, výhody místa, výhody distribuce, kvalita organizace, kvalita managementu atd. Výsledkem, jenž plyne z této analýzy, by měla být zdůvodněná prognóza podílu oceňovaného podniku na trhu. Dosavadní stav tohoto podílu a jeho vývoj je totiž jedním z nejdůležitějších projevů konkurenční síly. ⁵

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

4 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO SOUČÁST OCENĚNÍ FIRMY

Jelikož finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, neobejde se bez ní ani ocenění podniku. Měla by plnit tyto funkce:

- prověřit finanční zdraví podniku
- prověřit základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota

4.1. Analýza finančního zdraví podniku

Při tvorbě této analýzy je třeba hledat odpověď na následující otázky:

- Jak vypadá majetková a finanční struktura podniku, a do jaké míry se shoduje nebo odlišuje od podobných podniků? Jaké jsou důvody těchto odlišností?
- Jaké tendence se projevují ve struktuře aktiv a použitých zdrojích?
- Do jaké míry je zajištěna likvidita podniku, a jak to vypadá s charakteristikami jako dlouhodobé finanční rovnováhy?
- Jak to vypadá s výnosností podniku jako celku, i s výnosností z hlediska vlastníků? Jaké faktory mají na výnosnost a její vývoj rozhodující vliv?
- Jak lze zhodnotit celkové finanční zdraví, jaký je tedy souhrnný závěr?

Vlastní postup finanční analýzy lze v rámci ocenění shrnout do čtyř kroků:

1. prověříme úplnost a správnost vstupních údajů
2. sestavíme analýzu základních účetních výkazů
3. spočítáme a vyhodnotíme poměrové ukazatele
4. zpracujeme souhrnné zhodnocení dosažených poznatků

4.1.1 Úplnost a správnost vstupních údajů

Zde je důležitá především průkaznost a úplnost účetních čísel v účetních výkazech. Znalec se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora; není-li to možné, je třeba, aby si alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám. Měl by se rovněž zajímat

o všechny podstatné informace, které nejsou z různých důvodů ve výkazech obsaženy. ⁶

4.1.2 Analýza základních účetních výkazů

4.1.2.1 Rozvaha

Rozvaha podává celkový přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému okamžiku. Oceňovatel by měl mít k dispozici rozvahy za více období, přičemž by se měl zabývat především:

- stavem a vývojem bilanční sumy
- strukturou aktiv, jejím vývojem a přiměřeností jednotlivých položek
- strukturou pasiv, jejím vývojem, s důrazem na podíl vlastního jmění, bankovních a dodavatelských úvěrů
- relací mezi složkami aktiv a pasiv, například:
 - velikostí stálých aktiv a dlouhodobých pasiv
 - velikostí stálých aktiv a vlastního jmění
 - velikostí oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv
 - relací finančního majetku a krátkodobých pohledávek ke krátkodobým pasivům

4.1.2.2 Výkaz zisků a ztrát

Zde je nutné zkoumat strukturu a dynamiku jednotlivých položek, přičemž kritériem v tomto případě je:

- podíl jednotlivých položek na celkových výkonech ve vztahu k obvyklé hodnotě podílu u obdobných firem
- vývoj podílu jednotlivých položek ve vztahu k obvyklému podílu, a ve vztahu k dosahovanému hospodářskému výsledku; tzn. zaměříme se na to, jak jednotlivé složky výsledovky ovlivňovaly hospodářský výsledek

Kromě celkového hospodářského výsledku je třeba zkoumat i dílčí hospodářské výsledky, tj. provozní hospodářský výsledek z finančních operací.

⁶ Mrkvička, J., Kolář, P. Finanční analýza. II. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. str. 120-190. ISBN 80-7357-219-2.

4.1.2.3 Výkaz peněžních toků (Cash flow)

Tento výkaz je pro posouzení skutečné finanční situace nejdůležitější, protože nám podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získával, a k čemu je používal.⁷

4.1.3 Analýza poměrových ukazatelů

K nejpoužívanějším patří ukazatele:

- likvidity
- rentability
- aktivity
- zadlužení

4.1.3.1 Ukazatele likvidity

běžná likvidita = oběžná aktiva / krátkodobý kapitál

rychlý poměr = oběžná aktiva – zásoby / krátkodobý cizí kapitál

pracovní kapitál = oběžná aktiva – krátkodobý cizí kapitál

Krátkodobým cizím kapitálem rozumíme všechny povinnosti splatné do 1 roku. Oběžná aktiva jsou všechna ta, která lze do 1 roku přeměnit na peníze.

Výhody uvedených ukazatelů:

- jednoduchost
- srozumitelnost
- značná rozšířenost v praxi

Nevýhody:

- jsou statické, tzn. platí jen k okamžiku propočtu
- není u nich brána přímo obrátka aktiv

⁷ Higgins, R. C. Analýza pro finanční management. Praha: Grada Publishing, 1997.

- lze těžko teoreticky zdůvodnit jejich určitou výši
- jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv

4.1.3.2 Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Patří sem statické ukazatele typu:

- podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu
- podíl stálých aktiv na celkových aktivech a složení stálých aktiv
- krytí stálých aktiv celkovým dlouhodobým kapitálem
- krytí stálých aktiv vlastním kapitálem

Pro zjištění míry, do jaké je zadlužení ještě únosné, se využívají ukazatele úrokového krytí a ukazatele krytí fixních plateb.

úrokové krytí = $\frac{ZUD}{U}$, kde ZUD – zisk před úroky a daněmi, U- placené úroky

Tento ukazatel značí rozmezí bezpečné pro věřitele, přičemž jeho optimální úroveň se pohybuje okolo 7.

krytí fixních plateb = $\frac{ZU + LS}{U + LS}$, kde LS – leasingové splátky

Velikost tohoto ukazatele nám poskytuje informace o možnosti dalšího zvýšení dluhů společnosti.

Nejúplnějším z této skupiny ukazatelů je:

krytí peněžních výdajů = $[(ZUD + LS + ODPISY) / (U + LS + (SU / (1-d)))]$,

kde SU – splátky úvěrů, d- sazba daně z příjmů v desetinném vyjádření

Krytí peněžních výdajů ukazuje, do jaké míry produkovaný provozní peněžní tok stačí na krytí běžných výdajů.

S ukazateli dlouhodobé finanční rovnováhy úzce souvisí ukazatelé zadluženosti, jimiž jsou:

- věřitelské riziko = $\frac{\text{celkové závazky}}{\text{celková aktiva}}$

Čím vyšší je hodnota věřitelského rizika, tím vyšší je zadluženost podniku a s ní spojené vyšší finanční riziko.

- finanční páka = celková aktiva / vlastní jmění
- koeficient zadluženosti = celkové závazky / vlastní jmění
- míra finanční zadluženosti = vlastní jmění / celkové závazky

4.1.3.3 Ukazatele výnosnosti (rentability)

Nejdůležitějším ukazatelem z této skupiny je rentabilita celkového kapitálu (ROA).

- $ROA = \text{Zisk před úroky a daněmi} / \text{celková aktiva}$

Počítáme-li tento ukazatel po daních, má tuto podobu:

- $ROA = (\text{Zisk po zdanění} + \text{úroky} (1-d)) / \text{celková aktiva}$

Ukazateli nižšího řádu jsou:

- zisková marže = zisk po zdanění / čisté tržby
- produkční síla = Zisk před úroky a daněmi / čisté tržby

Z hlediska vlastníků je důležitá rentabilita vlastního kapitálu (ROE).

$ROE = \text{Zisk po zdanění} / \text{vlastní kapitál}$

Tento ukazatel je pro vlastníky podniku klíčovým kritériem hodnocení úspěšnosti jejich investic. Musí platit, že:

$ROE > ROA$

V opačném případě není pro podnik využití úvěru výhodné.

4.1.3.4 Ukazatele aktivity

- $\text{obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$

Ukazatel vypovídá o rychlosti obratu aktiv a jejich přiměřenosti vzhledem k velikosti celkových výstupů podniku. Podobně lze počítat ukazatel počtu obratu fixních aktiv. Z oběžných aktiv je třeba věnovat pozornost zejména:

- zásobám:

- $\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$
- $\text{doba obratu zásob} = \frac{360}{\text{obrat zásob}}$
- pohledávkám:
 - $\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$
 - $\text{doba obratu pohledávek} = \frac{360}{\text{obrat pohledávek}}$

Doba obratu je vyjádřena ve dnech.

4.1.3.5 Propojení ukazatele rentability s dílčími ukazateli

Izolované hodnocení jednotlivých ukazatelů může vést ke scestným závěrům. Rozhodující není, aby každý ukazatel odpovídal nějakému průměru, nýbrž celkový výsledek, např. rentabilita vlastního jmění. Podstatu analýzy vystihuje následující rozklad rentability vlastního jmění:

- $\text{ROE} = \frac{ZUD}{T} \times \frac{T}{CA} \times \frac{ZD}{ZUD} \times \frac{CA}{VK} \times \frac{Z}{ZD}$
- $\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{T}{CA} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva celkem}}$
- $\text{Zisková marže} = \frac{ZUD}{T} = \text{Zisk před úroky a daněmi} / \text{tržby}$
- $\text{Úroková redukce zisku} = \frac{ZD}{ZUD} = \text{Zisk před zdaněním} / \text{Zisk před úroky a daněmi}$
- $\text{Daňová redukce zisku} = \frac{Z}{ZD} = \text{Zisk po zdanění} / \text{Zisk před zdaněním}$
- $\text{Finanční páka} = \frac{CA}{VK} = \text{Celková aktiva} / \text{Vlastní kapitál}$
- Rentabilitu celkových aktiv lze rozložit:

$$\text{ROA} = \frac{ZUD}{T} \times \frac{T}{CA}$$

4.1.3.6 Ukazatele odvozené z kapitálového trhu

Tyto ukazatele se váží k podnikům, které mají vztah ke kapitálovému trhu. Slouží jak pro oceňování podniku metodou tržního srovnávání, tak i ke zjištění finančního zdraví podniku v rámci výnosového ocenění.

Základem těchto ukazatelů je hledání vztahu ceny akcie k vybraným údajům podnikového účetnictví. Nejčastěji vypočítáváme:

- účetní hodnotu vlastního jmění, která připadá na 1 akcii
- čistý zisk k rozdělení připadající na 1 akcii
- dividendu na akcii
- procento rozděleného zisku připadajícího na akcii
- peněžní tok připadající na akcii
- poměr tržní ceny akcie a zisku na akcii
- poměr tržní ceny a peněžního toku připadajícího na akcii
- poměr tržní a účetní hodnoty akcie

4.1.3.7 Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů

Platí, že:

1. Je téměř vyloučeno, aby byl podnik mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Pro zjištění finančního zdraví podniku je důležitý souhrnný pohled.
2. Určitá hodnota ukazatele nic nevypovídá o tom, zda je situace dobrá nebo špatná.
3. Je velmi obtížné srovnávat ukazatele finanční analýzy firem podnikajících ve více oborech, a proto je nejvhodnější vypočítat ukazatele pro jednotlivé provozy zvlášť.
4. Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů lze účelově vylepšovat.

4.1.4 Souhrnné pohledy na finanční zdraví podniku

Při vyhodnocení finančního zdraví podniku většinou zjistíme, že v některých oblastech vykazuje podnik hodnoty lepší, v jiných horší. Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by však měl být do jisté míry jednoznačný. Nejsou-li vyhlídky na další existenci dobré, mělo by se ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty; v opačném případě je splněna podmínka pro využití výnosových metod.

Konečný verdikt je vyneseno finančním analytikem:

- buď na základě jeho vlastní zkušenosti a intuice
- nebo za použití vhodně zvoleného algoritmu a závěru podepřeného číselným výsledkem.

Konkrétní variantou jsou například bodovací metody, které fungují na velmi jednoduchém principu. Bodujeme nebo známkujeme dílčí ukazatele pro jednotlivé oblasti, přičemž se doporučuje vybrat jen několik nejdůležitějších ukazatelů. Postup je zřejmý z následující tabulky.

Tabulka 1. Rychlý test

UKAZATEL	STUPNICE HODNOCENÍ ZNÁMKY				
	velmi dobrý	dobrý	střední	špatný	hrozba insolvence
	1	2	3	4	5
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	> 30%	> 20%	> 10%	< 10%	záporný
Podíl CF k obratu	> 10%	> 8%	> 5%	< 5%	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15%	> 12%	> 8%	< 8%	záporná
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5let	< 12 let	> 12 let	> 30 let

Výsledná známka se počítá jako prostý průměr známek za uvedené 4 ukazatele. Podle konkrétních potřeb podniku je možné přiřadit jednotlivým ukazatelům váhu na základě jejich významu pro daný podnik a výslednou známku vypočítat jako vážený průměr.

Další variantou algoritmu pro formulaci závěru finanční analýzy je použití konceptu, na kterém je založen Altmannův model. Ten je založen na 5 základních ukazatelích:

X_1 = pracovní kapitál / aktiva celkem

X_2 = nerozdělený zisk od zahájení / aktiva celkem

X_3 = zisk před úroky a daněmi / aktiva celkem

X_4 = tržní cena všech emisí / dluhy celkem

X_5 = tržby celkem / aktiva celkem

Tyto ukazatele se dosadí do rovnice dle charakteru společnosti. Hodnocení vypovídá o pravděpodobnosti bankrotu.

Pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na burze, platí:

$$Z = 1,20 X_1 + 1,40 X_2 + 3,30 X_3 + 0,60 X_4 + 1,00 X_5$$

- je-li $Z > 2,90$ podnik má minimální pravděpodobnost bankrotu

- je-li $Z < 1,81$podnik má vysokou pravděpodobnost bankrotu

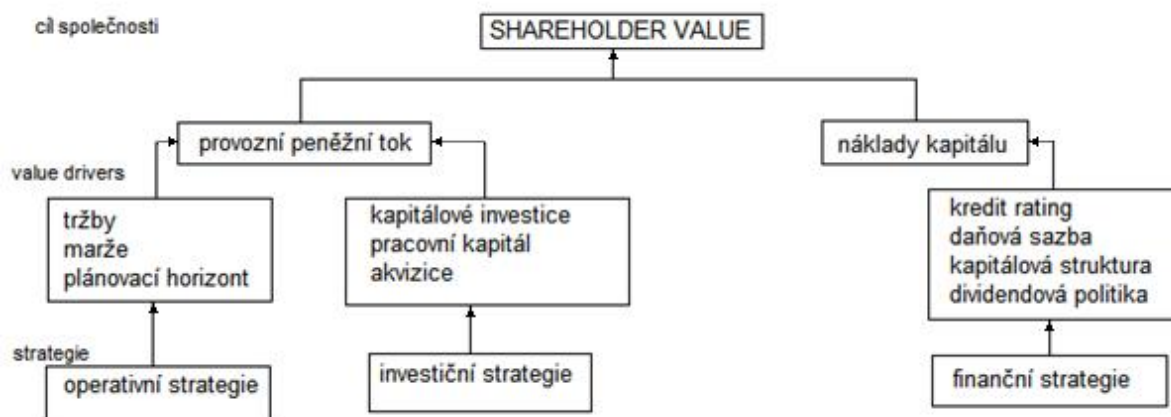
Souhrnná analýza nenahrazuje, ale pouze doplňuje analýzu dílčích stránek.

4.2 Value drivers

Value drivers jsou základem podnikové výkonnosti, neboť tvoří tzv. predikční ukazatele výkonnosti. Neexistuje český výraz pro termín value drivers; bývá nejčastěji překládán jako hodnotové generátory, hybatelé, řídicí proměnné atd. Value drivers jsou velmi specifické pro každou firmu a odvětví; jelikož jich je značné množství, je nutné je stanovit a modifikovat pro každou specifickou výrobní jednotku.

Následující schéma znázorňuje vazbu mezi strategiemi a rozhodnutími managementu a tvorbou hodnoty, přičemž pozornost je zaměřena na to, jak firma může řídit a plánovat své aktivity, aby zvýšila hodnotu pro akcionáře a současně i pro všechny zainteresované strany. Platí, že klíčová rozhodnutí (strategická, operativní, investiční, finanční) ovlivňují především peněžní toky CF podniku a finanční riziko, projevující se v nákladech na kapitál.

Obrázek 1. Vztah mezi finančními rozhodnutími a hodnotou pro akcionáře



4.2.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy.

4.2.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži vypočítáme podle následujícího vztahu:

Provozní zisková marže = hospodářský výsledek z provozní činnosti / výnosy

Odhad vývoje provozní ziskové marže provedeme na základě:

- důkladné analýzy minulého vývoje a jeho příčinách uvnitř podniku
- analýzy konkurenční struktury a jejího vývoje v čase

4.2.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následného ocenění podniku počítáme pracovní kapitál bez zápočtu krátkodobých bankovních úvěrů, tj.:

Pracovní kapitál = finanční majetek + zásoby + pohledávky – krátkodobé závazky

Všechny uvedené veličiny uvažujeme pouze v rozsahu provozně nutném, tj. vždy jenom v takové výši, kterou vyžaduje základní činnost podniku. Vlastní postup při plánování provozního kapitálu je zde obdobné jako při analýze ziskové marže.

4.2.4 Investice do investičního majetku

Odhad těchto investic je většinou nejobtížnější částí následujících prací na finančním plánu. Zde pracujeme jenom s provozně nutným investičním majetkem; ostatní majetek analyzujeme a oceňujeme odděleně.

Analýza cyklu obnovy a obnovovacích investic na jedné, a investic na straně druhé, by měla být prováděna odděleně. Výchozí odhady potřeby investic je třeba korigovat v návaznosti na plán celkových peněžních toků. Investiční program se musí sladit s možnostmi financování.

Po skončení analytické a prognostické práce na klíčových podkladech pro finanční plán lze přistoupit k sestavení pro forma výkazu tohoto plánu.⁸

⁸ Raffegeo, J., Dubois, F. Finanční oceňování podniku. Druhé, upravené vydání. Překlad Kozmová, J. Praha: HZ s.r.o., 1996. str. 30 – 80. ISBN 80-86009-03-3.

5 FINANČNÍ PLÁN

Finanční plán je základem pro oceňování výnosovými metodami. Je součástí podnikového plánu, jeho vyústěním a syntézou.

5.1 Podnikový plán

Podnikový plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku; je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů. Patří sem především:

- plány prodejce v takovém členění, aby umožňovaly odhad budoucích výnosů
- plány produkce a navazující odhad budoucích nákladů
- plány kapacit
- plány pracovních sil
- plán provozního hospodářského výsledku
- plán provozního peněžního toku
- celkový peněžní tok
- rozvaha

Při tvorbě finančního plánu je třeba nejdříve rozhodnout, v jakých agregovaných položkách budeme jednotlivé výkazy sestavovat. Platí, že s prodlužováním plánovacího období klesá schopnost dostatečně předvídat jednotlivé položky. Proto je účelem provádět agregaci tak, abychom se mohli soustředit na několik základních hodnot a relací.

Struktura plánované výsledovky a rozvahy je záležitostí volby oceňovatele. V každém případě je nutné co nejlépe odhadnout:

- velikost budoucích tržeb, výkonů a výnosů
- marži provozního zisku a hlavní nákladové položky

Dále potřebujeme znát pravděpodobné hodnoty:

- daní
- příspěvku na sociální zabezpečení
- inflace a jejího rozdílného působení na náklady a výnosy oceňovaného podniku

5.2 Propočet zisku a peněžních toků

Propočet zisku vypadá následovně:

Tabulka 2. Propočet zisku

1.	Tržby (+ případné ostatní některé výnosy)
2.	Provozní ziskové rozpětí v procentech
3.	Provozní zisk (ř.1x ř.2 / 100)
4.	Úroky
5.	Zisk před daněmi (ř.3 - ř.4)
6.	Sazba daně z příjmu v procentech
7.	Daň z příjmů (ř.5 x ř.6 / 100)
8.	Zisk po zdanění (ř.5 - ř.7)

Propočet provozního peněžního toku:

Tabulka 3. Propočet provozního peněžního toku

8.	Zisk po zdanění (+)
9.	Odpisy (+)
10.	Změna pracovního kapitálu (-)
11.	Provozní peněžní toky

Propočet investičního peněžního toku:

Tabulka 4. Propočet investičního peněžního toku

12.	Investiční výdaje na dokončení stávajících projektů (-)
13.	Investiční výdaje na nové projekty (-)
14.	Investiční výdaje na obnovu a ekologii (-)
15.	Příjmy z prodeje investičního majetku snížené o daň z příjmů (+)
16.	Investiční peněžní toky

Propočet finančního peněžního toku:

Tabulka 5. Propočet finančního peněžního toku

17.	Dividendy vyplacené v peněžní podobě (-)
18.	Saldo změn dlouhodobého kapitálu (zvýšení +,

	snížení -)
19.	Změna vlastního kapitálu z vnějších zdrojů (zvýšení +, snížení -)
20.	Finanční peněžní toky

Součet provozních investičních a finančních toků tvoří celkový peněžní tok, který:

- vyjadřuje změnu stavu peněžních prostředků
- je vyjádřením likvidity podniku během období, za které je počítáno

5.3 Plánovaná rozvaha

Vývoj hospodářského výsledku a peněžních toků je třeba doplnit sestavením plánované rozvahy. Nemá-li totiž zpracována, nevíme, jak bude vypadat vedoucí majetková a finanční struktura, a zda bude přijatelná. Rozvahu lze zjednodušit:

- zavedením souhrnné položky pracovní kapitál
- zavedením souhrnné položky vlastní kapitál, z níž pak lze vyčlenit jen ty položky, které budou vykazovat pohyb

Plánovaná rozvaha může mít následující podobu:

Tabulka 6. Plánovaná rozvaha

AKTIVA	PASIVA
Stálá aktiva	Vlastní jmění
Nehmotný investiční majetek	Základní jmění
Hmotný investiční majetek	Ostatní (kapitálové fondy a fondy ze zisku)
v tom : - budovy - stroje a zařízení	Hospodářský výsledek minulých let
	Hospodářský výsledek běžného roku
Finanční investice	
Oběžná aktiva	Cizí zdroje
Zásoby	Rezervy
Pohledávky – krátkodobé	Krátkodobé závazky - obchodní
Pohledávky - dlouhodobé	Krátkodobé závazky - ostatní
Finanční majetek	Dluhopisy

	Bankovní úvěry - dlouhodobé
Ostatní aktiva	Bankovní úvěry - krátkodobé
	Ostatní pasiva

5.4 Rizika při finančním plánování

Jednou z forem kalkulace rizika je tvorba scénářů budoucího vývoje. Scénář lze využít několika způsoby. První možností je zvolit scénář, který považujeme za nejpravděpodobnější; ten pak bude tvořit základ pro finanční plán. Druhou možností je pracovat s řadou scénářů, přičemž je žádoucí, aby tyto scénáře pokryly alespoň hlavní varianty budoucího vývoje včetně hraničních případů.

Zahrnují-li varianty scénářů všechny hlavní rizika, počítá se ocenění pro každý scénář zvlášť. Výsledné ocenění je váženým průměrem dílčích ocenění, přičemž vahami jsou odhadnuté pravděpodobnosti, se kterými mohou jednotlivé scénáře nastat (součet všech pravděpodobností se musí rovnat jedné).⁹

⁹ Tichý, E. Oceňování podniku. Praha: Linde, 1991. str. 50-80.

6 VÝNOSOVÉ METODY

Výnosové metody se zpravidla používají při oceňování celých podniků, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví s nimi spjatého. Tento přístup se většinou používá u komerčních předmětů ocenění, které nevykazují významné znaky jedinečnosti.

Základními výnosovými metodami jsou:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash-flow)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- kombinované výnosové metody

6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Tato metoda je základním způsobem oceňování. Existuje několik variant DCF.

6.1.1 Varianty metody DCF podle způsobu kalkulace daní

Zde lze odlišit ocenění, která:

- nekalkulují s žádnými daněmi z příjmů
- kalkuluje se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti – tento způsob se využívá u tržního ocenění
- kalkuluje jak zdanění na úrovni společnosti, tak daně, které zaplatí na své úrovni subjekt, pro kterého je ocenění určeno – tento způsob je zřejmě jediný správný; proveditelný je však pouze pro „subjektivní“ ocenění

6.1.2 Varianty metody DCF podle použitých cen

Lze rozlišit varianty podle toho, zda budoucí očekávané peněžní toky kalkulujeme v cenách k datu ocenění (tj. ve stálých cenách), anebo prognózujeme inflaci, a peněžní toky vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši. Upřednostňují se běžné ceny z následujících důvodů:

- S peněžními toky se pracuje tak, jak ve skutečnosti budou nabíhat.
- Použití stálých cen komplikuje propočty spojené se splácením úvěrů. Splátky s rostoucí inflací vlastně klesají.

- Při použití stálých cen se musí kalkulovat budoucí inflace, protože ji potřebujeme pro výpočet diskontní míry.
- Běžné ceny (tj. budoucí ceny zahrnující inflaci) jsou jediným správným řešením u podniků, u kterých jsou ceny vstupů zatíženy jinou výší inflace než jejich ceny prodeje.

6.1.3 Varianty metody DCF podle způsobu, jak kalkulujeme peněžní toky

Zde je klasifikátorem způsob, jímž kalkulujeme peněžní toky, a také postup vyčíslení hodnoty podniku. Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF, jsou to:

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

Smyslem všechny tři metod je zjistit hodnotu „čistého obchodního jmění“.

6.2 Výpočet výnosového ocenění metodou DCF entity

Bereme v úvahu, že máme k dispozici výsledky strategického ocenění, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán. Poté lze přistoupit k vlastnímu ocenění, k čemuž je nezbytné vědět, jak:

- vymezit peněžní tok (cash flow) pro vlastní ocenění
- odvodit z prognózy peněžního toku výnosovou hodnotu

6.2.1 Obsah cash flow pro účely oceňování metodou DCF entity

Ve finančním plánu máme k dispozici prognózy cash flow na úrovni:

- cash flow provozního
- cash flow investičního
- cash flow finančního
- cash flow celkového

Žádná z těchto variant však není nevyhovující, neboť je potřeba určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Řešením je tzv. volné cash flow (FCF – free cash flow). Náplň tohoto toku je patrná z následujícího výpočtového schématu:

Tabulka 7. Volný peněžní tok (FCF)

1.	+ Zisk z provozní činnosti před daněmi (ZPD)
2.	- Upravená daň z příjmů (= ZPD x daňová sazba)
3.	= Zisk z provozu po daních (ZP)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započaté v provozním zisku, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do pracovního kapitálu
8.	- Investice do pořízení investičního majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. U metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům).

6.2.2 Technika propočtu a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, kterými přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.

Propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve 2 krocích:

1. Určíme celkovou hodnotu podniku .

Celkovou hodnotou podniku rozumíme součet hodnoty vlastního i cizího kapitálu, přičemž z cizího kapitálu je započítáván pouze úročený cizí kapitál.

2. Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu.

Hodnotu podniku celkem určíme pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t}$$

kde: FCF_t volné cash flow v roce t

i_kkalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n.....počet let předpokládané existence podniku

Protože v praxi většinou předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, a pro tak dlouhé období je nemožné plánovat peněžní toky, existují tyto způsoby:

- standardní dvoufázová metoda
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

6.2.2.1 Standardní dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, po které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna.

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá takto:

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

kde: T.....délka první fáze v letech

PH.....pokračující hodnota (tj. hodnota podniku za období druhé fáze)

FÁZE PROGNÓZY

V této fázi je třeba rozhodnout o tom, jak dlouhé bude vlastní prognózované období, a od jaké doby budeme počítat s pokračující hodnotou. Doporučuje se volit tak dlouhou dobu, aby bylo možné předpokládat, že oceňovaná firma dosáhne za toto období určitou stabilitu svých obchodů. Je nezbytné dbát na to, aby volba neovlivnila celkovou hodnotu podniku.

ODHAD POKRAČUJÍCÍ HODNOTY

Pokračující hodnotou rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze).

Při dohadu pokračující hodnoty je třeba zvolit:

- techniku výpočtu
- parametry pokračující hodnoty

VOLBA TECHNIKY VÝPOČTU

Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy.

Běžně sestavujeme prognózu na jednotlivá léta pouze pro omezený počet let. Doba první fáze se pohybuje v rozpětí 4 až 14 let. U druhé fáze se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Mluvíme o Gordonově vzorci, který se běžně používá pro oceňování akcií na základě dividend.

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

kde: T.....poslední rok prognózovaného období

i_k průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)

g.....předpokládané tempo růstu volného peněžního toku celé druhé fáze

FCF.....volný peněžní tok

Pokračující hodnotu lze vypočítat také podle vzorce, který pracuje s těmito faktory tvorby hodnoty:

- tempem růstu zisků (ZP) sníženým o upravené daně
- očekávanou rentabilitou nových (čistých) investic (r_I); investicemi pro tyto účely se rozumí investice do provozně nutného investičního majetku a pracovního kapitálu. Rentabilitu investic odvozujeme z rentability investovaného kapitálu. Aby vznikla nová hodnota, je třeba, aby rentabilita investovaného kapitálu (r_k) byla vyšší než náklady kapitálu.

$$r_k = \frac{\text{provozní zisk po daních}}{\text{investovaný kapitál}}$$

Na tomto vzorci je podstatný jmenovatel, tj. provozně nutný investovaný kapitál.

Investovaný kapitál zahrnuje tyto položky:

Tabulka 8. Investovaný kapitál

+	Oběžná aktiva (finanční majetek jen v nutném rozsahu)
-	Krátkodobé závazky neúročené
=	Čistý pracovní kapitál
+	Čistý investiční majetek (provozně nutný)
=	Investovaný kapitál

Pokud je provozně nutný investovaný kapitál známý, lze zjistit výši čistých investic jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku:

$$\text{Investice netto} = \Delta K$$

kde: T.....poslední rok prognózovaného období

Hrubé investice spočítáme takto:

$$\text{Investiční brutto} = \text{Investice netto} + \text{Odpisy}$$

Rentabilita čistých investic se vypočítá:

$$r_I = \text{Celkový přírůstek provozního zisku po daních} / \text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}$$

Parametrický vzorec pro pokračující hodnotu je následující:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{ZP_{T+1} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g}$$

kde: ZP_{T+1}provozní zisk po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

Poměr g / r_I odpovídá z dlouhodobého hlediska tzv. míře investic, což je podíl zisku věnovaný na čisté investice:

$$\text{Míra investic} = \frac{\text{Investice netto}}{ZP} = \frac{g}{r_I}$$

Předpokládá se, že míra investic zůstane po celou dobu druhé fáze stabilní. V čitateli parametrického vzorce je tedy provozní zisk snížený o čisté investice:

$$ZP \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right) = ZP - ZP \times \frac{\text{Investice netto}}{ZP} = ZP - \text{Investice netto}$$

V případě trvalého růstu se r_I blíží i_k , z parametrického vzorce lze odvodit výraz věčnou rentu:

$$PH = \frac{ZP}{i_k}$$

Pokračující hodnota bez diskontovaných peněžních příjmů

Pokračující hodnotu lze stanovit také následujícími způsoby:

- pomocí likvidační hodnoty – tuto metodu lze použít pouze tehdy, když je ohraničena plánovaná životnost firmy
- pomocí substanční hodnoty – jedná se o odhad substanční hodnoty ke konci období plánu, což může přinést nepřesnosti
- pomocí výstupní hodnoty („exit value“) – tj. tržní hodnota ke konci první fáze stanovená pomocí násobitele (multiplikátoru) cena / výnos (P/E)
- pomocí tržní hodnoty určené pomocí násobitele tržní cena / účetní hodnota vlastního kapitálu
- pomocí účetní hodnoty – je to sice nejjednodušší, ale také nejméně odůvodněná metoda; její jednoduchost vyplývá především ze skutečnosti, že máme k dispozici finanční plán, a tedy i rozvahu ke konci první fáze.

VOLBA PARAMETRŮ PRO VÝPOČET POKRAČUJÍCÍ HODNOTY

Při výpočtu pokračující hodnoty narážíme na zásadní problém, jímž je odhad parametrů pro zvolený model. U základního parametrického modelu jsou rozhodující tyto parametry:

1. Rentabilita čistých investic počítaná z přírůstkového zisku (r_I)

Odhad se vyvozuje jak z minulého vývoje, tak z vývoje parametrů rentability v budoucnosti. Problém spočívá ve značné variabilitě, kterou vývoj tohoto ukazatele u jednotlivých firem obvykle vykazuje. Možným řešením je zjistit rentabilitu čistých investic z přírůstku zisku a kumulovaných investic za větší počet let.

2. Tempo růstu provozního zisku po upravených daních (g)

Je potřeba počítat s tím, že v delším časovém období se tempo růstu většiny firem bude pravděpodobně blížit tempu celého národního hospodářství.

3. Provozní zisk po upravených daních

Lze jej odvodit z finančního plánu zpracovaného pro první fázi. Skončila-li prognóza v průměrném roce vzhledem k hospodářskému cyklu, bude:

$$ZP_{T+1} = ZP_T \times (1 + g)$$

kde: T.....poslední rok prognózovaného období

G.....tempo růstu zvolené pro druhou fázi

6.2.2.2 Metoda založená na odhadu průměrného tempa růstu

Tato metoda je variantním přístupem k metodě DCF, která nestaví na dvoufázovém modelu, nýbrž na odhadu průměrných temp růstu. Definice výchozích hodnot je zde obdobná jako ve standardní metodě. Volné cash flow se vypočítá stejným způsobem.

$$FCF = ZP + \text{odpisy} - I_b$$

kde: ZP.....provozní zisk po upravených daních

I_b.....investice brutto do provozně nutného investičního majetku a pracovního kapitálu

Variantně můžeme volný peněžní tok vypočítat:

$$FCF = ZP - I_n$$

kde: I_n.....investice netto do provozně nutného investičního majetku a pracovního kapitálu

Podíl investic na provozním zisku po upravených daních je výše zmíněná míra investic (m_i):

$$m_i = \frac{IN}{ZP}$$

Pro většinu výpočtů se uvažuje tento podíl stabilní. Volný peněžní tok ve výchozím roce bude:

$$FCF_0 = ZP_0 \times (1 - m_i)$$

Hodnota podniku brutto bude tvořena výrazem:

$$H_b = \frac{ZP_1 - In_1}{(1 + i_k)} + \dots + \frac{ZP_n - In_n}{(1 + i_k)^n}$$

Pro rok t bude tedy platit: $m_i = \frac{IN_t}{ZP_t}$

Z této rovnice vyjádříme čisté investice v roce t : $In_t = m_i \times ZP_t$

Označíme-li tempo růstu provozního zisku g , bude pro zisk v roce t platit:

$$In_t = ZP_0 \times (1 + g)^t$$

Vyjádříme-li v rovnici pro výpočet hodnoty podniku zisk v roce t pomocí zisku v roce 0 a tempa růstu g , a dále čisté investice jako součin zisku a podílu investic na zisku, dostaneme:

$$H_b = \frac{ZP_0 \times (1 - m_i) \times (1 + g)}{(1 + i_k)} + \dots + \frac{ZP_0 \times (1 - m_i) \times (1 + g)^n}{(1 + i_k)^n}$$

Na pravé straně rovnice vytkneme výraz $ZP_0 (1 - m_i)(1 + g) / (1 + i_k)$ a dostaneme vzorec pro hodnotu budoucích peněžních toků:

$$H_b = \frac{ZP_0 \times (1 - m_i) \times (1 + g)}{(1 + i_k)} \times \left[1 + \frac{1 + g}{1 + i_k} + \frac{(1 + g)^2}{(1 + i_k)^2} + \dots + \frac{(1 + g)^{n-1}}{(1 + i_k)^{n-1}} \right]$$

Tento vzorec lze považovat za základní výraz pro oceňování podniku metodou DCF při volbě základních parametrů, kde:

gtempo růstu provozního zisku po upravených daních (ZP)

m_ipodíl čistých investic na ZP

Předpokládáme-li různá tempa růstu, lze z tohoto vzorce odvodit vztahy pro:

a) nulový růst – zde vzorec pro věčnou rentu:

$$H_b = \frac{ZP}{i_k}$$

b) konstantní růst:

$$H_b = \frac{ZP_0 \times (1 - m_i) \times (1 + g)}{i_k - g}$$

c) mimořádný růst následovaný nulovým růstem – předpokládáme, že zisk poroste v několika prvních letech mimořádně vysokým tempem a poté již neporoste:

$$H_b = ZP_0 \times (1 - m_{im}) \times \sum_{t=1}^n \frac{(1 + g_m)^t}{(1 + i_k)^t} + \frac{ZP_0 (1 + g_m)^n}{i_k (1 + i_k)^n}$$

kde: g_mtempo přechodného mimořádně vysokého růstu

m_{im}míra čistých investic v období mimořádného růstu

d) mimořádný růst následovaný stabilním růstem:

$$H_b = ZP_0 \times (1 - m_{im}) \times \sum_{t=1}^n \frac{(1 + g_m)^t}{(1 + i_k)^t} + \frac{ZP_0 (1 - m_{is})^n}{i_k - g_s} \times \frac{(1 + g_m)^n \times (1 + g_s)}{(1 + i_k)^n}$$

kde: g_mtempo mimořádného růstu

g_stempo stabilního růstu

m_{im}míra čistých investic v období mimořádného růstu

m_{is}míra čistých investic v období stabilního růstu

Výhodou modelů je skutečnost, že lze pracovat s určitými, relativně jednoduchými parametry, které lze vyvodit z rámcových předpokladů pro hospodaření podniku.

6.2.3 Zjištění výsledné hodnoty podniku

Pomocí výše zvedených postupů zjistíme provozní hodnotu podniku brutto, pro níž platí, že:

- je to celková hodnota podniku, tj. jeho aktiv (ve smyslu investovaného kapitálu, tedy již očištěná o neúročený cizí kapitál)
- zachycuje jen „provozní“ část podniku
- abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, musíme provést další výpočty:

Tabulka 9. Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Hodnota brutto
- Hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění
= Hodnota vlastního kapitálu
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění, přičemž by se mělo jednat o hodnoty likvidační.

6.3 Variantní metody DCF

Těmito metodami jsou:

- metoda DCF equity
- metoda DCF APV

Uvedené metody se liší:

- ve způsobu výpočtu volených peněžních toků
- ve výsledku, který získáme diskontováním těchto peněžních toků
- použitou diskontní mírou

6.3.1 Metoda DCF equity

Pokud použijeme tuto metodu, vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu, a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE). Schéma výpočtu je následující:

Tabulka 10. FCFE

Zisk provozní po upravených daních (ZP)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do modifikovaného pracovního kapitálu
- Investice do pořízení investičního majetku
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- Splátky úvěrů
+ Nově přijaté úběry
= FCFE

Tyto peněžní toky potom diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Výsledkem je pak výnosová hodnota vlastního kapitálu.

Pokračující hodnotu vyčíslíme na základě věčné renty nebo Gordonova modelu, tedy takto:

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

kde: i_k kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při
konkrétní míře zadlužení podniku
 g předpokládané tempo růstu FCFE v druhé fázi horizontu
budoucích let

U modelu DCF equity se někdy používá rozdělení budoucího vývoje podniku na:

- fázi rychlého růstu
- fázi přechodu (rychlý růst se zpomaluje)
- období stability

Vzorec pak vypadá následovně:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCFE_t}{(1 + i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCFE_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCFE_{T_2+1}}{(1 + i_k)^{T_2} \times i_k}$$

kde: FCFE peněžní tok pro držitele vlastního kapitálu
 i_k diskontní kalkulovaná úroková míra
 T_1 počet rychlého růstu
 T_2 součet let rychlého růstu a zpomalujícího se růstu
 H_n hodnota netto (tj. hodnota vlastního kapitálu)

Třífázový model se zdá být výhodný pro firmy, které momentálně rychle rostou. Třífázově je možné nahlížet na všechny tři přístupy k metodě DCF.

U metody DCF equity je důležité, abychom si vyjasnili vztah mezi oceňováním na základě dividend a na základě FCFE. Platí, že oba modely mohou vést ke stejným výsledkům.

Je však nutné splnění podmínky:

- buď se dividendy rovnají FCFE
- anebo jsou dividendy sice menší než FCFE, ale rozdíl je investován do projektů s nulovou čistou současnou hodnotou

6.3.2 Metoda DCF APV

Tato metoda je podobná metodě entity v tom, že předpokládá výhradní financování vlastním kapitálem, tzn. pro první krok použijeme peněžní tok stejný jako u metody entity (FCFF, tj. FCF pro firmu). Odlišnost však spočívá v tom, že pro diskont nepoužijeme průměrné vážené náklady kapitálu, nýbrž náklady vlastního kapitálu, ovšem s jednou výraznou změnou. Musíme určit náklady vlastního kapitálu za předpokladu, že není použit cizí kapitál. Potom pro náklady vlastního kapitálu platí vztah:

$$n_{VK(Z)} = n_{VK} + (n_{VK} + n_{CK}) \times (1 - d) \times CK/VK$$

kde:

n_{CK}náklady cizího kapitálu

ddaňová sazba

CKcizí kapitál

VKvlastní kapitál

Cizí kapitál však bývá zdrojem přírůstků hodnoty. S tím je spjat daňový štít, který vzniká v důsledku krácení daňového základu, vyplatíme-li část volných peněžních toků ve formě úroků. Při trvale stabilní úrovni úročeného cizího kapitálu ve výši CK je současná hodnota daňového štítu DS při nákladech na cizí kapitál n_{CK} následující:

$$DS = \frac{n_{CK} \times CK \times d}{n_{CK}} = CK \times d$$

Hodnota daňového štítu se poté přepočítá k hodnotě nezadluženého podniku z předchozího kroku. V posledním kroku odečteme od celkové hodnoty zadluženého podniku hodnotu úročeného cizího kapitálu, a získáme tak hledanou hodnotu kapitálu vlastního.

V závěrečném shrnutí platí pro hodnotu zadluženého podniku tento vztah:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + n_{VK})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{n_{VK} \times (1 + n_{VK})^t} + \sum_{t=1}^T \frac{d \times CK_{t-1} \times n_{CK}}{(1 + n_{CK})^t} + \frac{d \times CK_T}{(1 + n_{CK})}$$

$$H_n = H_b - CK_{t=0},$$

kde: FCF.....volné peněžní toky v jednotlivých letech při výhradním
použití vlastního kapitálu

n_{VK}náklady vlastního kapitálu při výhradním financování
vlastním kapitálem

Tdélka první fáze (časové periody)

dsazba daně z příjmů právnických osob

CK_{t-1}hodnota cizího kapitálu v předchozím roce

n_{CK}náklady cizího kapitálu

CK_thodnota cizího kapitálu ke konci první fáze

6.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda se vyznačuje větší snahou o objektivitu a opatrnost, přičemž je kladen důraz na minulá data. Jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

6.4.1 Zjišťování výnosů pro ocenění

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů se opírá o minulé výsledky; vycházíme tedy z výkazů zisků a ztrát a rozvahy za posledních 3 až 5 let.

Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň tímto způsobem:

- 1.) Odpisy je nutné upravit tak, aby se minimálně odchylovaly od reálného opotřebení. V praxi se tomuto požadavku obvykle nejvíce blíží lineární odpisy. Odpisy je žádoucí počítat z reprodukčních cen k datu ocenění.
- 2.) U menších firem (podnik jednatelce a osobní společnosti) je nutné zjistit, zda byla započtena mzda podnikatele.
- 3.) Je třeba vyloučit náklady a výnosy, které vyplývají z provozu majetku, jenž není nezbytně nutný pro výkon základní činnosti podniku. Tento majetek bude dodatečně přičten k výnosovému ocenění.
- 4.) Mimořádné náklady a výnosy, které se pravděpodobně nebudou opakovat, je třeba vyloučit.
- 5.) Nepravidelné, ale opakující se výnosové a nákladové položky se doporučuje průměrovat.

6.) Vliv tvorby a rozpouštění ostatních tichých rezerv a vliv metodických změn (například účetních) je třeba vyloučit.

7.) Pro upravené hospodářské výsledky je třeba vypočítat i upravené daně, přičemž je třeba přihlížet k tomu, které úpravy hospodářských výsledků by byly daňově uznatelné (například zvýšení odpisů oproti hodnotám ve skutečných minulých výkazech).

8.) Řadu upravených hospodářských výsledků je třeba přepočítat na srovnatelné ceny platné k datu ocenění.

Východiskem pro ocenění je tedy upravený hospodářský výsledek po daních a odpočtu placených úroků. Pro takto upravené hospodářské výsledky používáme označení čisté výnosy.

6.4.2 Výpočet odnímatelného čistého výnosu

Odnímatelným čistým výnosem rozumíme velikost prostředků, které lze rozdělit vlastníkům, aniž by byla dotčena podstata podniku. Dalším předpokladem je také to, že nebudou tvořeny žádné rezervy ze zisku. V podniku tedy bude držen pouze takový rozsah zdrojů, který je nezbytný pro udržení jeho podstaty. Celý čistý výnos (tj. upravený zisk) bude rozdělený.

V praxi se používají dvě metody odhadu odnímatelného čistého výnosu:

- paušální metoda
- analytická metoda

Podstatou paušální metody je vážený průměr minulých upravených čistých výnosů:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t$$

Kde: $\check{V}_t$minulé upravené čisté výnosy

q_tváhy určující význam čistého výnosu za určitý zisk pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého zisku

Kpočet minulých let zahrnutých do výpočtu

Z časové řady se musí vyloučit extrémní výchylky. Tato metoda je vhodná pro podniky, kde se nepředpokládá žádný větší dlouhodobý růst.

V ostatních případech je výhodnější použít metodu analytickou, která spočívá v následujícím postupu:

1.) Sestavíme řadu upravených čistých výnosů

- 2.) Analyzujeme hlavní vlivy, které se jeví jako rozhodující pro zjištěný vývoj čistých výnosů.
 - 3.) Posoudíme setrvačnost dosud působících faktorů, a zároveň se pokusíme ujistit, zda nepůsobí faktory nové.
 - 4.) Pokusíme se odhadnout vývoj odnímatelného čistého výnosu do budoucnosti.
- Výsledkem je odhad časové řady odnímatelných čistých výnosů.

6.4.3 Výpočet hodnoty podniku

Pokud mám k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu získaný:

- paušální metodou, lze určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku (H_n) pomocí vzorce pro věčnou rentu: $H_n = \text{TČV} / i_k$

kde: TČV – trvale odnímatelný čistý výnos

i_k – kalkulovaná úroková míra

- analytickou metodou, můžeme použít dvoufázovou nebo trojfázovou metodu (za předpokladu trvalé existence podniku). Pro dvoufázovou metodu uplatníme

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

kde: $\check{C}V_t$ – odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T – délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech

odhadnout čistý výnos

$T\check{C}V$ – trvalá velikost odnímatelnost čistého výnosu v druhé fázi

uvažovaného horizontu

i_k – kalkulovaná úroková míra

U třífázové metody je první fáze shodná s dvoufázovou metodou. Ve druhé fázi se předpokládá růst čistého výnosu určitým tempem. Fáze třetí představuje vzdálené období, o kterém nelze říci nic přesnějšího, a proto v rámci zjednodušení počítáme se stabilní výší čistého výnosu.

V případě omezené životnosti podniku vypočítáme jeho hodnotu pomocí vztahu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{V}_t \times (1 + i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1 + i_k)^n}$$

Kde: L_Tlikvidační hodnota podniku na konci roku T

6.4.4 Kalkulovaná úroková míra a metoda kapitalizace českých výnosů

U metody čistých výnosů je výsledkem ocenění podniku přímo stanovení výnosové hodnoty vlastního kapitálu. Kalkulovaná úroková míra se pak vztahuje pouze ke kapitálu, který je investován vlastníky podniku. Jelikož tato metoda pracuje s čistými výnosy ve stálých cenách k datu ocenění, je nutné z úrokové míry vyloučit očekávanou inflaci.

Riziková přírážka se obvykle stanovuje odborným odhadem, mezi nejčastější patří:

- přírážka za riziko podnikání 2-20%
- přírážka za obtížnější prodejnost podniku 1-3%

Největší rozpětí má přírážka za podnikatelské riziko, a to zejména z důvodů:

- variability prodeje a zisku
- výše dosahované ziskovosti a nároků na její udržení do budoucna
- vazby výsledků na určitý okruh osob (pokud je výkon podniku podmíněn dosavadním majitelem, je třeba po koupi očekávat riziko).

6.4.5 Kombinované výnosové metody

Tyto metody jsou kombinací majetkového a výnosového ocenění. Někdy se pro ně používá označení korigované výnosové metody nebo metoda střední hodnoty.

Hodnotu podniku vypočteme jako průměr z hodnoty výnosové a substanční:

$$H = \frac{V + S}{2}$$

Kde: V.....výnosová hodnota

S.....substanční hodnota

Vzhledem k významu substanční hodnoty v různých odvětvích, není správné používat vždy jen prostý průměr, a proto diferencujeme váhy následujícím způsobem:

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}$$

Kde: $x_1, x_2, \dots$ zvolené váhy pro obě veličiny

Standardní postup vyžaduje použití jenom hodnot vlastního kapitálu, přičemž by mělo platit, že pokud je mezi oběma hodnotami příliš velký rozdíl, měli bychom přihlížet pouze k hodnotě výnosové.

Další kombinovanou metodou je metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů. Zde se celková hodnota podniku skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ představuje rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou, a je označována jako goodwill.

U metody kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů vycházíme z toho, že hodnotu „firmy“ můžeme spočítat přímo. Jejím základem je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos, který chápeme jako rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku (ČV) a čistým výnosem, jenž bychom měli dostat při normálním zúročení kapitálu (i_k). Vložený kapitál vyjadřuje substanční hodnota (S).

$$\text{Mimořádný čistý výnos za rok} = \text{ČV} - i_k \times S$$

Hodnota podniku (H) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu je:

$$H = S + \frac{\text{ČV} - i_k \times S}{i_{k2}}$$

Jelikož je mimořádný čistý výnos spojen se značnými riziky, počítá se zde obvykle s vyšší úrokovou mírou i_{k2} .

Nevýhodou ovšem je, že vzorec vychází z předpokladu perpetuity, kdežto mimořádný výnos je záležitostí pouze přechodnou. Reálné období mimořádných výnosů činí jen 2-5 let. Hodnota podniku je potom dána vzorcem:¹⁰

¹⁰ Mařík, M., Maříková, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. II. Vydání. Praha: EKOPRESS, 2005. str. 30-120. ISBN 80-86119-61-0.

$$H = S + \sum_{t=1}^n \frac{\check{C}V_t - i_k \times S}{(1 + i_{k2})^t}$$

7 METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU

7.1 Ocenění na základě tržní kapitalizace

Tato metoda se pro podniky používá v případě, že chceme ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány, tzn. máme k dispozici tržní cenu akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií, čímž získáme tzv. tržní kapitalizaci. Ta bývá zpravidla ztotožňována s tržní hodnotou podniku; ve skutečnosti se však obě veličiny liší.

Odlišnost může být způsobena vztahem mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sta procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná.

Potřebujeme-li ocenit jinou než akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovatelné, musíme použít metodu tržního porovnání. V případě podniků se často jedná o zboží téměř jedinečné, neboť je téměř nemožné nalézt plně srovnatelný podnik, jelikož cena by byla k dispozici.

7.2 Ocenění na základě srovnatelných podniků

Zde srovnáváme podnik s podniky, které jsou k určitému období již nějak oceněny. Nejčastěji se srovnávají oceňované akciové společnosti, jejíž akcie nejsou obchodovány, s podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Tímto způsobem jsou ovšem oceněny pouze jednotlivé podíly těchto podniků, neboť tržní kapitalizace není sama o sobě ještě vyjádřením tržní hodnoty podniku.

Ocenění akcie podniku se provádí postupem sestávající z těchto kroků:

- 1.) Analýza stavu a vývoje národního hospodářství jako celku.
- 2.) Analýza stavu a vývoje příslušného odvětví.
- 3.) Analýza celkového stavu a vývoje oceňovaného podniku.
- 4.) Podrobná finanční analýza oceňovaného podniku.
- 5.) Výběr srovnatelných podniků.
- 6.) Podrobná analýza srovnatelných podniků a srovnání s podnikem oceňovaným.
- 7.) Výběr vhodných násobitelů.
- 8.) Volba vhodných násobitelů (multiplikátorů).
- 9.) Výpočet hodnoty akcie oceňovaného podniku různými metodami.

10.) Odvození konečné hodnoty akcie.

Cílem prvních dvou kroků je popsat a analyzovat podmínky, za kterých podnik a odvětví fungují. Kroky tři a čtyři by měly poskytnout představu o potenciálu a finančním zdraví podniku.

Co se týká srovnatelných podniků (doporučuje se jich použít 5-8), je potřeba je analyzovat obdobným způsobem, jako tomu bylo u podniku oceňovaného. Poté zpracujeme podnikové srovnání, jehož hlavním výsledkem by mělo být zjištění:

- který ze srovnávaných podniků má nejblíže k oceňovanému podniku
- v jakém vztahu je oceňovaný podnik k souboru podniků srovnatelných (tj. zda je spíše průměrný, nadprůměrný, špičkový atd.)

Smysl násobitelů spočívá v zohlednění rozdílů mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Nejznámější je poměr mezi cenou akcie a ziskem přepočítaným na jednu akcii, tj. P/E (Price/Earnings Ratio). Dílčí odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku pomocí násobitele P/E označíme $H_{A(P/E)}$ a určíme jej takto:

$$H_{A(P/E)} = Z_{(OP)} \times (P/E)_{(SP)}$$

Kde: $Z_{(OP)}$ zisk na akcii přepočítaný za poslední období pro oceňovaný podnik

$(P/E)_{(SP)}$hodnota násobitele P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků

V praxi se většinou používá více multiplikátorů, například:

- Cena akcie/ Cash flow na akcii
- Cena akcie/ Účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii
- Cena akcie/ Dividenda připadající na akcii

Nejčastěji se využívají 3 dílčí odhady hodnoty akcie, a to:

- Výnosový – na základě poměru P/E
- Majetkový – na základě poměru M/B (market/book value, tj. tržní/účetní hodnota vlastního jmění)
- Dividendový – odvozený z dividendové výnosnosti

Poté z dílčích odhadů odvodíme výsledný odhad. K tomu můžeme použít dva způsoby, případně jejich kombinaci:

1. Expertní postup – pomocí odborného citu zvolíme v rámci dílčích odhadů ten výsledný.
2. Mechanický postup – spočítáme vážený průměr dílčích odhadů.

Dále musíme upravit souhrnný odhad prostřednictvím srážek a přírážek. Na závěr je potřeba ocenit podnik jako celek, tzn. vynásobíme hodnotu jedné akcie zjištěnou pomocí předchozích kroků počtem akcií oceňovaného podniku.

7.3 Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Postup je obdobný jako v předcházejícím případě. Odlišností je především to, že nyní můžeme získat přímo hodnotu vlastního kapitálu jako celku. Další rozdíl spočívá v tom, že zde nemusíme používat přepočty na akcii. Násobitelé tedy vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ročního zisku, ročního cash-flow, účetní hodnoty vlastního kapitálu nebo realizovaného obrátu.

Tato metoda se používá zejména při oceňování menších podniků.

Při volbě konkrétního násobitele lze postupovat těmito způsoby:

- Použijeme hodnoty ze souboru srovnatelných podniků
- Použijeme násobitele obvyklé pro určité odvětví

Znalci obvykle postupují takto:

1. určí substanční hodnotu věcného majetku
2. odhadnou goodwill
3. výsledná hodnota podniku je součet obou položek z předchozích bodů

Tímto způsobem vypočítaný základní odhad je třeba upravit s ohledem na vliv diferenciačních faktorů (tj. regionální rozdíly, počet a struktura zaměstnanců, kvalifikace a platy zaměstnanců, poptávka po firmách).

7.4 Ocenění na základě údajů uvádějících na burzu

Tento postup má zpravidla pouze podpůrný význam. Jedná se o variantu postupu odvození hodnoty akcie podle srovnatelných podniků dle 7.2.¹¹

¹¹ Mařík, M. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996.str.25-75.ISBN 80-90191-1-9.

8 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ

Oceňujeme-li podnik tímto způsobem, je potřeba ocenit každou majetkovou složku zvlášť, a součtem těchto cen poté získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Po odpočtu všech dluhů a závazků dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. V závislosti na použitých cenách lze získat tyto majetkové hodnoty:

- Účetní ceny
- Likvidační ceny
- Reprodukční ceny

8.1 Druhy majetkového ocenění

8.1.1 Účetní hodnota (Vlastní jmění)

Účetní hodnota vychází z bilance podniku. Vlastní kapitál je pak rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.

Výhodou ocenění touto hodnotou je jednoduché zjištění a průkaznost hodnot, ze kterých vychází. Účetní hodnota bývá vždy uvedena alespoň jako výchozí hodnota.

8.1.2 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku. Plní tyto 2 základní funkce:

- Tvoří dolní hranici hodnoty podniku-tzn. vyjde-li na základě ocenění jinou metodou hodnota nižší, měla by být za hodnotu podniku označena hodnota likvidační.
- Při rozhodování o sanaci bychom měli určit likvidační i výnosovou hodnotu vypočítanou z finančního plánu, který by zahrnoval sanační opatření; přičemž k sanaci bychom měli přistoupit jenom tehdy, bude-li výnosová hodnota vyšší než likvidační.

Likvidační hodnota bývá někdy řazena do výnosových metod oceňování, neboť se na ni můžeme dívat jako na peněžní toky, které plynou vlastníkovvi při prodeji majetku.

8.1.3 Substanční metoda

Tato metoda je založená na analýze jednotlivých složek majetku, a rozumíme jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových položek podniku. Tyto složky přitom oceňujeme podle poměrně objektivních pravidel, tj. k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti.

Oceňujeme-li pouze aktiva, používáme označení substanční hodnota brutto. Odečteme-li od hrubé substanční hodnoty reálné ocenění všech závazků, získáme substanční hodnotu netto.

8.2 Zjišťování substanční hodnoty

Základem pro určení hodnoty jsou náklady na znovupořízení, které lze zjišťovat následujícími způsoby:

- Indexovou metodou
- Přímým zjišťováním cen
- Oceňováním podle zvolené jednotky
- Funkčním zjišťováním cen

8.2.1 Indexová metoda

Použití cenových indexů vychází z historických cen, které jsou upraveny vhodně zvoleným cenovým indexem k datu ocenění (tj. obecné cenové indexy pro vybrané okruhy zboží). Použití indexů je problematické tam, kde dochází k významnému technickému pokroku, jenž podstatně mění charakter aktiv.

8.2.2 Přímé zjišťování cen

Základem je odvozování cen z podkladů výrobců a prodejců jednotlivých složek majetku. Jedná se tedy o ceníky, případně kalkulace cen sloužící k jejich přímému zjištění.

8.2.3 Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek

Zjišťování cen podle zvolených jednotek (tzn. Unit pricing) je jistou obměnou metody přímého zjišťování cen. Sice se vychází z podobných podkladů, ale zjištěné ceny se přepočítávají na zvolenou jednotku (např. na čtvereční metr budovy, krychlový metr obestavěného prostoru).

8.2.4 Metoda funkčního zjišťování cen

Tato metoda je používána v případě, kdy chceme zjistit náklady na určitý proces (např. produkci určitého množství oceli). Náklady na jednotku se přitom s rozsahem mění. Zde se obvykle používají kombinace předchozích metod. Podklady lze získat:

- ze studií inženýrských kanceláří
- z výstav předních výrobců investičních celků a jejich cenových nabídek
- specifikací zakázek pro konstrukci výrobních podniků

Touto metodou lze zohlednit změny technologie a úspory z množství, a proto se používá v odvětvích, jako je výroba elektrické energie, chemie, ocelářství.

8.3 Oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv

8.3.1 Aktiva

Pozemky

Oceňování pozemků se opírá o ceny opětovného pořízení k datu ocenění. Nejprve je třeba zjistit stav pozemků v držení podniku a jejich celkovou plochu. Pro vlastní ocenění přicházejí v úvahu tyto metody:

- Cenové mapy pozemků
- Indexová metoda
- Ocenění podle předpisů
- Metoda třídy polohy

Cenové mapy jsou grafickým znázorněním pozemků v určité oblasti, z nichž je možno zjistit ceny za 1m² převážně stavebních pozemků. Zpracovávají se na úrovni obcí a jsou k dispozici na obecních úřadech.

Indexová metoda vychází z průměrných cen stanovených pro určitou oblast, které se pak upravují srážkami a přírážkami, jenž odrážejí kvalitativní faktory (tj. polohu, tvar, vlastní kvalitu a míru stavební připravenosti pozemku). Jde o použití principu porovnávací metody, kdy vycházíme ze znalosti ceny konkrétního pozemku, a srovnáním s tím oceňovaným odvodíme cenu.

V některých případech lze pro výchozí orientaci použít i ocenění na základě aktuálního cenového předpisu.

Metoda třídy polohy je založena na existenci určitých vztahů mezi cenou stavebního pozemku k celkové ceně stavby, a k výnosu z nájmu. Podíl ceny pozemku na ceně nemovitosti se mění s charakterem a polohou nemovitosti.

V ocenění jednotlivých pozemků je třeba vyjádřit všechny druhy břemen, kterými je pozemek zatížen.

Stavby

Pro určení substanční hodnoty staveb, které firma potřebuje ke své činnosti, je rozhodující nákladové ocenění. Používá se též výraz věcná nebo časová cena.

Vycházíme z reprodukční hodnoty, kterou lze stanovit následující způsoby:

- a) podrobným rozpočtem podle jednotlivých položek stavebních materiálů – je nejpřesnější, ale i nepracnější metodou.
- b) metodou agregovaných položek, které představují sdružení několika rozpočtových položek do jedné, kdy jsou v rámci jedné agregace sloučeny položky stavebních prací tak, že tvoří ucelenou konstrukci.
- c) propočtem pomocí technicko-hospodářských ukazatelů- je méně přesnou, ale i méně pracnou metodou, která vychází z určité měrné jednotky; pro tuto jednotku se zjistí jednotková cena, která se vynásobí počtem měrných jednotek.

Jednou z neobtížnějších částí ocenění je správný odhad opotřebení, a s tím související zbývající životnosti.

Stroje a zařízení

Opět se zde jedná o snížení reprodukční ceny z důvodu opotřebení a případně dílčích vlivů. Reprodukční ceny lze zjišťovat z ceníků výrobců, případně na trhu použitých strojů a zařízení. Druhou možností je indexová metoda. Zvláštním problémem

je ocenění zařízení pořízených před delší dobou. Pro odhad opotřebení je podstatné určit předpokládanou dobu životnosti. U strojů a zařízení, které jsou už účetně plně odepsány, je účelné započítat určité trvalé hodnoty (řádově 15-30% reprodukční hodnoty).

Drobný investiční majetek

Zjišťujeme-li substanční hodnotu, je třeba postupovat tak, že se vypočítají aktualizované náklady pořízení tohoto majetku, odhadne se doba jeho životnosti a procento zůstatkové hodnoty.

Nehmotná aktiva

Jedná-li se o samostatně ocenitelná nehmotná aktiva (např. oprávnění k určité činnosti nebo k využívání některých zdrojů), použijeme skutečnou cenu, jež byla zaplacená.

Další nehmotná aktiva (tj. licence, patenty, značky, autorská práva) můžeme započítat do substanční hodnoty pouze tehdy, jsme-li schopni odhadnout nebo zjistit jejich reprodukční náklady k datu ocenění.

Hodnotu goodwillu lze určit jen pomocí výnosové metody, a to v rámci oceňování podniku jako celku. Jeho ocenění vyčíslíme jako kladný rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou.

Finanční investice

Základem pro jejich ocenění je aktuální cena na trhu; není-li k dispozici, je třeba hledat náhradní řešení (např. u dluhopisů tj. nominální hodnota, případně hodnota výnosová).

Zásoby

Oceňují se reprodukčními cenami. Suroviny a materiál se oceňují aktuálními cenami dodavatelů. Je-li používaná metoda FIFO, lze většinou použít i účetní data na úrovni pořizovacích cen.

Zásoby vlastní výroby, polotovary a hotové výrobky vlastní výroby je třeba ocenit úplnými vlastními náklady, pokud dodavatelé nenabízejí za srovnatelné produkty ceny výhodnější.

Při použití tržních cen se doporučuje vyloučit zisk, aby byla dodržena zásada oceňování podle reprodukčních cen.

Ocenění zásob upravíme o případné srážky s ohledem na zastarání, neprodejnost apod.

Pohledávky

Krátkodobé a dlouhodobé úročené pohledávky oceníme na úrovni nominální hodnoty; dlouhodobé pohledávky neúročené je třeba přepočítat na současnou hodnotu. Základem je bezriziková úroková míra použitá pro výnosovou metodu.

Peníze a cenné papíry

Hotovost, účty u bank a šeky se oceňují v nominální hodnotě; směnky podle období zbývajících do doby splatnosti, tj.s odpočtem příslušné části diskontu.

Pro ocenění jednotlivých složek aktiv je třeba vypočítat nové odpisy, které vycházejí z nového přecenění a odhadnuté zbytkové životnosti. Tyto odpisy jsou pak použity při ocenění podniku pomocí výnosových metod.

8.3.2 Pasiva

Rezervy

Rezervy na opravy je nutné upravit tak, aby byly v souladu se způsobem ocenění příslušných majetkových položek.

Závazky

Platí pro ně to samé jako pro pohledávky. Závazky z daní lze většinou odvodit z upravených účetních podkladů.

8.3.2 Výpočet substanční hodnoty

Substanční hodnotu lze vypočítat dvěma způsoby:

způsob 1: Pomocí substanční hodnoty provozně nutného majetku brutto

Tabulka 11. Výpočet substanční hodnoty (způsob 1)

Substanční hodnota provozně nutného majetku brutto
- Reálná hodnota závazků
+ Tržní (prodejní) hodnota majetku nepotřebného pro provoz
= Substanční hodnota netto

způsob 2: Pomocí vlastního jmění podle účetnictví

Tabulka 12. Výpočet substanční hodnoty (způsob 2)

Vlastní jmění podle účetnictví
+ Zvýšení (-snížení) účetní ceny aktiv
- Zvýšení (+ snížení) účetní ceny pasiv
= Substanční hodnota netto

Substanční hodnotu můžeme vypočítat i tzv. dynamickým pojetím. Vychází se z předpokladu, že podnik chce produkovat určitý výkon, k jehož dosažení potřebuje vybudovat potřebný provoz. Jeho zřízení vyžaduje výdaje v současné hodnotě, které značíme SH(A). Je pravděpodobné, že zisk podniku nebude přesně odpovídat jeho původním představám. Dodatečné výdaje na úpravy provozu značíme SH(B).

Reálná velikost substanční hodnoty oceňovaného podniku je:

$$S = SH(A) - SH(B)$$

Jde tedy o současnou hodnotu výdajových úspor při koupi podniku oproti vlastní výstavbě.

8.5 Použití substanční metody

Dříve byla substanční hodnota používána jako jeden z hlavních způsobů ocenění, postupně však byla vytlačena výnosovou metodou. Dnes se používá jako pomocná veličina, která doplňuje výnosové ocenění.¹²

¹² Mařík, M. Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku. Praha: Oeconomica, 2007b. ISBN 978-80-245-1242-6.

9 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ POKRAČUJÍCÍHO PODNIKU

9.1 Korekce předběžných výsledků ocenění

9.1.1 Oceňování hodnoty jednotlivých podílů podniku

Má-li znalec ocenit hodnotu jednotlivého obchodního podílu, propočte jednoduše hodnotu vlastního kapitálu (čistého obchodního jmění) připadajícího na daný podíl. Tento výsledek lze použít pouze tehdy, má-li majitel společnosti dostatečnou míru vlivu na její chod. Mezinárodní účetní standardy rozlišují:

- kontrolu nad podnikem
- podstatný vliv v podniku

Kontrolou nad podnikem se rozumí schopnost řídit finanční a provozní politiku podniku tak, aby bylo dosaženo užitku z jeho činnosti. Kontrolu lze zajistit držením více než jedné poloviny hlasovacích práv, nebo na základě podstatného podílu hlasovacích práv doplněného pravomocí řídit podle stanov nebo dohodou finanční a operační politiku podniku. Podíl, který tuto kontrolu umožňuje, má větší hodnotu než podíl minoritní.

Podstatným vlivem se rozumí část na rozhodnutích o finanční a provozní politice podniku. Je možné jej dosáhnout vlastnictvím akcií (20-50%), prostřednictvím stanov nebo dohod.

9.1.2 Vliv obchodovatelnosti vlastnických podílů na ocenění

Oceňujeme-li akcie společnosti, která není běžně obchodována, metodou srovnávací s akciemi jiných podniků, jenž jsou běžně obchodovány, je nutné počítat s určitou srážkou.

Tato srážka bude ovlivněna:

- aktuální prodejností u podniků srovnatelného typu
- dividendovou politikou
- velikostí obchodovatelného podílu

Na zcela obecné úrovni lze tuto srážku odhadnout asi na 30-50%. Použití srážek a přírážek uvedeného druhu závisí na způsobu výchozího ocenění, tj. na použité metodě a na jejím způsobu použití.

9.1.3 Provádění srážek a přírážek u jednotlivých oceňovacích metod

Metoda tržního porovnání

Použijeme-li k ocenění podniku metodu založenou na srovnatelných transakcích, pak nejsou srážky a přírážky třeba. Měřítkem jsou totiž ceny celých podniků odrážející momentální kontrolu i likvidnost. Nevýhodou je, že tento postup poskytuje pouze ohodnocení jedné obchodovatelné akcie na úrovni minoritního podílu.

Výnosové metody

Oceňujeme-li budoucí výnos s přihlédnutím k tržní ceně obchodovatelného alternativního výnosu zatíženého stejným rizikem, potom výnosová metoda poskytuje ocenění podniku jako celku, přičemž se uvažuje akorát srážka za nižší obchodovatelnost.

V konkrétním případě je nezbytné zvážit, co je výsledkem výnosového ocenění. Kritériem tu je použitý postup, zejména při volbě diskontní míry. Pokud například zvýšíme již při vlastním ocenění diskontní míru o přírážku za nižší likviditu, není již další srážka na místě.

Substanční hodnota

Toto ocenění je zpravidla oceněním podniku jako celku, ale bez přihlédnutí k likvidnosti obchodních podílů.

9.2 Odvození výsledné hodnoty podniku

Na závěr oceňování může nastat situace, kdy máme k dispozici několik metod pro ocenění, a každá z nich může poskytnout dost odlišné výsledky.

Sice nejjednodušším, ale nejméně doporučovaným způsobem je použití zprůměrování jednotlivých výsledků, neboť průměr není podložen žádnou vnitřní logikou.

V relativně jednodušší situaci se nachází oceňovatel, jehož úkolem je stanovit hraniční hodnoty. Hraniční hodnota se určuje výnosovými metodami. Oceňovatel si poté volí, zda použije metodu DCF nebo metodu kapitalizovaných čistých výnosů, přičemž je upřednostňována metoda DCF.

Pro kupujícího může být horní hranice určena i tržní hodnotou. Kupující přece nezaplatí za podnik více, než by za něho musel zaplatit na trhu; rovněž prodávající neprodá podnik levněji, než by za něho mohl dostat na trhu.

Nezávislý odhadce je při stanovení tržní hodnoty ve složitější situaci, protože musí odhadnout přístup možných zájemců na trhu. Tito zájemci mají představy jak o tom, co chtějí koupit, tak o měření budoucího užitku z koupě. Platí tedy zásada, že trh určuje i metody oceňování. Kupuje-li kupec substanci podniku, a má-li málo důvěry k „yčštění“ budoucích příjmů, pak nemá smysl nabízet ocenění metodou DCF.

Obecně platí, že při oceňování by mělo být použito více metod. Souhrnné ocenění je poté vyvozeno z ocenění dílčích na základě zkušeností a intuice znalce.¹³

¹³Mařík, M., Krabec, T. K objektivnosti tržní hodnoty. In Acta Oeconomica Pragensia: Současné problémy oceňování podniků, 1/2006. Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 0572-3043.

10 PRAKTICKÁ ČÁST

ZPRACOVÁNÍ ZNALECKÉHO POSUDKU

Znalecký posudek je vypracován jako součást diplomové práce, přičemž je proveden na zcela konkrétních podkladech a s reálnými čísly. Vzhledem k obtížnosti opatřování těchto vstupů, dále s přihlédnutím ke garancím, které jsem oceňovanému podniku dala, a také se souhlasem vedoucího diplomové práce je datace autentických podkladů (rozvahy, výkazu zisku a ztráty, výkazu peněžních toků) posunuta o 1 rok. Struktura znaleckého posudku je převzata z informačního zdroje.¹⁴

10.1 Všeobecné údaje

10.1.1 Objednatel znaleckého posudku

Obchodní název:	KLEPOCOL, s.r.o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Adresa:	Lačnov 322, 568 02 Svitavy
Registrační číslo IČO/DIČ:	48150347 / CZ 48150347
Jméno statutárního zástupce:	Jiří Kyncl
Telefon:	603 208 730
Rok založení:	1992
Počet zaměstnanců:	95 (tj. průměrný stav zaměstnanců k 30.9.2010)

z toho:	12 THP
	15 zámečníků
	10 klempířů a pokrývačů
	9 tesařů
	43 zedníků a pomocných stavebních dělníků
	6 pracovníků dopravy a mechanizace
Vklad celkem:	1 000 000 Kč
Základní jmění:	1 000 000 Kč

¹⁴ Bradáč, A., Kledus, M., Krejčíř, P. a kolektiv. Úvod do soudního znalectví. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2004. str.84-96. ISBN 80-7204-365-X.

10.1.2 Účel ocenění

Úkolem zpracovatele je stanovit tržní hodnotu společnosti KLEPOCOL, s.r.o. pro interní potřeby objednatele.

Ocenění bylo provedeno na základě listinných podkladů předložených znalci objednavatelem posudku.

10.1.3 Den ocenění

Stanovení hodnoty je provedeno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů k 30. 9. 2010, což je den ocenění.

10.1.4 Rozsah ocenění

Při ocenění je přihlédnuto k těmto faktorům, které by mohly významně ovlivnit hodnotu podniku:

- historii společnosti
- pověsti společnosti (goodwillu)
- finančnímu stavu společnosti
- obecným ekonomickým vyhlídkám a specifickým podmínkám podnikání
- účetním ekonomickým vyhlídkám
- předpokládanému objemu výnosů z činnosti společnosti

10.2 Nález

10.2.1 Podklady pro vypracování ocenění

10.2.1.1 Podklady dodané objednatelem

Firma KLEPOCOL,s.r.o. mi poskytla pro ocenění tyto podklady:

- výpis z obchodního rejstříku
- rozvahu společnosti za posledních 6 kalendářních let
- výkaz zisku a ztrát za posledních 6 kalendářních let
- výkaz peněžních toků (Cash Flow) za posledních 6 kalendářních let
- hlavní knihu společnosti

– přehled pohledávek k 30. 9. 2010

10.2.1.2 Podklady opatřené znalcem a použitá literatura

K ocenění stavební firmy KLEPOCOL, s.r.o. jsem využila této literatury:

- Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění–základní metody a postupy. 2. upravené a rozšíření vydání. Praha: Ekopress, 2007a. ISBN 978-80-86929-32-3.
- Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2.přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- Bradáč, A. a kol. Soudní inženýrství. Brno: Akademické nakladatelství CERM s.r.o., 1999. 725s. ISBN 80-7204-9.
- Kislingerová, E. Manažerské finance. Praha: C.H.Beck, 2007. 760s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- Mrkvička, J., Kolář, P. Finanční analýza. 2. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. 228s. ISBN 80-7357-219-2.
- Higgins, R.C. Analýza pro finanční management. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-404-5.
- Raffeegeau, J.,Dubois, F. Finanční oceňování podniku. Druhé, upravené vydání. Překlad Kozmová, J. Praha: HZ s.r.o., 1996. 121s. ISBN 80-86009-03-3.
- Tichy, E. Oceňování podniku. Praha: Linde, 1991. 166s.
- Mařík, M. Maříková, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. II.vydání. Praha: Ekopress, 2005. 164s. ISBN 80-86119-61-0.
- Mařík, M. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996. 111s. ISBN 80-90191-1-9.
- Mařík, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2007b. ISBN 978-80-245-1242-6.
- Mařík, M., Krabec, T. K objektivnosti tržní hodnoty. In Acta Oeconomica Pragensia: Současné problémy oceňování podniků, 1/2006. Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 0572-3043.
- Bradáč, A., Kledus, M., Krejčíř,P. a kolektiv. Úvod do soudního znaleství. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2004. 220s. ISBN 80-7204-365-X.

10.2.1.3 Ověření vstupních dat

Znalecký posudek je založen na údajích poskytnutých pověřenými osobami společnosti KLEPOCOL, s.r.o., přičemž veškeré podklady pro jeho zpracování jsou v kompetenci a odpovědnosti této firmy.

Údaje a kalkulace podstatné pro ocenění jsou založeny na podmínce, že činnost společnosti probíhá nezávisle. Případné odchylky od anticipovaného vývoje mohou nastat jak z důvodu určitých nejistot v budoucím českém ekonomickém vývoji, tak z dalších rizik vztahujících se na podmínky daného odvětví (tj. rizika finanční, ekonomické, technické a marketingové povahy). Z těchto důvodů si mohou uvedené kalkulace později vyžádat odpovídající korekce, které se týkají změn a jejich vlivu na hlavní předpoklady a závěry, jež jsou součástí posudku.

10.2.2 Základní informace o společnosti

10.2.2.1 Představení společnosti

Obchodní název:	KLEPOCOL, s.r.o.
Registrační číslo IČO/DIČ:	48150347 / CZ 48150347
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Lačnov 322, 568 02 Svitavy
Telefon:	603 208 730
Fax:	461 535 140
Základní jmění:	1 000 000 Kč
Jméno statutárního zástupce:	Jiří Kyncl
Rok založení:	1992

10.2.2.2 Předmět činnosti dle zápisu do obchodního rejstříku

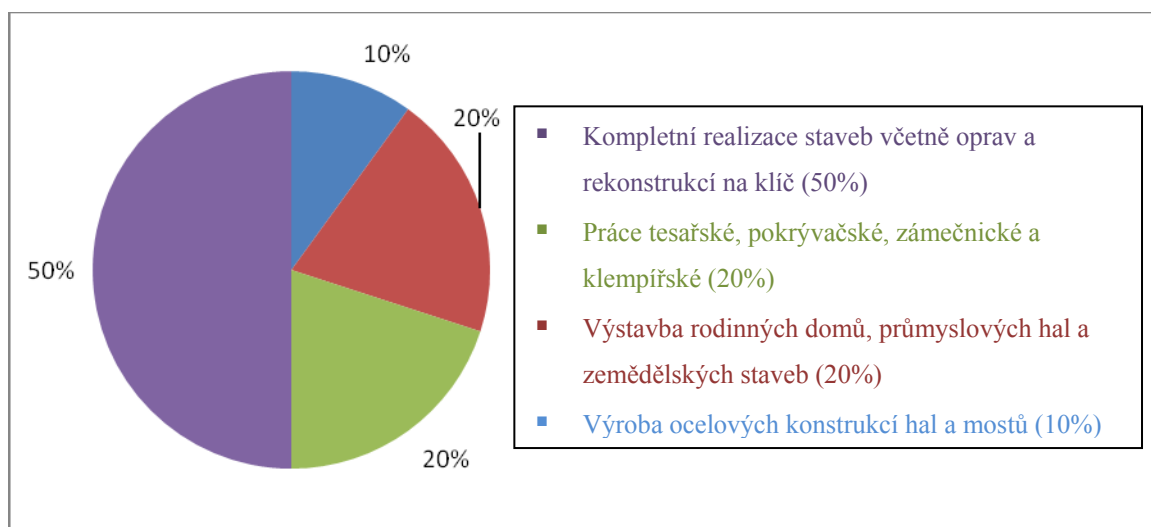
- Kompletní realizace staveb včetně oprav a rekonstrukcí na klíč
- Práce tesařské, pokrývačské, zámečnické a klempířské
- Výstavba rodinných domů, průmyslových hal a zemědělských staveb
- Výroba ocelových konstrukcí hal a mostů
- Opravy sociálního zařízení: dlažby, obklady, zateplení budov, kanalizace, jímky

10.2.2.3 Náplň činnosti firmy k datu ocenění

Firma se specializuje především na následující činnosti (v závorce je uvedeno jejich procentuální zastoupení z celkových tržeb):

- Kompletní realizace staveb včetně oprav a rekonstrukcí na klíč (50%)
- Práce tesařské, pokrývačské, zámečnické a klempířské (20%)
- Výstavba rodinných domů, průmyslových hal a zemědělských staveb (20%)
- Výroba ocelových konstrukcí hal a mostů (10%)

Obrázek 2. Činnost firmy



10.2.2.4 Historie společnosti

Společnost KLEPOCOL, s.r.o. byla založena v roce 1992 Jiřím Kynclem, který je zároveň také jejím jednatelem. Z výše uvedeného grafu jsou patrné základní činnosti podnikání, na které je firma ke dni ocenění zaměřena; ostatní činnosti jsou spíše jen doplňující.

10.2.2.5 Základní předpoklady ocenění

Základní východiska pro zvolenou metodu ocenění představují rozhodující právní, ekonomické a ostatní obecné předpoklady, jimiž jsou (převzato z informačního zdroje)¹ :

¹ Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2007a. ISBN 978-80-86929-32-3.

- zvažované období–za rozhodující z hlediska ocenění je považován stav společnosti ke dni ocenění, tj. k 30.9.2010
- právní forma–společnost KLEPOCOL je společnost s ručením omezeným
- inflace–znalecký posudek neuvažuje inflační vlivy ani možné změny v tržní poptávce, které se mohou projevit v podmínkách vysoké inflace; přičemž se inflace uvažuje v intervalu obvyklém (tj.2-3%)
- účetní zásady–ocenění bylo provedeno v souladu s Českou účetní praxí
- ekonomické podmínky- předpokládá se, že nedojde k podstatným změnám podmínek, v nichž oceňovaná firma podniká
- kurz české měny–předpokládá se, že se kurz české měny po zvažované období nezmění vůči rozhodujícím světovým měnám natolik, že by došlo ke změně podmínek, z nichž vycházejí předpoklady, a tím i k ovlivnění tržní hodnoty společnosti
- daňová politika–pro období roku 2010 platí zdanění příjmů 19%. V roce 2009 to bylo 20%, roku 2008 činila daň z příjmů právnických osob 21%, roku 2007 24%, roku 2006 24% a roku 2005 26%

10.2.2.6 Specifické předpoklady ocenění

Ocenění společnosti je založeno na specifických předpokladech neboli základních východiscích, jimiž jsou:

- Výchozí bilance–od pověřených osob společnosti jsem obdržela definici společnosti ve formě bilance k 30. 9. 2010.
- Hospodaření společnosti–hospodaření společnosti za rok 2010 zachycuje obdržený výkaz zisku a ztrát. Společnost vykázala kladný hospodářský výsledek ve výši 2 010 000 Kč.
- Ostatní předpoklady–ocenění vychází z účetních podkladů a zohledňuje pouze informace poskytnuté pověřenými osobami společnosti KLEPOCOL, s.r.o.

10.2.3 Majetek společnosti

10.2.3.1 Aktuální přehled majetku společnosti

Viz rozvaha k 30.9.2010 (údaje v tis. Kč); údaje týkající se použitého označení a výpočtů jednotlivých ukazatelů jsou převzaty z informačního zdroje.⁵

Tabulka 13. Majetková a provozní oblast

Majetková oblast	Ozn.	Výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celková aktiva	K	R 1	20 118,0	29 721,0	36 447,0	28 805,0	27 239,0	23 109,0
Stálá aktiva	SA	R 3	9 868,0	9 559,0	9 679,0	9 664,0	9 459,0	9 544,0
Oběžná aktiva	OA	R 31	10 136,0	20 120,0	25 483,0	18 489,0	17 356,0	13 558,0
Vlastní kapitál	VK	R 68	6 346,0	7 339,0	7 873,0	7 994,0	8 053,0	10 063,0
Cizí zdroje	CK	R 85	13 169,0	21 741,0	26 767,0	20 205,0	18 809,0	12 746,0
Krátkodobý cizí kapitál	KCK	R 102+R 116+R 117	9 702,0	19 074,0	23 720,0	18 486,0	18 348,0	12 624,0
Dlouhodobý cizí kapitál	DCK	R 91+R 115	3 467,0	2 667,0	3 047,0	1 719,0	460,0	122,0
Dlouhodobý kapitál	DK	R 91+R 115+R 68 DCK+VK	9 813,0	10 006,0	10 920,0	9 713,0	8 513,0	10 185,0

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

Pracovní kapitál	PK	R 31-(R 102+R 116+R 117) OA-KCK	434,0	1 046,0	1 763,0	3,0	-992,0	934,0
Provozní oblast	Ozn.	Výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celkové výnosy	V	V 4	63896	84056	116958	88947	80439	62544
Celkové tržby	T	V 5+V 1	62123	78981	117058	84271	79662	58903
Přidaná hodnota	PH	V 11	20930	24806	29141	26473	27031	21093
Provozní hospodářský výsledek (HV)	PHV	V 30	-265	1914	1396	699	347	2773
HV z finančních operací	HVFO	V 48	-807	-1001	-764	-703	-625	-770
HV z mimořádných operací	HVMO	V 58	84	130	305	160	338	7
HV před zdaněním	HZ	V 61	-988	1042	937	156	60	2010
Účetní hospodářský výsledek	ZD	V 60	-991	993	593	121	59	2010

10.2.4 Finanční charakteristika společnosti

10.2.4.1 Ukazatelé ke dni ocenění a výhledové ukazatelé

Označení a výpočty jednotlivých ukazatelů jsou převzaty z informačního zdroje.⁵

Tabulka 14. Ukazatele ke dni ocenění a výhledové ukazatele

VÝNOSY A NÁKLADY	OZNAČE NÍ	VÝPOČET	2005	2006	2007	2008	2009	2010
výnosy celkem	V	V 4+V 19+V 26+V 28+V 31+V 42+V 53	64483	84273	117382	89324	81106	62622
náklady celkem	N	V 8+V 12+ V 17+V 18+ V 22+V 23+ V 24+V 27+ V 32+V 43+ V 45	65754	83280	116591	89177	81121	60636
Přidaná hodnota	PH	V 11	20930	24806	29141	26473	27031	21093
Provozní hospodářský výsledek	PHV	V 30	-265	1914	1396	699	347	2773
Hospodářský výsledek z finančních operací	HVFO	V 48	-807	-1001	-764	-703	-625	-770
Zisk před zdaněním	HZ	V 61	-988	1042	937	156	60	2010
Zisk po zdanění	ZD	V 60	-991	993	593	121	59	2010
Tržby z vlastních výkonů a	T	V 5	62123	78981	117058	84271	79662	58903

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

služeb								
Spotřeba materiálu a energie	SME	V 9	28067	31717	34781	30482	29843	18138
Služby	S	V 10	14900	27533	53037	31992	23566	23313
Osobní náklady	ON	V 12	21040	22125	26025	25063	25764	17638
Odpisy	OD	V 18	684	644	653	620	694	531
Ostatní provozní náklady	OST	V 27	9	10	760	27	22	48
Finanční výnosy	VF	V 42+V 44	4	6	7	11	192	3
Finanční náklady	NF	V 43+V 45	812	1008	771	714	817	773

Údaje jsou čerpány z výkazů zisku a ztrát zpracovaných v jednotlivých letech, tj. v roce 2005, 2006, 2007, 2008, 2009 a 2010.

10.2.5 Popis podnikatelské činnosti

Většina zakázek firmy se týká Svitav a jejich blízkého okolí. Společnost získává zakázky třemi základními způsoby, tedy:

- na základě výběrových řízení
- od stálých odběratelů
- náhodným či jednorázovým způsobem

Hlavní dodavatelé

Firma má zavedený a stabilní okruh dodavatelů, přičemž většina dodavatelů nemá výsadní postavení. Obchodní kontakty firmy s dodavateli jsou na dobré úrovni.

10.3 Ocenění (Posudek)

10.3.1 Metody oceňování

10.3.1.1 Názvosloví pro případovou studii pro vypracování znaleckého posudku

o Je nezbytné definovat základní pojmy při zjišťování hodnoty, kterými jsou (viz informační zdroj)³ :

- Cena = pojem používaný pro požadovanou, nabízenou nebo skutečně zaplacenou částku za zboží nebo službu. Cena může, ale nemusí mít vztah k hodnotě zboží či služby, kterou by jí připisovali jiní.
- Cena pořizovací = cena, za kterou by bylo možno pořídit investiční majetek v době jeho pořízení bez odpočtu opotřebení. V zákoně o účetnictví (č. 563/1991 Sb.) je definována jako cena, za kterou byl majetek pořízen a náklady s jeho pořízením související.
- Cena reprodukční = cena, za kterou by bylo možno stejnou nebo srovnatelnou věc pořídit v době ocenění, bez odpočtu opotřebení.
- Cena administrativní (zjištěná) = cena zjištěná podle cenového předpisu.
- Cena výchozí = cena nové věci bez jejího opotřebení.
- Cena jednotková = cena za jednotku (m, ks, t, ha, m², m³).
- Cena tržní = cena, která vznikne na základě nabídky a poptávky mezi kupujícími a prodávajícími na trhu.
- Cena časová = cena, která se vypočítá tak, že se od výchozí pořizovací ceny majetku odečte částka odpovídající skutečnému technickému opotřebení, k němuž došlo v době od pořízení majetku do dne ustanovení ceny.
- Hodnota = ekonomický pojem týkající se peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit, a těmi, kdo je kupují a prodávají. Není skutečně zaplacenou, požadovanou nebo nabízenou cenou, nýbrž odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase podle konkrétní definice hodnoty. Jelikož existuje

³ Bradáč, A. a kol. Soudní inženýrství. Brno: Akademické nakladatelství CERM s.r.o., 1999. 725s. ISBN 80-7204-9.

celá řada hodnot (např. věcná, výnosová, tržní atd.), je proto při oceňování nutné přesně definovat, jaká hodnota je zjišťována.

- Věcná hodnota = reprodukční cena věci snižená o přiměřené opotřebení, jež odpovídá měrně opotřebované věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání; ve výsledku pak snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci.
- Výnosová hodnota = jistina, kterou je nutno při stanovené úrokové sazbě uložit, aby úroky z ní byly stejné jako čistý výnos z podniku (v době inflace bývá stanovení úrokové míry poměrně problematické).
- Tržní hodnota = odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi kupujícím a prodávajícím, jakožto samotnými a nezávislými partnery, po náležitém marketingu, v němž obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.
- Hodnota firmy = firma je zbožím, protože je určena ke směně na trhu; zboží má dvě základní vlastnosti-užitnou hodnotu a hodnotu. Užitná hodnota je spojena se schopností poskytovat určitý užitek plynoucí z kombinace prvků technických, ekonomických a sociálních. Hodnota je v penězích vyjádřitelná suma peněz vynaložená v souvislosti se směnou aktiva. U podniku však trh nenalézá dostatek subjektů ke střetávání nabídky s poptávkou, supluje tedy práci trhu odhadce, který na základě aplikace metod pro oceňování určuje hodnotu, čímž vytváří podklad pro cenové jednání. Cena a hodnota se shodují jen výjimečně.

10.3.1.2 Metodiky oceňování

Pro předměty ocenění podobného charakteru jako je námi oceňovaný podnik se obvykle používají následující skupiny metodických přístupů (převzato z informačního zdroje):²

- nákladový přístup
- metoda střední hodnoty

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

- kombinovaný přístup

V této práci jsou využity následující metody:

- metoda majetková (substanční)-věcný kapitál
- metoda výnosová, a to metoda DCF entity

10.3.2 Analýza ocenění

10.3.2.1 Analýza horizontální a vertikální

První krokem každé analýzy je zpracování vertikálního a horizontálního rozboru absolutních údajů (viz příloha).⁶

U analýzy horizontální se v čase porovnávají jednotlivé položky, přičemž zjišťujeme, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka. Tato analýza rovněž informuje o základních pohybech v jednotlivých položkách účetních výkazů a o intenzitě tohoto pohybu.

Analýza vertikální zase zjišťuje, jak se na určité globální veličině podílely veličiny dílčí.

10.3.2.2 Zhodnocení finančního zdraví podniku

Prostřednictvím Altmannova indexu finančního zdraví podniku jsem zjistila, zda je firma zdravá, a jestli lze (či nelze) počítat s její dlouhodobou existencí (údaje pro výpočet jsou převzaty z informačního zdroje).⁵

Altmannův index finančního zdraví:

$$A = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

Kde:

$$X_1 = \text{Pracovní kapitál} / \text{Celková aktiva} = \text{OA} - \text{KCK} / \text{K}$$

$$X_2 = \text{Nerozdělený zisk} / \text{Celková aktiva} = \text{R82} / \text{K}$$

⁶ Mrkvička, J., Kolář, P. Finanční analýza. II. přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. str. 120-190. ISBN 80-7357-219-2.

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

$X_3 = \text{Zisk před daněmi a úroky} / \text{Celková aktiva} = V61 + V43/K$

$X_4 = \text{Vlastní kapitál} / \text{Cizí kapitál} = VK/CK$

$X_5 = \text{Tržby} / \text{Celková aktiva} = T/K$

Je-li:

$A > 2,7$ svědčí to o finančním zdraví firmy, minimální
pravděpodobnosti bankrotu

$A < 1,2$ pravděpodobnost bankrotu je vysoká

Tabulka 15. Hodnocení finančního zdraví podniku - Altmannův index

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
X_1	hodnota	0,022	0,035	0,048	$1,041 \times 10^{-4}$	-0,036	0,04
	po přepočtu	0,016	0,025	0,034	$7,464 \times 10^{-5}$	-0,026	0,029
X_2	hodnota	0,304	0,172	0,166	0,231	0,248	0,295
	po přepočtu	0,257	0,146	0,141	0,196	0,21	0,25
X_3	hodnota	-0,058	0,028	0,022	$2,014 \times 10^{-3}$	$3,047 \times 10^{-3}$	0,081
	po přepočtu	-0,18	0,087	0,068	$6,257 \times 10^{-3}$	$9,467 \times 10^{-3}$	0,252
X_4	hodnota	0,482	0,338	0,294	0,396	0,428	0,79
	po přepočtu	0,202	0,142	0,123	0,166	0,18	0,332
X_5	hodnota	3,088	2,657	3,212	2,926	2,925	2,549
	po přepočtu	3,082	2,652	3,206	2,92	2,919	2,544
Altmannův index		3,377	3,052	3,572	3,288	3,292	3,407

Rok 2005:

$$X_1 = \frac{10136 - 9702}{20118} = \frac{434}{20118} \approx 0,022$$

Po přepočtu: $0,717 \times 0,022 \approx 0,016$

$$X_2 = 6109 / 20188 \approx 0,304$$

Po přepočtu: $0,847 \times 0,304 \approx 0,257$

$$X_3 = -988 + (-181) / 20118 = -1169 / 20118 \doteq -0,058$$

$$\text{Po přepočtu: } 3,107 \times (-0,058) \doteq -0,180$$

$$X_4 = 6346 / 13169 = 0,482$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,420 \times 0,482 \doteq 0,202$$

$$X_5 = 62123 / 20188 \doteq 3,088$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,988 \times 3,088 \doteq 3,082$$

$$A = 0,016 + 0,257 + (-0,180) + 0,202 + 3,082$$

$$A = 3,377$$

Rok 2006:

$$X_1 = 20120 - 19074 / 29721 = \frac{1046}{29721} \doteq 0,035$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,717 \times 0,035 \doteq 0,025$$

$$X_2 = 5228 / 29721 \doteq 0,172$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,847 \times 0,172 \doteq 0,146$$

$$X_3 = 1024 + (-199) / 29721 = 843 / 29721 \doteq 0,028$$

$$\text{Po přepočtu: } 3,107 \times 0,028 \doteq 0,087$$

$$X_4 = 7339 / 21741 \doteq 0,338$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,420 \times 0,338 \doteq 0,142$$

$$X_5 = 78981 / 29721 \doteq 2,657$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,988 \times 2,657 \doteq 2,652$$

$$A = 0,025 + 0,146 + 0,087 + 0,142 + 2,652$$

$$A = 3,052$$

Rok 2007:

$$X_1 = 25483 - 23720 / 36447 = 1763 / 36447 \doteq 0,048$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,717 \times 0,048 \doteq 0,034$$

$$X_2 = 6051 / 36447 \doteq 0,166$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,847 \times 0,166 = 0,141$$

$$X_3 = 937 + (-135) / 36447 = 802 / 36447 \doteq 0,022$$

$$\text{Po přepočtu: } 3,107 \times 0,022 \doteq 0,068$$

$$X_4 = 7873 / 26767 \doteq 0,294$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,420 \times 0,294 \doteq 0,123$$

$$X_5 = 117058 / 36447 \doteq 3,212$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,988 \times 3,212 = 3,200$$

$$A = 0,034 + 0,141 + 0,068 + 0,123 + 3,206 = 3,572$$

Rok 2008:

$$X_1 = 18489 - 18486 / 28805 = 3 / 28805 \doteq 1,041 \times 10^{-4}$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,717 \times 1,041 \times 10^{-4} \doteq 7,464 \times 10^{-5}$$

$$X_2 = 6644 / 28805 \doteq 0,231$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,847 \times 0,231 \doteq 0,196$$

$$X_3 = 156 + (-98) / 28805 = 58 / 28805 = 2,014 \times 10^{-3}$$

$$\text{Po přepočtu: } 3,107 \times 10^{-3} \doteq 6,257 \times 10^{-3}$$

$$X_4 = 7994 / 20205 \doteq 0,396$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,420 \times 0,396 \doteq 0,166$$

$$X_5 = 84271 / 28805 \doteq 2,926$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,988 \times 2,926 \doteq 2,920$$

$$A = (7,464 \times 10^{-5}) + 0,196 + (6,257 \times 10^{-3}) + 0,166 + 2,920$$

$$A = 3,288$$

Rok 2009:

$$X_1 = 17356 - (15348 + 3000) / 27239 = -992 / 27239 \doteq -0,036$$

$$\text{Po přepočtu: } 0,717 \times (-0,036) \doteq -0,026$$

$$X_2 = 6766 / 27239 \doteq 0,248$$

Po přepočtu: $0,847 \times 0,248 \doteq 0,210$

$$X_3 = 60 + (-143) / 27239 = -83 / 27239 \doteq 3,047 \times 10^{-3}$$

Po přepočtu: $3,107 \times 3,047 \times 10^{-3} \doteq 9,467 \times 10^{-3}$

$$X_4 = 8053 / 18809 \doteq 0,428$$

Po přepočtu: $0,420 \times 0,428 \doteq 0,180$

$$X_5 = 79662 / 27239 \doteq 2,925$$

Po přepočtu: $0,988 \times 2,925 \doteq 2,919$

$$A = -0,026 + 0,210 + (9,467 \times 10^{-3}) + 0,180 + 2,919$$

$$A = 3,292$$

Rok 2010:

$$X_1 = 13558 - (9124 + 3500) / 23109 = 924 / 23109 \doteq 0,040$$

Po přepočtu: $0,717 \times 0,040 \doteq 0,029$

$$X_2 = 6825 / 23109 \doteq 0,295$$

Po přepočtu: $0,847 \times 0,295 \doteq 0,250$

$$X_3 = 2010 + (-132) / 23109 = 1878 / 23109 \doteq 0,081$$

Po přepočtu: $3,107 \times 0,081 \doteq 0,252$

$$X_4 = 10063 / 12746 \doteq 0,790$$

Po přepočtu: $0,420 \times 0,790 \doteq 0,332$

$$X_5 = 58903 / 23109 \doteq 2,549$$

Po přepočtu: $0,988 \times 2,549 \doteq 2,544$

$$A = 0,029 + 0,250 + 0,252 + 0,332 + 2,544$$

$$A = 3,407$$

10.3.2.3 Výpočet základních ukazatelů finanční analýzy

Označení a výpočet jednotlivých ukazatelů jsou převzaty z informačního zdroje.⁵

Tabulka 16. Poměrové ukazatele

UKAZATEL	OZNAČENÍ	VÝPOČET	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. UKAZATELE ZADLUŽENOSTI								
Stupeň finanční nezávislosti	SFN	100 x VK/ K	31,54%	24,69%	21,60%	27,75%	29,56%	43,55%
Stupeň zadluženosti	SZ	100 x CK/K	65,46%	73,15%	73,44%	70,14%	69,05%	55,16%
2. UKAZATELE KRYTÍ STÁLÝCH AKTIV								
I.stupeň krytí stálých aktiv	I.SKSA	100 x VK/SA	64,31%	76,78%	81,34%	82,72%	82,99%	105,44%
II.stupeň krytí stálých aktiv	II.SKSA	100 x DK/SA	99,44%	104,68%	112,82%	100,51%	87,73%	106,72%
3.UKAZATELE LIKVIDITY								
Okamžitá likvidita	L1	100 x FM/KCK	26,05%	29,05%	33,79%	54,41%	20,86%	16,49%
Běžná likvidita	L2	100 x FM + POHLK/ KCK	93,15%	83,20%	104,70%	81,95%	81,52%	79,82%
Finanční stabilita	L3	100 x OA/KCK	104,47%	105,48%	107,43%	100,02%	94,59%	107,40%
4. UKAZATELE OBRATU								
Obrat zásob	OZÁS	T/ZÁS	56,53	18,58	180,37	25,24	30,14	15,81
Obrat celkových pohledávek	OPOHL	T/POHL	9,54	7,65	6,96	16,55	7,16	7,37
Obrat vlastního kapitálu	OVK	T/VK	9,79	10,76	14,87	10,54	9,89	5,85

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

Obrat celkového kapitálu	OK	T/K	3,09	2,66	3,21	2,93	2,92	2,55
--------------------------	----	-----	------	------	------	------	------	------

5.UKAZATELE RENTABILITY

Rentabilita tržeb	RT	100 x ZD/T	-1,60%	1,26%	0,51%	0,14%	0,07%	3,41%
Rentabilita vlastního kapitálu	RVK	100 x ZD/VK	-15,62%	13,53%	7,53%	1,51%	0,73%	19,97%
Rentabilita celkového kapitálu	RK2	100 x ZD/K	-4,93%	3,34%	1,63%	0,42%	0,22%	8,70%

6. UKAZATELE NÁKLADOVOSTI

Podíl spotřeby materiálu a energie	PME	100 x SME/N	42,68%	38,08%	29,83%	34,18%	36,79%	29,91%
Podíl služeb	PS	100 x S/N	22,66%	33,06%	45,49%	35,87%	29,05%	38,45%
Podíl osobních nákladů	PON	100 x ON/N	32,00%	26,57%	22,32%	28,10%	31,76%	29,09%
Podíl odpisů	POD	100 x OD/N	1,04%	0,77%	0,56%	0,70%	0,86%	0,88%
Podíl ostatních nákladů	POST	100 x OST/N	0,97%	0,98%	1,20%	0,72%	0,86%	1,14%

UKAZATELE ZADLUŽENOSTI

1. Stupeň finanční nezávislosti

$$\text{Rok 2005: SFN} = 100 \times \frac{\text{VK}}{\text{K}} = 100 \times 6346 / 20118 \doteq 31,54 \%$$

Rok 2006:

$$\text{SFN} = 100 \times \frac{7339}{29721} \doteq 24,69\%$$

Rok 2007: SFN =

$$100 \times \frac{7873}{36447} \doteq 21,60\%$$

Rok 2008: SFN = $100 \times \frac{7994}{28805} \doteq 27,75\%$

Rok 2009: SFN = $100 \times \frac{8053}{27239} \doteq 29,56\%$

Rok 2010: SFN = $100 \times \frac{10063}{23109} \doteq 43,55\%$

2. Stupeň zadluženosti

Rok 2005: SZ = $100 \times \frac{CK}{K} = 100 \times \frac{13169}{20118} \doteq 65,46\%$

Rok 2006: SZ = $100 \times \frac{21741}{29721} \doteq 73,15\%$

Rok 2007: SZ = $100 \times \frac{26767}{36447} \doteq 73,44\%$

Rok 2008: SZ = $100 \times \frac{20205}{28803} \doteq 70,14\%$

Rok 2009: SZ = $100 \times \frac{18809}{27239} \doteq 69,05\%$

Rok 2010: SZ = $100 \times \frac{12746}{23109} \doteq 55,16\%$

UKAZATELÉ KRYTÍ STÁLÝCH AKTIV

1. I.stupeň krytí stálých aktiv

Rok 2005: I.SKSA = $100 \times \frac{VK}{SA} = 100 \times \frac{6346}{9868} \doteq 64,31\%$

Rok 2006: I.SKSA = $100 \times \frac{7339}{9559} \doteq 76,78\%$

$$\text{Rok 2007: I.SKSA} = 100 \times \frac{7873}{9679} \approx 81,34\%$$

$$\text{Rok 2008: I.SKSA} = 100 \times \frac{7994}{9664} \approx 82,72\%$$

$$\text{Rok 2009: I.SKSA} = 100 \times \frac{8053}{9704} \approx 82,99\%$$

$$\text{Rok 2010: I.SKSA} = 100 \times \frac{10063}{9544} \approx 105,44\%$$

2. II. stupeň krytí stálých aktiv

$$\text{Rok 2005: II.SKSA} = 100 \times \frac{DK}{SA} = 100 \times \frac{9813}{9868} \approx 99,44\%$$

$$\text{Rok 2006: II.SKSA} = 100 \times \frac{10006}{9559} \approx 104,68\%$$

$$\text{Rok 2007: II.SKSA} = 100 \times \frac{10920}{9679} \approx 112,82\%$$

$$\text{Rok 2008: II.SKSA} = 100 \times \frac{9713}{9664} \approx 100,51\%$$

$$\text{Rok 2009: II.SKSA} = 100 \times \frac{8513}{9704} \approx 87,73\%$$

$$\text{Rok 2010: II.SKSA} = 100 \times \frac{10185}{9544} \approx 106,72\%$$

LIKVIDITA

1. Okamžitá likvidita

$$\text{rok 2005: } L_1 = 100 \times \frac{FM}{KCK} = 100 \times \frac{2527}{9702} \approx 26,05\%$$

$$\text{rok 2006: } L_1 = 100 \times \frac{5541}{19074} \approx 29,5\%$$

$$\text{rok 2007: } L_1 = 100 \times \frac{8014}{23720} \approx 33,79\%$$

$$\text{rok 2008: } L_1 = 100 \times \frac{10059}{18486} \approx 54,41\%$$

$$\text{rok 2009: } L_1 = 100 \times \frac{245 + 3582}{15348 + 3000} = 100 \times \frac{3827}{18348} \cong 20,86\%$$

$$\text{rok 2010: } L_1 = 100 \times \frac{245 + 1837}{9124 + 3500} = 100 \times \frac{2082}{12624} \cong 16,49\%$$

2. Běžná likvidita

$$\text{rok 2005: } L_2 = 100 \times \frac{FM + POHLK}{KCK} = 100 \times \frac{2527 + 6510}{9702} = 100 \times \frac{9037}{9702} \cong 93,15\%$$

$$\text{rok 2006: } L_2 = 100 \times \frac{5541 + 10328}{19074} = 100 \times \frac{15869}{19074} \cong 83,20\%$$

$$\text{rok 2007: } L_2 = 100 \times \frac{8014 + 16820}{23720} = 100 \times \frac{24834}{23720} \cong 104,70\%$$

$$\text{rok 2008: } L_2 = 100 \times \frac{10059 + 5091}{18486} = 100 \times \frac{15150}{18486} \cong 81,95\%$$

$$\text{rok 2009: } L_2 = 100 \times \frac{245 + 3582 + 11131}{15348 + 3000} = 100 \times \frac{14958}{18348} \cong 81,52\%$$

$$\text{rok 2010: } L_2 = 100 \times \frac{245 + 1837 + 7995}{9124 + 3500} = 100 \times \frac{10077}{12624} \cong 79,82\%$$

3. Finanční stabilita

$$\text{rok 2005: } L_3 = 100 \times \frac{OA}{KCK} = 100 \times \frac{10136}{9702} \cong 104,47\%$$

$$\text{rok 2006: } L_3 = 100 \times \frac{20120}{19074} \cong 105,48\%$$

$$\text{rok 2007: } L_3 = 100 \times \frac{25483}{23720} \cong 103,43\%$$

$$\text{rok 2008: } L_3 = 100 \times \frac{18489}{18486} \cong 100,02\%$$

$$\text{rok 2009: } L_3 = 100 \times \frac{17356}{15348 + 3000} = 100 \times \frac{17356}{18348} \cong 94,59\%$$

$$\text{rok 2010: } L_3 = 100 \times \frac{13558}{9124 + 3500} = 100 \times \frac{13558}{12624} \cong 107,40\%$$

UKAZATELÉ OBRATU

1. Obrat zásob

$$\text{rok 2005: OZÁS} = \frac{T}{ZÁS} = \frac{62123}{1099} \cong 56,53$$

$$\text{rok 2006: OZÁS} = \frac{78981}{4251} \cong 18,58$$

$$\text{rok 2007: OZÁS} = \frac{117058}{649} \cong 180,37$$

$$\text{rok 2008: OZÁS} = \frac{84271}{3339} \cong 25,24$$

$$\text{rok 2009: OZÁS} = \frac{79662}{2643} \cong 30,14$$

$$\text{rok 2010: OZÁS} = \frac{58903}{3726} \cong 15,81$$

2. Obrat celkových pohledávek

$$\text{rok 2005: OPOHL} = \frac{T}{POHL} = \frac{62123}{6510} \cong 9,54$$

$$\text{rok 2006: OPOHL} = \frac{78981}{10328} \cong 7,65$$

$$\text{rok 2007: OPOHL} = \frac{117058}{16820} \cong 6,96$$

$$\text{rok 2008: OPOHL} = \frac{84271}{5091} \cong 16,55$$

$$\text{rok 2009: OPOHL} = \frac{79662}{11131} \cong 7,16$$

$$\text{rok 2010: OPOHL} = \frac{58903}{7995} \cong 7,37$$

3. Obrat vlastního kapitálu

$$\text{rok 2005: OVK} = \frac{T}{VK} = \frac{62123}{6346} \cong 9,79$$

$$\text{rok 2006: OVK} = \frac{78981}{7339} \cong 10,76$$

$$\text{rok 2007: OVK} = \frac{117058}{7873} \cong 14,87$$

$$\text{rok 2008: OVK} = \frac{84271}{7994} \cong 10,54$$

$$\text{rok 2009: OVK} = \frac{79662}{8053} \cong 9,89$$

$$\text{rok 2010: OVK} = \frac{58903}{10063} \cong 5,85$$

4. Obrat celkového kapitálu

$$\text{rok 2005: OK} = \frac{T}{K} = \frac{62123}{20118} \cong 3,09$$

$$\text{rok 2006: OK} = \frac{78981}{29721} \cong 2,66$$

$$\text{rok 2007: OK} = \frac{117058}{36447} \cong 3,21$$

$$\text{rok 2008: OK} = \frac{84271}{28805} \cong 2,93$$

$$\text{rok 2009: OK} = \frac{79662}{27239} \cong 2,92$$

$$\text{rok 2010: OK} = \frac{58903}{23109} \cong 2,55$$

UKAZATELÉ RENTABILITY

1. Rentabilita tržeb

$$\text{rok 2005: RT} = 100 \times \frac{ZD}{T} = 100 \times \frac{-991}{62123} \cong -1,60$$

$$\text{rok 2006: RT} = 100 \times \frac{993}{78981} \cong 1,26$$

$$\text{rok 2007: RT} = 100 \times \frac{593}{117058} \cong 0,51$$

$$\text{rok 2008: RT} = 100 \times \frac{121}{84271} \cong 0,14$$

$$\text{rok 2009: RT} = 100 \times \frac{59}{79662} \cong 0,07$$

$$\text{rok 2010: RT} = 100 \times \frac{2010}{58903} \cong 3,41$$

2. Rentabilita vlastního kapitálu

$$\text{rok 2005: RVK} = 100 \times \frac{ZD}{VK} = 100 \times \frac{-991}{6346} \cong -15,62$$

$$\text{rok 2006: RVK} = 100 \times \frac{993}{7339} \cong 13,53$$

$$\text{rok 2007: RVK} = 100 \times \frac{593}{7873} \cong 7,53$$

$$\text{rok 2008: RVK} = 100 \times \frac{121}{7994} \cong 1,51$$

$$\text{rok 2009: RVK} = 100 \times \frac{59}{8053} \cong 0,73$$

$$\text{rok 2010: RVK} = 100 \times \frac{2010}{10063} \cong 19,97$$

3. Rentabilita celkového kapitálu

$$\text{rok 2005: RK2} = 100 \times \frac{ZD}{K} = 100 \times \frac{-991}{20118} \cong -4,93$$

$$\text{rok 2006: RK2} = 100 \times \frac{993}{29721} \cong 3,34$$

$$\text{rok 2007: RK2} = 100 \times \frac{593}{36447} \cong 1,63$$

$$\text{rok 2008: RK2} = 100 \times \frac{121}{28805} \cong 0,42$$

$$\text{rok 2009: RK2} = 100 \times \frac{59}{27239} \cong 0,22$$

$$\text{rok 2010: RK2} = 100 \times \frac{2010}{23109} \cong 8,70$$

UKAZATELÉ NÁKLADOVOSTI

1. Podíl spotřeby materiálu a energie

$$\text{rok 2005: PME} = 100 \times \frac{SME}{N} = 100 \times \frac{28067}{65754} \cong 42,68$$

$$\text{rok 2006: PME} = 100 \times \frac{31717}{83280} \cong 38,08$$

$$\text{rok 2007: PME} = 100 \times \frac{34781}{116591} \cong 29,83$$

$$\text{rok 2008: PME} = 100 \times \frac{30482}{89177} \cong 34,18$$

$$\text{rok 2009: PME} = 100 \times \frac{29843}{81121} \cong 36,79$$

$$\text{rok 2010: PME} = 100 \times \frac{18138}{60636} \cong 29,91$$

2. Podíl služeb

$$\text{rok 2005: PS} = 100 \times \frac{S}{N} = 100 \times \frac{14900}{65754} \cong 22,66$$

$$\text{rok 2006: PS} = 100 \times \frac{27533}{83280} \cong 33,06$$

$$\text{rok 2007: PS} = 100 \times \frac{53037}{116591} \cong 45,49$$

$$\text{rok 2008: PS} = 100 \times \frac{31992}{89177} \cong 35,87$$

$$\text{rok 2009: PS} = 100 \times \frac{23566}{81121} \cong 29,05$$

$$\text{rok 2010: PS} = 100 \times \frac{23313}{60636} \cong 38,45$$

3. Podíl osobních nákladů

$$\text{rok 2005: PON} = 100 \times \frac{ON}{N} = 100 \times \frac{21040}{65754} \cong 32,00$$

$$\text{rok 2006: PON} = 100 \times \frac{22125}{83280} \cong 26,57$$

$$\text{rok 2007: PON} = 100 \times \frac{26025}{116591} \cong 22,32$$

$$\text{rok 2008: PON} = 100 \times \frac{25063}{89177} \cong 28,10$$

$$\text{rok 2009: PON} = 100 \times \frac{25764}{81121} \cong 31,76$$

$$\text{rok 2010: PON} = 100 \times \frac{17638}{60636} \cong 29,09$$

4. Podíl odpisů

$$\text{rok 2005: POD} = 100 \times \frac{OD}{N} = 100 \times \frac{684}{65754} \cong 1,04$$

$$\text{rok 2006: POD} = 100 \times \frac{644}{83280} \cong 0,77$$

$$\text{rok 2007: POD} = 100 \times \frac{653}{116591} \cong 0,56$$

$$\text{rok 2008: POD} = 100 \times \frac{620}{89177} \cong 0,70$$

$$\text{rok 2009: POD} = 100 \times \frac{694}{81121} \cong 0,86$$

$$\text{rok 2010: POD} = 100 \times \frac{531}{60636} \cong 0,88$$

5. Podíl ostatních nákladů

$$\text{rok 2005: POST} = 100 \times \frac{OST}{N} = 100 \times \frac{9 + 631}{65754} = 100 \times \frac{640}{65754} \cong 0,97$$

$$\text{rok 2006: POST} = 100 \times \frac{10 + 809}{83280} = 100 \times \frac{819}{83280} \cong 0,98$$

$$\text{rok 2007: POST} = 100 \times \frac{760 + 636}{116591} = 100 \times \frac{1396}{116591} \cong 1,20$$

$$\text{rok 2008: POST} = 100 \times \frac{27 + 616}{89177} = 100 \times \frac{643}{89177} \cong 0,72$$

$$\text{rok 2009: POST} = 100 \times \frac{22 + 674}{81121} = 100 \times \frac{696}{81121} \cong 0,86$$

$$\text{rok 2010: POST} = 100 \times \frac{48 + 641}{60636} = 100 \times \frac{689}{60636} \cong 1,14$$

10.3.2.4 Závěr analýzy

Na základě finanční situace podniku lze konstatovat, že došlo k následujícím změnám oproti předchozímu roku (provedeno dle informačního zdroje)⁵:

- Vzrostl pracovní kapitál (rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků) z -992 tisíc Kč na 934 tisíc Kč
- Vzrostla rentabilita vlastního kapitálu z 0,73% na 19,97%
- Poklesl obrat zásob z 30,14 na 15,81
- Vzrostl obrat celkových pohledávek ze 7,16 na 7,37
- Vzrostl ukazatel finanční stability z 94,59% na 107,40%

10.3.3 Majetkové ocenění stanovením věcné hodnoty

Substance brutto–tržně upravená aktiva

Při zjišťování hodnoty substance vycházíme jak z reprodukční pořizovací hodnoty, tak i z účetních hodnot, které jsou dále upraveny. Podkladem pro přecenění aktiv je zpracovaná rozvaha a předložený seznam DHM s pořizovacími a zůstatkovými cenami.

V tomto majetkovém přístupu k ocenění je tedy určitým způsobem oceněna každá majetková složka; souhrn jejich užitných hodnot tvoří substanční hodnotu majetku společnosti brutto. Složky jsou objektivně hodnoceny k datu ocenění a za předpokladu, že společnost bude pokračovat ve své činnosti.²

Ocenění jednotlivých složek majetku

Ocenění jednotlivých složek majetku je provedeno dle informačního zdroje.⁵

10.3.3.1 Aktiva celkem = brutto substanční hodnota

Tabulka 17. Stálá aktiva z rozvahy v tis. Kč

B.I Dlouhodobý nehmotný majetek	0
B. II Dlouhodobý hmotný majetek	9299
B.II.1. Pozemky	593
B.II.2 Stavby	7394

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

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

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

B.II.3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	942
B.II.8 Poskytnuté zálohy na dlouh. hmot. majetek	370
B.III Dlouhodobý finanční majetek	245
B.III.3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	245

B.I : Dlouhodobý nehmotný majetek

Společnost Klepocol, s.r.o. nevlastní žádný dlouhodobý nehmotný majetek, jeho hodnota v roce 2010 činí tedy 0 Kč.

B.II : Dlouhodobý hmotný majetek

Hodnota dlouhodobého majetku je součet nemovitého a movitého majetku společnosti. Hodnota pozemků činí 593 tisíc Kč, staveb 7394 tisíc Kč, samostatných movitých věcí a souborů movitých věcí činí 942 tisíc Kč, poskytnutých záloh na dlouhodobý hmotný majetek 370 tisíc Kč; celková hodnota dlouhodobého hmotného majetku je tedy 9299 tisíc Kč.

B. III: Dlouhodobý finanční majetek

Hodnota dlouhodobého finančního majetku činí 245 tisíc Kč, přičemž je tvořena dlouhodobými cennými papíry a podíly.

Tabulka 18. Oběžná aktiva z rozvahy v tis. Kč.

C.I Zásoby	3726
C.I.1 Materiál	1026
C.I.2 Nedokončená výroba a polotovary	2700
C.III Krátkodobé pohledávky	7995
C.III.1 Pohledávky z obchodních vztahů	7571
C.III.7 Krátkodobé poskytnuté zálohy	424
C.IV Krátkodobý finanční majetek	1837
C.IV.1 Peníze	235
C.IV.2 Účty v bankách	1602

C.I : Zásoby

Zásoby se oceňují reprodukčními cenami; suroviny a materiál se ocení aktuálními cenami dodavatelů. Je-li používaná metoda FIFO, lze většinou použít i data účetní na úrovni pořizovacích cen.

Zásoby vlastní výroby, polotovary a hotové výrobky vlastní výroby je třeba ocenit úplnými vlastními náklady, pokud dodavatelé nenabízejí za srovnatelné produkty ceny výhodnější. Hodnota zásob činila po zaokrouhlení 3726 tisíc Kč.

C.III : Krátkodobé pohledávky

Hodnota pohledávek je součet hodnot pohledávek dlouhodobých a krátkodobých, přičemž dlouhodobé pohledávky společnost KLEPOCOL, s.r.o. nemá.

Pohledávky neúročené je třeba přepočítat na současnou hodnotu, totéž platí i pohledávkách po lhůtě splatnosti. Základem je bezriziková úroková míra použitá pro výnosovou metodu. Hodnota pohledávek je snižována o hodnotu nedobytných pohledávek. Lze říci, že hodnota pohledávek se snižuje tím víc, čím delší je doba splatnosti.

Právní vztah jednotlivých pohledávek, jejich dobytnost a ocenění jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 19. Ocenění pohledávek v tis. Kč

Pohledávky v Kč		Po lhůtě splatnosti (ve dnech)									
Jméno odběratele a hodnota pohledávky		0	15	30	60	90	180	240	365	koefi c.	Cena v Kč
MANAPO Svitavy	1561720	X								1	1561720
ZŠ Felberova	1527380	X								1	1527380
Ing. Jan Hikele, s.r.o.	815000		X							0,9	733500
SOCAR servis, spol.s.r.o.	750500			X						0,8	600400
JEMA Svitavy, a.s.	645400			X						0,8	516320
HALY biz s.r.o. Hradec Králové	598000				X					0,7	418600
Agropodnik a.s.	489500				X					0,7	342650
Fryc s.r.o.	376500						X			0,5	188250
P-D Refractories CZ a.s.	375000						X			0,5	187500
ŠELA stavel s.r.o.	288000						X			0,5	144000
AGRO Vysočina Bystré	14400 0								X	0,1	14400
Pohledávky celkem (zaokr.)	75710 00										6234720

Upravené pohledávky 6 234 720 Kč

Krátkodobé poskytnuté zálohy 424 000 Kč

Hodnota pohledávek celkem činí po zaokrouhlení 6 658 720 Kč

C.IV : Krátkodobý finanční majetek

Hodnota finančního majetku tvoří součet nominálních hodnot peněz na účtech, pokladní hotovosti a cenin. Tato hodnota je ponechána v plné výši.

Peníze: 235 000 Kč

Účty v bankách 1 602 000 Kč

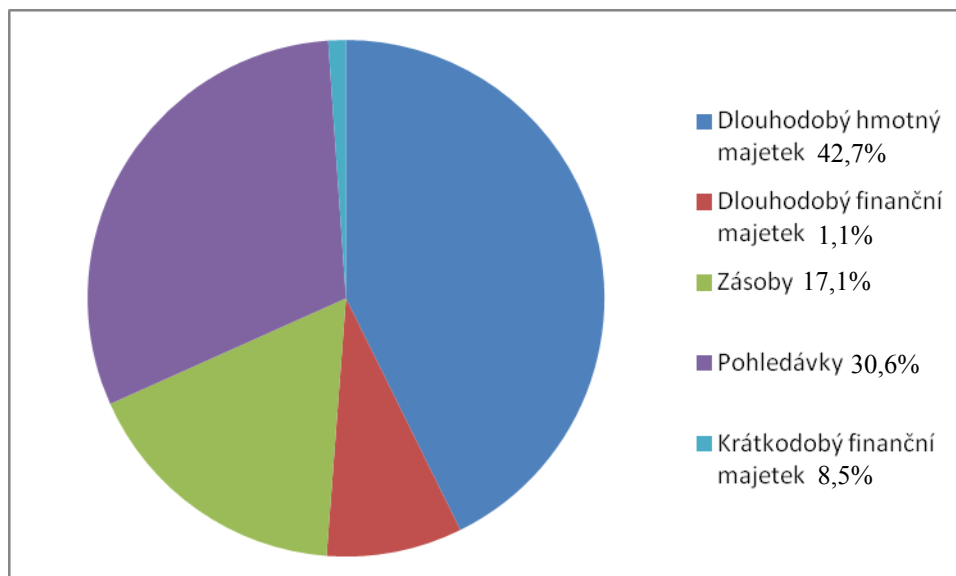
Hodnota finančního majetku činí po zaokrouhlení 1 837 000 Kč.

Tabulka 20. Rekapitulace upravených aktiv v Kč

UPRAVENÁ AKTIVA	Au
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	9 299 000,00
Dlouhodobý finanční majetek	245 000,00
Zásoby	3 726 000,00
Pohledávky	6 658 720,00
Krátkodobý finanční majetek	1 837 000,00
Tržně upravená aktiva celkem	21 765 720,00

VĚCNÁ HODNOTA = SUBSTANCE BRUTTO (Au) = 21 765 720 Kč

Obrázek 2. Rekapitulace upravených aktiv v Kč



10.3.3.2 Vlastní kapitál v tržní hodnotě = netto substanční hodnota

B: Cizí zdroje z rozvahy

B.I : Rezervy

Společnost nemá vytvořeny žádné rezervy.

B.II : Dlouhodobé závazky

Hodnota dlouhodobých závazků je převzata z účetní evidence v plné výši.

B.II. 10 : Odložený daňový závazek 122 000 Kč

Hodnota dlouhodobých závazků je po zaokrouhlení 122 000 Kč

B.III : Krátkodobé závazky

Hodnota krátkodobých závazků je převzata z účetní evidence v plné výši.

B.III.1 : Závazky z obchodních vztahů 6 914 000 Kč

B.III.5 : Závazky k zaměstnancům 1 068 00 Kč

B.III.6 : Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění 609 000 Kč

B.III.7 : Stát–daňové závazky a dotace 405 000 Kč

B.III.11 : Jiné závazky 128 000 Kč

Celková hodnota krátkodobých závazků je po zaokrouhlení 9 124 000 Kč.

B.IV. : Bankovní úvěry a výpomoci

Hodnota bankovních úvěrů a výpomocí je převzata z účetní evidence v plné výši.

B.IV.2 : Krátkodobé bankovní úvěry 3 500 000 Kč

Celková hodnota bankovních úvěrů a výpomocí je po zaokrouhlení 3 500 000 Kč.

C : Ostatní pasiva–přechodné účty pasiv

C.I : Časové rozlišení 300 000 Kč

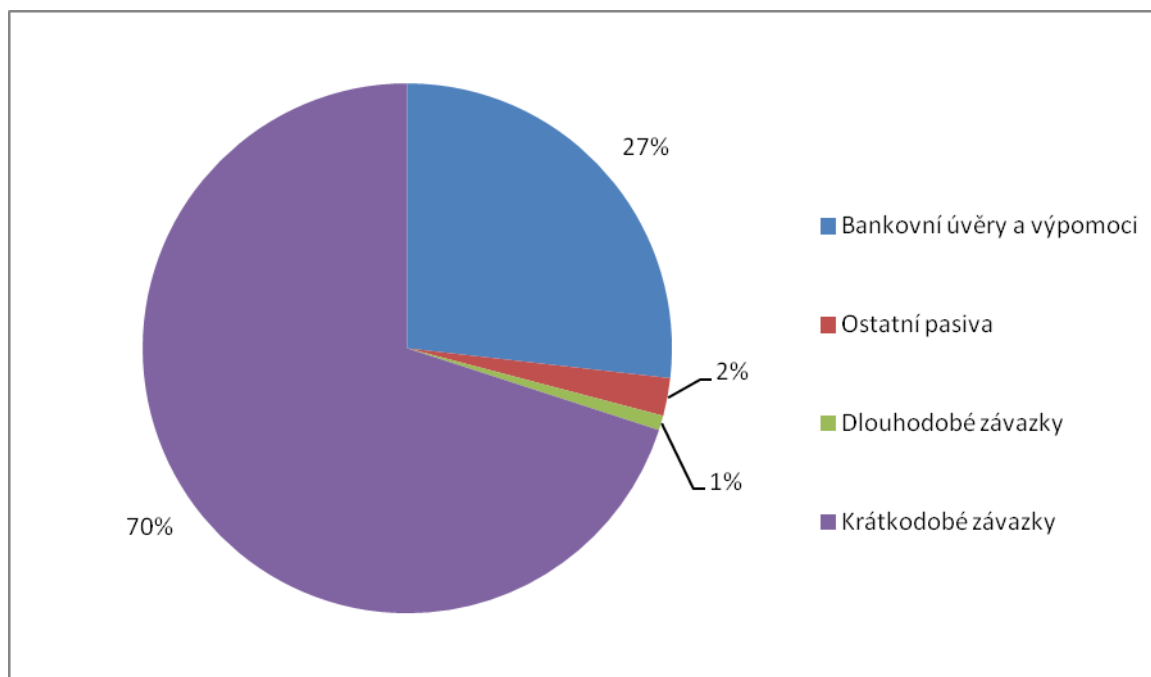
C.II : Dohadné účty pasivní 0 Kč

Celková hodnota ostatních pasiv je po zaokrouhlení 300 000 Kč.

Tabulka 201. Rekapitulace cizí zdroje + ostatní pasiva v tis.Kč

Cizí zdroje (v tis. Kč)	Pu
B.I : Rezervy	0
B.II : Dlouhodobé závazky	122 000
B.III : Krátkodobé závazky	9 124 000
B.IV : Bankovní úvěry a výpomoci	3 500 000
Cizí zdroje	12 746 000
Ostatní pasiva	300 000
Cizí zdroje + ostatní pasiva	13 046 000

Obrázek 4. Rekapitulace cizích zdrojů a ostatní pasiv. (str.84)



$$(Au-Pu) = 21\,765\,720 - 13\,046\,000 = 8\,719\,720 \text{ Kč}$$

Věčná hodnota–SUBSTANCE NETTO (Au–Pu) určená majetkovou metodou činí:
8 719 720 Kč.

10.3.4 Výnosové ocenění–DCF entity

Výnosové ocenění je provedeno podle informačního zdroje.⁵

Postup je následující:

- Prognóza β –zvolím jednu z variant výpočtu
- Odhad rizikových prémie země–zvolím vhodnou variantu
- Bezriziková úroková míra r_f
- Výpočet nákladů na vlastní kapitál r_e –metodou CAPM
- Náklady na cizí kapitál - r_d
- Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC
- Kumulovaný DCFC entity–současná hodnota 1.fáze
- Současná hodnota 2.fáze
- Provozní hodnota brutto = 1.fáze + 2.fáze

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

j) Výsledná hodnota vlastního kapitálu

10.3.4.1 Prognóza β

Možnost 1: Stanovení na základě provozního a finančního rizika

Postupujeme tak, že vycházíme z použitelnosti základní rovnice přímky cenných papírů, přičemž rozdíl spočívá v tom, že místo odvozování β z historických vztahů mezi výnosem trhu a výnosem společnosti budeme odhadovat přímo budoucí β .

Obchodní riziko–OR (přirážka za systematické obchodní riziko)

Finanční riziko–FR (Přirážka za systematické finanční riziko)

Vzorec pro rizikovou prémii společnosti je následující:

$$\beta = 1 + OR + FR$$

Obchodní riziko

- toto riziko zahrnuje: a) riziko specifické pro společnost

b) riziko systematické ovlivňující všechny společnosti

Pro odhad β použijeme pouze riziko systematické. Riziko specifické zohledníme pomocí analýzy scénářů, jejíž výsledky poté promítneme do plánovaných výnosů, nikoli změnou diskontní míry.

Tabulka 212. Obchodní riziko

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava β (OR)	Riziko
1	-0,5	nejnižší
2	-0,25	
3	0	průměr
4	0,25	
5	0,5	nejvyšší

Systematické obchodní riziko je zapotřebí měřit v souladu s konceptem β , tedy jako relativní. Základem je tzv. pomyslná „průměrná společnost“. Typické rozpětí za obchodní riziko činí od -0,5 do +0,5, přičemž lze definovat pět tříd tohoto rizika. První třída představuje nejnižší riziko, třída třetí tvoří „průměr“ a pátá třída odpovídá nejvyššímu systematickému obchodnímu riziku (viz výše uvedená tabulka).

Systematické obchodní riziko je vyšší v těchto případech:

- společnost patří k menším firmám
- produkce společnosti podléhá vyšší cenové pružnosti
- společnost je činná v odvětví s vyšším podílem fixního majetku a spolu s tím i vyššími fixními náklady
- produkce je méně diverzifikovaná
- zájem o produkty společnosti je velmi citlivý na výkyvy konjunktury (zbytnější investiční zboží ve spotřebě, investiční statky).

Vlastní volba rizikové třídy je věcí oceňovatele, volím tedy: $OR = 0$, protože si myslím, že oceňovaná společnost patří k firmám průměrným, tj. nesplňuje ani jedno z kritérií vyššího obchodního rizika.

Finanční riziko

- je riziko vznikající v důsledku zadluženosti

Tabulka 22. Finanční riziko

Zadlužení společnosti	Riziková úprava β (FR) oproti změně při základním zadlužení
0%	-0,2
20%	-0,1
40%	0
60%	+0,1
80%	+0,2
100%	+0,3
120%	+0,4
140%	+0,5

V tabulce se vychází z míry zadlužení (CK/VK; tj. cizí kapitál/vlastní kapitál). Protože zadlužení společnosti činí v roce 2010: $CK/VK = 12\,746/10\,063 \doteq 1,27 \times 100 = 127\%$, volím $FR = +0,4$.

Po dosazení do vzorce pro rizikovou prémii společnosti dostaneme:

$$\beta = 1 + OR + FR = 1 + 0 + 0,4 = 1,4$$

Možnost 2: Stanovení β koeficientu z historických údajů

Tento postup využívá koeficientu β podobných podniků, které jsou obchodovány, a jejich činnost není diverzifikovaná, přičemž při hledání srovnatelných podniků je třeba se vypořádat s vlivem případných odlišností v obchodním a finančním riziku. Vliv případných odlišností v obchodním riziku se do β promítá expertním odhadem; vliv výše zadlužení na β podniku můžeme vyjádřit tímto vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N \times [1 + (1-d) \times CK/VK] - \beta_{CK} \times (1-d) \times (CK/VK)$$

kde:

β_Z — β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (tzv. spekulované beta)

β_N — β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

(tzv. nespekulované beta)

β_{CK} — β pro cizí kapitál

d —sazba daně s příjmu

CK —cizí kapitál

VK —vlastní kapitál

β_N by mělo být závislé na odvětví a provozní páce. Jelikož většinou považujeme β_{CK} za nulové, platí následující vztah:

$$\beta_Z = \beta_N \times [1 + (1-d) \times CK/VK]$$

Koeficient beta za předpokladu financování vlastním kapitálem pro obor stavebnictví je převzat z informačního zdroje.⁵

Po dosazení do vzorce dostaneme:

$$\beta_Z = \beta_N \times [1 + (1-d) \times CK/VK] = 0,40 \times [1 + (1-0,19) \times 12\,746/10\,063] = 0,8104$$

Možnost 3: Stanovení na základě faktorů pro odhad koeficientů β

Na koeficient β mají rozhodující vliv faktory, které patří do oblasti podnikání, provozní páky a finanční páky. Co se týká oblasti podnikání, má na β největší vliv trh a tržní podmínky, za kterých oceňovaná firma podniká. Provozní páka je dána především podílem fixních nákladů na nákladech celkových. Podobně jako páka provozní působí i páka finanční, tj. je dána poměrem cizího kapitálu a kapitálu vlastního.

Jednotlivé faktory včetně stupnice pro hodnocení rizikovosti jsou uvedeny v následující tabulce, přičemž mé ohodnocení je uvedeno ve sloupci „VOLBA OCEŇOVATELE“.

Tabulka 234. Stupnice pro hodnocení rizikovosti

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998.str.122-123. ISBN 80-86119-09-2.

Stupnice pro hodnocení rizikovosti	0,5	1	1,5	Volba oceňovatele
1. Citlivost na změny hospodářského cyklu	minimální citlivost	vyvíjí se s cyklem	vysoká citlivost	Vyvíjí se s cyklem => 1
2. Vyjednávací síla vůči dodavatelům	převaha podniku	vyrovnaná	převaha dodavatelů	Vyrovnaná =>1
3. Vyjednávací síla vůči odběratelům	převaha podniku	vyrovnaná	převaha odběratelů	Vyrovnaná =>1
4. Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	nízký	průměrný	vysoký	Průměrný =>1
5. Míra zadlužení	menší než 40%	40% - 80%	80% a více	80% a více =>1,5
6. Velikost podniku	velký	střední	malý	Střední =>1
7. Diverzifikace území	značná	střední	malá	Střední =>1
8. Diverzifikace výrobová	značná	střední	malá	Střední =>1

V této tabulce jsou zohledněny jednotlivé stupně rizika včetně počtu jejich výskytů; na základě těchto údajů poté vypočteme koeficient β .

Tabulka 24. Odhad koeficientu β

Stupeň rizika. A	Počet výskytů. B	A x B
0,5	0	0
1	7	7
1,5	1	1,5
součet	8	8,5

$$\beta = (A \times B) / B = 8,5 / 8 = 1,0625$$

Možnost 4: Riziko v USA pro obor stavebnictví

Pro porovnání uvádím riziko v USA pro obor stavebnictví. Jedná se o oborový koeficient pro stavebnictví v USA při skutečném zadlužení (převzato z informačního zdroje).⁵

$$\beta = 1,32$$

Vyhodnocení: Prognóza β

Možnost 1: $\beta = 1,4$

Možnost 2: $\beta = 0,8104$

Možnost 3: $\beta = 1,0625$

Možnost 4: $\beta = 1,32$

Z výše uvedených hodnot vypočteme průměr,
tj. $\beta = 1,4 + 0,8104 + 1,0625 + 1,32 / 4 = 4,5929 / 4 \doteq 1,1132$; proto dále počítám s touto hodnotou.

10.3.4.2 Odhad rizikových premií země

Možnost 1: Odhad rizikových premií pro ČR

Pro stanovení premie za riziko lze využít ratingového hodnocení, tzn. uvažujeme rating celé země, na jejímž teritoriu funguje kapitálový trh a předmětný podnik. Platí, že pro nejvyšší ratingové hodnocení AAA firmy S&P se počítá základní premie za riziko akcionáře v modelu CAPM ve výši 5,5%. Premie byla vypočtena jako geometrický průměr pozorování měřených v letech 1926-1990 mezi akciemi a treasury bills a bonds v USA. Premie se řídí ratingem země, tzn. v případě horšího ratingového stupně než AAA se k této základní historické premii ve výši 5,5% připočítává dodatečná premie vyjadřující zvýšenou míru rizika pro investora na daném teritoriu (viz tabulka 9-16).

Tabulka 25. Odhad rizikových premií pro ČR (stanovení hodnoty)

Země	S&P Rating	Základní premie za riziko	Dodatečná premie	Celková premie za riziko
Česká republika	A ⁻	5,50%	1,70%	7,20%

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. str. 123. ISBN 80-86119-09-2.

Tabulka 26. Odhad rizikových premií pro ČR v jednotlivých letech

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Základní premie za riziko	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Přirážka k ratingu podle S&P pro ČR	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%	1,70%
Celkem	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%

Z tabulky vyplývá, že výše uvedený ratingový stupeň platí do současnosti. Žádný podnik působící na území České republiky tedy nemůže s ohledem na makroekonomické prostředí, v němž funguje, dosáhnout lepšího ohodnocení než celá země. Proto od 6.11.1998 platí, že investoři přicházející do České republiky, s ohledem na rating, očekávající základní premii ve výši 5,5% zvýšenou o dodatečnou premii za riziko ve výši 1,7%, tj. 7,2% za předpokladu, že akceptuje historickou úroveň premie za období let 1928-1990 geometrickým průměrem.

Možnost 2: Expertní odhady rizikových premií podle kategorií (Business Valuation News)

Firmy můžeme klasifikovat do pěti kategorií podle velikosti rizikové premie (viz tabulka).

Tabulka 27. Expertní odhady rizikových premií

Kategorie	Riziková premie	Popis
1	6-10%	- zavedené podniky, silné pozice na trhu
		- omezená konkurence
		- finančně stabilní
		- výkonné vedení
		- stabilně minulý vývoj
		- počítá se stabilním vývojem do budoucnosti
2	11 - 15%	- zavedené podniky
		- poměrně silná konkurence
		- finančně stabilní
		- dobré vedení
		- stabilní minulý vývoj
		- lze celkem dobře předpokládat další vývoj
3	16 - 20%	- podniky s odvětvím s velmi silnou konkurencí
		- dobré výsledky v minulosti
		- omezená kapitálová náročnost
		- nevyžadují mimořádné know how
4	21 - 25%	- zavedené podniky
		- „cyklický vývoj“
		- závislost na speciálních zkušenostech a znalostech omezené skupiny lidí
		- obtížně předvídatelný rozvoj
		- přenosnost výnosů podniku je problematická

Oceňovanou firmu jsem zařadila do druhé kategorie; riziková premie tedy činí 11–15%.

Vyhodnocení odhadu celkových rizikových premií:

Možnost 1: 7,2%

Možnost 2: 11–15%

V dalších výpočtech počítáme s rizikovou premií vy výši 7,2% (viz možnost 1), jelikož je tento odhad přesnější a vychází z reálných dat. Možnost 2 je zcela subjektivní, a proto s ní dále nepočítáme; je zde použita pouze pro porovnání.

10.3.4.3 Bezriziková úroková míra

Bezrizikovou úrokovou míru zjistíme z výnosu desetiletých státních dluhopisů dle ČNB (viz tabulka).⁵

Tabulka 28. Bezriziková úroková míra

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Výnos 10L státních dluhopisů ČNB (+)	3,51%	3,78%	4,28%	4,55%	4,50%	4,40%

Bezriziková úroková míra je pro rok 2010: $r_f = 4,40\%$.

10.3.4.4 Výpočet nákladů na vlastní kapitál - r_e

Model kapitálových aktiv–model CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Ve většině vyspělých zemí s rozvinutým tržním systémem se diskontní faktor stanovuje pomocí metody CAPM. Protože je však v České republice poměrně problematicky uplatnitelný, používá se zde jenom zřídka. Důvodem je nízký objem obchodů na BCPP a RMS, ze kterého vyplývá nedostatečná likvidita daných cenných papírů.

Zpravidla se tedy využívá metod, které jsou založené na tzv. rizikových přírážkách. K bezrizikové sazbě (tj. výnos dlouhodobých státních dluhopisů ke dni ocenění) se přičítají přírážky za obchodní a finanční riziko.

Pro další výpočet využívám model CAPM jako základ.

$$r_e = r_f + \beta \times (ZRP - r_f)$$

$$r_e = 4,40 + 1,1132 \times (7,20 - 4,40)$$

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

$$r_e = 7,52\%$$

Pro použití uvedeného modelu v ČR musíme uvažovat následující přírážky:

$$r_e = r_f + \beta \times ZRP + PMP + PTK + PSR,$$

kde:

ZRP_základní riziková přírážka = 7,20%

PMP_přírážka za malé podniky (je otázkou, zda je vhodné rozlišovat přírážku za malé podniky a za likviditu; odhad průměrných premií za velikost: pro kategorii III.–Cenné papíry s mikrokapitalizací (kapitalizace do 149 mil.\$) je odhad průměrných premií za velikost = 4,0%)¹⁰

PTK_přírážka za tržní kapitalizaci, tj.za vysoký poměr účetní a tržní hodnoty (jelikož dosud nejsou k dispozici doporučené hodnoty, tento faktor se vynechává)

PSR_přírážka za ostatní specifická rizika, v ČR se doporučuje 3-5% (zvolila jsem 3%, protože v dané společnosti jsou specifická rizika nízká)

~~r_f~~ bezriziková úroková míra

$$r_e = r_f + \beta \times ZRP + PMP + PTK + PSR$$

$$r_e = 4,40 + (1,1132 \times 7,20) + 4 + 0 + 3$$

$$r_e = 19,42\%$$

10.3.4.5 Náklady na cizí kapitál - r_d

¹⁰ Mařík, M. Maříková, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. II.vydání. Praha: Ekopress, 2005. 164s. ISBN 80-86119-61-0.

Pro odhad nákladů na cizí kapitál jsem jako základ použila postup založený na tržních datech, jelikož podstatou je stanovení orientačního ratingu dluhů oceňovaného podniku, tzn. konkrétní podnikový dluh se přiřadí ke skupině dluhopisů na trhu, která je zatížena obdobně sníženým rizikem. V praxi se počítá se zjednodušením, kdy se rating omezí na výpočet jediného ukazatele, a to ukazatele úrokového krytí.

V následující tabulce jsou uvedeny rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu.⁵

Tabulka 30. Doporučené přírážky nákladů na cizí kapitál

Rating	Doporučená přírážka
AAA	0,75%
AA	1,00%
A ⁺	1,50%
A	1,80%
A ⁻	2,00%
BBB	2,25%
BB	3,50%
B ⁺	4,75%
B	6,50%
B ⁻	8,00%
CCC	10,00%
CC	11,50%
C	12,70%
D	14,00%

Ukazatel úrokového krytí k datu ocenění činí:

Úrokové krytí = $\text{EBIT} / \text{nákladové úroky} = \frac{2773}{132} \doteq 21,01\% \Rightarrow$ společnost jsem zařadila do stupně ratingu D, tzn. přírážka ve výši 14,00%.

Aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů je uvedena v předchozím textu ve výši 4,40%.

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

Náklady cizího kapitálu = bezriziková výnosnost + přírážka

$$r_d = 4,40\% + 14,0\% = 18,40\%$$

Náklady cizího kapitálu jsou odhadovány ve výši 18,40%.

10.3.4.6 Výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC

Vztahy jsou převzaty z informačního zdroje.⁵

Pro výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC platí:

$$WACC = r_d \times (1-t) \times D/C + r_e \times E/C$$

$$WACC = 18,40 \times (1-0,19) \times 55,9/100 + 19,42 \times 44,1/100$$

$$WACC \doteq 16,9\%$$

Propočet WACC se opírá o hypotézu, že průměrné náklady na kapitál jsou odrazem svobodných a racionálních rozhodnutí managementu podniku a zájmu investorů na kapitálovém trhu.

10.3.4.7 Výpočet hodnoty podniku celkem – pomocí dvoufázového propočtu

Vztahy jsou převzaty z informačního zdroje.⁵

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

Kde:

$FCFF_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t

WACC – vážené kapitálové náklady (obvykle v %)

$FCFF_1$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce

n – počet období

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna

V následující tabulce je přepočítán volný peněžní tok jako součet současných hodnot období, v nichž je plán zhotoven pro každý rok. Tímto způsobem je získána současná hodnota první fáze.

Tabulka 29. Kumulovaný DFCF entity – současná hodnota 1.fáze

⁵ Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

Údaje v tis. Kč	výpočet	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zisk před zdaněním a úroky	V30	-265	1 914,00	1 396,00	699	347	2 773,00
Sazba daně z příjmu	Sazba	26,00%	24,00%	24,00%	21,00%	20,00%	19,00%
Zdanění zisku a úroků	ZZ před = V30 x sazba	-68,9	459,36	335,04	146,79	69,4	526,87
Zisk a úroky po zdanění	ZZ po = V 30– ZZ	-196,1	1 454,64	1 060,96	552,21	277,6	2 246,13
Úpravy o nepeněžní operace	CF4 = CF5 + CF6 + CF12 + CF10	894	1 713,00	1 924,00	760,86	1 683,62	1 436,00
Odpisy stálých aktiv	CF5	687	650	1 114,00	626,52	716,45	571
Změna stavu opravných položek, rezerv, přechodných úctů aktiv a pasiv	CF6	-600	62	-73	-568,26	242,82	95
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	CF12	177	193	128	86,18	-48,95	129
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	CF10	630	808	755	616,42	675,4	641
CF z prov. činnosti před	CF = ZZpo + CF4	697,9	3 167,64	1 924,00	1 313,07	1 961,22	3 682,13

změnami prac. kapitálu							
Změny pracovního kapitálu	CF14 = CF15 + CF16 + CF17	-3 486,00	2 208,00	826	3 683,82	-5 451,94	-3 800,00
Změna stavu pohledávek	CF15	-10 262,00	-13 239,00	-26 395,00	-7 125,82	-26 164,55	-12 984,00
Změna stavu krátkodobých závazků	CF16	6 211,00	19 066,00	23 594,00	12 990,47	20 196,68	10 353,00
Změna stavu zásob	CF17	565	-3 619,00	3 627,00	-2 180,83	515,93	-1 169,00
CF z provozní činnosti	CFp = CF + CF14	-2 788,10	5 375,64	2 750,00	4 996,89	-3 490,72	-117,87
Nabytí stálých aktiv	CF24 = CF25 + CF26	-859	-1 150,00	-1 534,00	-1 227,73	-1 412,26	-1 051,00
Příjmy z prodeje stálých aktiv	CF26	-630	-808	-755	-616,42	-675,4	-641
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	CF25	-229	-342	-779	-611,31	-736,86	-410
FCF entity=volný peněžní tok do firmy	FCF = CFp + CF24	-3 647,10	4 225,64	1 216,00	3 769,16	-4 902,98	-1 168,87
Odúročitel (WACC) 16,9	sazba	0,735	0,681	0,630	0,583	0,583	0,583
DFCF = Diskontovaný volný peněžní	DFCF = FCF x sazba	-2 680,62	2 877,66	766,08	2 197,42	-2 858,44	-681,45

tok							
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok		-2 680,62	197,04	963,12	3 160,54	302,1	-379,35
Suma DFCF- souč. hodnota 1.fáze met.DCFentity		-379,35					

V období po roce 2010 již nejsou k dispozici roční plány. Volný peněžní tok je odhadnut na základě následujících předpokladů, které se týkají pokračující hodnoty:

- Předpokládá se zachování stávajícího peněžního toku
- Kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni 8%
- Hodnota je určena podle Gordonova vzorce²³⁹.

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{-379,35}{0,08} = -4742 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 30. Výsledná tržní hodnota stanovená metodou DFCF entity

	výpočet	celkem
Ocenění první fáze		-4742
Diskontní míra pro 2.fázi		8%
Tempo růstu pro 2.fázi		0%
FCF v prvním roce 2.fáze	- 4742 x 1	-4742
Ocenění 2.fáze (pokračující hodnota)	- 4742/(0,08 - 0)	-59275
Odúročitel WACC = 16,9 pro rok 2010		0,583
Současná hodnota 2.fáze	- 59275 x 0,583	-34557
Provozní hodnota brutto	- 4742 + (-34557)	-39299

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

Úročené dluhy ke dni zdanění		3500
Provozní hodnota netto	- 39299 - 3500	-42799
Neprovozní aktiva ke dni ocenění		0
Výsledná hodnota vlastního jmění		-42799

Tržní hodnota společnosti KLEPOCOL s.r.o. určená metodou DCF entity činí
-42 799 000 Kč.

10.4 Závěrečná zpráva

Úkolem tohoto znaleckého posudku bylo stanovit hodnotu stavební firmy Klepocol, s.r.o. k 30.9.2010.

Na základě provedených výpočtů jsem dospěla k následujícím výsledkům:
Hodnota stavební firmy Klepocol s.r.o. určena majetkovou metodou činí
8 719 720 Kč

Hodnota stavební firmy Klepocol s.r.o. určenou metodou DCF entity činí
-42 799 000 Kč.

Každá z použitých metod se používá pro jinou ekonomickou situaci podniku. Platí, že pokud má podnik obvyklou prosperitu, je možno jej jednoznačně ocenit majetkovou metodou substituční hodnoty a také metodou DCF entity. V současné době, kdy se ČR nachází ve fázi krize, jeví se jako adekvátní pouze metoda substanční. Prokázala jsem to tím, že jsem se snažila provést výpočet také metodou DCF entity, čímž se potvrdil předpoklad, že je-li podnik předlužen, metoda se stává nepřesnou.

V Brně dne 5.5. 2011

Vypracovala: Eliška Křížovská

11 ZÁVĚR

V teoretické části diplomové práce byly představeny jednotlivé metody oceňování podniků, které v současné době používají jak samotní znalci, tak i odhadci a znalecké ústavy. Můžeme říci, že neexistuje žádná jedinečná metoda, kterou by se dala zjistit hodnota společnosti. Platí, že dvě strany provádějící nezávislé hodnocení, mohou dospět k rozdílným výsledkům, a to v důsledku odlišné interpretace stejných skutečností.

Jedním z nejdůležitějších a velice podstatných kroků při oceňování podniků je zvolení vhodné metody, od níž se odvíjí směr celého oceňování. Ve znaleckém posudku je možné použít více metod anebo jejich kombinace. Vhodnost zvolené metody, případně kombinace metod v sobě odráží jak získávání potřebných informací, tak i jejich správné aplikování vedoucí k obhajitelnému výsledku.

V praktické části diplomové práce byly zpracovány dva znalecké posudky, jejichž účelem bylo stanovení hodnoty stavebního podniku střední velikosti. K ocenění byly použity tyto metody:

- Metoda majetková (substanční)
- Metoda DCF entity

U majetkového ocenění je zjištěna věcná hodnota společnosti. Substance brutto je potom výsledkem tržně přeceněných aktiv.

Metoda diskontovaného Cash flow (DCF) je z hlediska principu základní výnosovou metodou. V posudku byla detailně zpracována, a to ve zvolené variantě DCF entity–volný peněžní tok do firmy. Pro ocenění stavební firmy Klepocol, s.r.o. jsem zvolila postup výpočtu koeficientu β pomocí čtyř možností; v dalším výpočtu jsem pak použila aritmetický průměr z těchto hodnot.

Dále jsem provedla odhad rizikových premií země. Největší význam přikládám možnosti 1, tj. odhad rizikových premií pro ČR, vycházející z bezrizikové výnosnosti USA a rizikové premie země. Co se týká možnosti 2 (expertní odhady rizikových premií podle kategorií), je subjektivní, a proto jsem s ní dále nepočítala (ve výpočtu je použita pouze pro porovnání).

Náklady na vlastní kapitál jsem vypočítala pomocí modelu kapitálových aktiv–tzv. model CAPM (Capital Asset Pricing Model). I přestože je tento model v České republice poměrně problematicky uplatnitelný, je nejpřesnější, a proto jsem jej používala při vlastním výpočtu. Hlavním důvodem jeho problematického uplatnění v České republice je nízký objem obchodů na BCPP a RMS, ze kterého pramení nedostatečná likvidita daných cenných papírů.

Další krok, který jsem při ocenění stavebního podniku podnikla, byl výpočet průměrných nákladů kapitálu WACC; tyto jsem pak promítla do výpočtu hodnoty podniku pomocí dvoufázového propočtu. Po výpočtu současné hodnoty 1. fáze jsem zjistila pokračující hodnotu v čase (tj. současnou hodnotu 2. fáze). Provozní hodnota brutto je pak součtem 1. a 2. fáze; po zohlednění úročených dluhů a neprovozních aktiv z ní získáme výslednou hodnotu vlastního jmění.

Na základě výsledků použitých metod se potvrdila skutečnost, že ve fázi krize, v níž se ČR nyní nachází, jeví se jako adekvátní pro výpočet pouze metoda substanční. Výsledek vypočítaný metodou DCF entity potvrdil skutečnost, že je-li podnik předlužen, metoda se stává nepřesnou.

12 POUŽITÉ INFORMAČNÍ ZDROJE

- [1] Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění–základní metody a postupy. 2.upravené a rozšíření vydání. Praha: Ekopress, 2007a. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [2] Kislingerová, E. Oceňování podniku. 2.přepracované a doplněné vydání. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [3] Bradáč, A. a kol. Soudní inženýrství. Brno: Akademické nakladatelství CERM s.r.o., 1999. 725s. ISBN 80-7204-9.
- [4] Kislingerová, E. Manažerské finance. Praha: C.H.Beck, 2007. 760s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [5] Mařík, M. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- [6] Mrkvička, J., Kolář, P. Finanční analýza. 2.přepracované vydání. Praha: ASPI, 2006. 228s. ISBN 80-7357-219-2.
- [7] Higgins, R.C. Analýza pro finanční management. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-404-5.
- [8] Raffeegeau, J., Dubois, F. Finanční oceňování podniku. Druhé, upravené vydání. Překlad Kozmová, J. Praha: HZ s.r.o., 1996. 121s. ISBN 80-86009-03-3.
- [9] Tichý, E. Oceňování podniku. Praha: Linde, 1991. 166s.
- [10] Mařík, M. Maříková, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. II.vydání. Praha: Ekopress, 2005. 164s. ISBN 80-86119-61-0.
- [11] Mařík, M. Oceňování podniků. Praha: Ekopress, 1996. 111s. ISBN 80-90191-1-9.
- [12] Mařík, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2007b. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [13] Mařík, M., Krabec, T. K objektivnosti tržní hodnoty. In Acta Oeconomica Pragensia: Současné problémy oceňování podniků, 1/2006. Praha: Oeconomica, 2006. ISBN 0572-3043.
- [14] Bradáč, A., Kledus, M., Krejčíř, P. a kolektiv. Úvod do soudního znaleství. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2004. 220s. ISBN 80-7204-365-X.

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

K.....	celková aktiva
SA.....	stálá aktiva
OA.....	oběžná aktiva
VK.....	vlastní kapitál
CK.....	cizí zdroje
KCK.....	krátkodobý cizí kapitál
DCK.....	dlouhodobý cizí kapitál
DK.....	dlouhodobý kapitál
PK.....	pracovní kapitál
V.....	výnosy celkem
N.....	náklady celkem
PH.....	přidaná hodnota
PHV.....	provozní hospodářský výsledek
HVFO.....	hospodářský výsledek z finančních operací
HZ.....	zisk před zdaněním
ZD.....	zisk po zdanění
T.....	tržby z vlastních výkonů a služeb
SME.....	spotřeba materiálu a energie
S.....	služby
ON.....	osobní náklady
OST.....	ostatní provozní náklady
VF.....	finanční výnosy
NF.....	finanční náklady
HVMO.....	hospodářský výsledek z mimořádných operací
SFN.....	stupeň finanční nezávislosti
SZ.....	stupeň zadluženosti
I.SKSA.....	I.stupeň krytí stálých aktiv
II.SKSA.....	II. stupeň krytí stálých aktiv
L ₁	okamžitá likvidita
L ₂	běžná likvidita
L ₃	finanční likvidita

OZÁS.....	obrat zásob
OPOHL.....	obrat celkových pohledávek
OVK.....	obrat vlastního kapitálu
OK.....	obrat celkového kapitálu
RT.....	rentabilita tržeb
RV.....	rentabilita vlastního kapitálu
RK2.....	rentabilita celkového kapitálu
PME.....	podíl spotřeby materiálu a energie
PS.....	podíl služeb
PON.....	podíl osobních nákladů
POD.....	podíl odpisů
POST.....	podíl ostatních nákladů
β	riziková prémie společnosti
β_Z	β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (spekulované beta)
β_N	β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení firmy (nespekulované beta)
β_{CK}	β pro cizí kapitál
d.....	sazba daně z příjmů
r_f	bezriziková úroková míra
r_e	náklady na vlastní kapitál
ZRP.....	základní riziková přírážka
PMP.....	přírážka za malé podniky
PTK.....	přírážka za tržní kapitalizaci
PSR.....	přírážka za ostatní specifická rizika
r_d	náklady na cizí kapitál
WACC.....	vážené kapitálové náklady
FCFF _t	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t
FCFF ₁	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce
n.....	počet období
g_n	tempo růstu udržitelné do nekonečna

PŘÍLOHY

Rozvaha stavební firmy KLEPOCOL, s.r.o. za období let 2005-2010

Cash flow stavební firmy KLEPOCOL, s.r.o. za období let 2005-2010

Výkaz zisku a ztráty stavební firmy KLEPOCOL, s.r.o. za období let 2005 - 2010