

**České vysoké učení technické v Praze
Masarykův ústav vyšších studií**

Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu

Bc. Michal Ponec

Stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.

Diplomová práce

Praha 2017

Vedoucí diplomové práce: doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

Oponent diplomové práce: Ing. Vladimír Ambrož


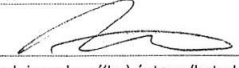
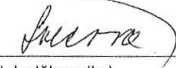
Datum obhajoby:

Hodnocení:


I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení:	<u>Ponec</u>	Jméno:	<u>Michal</u>	Osobní číslo:	<u>7681706</u>
Fakulta/ústav:	<u>Masarykův ústav vyšších studií (MÚVS)</u>				
Zadávací katedra/ústav:	<u>Katedra managementu, MÚVS</u>				
Studijní program:	<u>Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu</u>				
Studijní obor:	<u>Podnikání a management v průmyslu</u>				

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:	<u>Stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.</u>		
Název diplomové práce anglicky:	<u>Determination of the BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. company value</u>		
Pokyny pro vypracování:	<p>Cílem diplomové práce je charakteristika metod využívaných při oceňování podniku a zpracování případové studie stanovení hodnoty podniku BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Přínosem práce je odhad hodnoty firmy, na základě kterého by dosavadní management stanovil plán zhodnocování firmy pro příštích pět let. Dále jako podklad pro externí investory, kteří tento odhad mohou požit pro rozhodování při koupi obchodního podílu ve společnosti.</p> <p>Rámcová osnova: Rešerše využívaných metod pro hodnocení firmy a zhodnocení jejich vhodností, Analýzy využívané pro stanovení hodnoty firmy, Odhad hodnoty firmy, Zhodnocení výsledků a doporučení.</p>		
Seznam doporučené literatury:	<p>Kislingerová, E., Hnilica, J.: Finanční analýza: krok za krokem, Praha: C.H.Beck 2005 Kislingerová, E.: Oceňování podniku, Praha: C. H. Beck, 1999. Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy, Praha: Ekopress, 2011 Scholleová H.: Investiční controlling, Praha: Grada Publishing, a.s., 2009</p>		
Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:	<u>doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D., Katedra managementu MÚVS</u>		
Jméno a pracoviště konzultanta(ky) diplomové práce:	<u></u>		
Datum zadání diplomové práce:	<u>14. 1. 2016</u>	Termín odevzdání diplomové práce:	<u>8. 5. 2016</u>
Platnost zadání diplomové práce:	<u>30. 6. 2017</u>		
			
Podpis vedoucí(ho) práce	Podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry	Podpis děkana(ky)	

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

<u>1.20. 2017</u>	
Datum převzetí zadání	Podpis studenta(ky)

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracoval samostatně a že jsem uvedl všechny použité informační zdroje.

V Praze, 20. 1. 2017

.....
Bc. Michal Ponec

Děkuji svému vedoucímu práce doc. RNDr. Ing. Haně Scholleové, Ph.D. za vedení a velice cenné rady při zpracování mé diplomové práce.

Identifikační záznam

Bc. Michal Ponec, *Stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.* Praha, 2017. Počet stran, počet stran příloh. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií, Podnikání a komerční inženýrství v průmyslu. doc. RNDr. Ing. Hana Scholleová, Ph.D.

Abstrakt

Diplomová práce je vypracována s cílem stanovit hodnotu firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. a osvětlit metody, kterými je tato činnost možná provádět. Teoretická část diplomové práce se zabývá dílčím cílem práce, kterým je podrobné rozebrání úkonů souvisejících se samotným oceňováním a analýz, které znalci a odhadci pro svou práci využívají. Dále je možné v této části najít podrobný popis metod, které se při zpracovávání této problematiky využívají a postupy zpracování hodnoty firmy pomocí těchto metod. V praktické části práce je zpracována případová studie samotného stanovení hodnoty firmy pomocí vybrané metody. Pro tuto činnost byla vybrána firma BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. a to především z důvodu zajímavosti vývoje v posledních letech a osobní zkušenosti z pozice jejího zaměstnance a tudíž dobrého přístupu k veškerým informacím a znalosti interního prostředí firmy. Závěr práce obsahuje zhodnocení vypočtených výsledků a doporučení pro firmu do budoucnosti.

Klíčová slova

hodnota, podnik, oceňování, znalci a odhadci, výnosové metody

Abstrakt v anglickém jazyce

Main goal of this diploma thesis is value determination of the company BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. and description of all methods which are commonly used for it. Theoretical part of this thesis addresses on the determination of the company value and analysis which are used by experts and appraisers during their work. This part also contains a detailed description of the most used methods and their calculations. Practical part contains case study and the actual calculation of the company value by chosen method. Company chosen for this activity was BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. because it's an attractive fast growing firm with great potential. That was also an easy way to collect needed materials from the position of it's employee. In the end of the

thesis you can find evaluation of the achieved results and also some recommendations for the company in the future.

Klíčová slova v anglickém jazyce

company, value, valuator, valuation methods, valuation

Obsah

1.	ÚVOD.....	12
2.	VYSVĚTLENÍ POJMŮ	13
2.1.	PODNIK.....	13
2.2.	STANOVENÍ HODNOTY FIRMY A PROČ SE ZPRACOVÁVÁ.....	13
2.3.	HODNOTA PODNIKU A JEDNOTLIVÉ SUBJEKTY	14
2.3.1.	<i>Hodnota tržní.....</i>	<i>14</i>
2.3.2.	<i>Hodnota subjektivní.....</i>	<i>15</i>
2.3.3.	<i>Objektivizovaná hodnota.....</i>	<i>15</i>
2.3.4.	<i>Kolínská škola</i>	<i>15</i>
2.4.	DŮVODY OCEŇOVÁNÍ.....	15
2.5.	ZNALCI, ODHADCI	16
3.	POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	17
3.1.	VSTUPNÍ DATA A JEJICH SBĚR	19
3.2.	STRATEGICKÁ ANALÝZA	19
3.3.	ANALÝZA MAKROPROSTŘEDÍ.....	20
3.4.	ANALÝZA MIKROPROSTŘEDÍ.....	21
3.4.1	<i>Vymezení základních charakterizujících znaků odvětví</i>	<i>21</i>
3.4.2	<i>Odhad vývoje odvětví</i>	<i>24</i>
3.5.	FINANČNÍ ANALÝZA	24
3.5.1	<i>Vertikální a horizontální analýzy</i>	<i>25</i>
3.5.2	<i>Analýza pracovního kapitálu.....</i>	<i>25</i>
3.5.3	<i>Poměrová analýza</i>	<i>26</i>
3.5.4	<i>Bonitní a bankrotní modely.....</i>	<i>29</i>
3.5.5	<i>Rozklad ukazatele ROE</i>	<i>31</i>
3.6.	FINANČNÍ PLÁN	32
3.7.	GENERÁTORY HODNOTY	33
3.7.1.	<i>Tržby.....</i>	<i>33</i>
3.7.2.	<i>Provozně-zisková marže</i>	<i>33</i>
3.7.3.	<i>Investice do dlouhodobého majetku</i>	<i>33</i>
3.7.4.	<i>Pracovní kapitál</i>	<i>34</i>
4.	METODY STANOVENÍ HODNOTY FIRMY	35

4.1.	METODY ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH	35
4.1.1.	<i>Metoda účetní hodnoty</i>	35
4.1.2.	<i>Metoda substanční hodnoty.....</i>	36
4.1.3.	<i>Metoda likvidační hodnoty</i>	37
4.2.	METODY VÝNOSOVÉ	37
4.2.1.	<i>Metoda ziskové kapitalizace.....</i>	37
4.2.2.	<i>Modely fungující na principu EVA.....</i>	38
4.2.3.	<i>Metoda DFC - diskontu cash flow.....</i>	38
4.2.4.	<i>Možnosti výpočtu diskontní míry.....</i>	39
4.3.	METODY KOMBINOVANÉ	40
4.3.1.	<i>Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)</i>	40
4.3.2.	<i>Vážená střední hodnota</i>	40
4.3.3.	<i>Metoda superzisku a nadzisku.....</i>	41
4.4.	METODY ANALYZUJÍCÍ TRH	41
4.4.1.	<i>Přímé ocenění pomocí kapitálového trhu.....</i>	41
4.4.2.	<i>Metoda tržního porovnání</i>	41
5.	CÍL PRÁCE A METODIKA STANOVENÍ HODNOTY FIRMY	42
5.1.	CÍL DIPLOMOVÉ PRÁCE	42
5.2.	METODIKA STANOVENÍ HODNOTY FIRMY.....	42
5.2.1.	<i>Sběr dat</i>	42
5.2.2.	<i>Vymezení tržního segmentu</i>	42
5.2.3.	<i>Stanovení finančního plánu</i>	43
5.2.4.	<i>Výpočet hodnoty firmy pomocí modelu DCF s využitím FCFF</i>	43
5.2.5.	<i>Stanovení diskontní míry pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál WACC.....</i>	44
5.2.6.	<i>Stanovení tempa růstu g</i>	46
5.2.7.	<i>Stanovení hodnoty podniku celkem pomocí dvoufázového propočtu diskontovaného cash flow.....</i>	46
6.	OCENĚNÍ PODNIKU	47
6.1.	STANOVENÍ HODNOTY FIRMY VYBRANOU METODIKOU	50
6.1.1.	<i>Strategická analýza</i>	50
6.1.2.	<i>Finanční analýza</i>	59

6.1.3.	<i>Finanční plán</i>	65
6.1.4.	<i>Stanovení hodnoty podniku za pomoci modelu diskontu cash flow</i>	68
7.	ZÁVĚR	73
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	75
	KNIŽNÍ ZDROJE	75
	INTERNETOVÉ ZDROJE	76
	SEZNAM TABULEK	77
	SEZNAM OBRÁZKŮ	78
	SEZNAM GRAFŮ	78
	SEZNAM PŘÍLOH	78
	PŘÍLOHY	79
	EVIDENCE VÝPŮJČEK	82

Předmluva

Téma této diplomové práce, kterým je stanovení hodnoty firmy BETONSPRES Týn nad Vltavou s.r.o., bylo vybráno z důvodu osobního zájmu o toto odvětví, zájmu managementu firmy a snadného přístupu k potřebným informacím z pozice zaměstnance této firmy. Práce se zabývá jak objasněním veškerých metod, které by alternativně bylo možné pro hodnocení využít, tak samotným výpočtem dle vybrané výnosové metody.

1. Úvod

Každá společnost potřebuje pro svoji dlouhodobou existenci a splnění going concern principů neustálý vývoj a přizpůsobení se dnešní globalizované světové ekonomice. Jen s tímto neustálým vývojem má společnost šanci v náročném prostředí tvrdé konkurence uspět a být stále silnější. Podniky, které mají zájem v tomto prostředí dlouhodobě prosperovat, se musí každý den potýkat s přehodnocováním produktů, technologií a podnikatelských služeb. Jediné, na co se společnost může spolehnout, jsou výkyvy v konkurenčním prostředí.

Pro dlouhodobé zhodnocení je jak pro vlastníky, tak pro věřitele velmi důležitý pojem hodnota a samotné měření hodnoty podniku. V dnešní době není možné využívat pro stanovení hodnoty podniku tradiční ukazatele známé z finanční analýzy, které vycházejí z účetních výkazů. Základním nedostatkem těchto ukazatelů je absence časové hodnoty peněz, míry rizika, působení inflace a dalších. Tyto nedostatky se již u moderních ukazatelů nevyskytují, proto je jejich použití momentálně častější a spolehlivější.

Podniky se obecně především snaží o zvýšení své tržní hodnoty. Dnes je možné zjistit hodnotu podniku mnoha různými metodami, které se odlišují způsobem svých výpočtů. Jelikož jsou tyto jednotlivé metody odlišné i svými výhodami a nedostatky, je velmi důležité, zvážit veškeré tyto aspekty při výběru metody, aby nebyla zvolená metoda nevhodná, jelikož její výsledky mohou být pro podnik i konkurenční výhodou.

Cílem této diplomové práce je charakteristika metod využívaných ke stanovení hodnoty firmy a následná aplikace vybrané metody v případové studii, kde bude stanovena hodnota firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. V první fázi se bude jednat o popis postupu oceňování firmy a následné rozdělení a charakteristika dílčích metod. Ve fázi druhé bude vybrán vhodný podnik a pomocí získaných informací z vypracovaných analýz bude provedena aplikace nejvhodnější metody oceňování podniku. V této části budou objasněny skutečnosti předcházející výběru metody pro výpočet, dále podrobná metodika stanovení hodnoty firmy touto metodou. Nejdůležitějším bodem celé práce bude konečné stanovení hodnoty vybrané společnosti k určenému datu.

Závěr diplomové práce je věnován shrnutí vypočtených výsledků a podrobnému popsání provedených postupů. Dále zde budou uvedeny návrhy pro postup společnosti do budoucna nebo případné alternativy k doposud využívaným postupům pro dosažení co nejlepších výsledků při zhodnocování podniku.

2. Vysvětlení pojmů

2.1. Podnik

Definice pojmu podnik prošla po dobu své existence mnoha změnami a i tak má mnoho podob. Jedna z častěji využívaných definic je od Srpové, Řehoře a kol. (2010) a podnik je podle ní: „*ekonomicky a právně samostatnou jednotku, která existuje za účelem podnikání. S ekonomickou samostatností, která je projevem svobody v podnikání, souvisí odpovědnost vlastníků za konkrétní výsledky podnikání. Právní samostatností rozumíme možnost podniku vstupovat do právních vztahů s jinými tržními subjekty, uzavírat s nimi smlouvy, ze kterých pro ně vyplývají jak práva, tak povinnosti.*“

Oficiální definici dle platné legislativy obsahuje Nový obchodní zákoník platný od 1. 1. 2014 a nevyužívá označení podnik, ale mění jej na obchodní závod a ten dle § 502 definuje takto: „*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ (Zákon č. 89/2012 Sb. Dostupný [online] na: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>)

Nedílnou součástí fungování každého podnikání jsou závazky dané firmou, proto je velmi důležité, aby měl oceňovatel přehled i v této části. Jelikož se podnik bere jako jeden funkční celek, který má za úkol produkci zisku, jsou prioritním metodami oceňování výnosové metody. (Mařík, 2011)

Podnik je možné oceňovat na základě brutto hodnoty, která označuje celkovou hodnotu podniku pro věřitele i vlastníky, nebo podle netto hodnoty, která představuje ocenění v úrovni vlastního kapitálu.

V rámci ČR se oceňováním podniku zajímají tyto předpisy:

- Metodické pokyny ČNB,
- Zákon o oceňování majetku 151/1997 Sb. a
- Vyhlášky vydané Ministerstvem financí ČR. (Krabec, 2009)

2.2. Stanovení hodnoty firmy a proč se zpracovává

Základy disciplíny oceňování podniku tkví ve formulaci východisek, ze kterých je nutné při oceňování vycházet a hladin, v rámci kterých je podnik oceňován. V následující části budou osvětleny základní pojmy nutné pro orientaci v problematice oceňování.

Oceňování podniku je službou, kterou si objednává zákazník z důvodu přínosu nějakého užitku. Užitek může být různý a liší se dle konkrétních potřeb zájemců a jejich cílů, pro které se ocenění vytváří. Oceňování může být zdrojem informací pro management podniku, majitele nebo i různá oddělení podniku. Jednou z častých variant je také ocenění, které slouží potřebám třetí strany jako je banka, pojišťovna nebo stát.

Nejčastějšími důvody, které vedou k oceňování podniků dle Kislingerové (2001) jsou:

- Prodej či koupě podniku,
- příspěvek podniku při zakládání nové obchodní společnosti,
- splynutí obchodní společnosti,
- změna v právní formě dané obchodní společnosti,
- rozhodnutí o uvedení podniku na burzu,
- rozhodování o možnosti využití úvěru,
- sanace nebo likvidace společnosti,
- zhodnocení bonity podniku,
- řešení náhrady za vyvlastnění nebo
- platba různých druhů daní.

Jelikož může být z těchto případů oceňování přesně určen důvod, který k oceňování vedl, je velmi důležité, aby měl oceňovatel k dispozici také kvalitní informace o okolnostech, při kterých se odhad zpracovává.

2.3. Hodnota podniku a jednotlivé subjekty

Obvykle je rozdíl mezi cenou podniku a hodnotou, která je stanovena. K tomuto rozdílu dochází z důvodu působení mnoha dalších faktorů. Těmito faktory bývá například časová tíseň, okolnosti, za kterých se podnik prodává, psychologické faktory nebo vztah mezi kupujícím a prodávajícím a samotný průběh vyjednávání o ceně. (Kislingerová, 2001)

Dle Maříka (2011) lze hodnota podniku rozdělit na tržní, subjektivní, objektivizovanou a kolínskou školu.

2.3.1. Hodnota tržní

Tržní hodnota je hodnota, kterou jsou ochotni zaplatit průměrní zájemci na trhu. V konečném důsledku je tržní hodnota částkou, za kterou prodávající a kupující smění daný majetek, jestliže mají náležité informace a nepodléhají jakémukoliv nátlaku.

Její nejběžnější využití je v průběhu prodeje celého podniku, nebo jestliže se firma rozhodne vstoupit na burzu.

2.3.2. Hodnota subjektivní

Tato hodnota bývá označována také jako hodnota investiční. Díky subjektivní hodnotě může investor nebo skupina investorů přesněji stanovit investiční cíl. Základem této hodnoty jsou základní představy manažerů těchto oceňovaných podniků, které pomáhají k odhadu nastávajících peněžních toků. Oceňovatel se také soustředí na alternativní investice, díky čemuž poté může stanovit diskontní míru. Nejčastěji používanou metodou pro stanovení této hodnoty je výnosová metoda.

2.3.3. Objektivizovaná hodnota

Tato hodnota lze určit pouze ve spolupráci s profesionálem, což je hlavním rozdílem od hodnoty subjektivní, která může být určena každou finančně vzdělanější osobou. Pro stanovení objektivizované hodnoty jsou využívány standarty i všeobecně uznávaná data. Cílová hodnota by měla být všeobecně přijatelná a využitelná při zjišťování bonity nebo přidělování úvěru.

2.3.4. Kolínská škola

Základem kolínské školy je jak subjektivní hodnota dle prodávajícího, tak subjektivní hodnota dle kupujícího. Ocenění by mělo odpovídat obecným funkcím, které jsou důležité pro uživatele výsledků. Těmito funkcemi jsou funkce argumentační, daňová, komunikační, poradenská a rozhodčí.

2.4. *Důvody oceňování*

Oceňování podniku je službou, kterou si objednává zákazník z důvodu přínosu nějakého užítku. Užitek může být různý a liší se dle konkrétních potřeb zájemců a jejich cílů, pro které se ocenění vytváří. Oceňování může být zdrojem informací pro management podniku, majitele nebo i různá oddělení podniku. Jednou z častých variant je také ocenění, které slouží potřebám třetí strany jako je banka, pojišťovna nebo stát.

Nejčastějšími důvody, které vedou k oceňování podniků dle Kislingerové (2001) jsou:

- Prodej či koupě podniku,
- příspěvek podniku při zakládání nové obchodní společnosti,
- splynutí obchodní společnosti,
- změna v právní formě dané obchodní společnosti,
- rozhodnutí o uvedení podniku na burzu,

- rozhodování o možnosti využití úvěru,
- sanace nebo likvidace společnosti,
- zhodnocení bonity podniku,
- řešení náhrady za vyvlastnění nebo
- platba různých druhů daní.

Jelikož může být z těchto případů oceňování přesně určen důvod, který k oceňování vedl, je velmi důležité, aby měl oceňovatel k dispozici také kvalitní informace o okolnostech, při kterých se odhad zpracovává.

2.5. Znalci, Odhadci

Oceňování ve většině případů provádějí znalci nebo odhadci. V každé zemi jsou rozdílné podmínky pro vykonávání této funkce, ale většina zemí tuto profesi klasifikuje jako volnou živnost. To znamená, že jediným závazným zákonem pro vykonávání této profese je Živnostenský zákon. V České republice se touto problematikou zabývají profese znalců a odhadců, mezi kterými je ale značný rozdíl.

První z těchto profesí, znalci, jsou v České republice zaevidováni u Krajského soudu. Pro provádění této funkce musí mít složenou zkoušku, po jejímž složení je jmenuje do funkce ministr spravedlnosti nebo předseda krajského soudu. Znalci během své práce předkládají soudům své názory, které jsou podloženy odbornými zkušenostmi z dané problematiky. Znalec má tedy za úkol soudu detailněji daný problém popsat, ale rozhodnutí provádí soud sám. (Kislingerová, 2001)

Profese odhadce je právně zakotvena v novele Živnostenského zákona č. 130/2008 Sb., v platnosti od 1. 7. 2008. Podmínky pro její udělení udává také Živnostenský zákon a je to činnost koncesovaná.

Existuje mnoho spolků a seskupení, do kterých se znalci a odhadci sdružují. Jenom v České republice je těchto spolků 12. Mezi největší zástupce patří Česká komora odhadců majetku nebo Asociace znalců a odhadců České republiky s více než 600 členy. Jejich hlavní činností je sdružování soudních znalců a odhadců majetku z různých oborů. Jejich další činností je pořádání různých konferencí a školení, která zvyšují odbornou úroveň členů a také každoročně přezkušují jejich znalosti.

(Asociace znalců a odhadců ČR, 1992)

3. Postup oceňování podniku

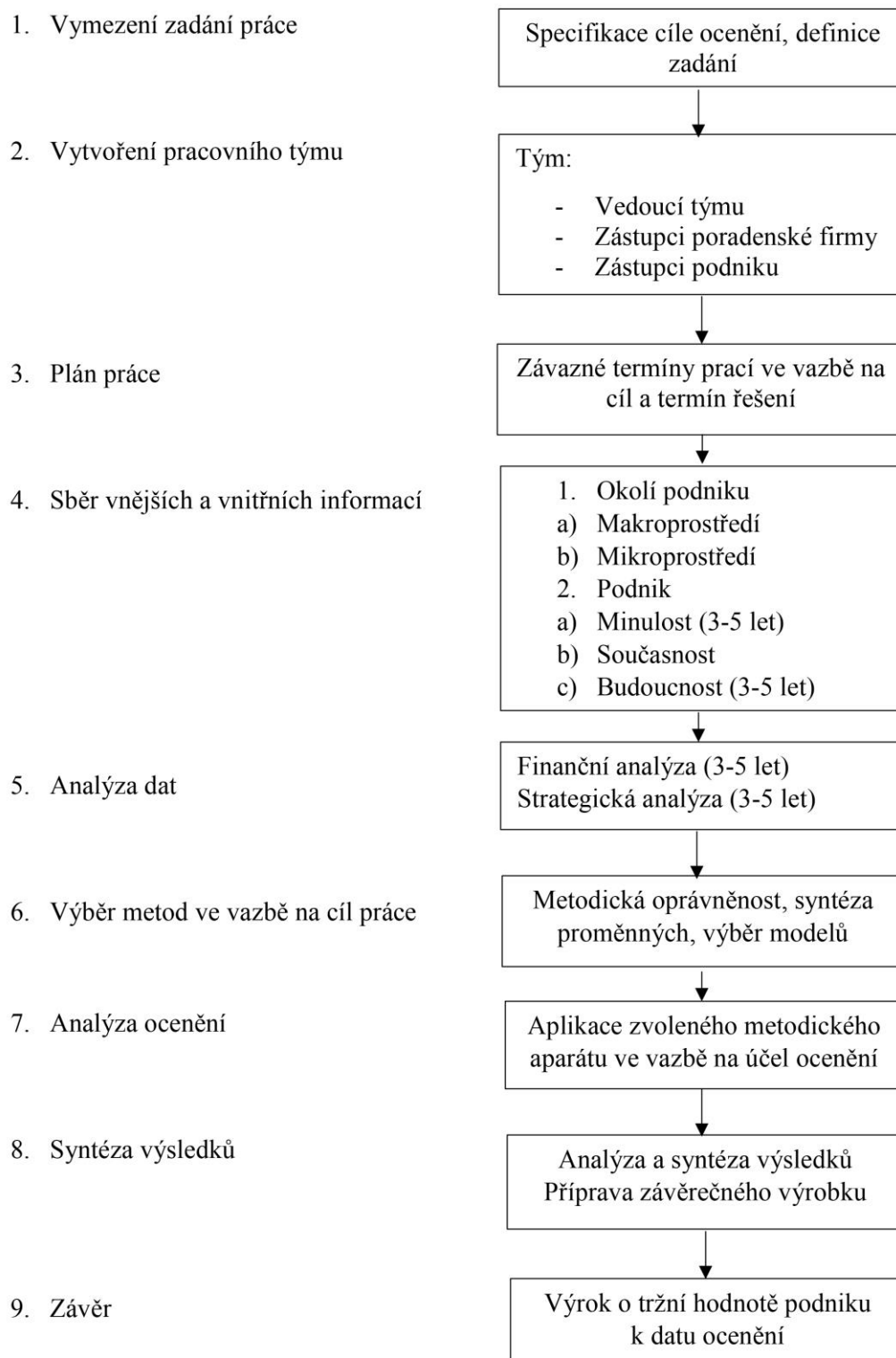
Na počátku práce, ještě před samotným procesem oceňování podniku, je nutné si vymezit záměr, k jakému se bude práce oceňování zpracovávat. Se zadavatel by zároveň měla být vyjasněná předpokládaná hodnota i představa o časové náročnosti úkolu. Tyto cílené hodnoty se pak stávají slibným vodítkem, díky kterému lze předpokládat správný výběr oceňovacího modelu. Další důležitým krokem před výběrem metody oceňování je zpracování následujících kroků, bez kterých nelze s oceňováním začít.

- Zpracování finanční a strategické analýzy dané firmy pro vyhodnocení celkového stavu podniku.
- Dále je nutné vyhodnotit další strategické analýzy jako například posouzení konkurenčních sil nebo vyhodnocení celkového postavení podniku na trhu.
- Zhodnocení dlouhodobě udržitelného postavení na trhu a schopnost vytvářet do budoucna hodnoty.

(Mařík, 2011)

Dalším přiblížením postupu při oceňování podniku je následující obrázek schématu, ze kterého vyplývá, že průběhu zpracování se většinou účastní celé řada odborníků, kdy se velikost týmu odvíjí od velikosti a složitosti posuzovaného podniku. Tato skupina lidí by měla být řízena manažerem týmu, který celkově řídí a koordinuje práce na zpracovávaném ocenění. Dále se prací účastní specialisté na daný obor a pomocní asistenti, kteří dle koordinací manažera týmu řeší dílčí části. Nedílnou součástí celého týmu jsou zástupci top managementu oceňovaného podniku, kteří formulují požadované zadání prací a zároveň jsou nenahraditelným zdrojem informací. Vše je řízeno již na počátku stanoveným časovým harmonogramem, který byl stanoven na základě konečného požadovaného termínu dodání výsledků práce.

Obrázek č. 1.: Postup při oceňování podniku



Zdroj: Kislingerová, 2001

3.1. Vstupní data a jejich sběr

Prvními informacemi získanými při zahájení prací na samotném ocenění jsou především identifikační údaje podniku, název obchodní firmy, sídlo, právní forma podnikání, předmět podnikání, statutární orgány, společníci a jejich majetkové zastoupení a také například historie. Velmi cenným zdrojem vstupních dat pro práci jsou poslední zpracované účetní a závěrečné dokumenty za 3-5 let, které nalezneme ve formě výročních zpráv, účetních závěrek, zakladatelských listin a zpráv auditorů.

Dále je nutná strategická analýza, zaměřující se na vývoj a rozsah podniku, vymezení části trhu, kde podnik působí, segmentaci a činitele charakterizující směr trhu a atraktivitu celého tržního odvětví. Následující krok je sběr informací vyráběných či obchodovaných produktech, o substitučních produktech a o konkurenci, zejména těch nejvýznamnějších konkurentů v tržním odvětví. Důležitou roli hrají vstupní bariéry do daného odvětví nebo poměr sil v dodavatelsko-odběratelském řetězci. Oceňovatelé musí mít přístup i k informacím jako jsou celá marketingová strategie tj. cenová politika, reklama, odbyt a vnímání obchodní firmy na trhu. V poli výroby a dodavatelského portfolia jsou důležité informace o celkové povaze výroby a řízení vstupní i výstupní kvality. Konečnými údaji mohou být také výstupy z průzkumu personální struktury podniku, podniková kultura, fluktuace a spokojenost zaměstnanců. (Mařík, 2011)

3.2. Strategická analýza

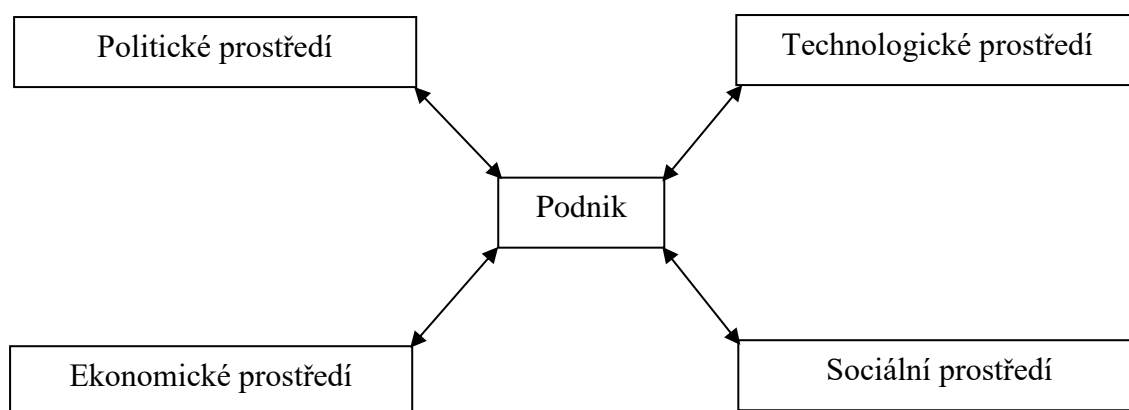
Při využití strategické analýzy je možné nalézt vzájemnou interakci mezi podnikem a podnikovým okolím. Při zpracování této analýzy se systematicky hledají všechny interní i externí činitele, působící na podnik a identifikují se jejich vzájemné souvislosti. Zpracování této strategie se sestává z hledání možných nastávajících situací a přípravy podniku na tyto možné scénáře. Z toho vyplývá, že strategickou analýzu není možné založit pouze na předvídání budoucnosti, ale díky tomuto plánování se podnik snaží svou budoucnost aktivně ovlivnit ve prospěch svých zájmů. (Sedláčková, 2000)

Za cíl strategické analýzy se považuje stanovení potenciálu celkových výnosů, závislých na potenciálu vnějšího i vnitřního prostředí. Vnitřní potenciál je možné omezit na silné a slabé stránky podniku, kde se klade nejvyšší důraz na zjišťování konkurenčních výhod. Vnější potenciál je pak zaměřen na rizika a příležitosti, které jsou firmě nabízeny podnikatelským prostředím. (Mařík, 2011)

3.3. Analýza makroprostředí

Makroprostředí a jeho vývoj má na výkonnost podniků v něm působících velmi významný vliv. Posouzení vývoje prostředí a podmínek z minulosti a současnosti, ve kterých daná firma fungovala a zároveň i aktuálně působí, pomáhají při práci odhadců zhodnocení již dosažených cílů a celkové výkonnosti podniku. Dále je z těchto údajů možné posoudit celkovou reálnost dosažitelnosti plánovaných cílů v prognózovaném vývoji podnikatelského prostředí. Podnik jako dílčí systém v makroprostředí lze vyjádřit následujícím obrázkem. (Kislingerová, 2001)

Obrázek č. 2.: Postavení podniku v rámci makroprostředí



Zdroj: Kislingerová, 2001

Dle Kislingerové (2001) existuje v teoretické a praktické sféře největší shoda o vlivu na podnik u těchto ukazatelů:

- tempo růstu hrubého domácího produktu,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj inflace,
- fiskální politika státu
- vývoj inflace
- vývoj úrokových sazeb
- ekonomické a politické šoky.

3.4. Analýza mikroprostředí

Tato analýza je v případě oceňování velmi významná, jelikož předává investorům přesnější představu o zamýšlené investici. V této fázi dochází k identifikaci základních znaků a přiřazení podniku k určitému odvětví. V jádru se jedná o stanovení dvou generálních oblastí problémů, a to:

- vymezení základních charakterizujících znaků odvětví,
- odhad vývoje odvětví.

3.4.1 Vymezení základních charakterizujících znaků odvětví

Základní charakteristické znaky odvětví:

- senzitivita změn hospodářského cyklu
- velikost úprav tržního prostředí státem
- skladba odvětví

Jedna z nejdůležitějších charakteristik je analýza citlivosti odvětví, ve kterém se podnik nachází v hospodářském cyklu. V závislosti na konjunkturálním vývoji je možné rozlišovat mezi cyklickými, neutrálními a anticyklickými odvětvími.

Do cyklických odvětví patří odvětví kopírující hospodářský cyklus a jsou dány charakterem produktu umístěvaného na daný trh. Jedná se především o produkty určené ke dlouhodobé spotřebě, kde zákazník rozhoduje o spotřebě dle aktuální finanční situace a rozhodnutí o koupi lze odložit. Typickým příkladem takového odvětví jsou stavebnictví a průmysl dlouhodobých spotřebních statků, například automobilů. Klasickým projevem je dosahování velmi dobrých výsledků v období expanze a naopak projev nejhorších výsledků ve fázi recese. Velmi důležitým faktorem v těchto odvětvích je tedy schopnost využití kapacit.

Neutrální odvětví hospodářskými cykly ovlivňována v zásadě nejsou. Jako příklad lze uvést výrobu základních potravin či léčiv.

Odvětví anticyklická lze charakterizovat tak, že právě ve fázi recese dosahují nejvyšších výsledků. Příkladem je například herní průmysl, zejména hrací automaty, sázkové kanceláře apod., které nahrazují finančně náročnější trávení volného času.

Tabulka č. 1.: Vztah mezi hospodářským cyklem a výkonností akcií

	Počáteční fáze vzestupného trendu	Závěrečná fáze vzestupného trendu	Počáteční fáze sestupného trendu	Závěrečná fáze sestupného trendu
Cyklické akcie – svázané s hospodářským cyklem				
Spotřebitelský průmysl	Maximální výkonnost	Maximální výkonnost	Nejnižší výkonnost	Nejnižší výkonnost
Základní průmysl	Maximální výkonnost	Maximální výkonnost	Nejnižší výkonnost	Nejnižší výkonnost
Energetický průmysl	Maximální výkonnost		Nejnižší výkonnost	Nejnižší výkonnost
Finanční průmysl	Nejnižší výkonnost	Maximální výkonnost	Maximální výkonnost	
Dopravní společnosti			Nejnižší výkonnost	
Defenzivní akcie – statky s konstantní poptávkou				
Defenzivní akcie spotřebitelského průmyslu	Nejnižší výkonnost		Maximální výkonnost	
Defenzivní akcie energetického prům. (mezin. ropné spol.)		Maximální výkonnost		
Služby	Nejnižší výkonnost			Maximální výkonnost
Růstové akcie – nejsou příliš citlivé na recesi ekonomiky				
Růstové akcie spotřeb. průmyslu – např. potraviny		Maximální výkonnost		
Firmy vyrábějící technologie pro kap. statky	Maximální výkonnost	Maximální výkonnost		Nejnižší výkonnost
Růstové akcie energetických podniků	Maximální výkonnost			

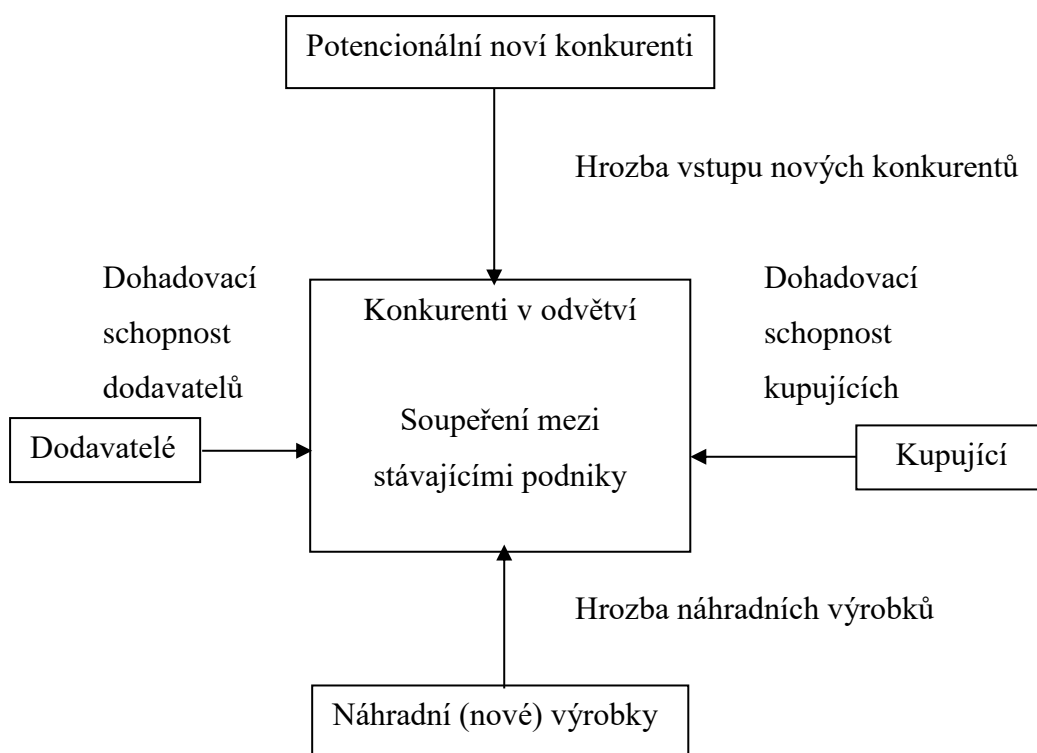
Zdroj: Kislingerová, 2001

Jako druhá velmi podstatná charakteristika odvětví je míra regulace ze strany státu. Některé vládní regulace mohou být cílené přímo k některým službám či produktům jako jsou například regulace cen energií či nájemného. Dále mohou tyto regulace představovat určitou formu bariér vstupu do odvětví. Typickým příkladem je udělování licencí.

Třetí podstatnou odvětvovou charakteristikou je skladba odvětví. Na tuto strukturu působí pět konkurenčních dynamických faktorů, které se skládají z:

- vstupu nových konkurentů,
- hrozeb nových produktů a služeb,
- vyjednávacích schopností kupujících a
- rivality mezi stávajícími konkurenty.

Obrázek č. 3.: Základní složky odvětvové struktury



Zdroj: Porter, 1993, str. 24

Struktura odvětví tvoří neoddělitelnou součást stanovení hodnoty podniku, protože bývá v časové ose relativně stabilní.

Ze zkoumání makroekonomického prostředí lze odvodit podmínky a vnější faktory, za jakých byly určité výsledky podniku v minulosti dosaženy. Dále je nutné zvažovat budoucí možné scénáře, které se mohou v mnohou variantách odlišovat od

makroekonomických předpovědí, zejména pak ve vztahu k investorům a jejich budoucím výnosům. Tyto varianty se pak zohledňují při užití výnosových metod.

3.4.2 Odhad vývoje odvětví

Pro předpověď vývoje odvětví se východiskem stává jeho historický vývoj. Ten se především koncentruje na srovnání minulého vývoje zisků, tržeb a hodnoty akcií. Přestože se nelze vždy na minulost spolehnout, je velmi důležitá její analýza, bez které není možné budoucnost predikovat. Obvykle je nutné zkoumat základní vývojové rysy ve vztahu s inovačními procesy, které působí na základní parametry rozvoje. Tato část bude velmi významná zejména ve výnosových modelech, neboť dobře stanovený parametr tempa růstu je jeden ze závazných faktorů, které mají vliv na celkový výsledek ocenění.

Nezbytností je při predikci správné stanovení délky období, pro které je možné tržby prognózovat a správně určit ziskovou volatilitu. Ve všech těchto rozvahách je nutné zohlednit i předpoklady vývoje úrokových sazeb, devizových rizik, ale také možné budoucí vlivy politického charakteru.

Z uvedeného postupu je jasné, že velkou část práce na ocenění tvoří shromažďování dat a jejich analýza ještě před samotnou aplikací modelů pro výpočet hodnoty podniku.

Pro práci při oceňování podniků lze použít odvětvové prognózy a analýzy, které jsou zpracovávány profesionály v mnohých finančních institucích a zároveň i Ministerstvem průmyslu a obchodu. Ke zpracování těchto analýz je nutné mít k dispozici jak potřebné informace, tak i dostatek zkušeností. Výsledky těchto analýz a prognóz lze dohledat na internetových stránkách jednotlivých organizací a v odborném tisku. (Kislingerová, 2001)

3.5. *Finanční analýza*

Aby bylo možné zhodnotit finanční výkonnost zkoumaného podniku, je nutné zpracovat finanční analýzu. Pro vypracování finanční analýzy se využívají různé zdroje. Lze je přitom dělit na externí a interní. Mezi interní zdroje řadíme rozvalu s výkazem zisků a ztrát, audity a některé firmy mají zpracovaný i výkaz peněžních toků. Do externích informačních zdrojů pak řadíme například data ze statistického úřadu a obchodního a živnostenského rejstříku. Je nutné uvědomit si fakt, že takřka všechna zkoumaná data jsou historická. (Synek, Kislingerová, 2010)

Dle Kislingerové (2010) se běžně využívají tyto analýzy:

- vertikální a horizontální analýzy,
- analýzy pracovního kapitálu,
- poměrové analýzy,
- bankrotní a bonitní modely,
- rozklad ROE.

3.5.1 Vertikální a horizontální analýzy

Tzv. Horizontální a vertikální rozbor finančních výkazů je výchozím bodem pro finanční analýzu. Údaje z těchto výkazů lze v případě, že nenastanou zvláštní situace, považovat za stálé veličiny.

Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumaných dat v čase. Zpravidla se zde pozorují změny meziroční, a ty lze velmi dobře posuzovat díky indexům či diferencím v absolutních číslech. Mnohdy se při zpracování horizontální analýzy využívají indexy, díky kterým lze získat relativní pohled na vývoj zkoumaného ukazatele.

Vertikální analýza naopak spočívá v pohledu na jednotlivé položky výkazu skrz vztah k nadřazené veličině. Tato návaznost je většinou vyjádřena poměrem v procentech. Tím je dosaženo jednoznačného pohledu na poměr, v jakém se jednotlivé položky podílejí na celkové sumě. Příkladem může být vertikální analýza účetní rozvahy podniku, kde je bilanční suma nadřazenou veličinou a k ní se pak porovnávají jednotlivé položky rozvahy ze strany aktiv a pasiv. (Kislingerová, 2010)

3.5.2 Analýza pracovního kapitálu

Jako pracovní kapitál je v nejširším pojetí brán oběžný majetek dané organizace. Avšak pro analýzu pracovního kapitálu z pohledu finančního managementu je mnohem účinnější sledování tzv. čistého pracovního kapitálu (NWO), který lze brát jako složku dlouhodobých zdrojů majetku, kryjící oběžná aktiva. Jedná se o dlouhodobý zdroj, vytvářející jakýsi nárazník v případě finanční nestability a je jím financován každodenní provoz podniku. V podstatě čistý pracovní kapitál získáme, když se od oběžných aktiv odečtou krátkodobé závazky.

Tato analýza zkoumá výši čistého pracovního kapitálu k explikaci strategií managementu pro práci s pracovním kapitálem. Tyto strategie lze uvést ve třech stupních jako umírněnou, konzervativní a agresivní. V případě užití umírněné strategie se jedná pouze o využívání dlouhodobých zdrojů k financování trvalých oběžných aktiv. O konzervativní strategii se jedná v situaci, kdy má čistý pracovní kapitál vyšší hodnotu než

hodnota trvalé složky oběžných aktiv. Zároveň je ale stále na nižší úrovni než nejvyšší dosahovaná míra oběžných aktiv. Při aplikaci strategie agresivní, jsou krátkodobými zdroji financována částečně oběžná i trvalá aktiva. (Režňáková, 2010)

3.5.3 Poměrová analýza

Zatímco dvě výše uvedené analýzy zpracovávají vztah nebo poměr vždy jedné veličiny vzhledem k času či k jiné vztažné veličině, poměrová analýza porovnává položky přímo mezi sebou. To umožňuje nahlížet na finanční stav podniku v několika různých souvislostech. K tomu, aby podnik mohl být schopen dlouhodobé existence, je nutné, aby byl rentabilní, což je přínos pro vlastníky, dále by měl být zadlužený pouze do přiměřené míry, a zároveň likvidní. Jedině při dodržení těchto zásad lze mluvit o principu going concern, což znamená předpoklad pokračování firmy v podnikání. (Růčková, 2011)

Nejpoužívanějšími poměrovými ukazateli jsou: ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu.

Prvními jsou **ukazatele rentability** či výnosnosti, které patří k ukazatelům, v praxi nejsledovanější. Ukazují, jakého bylo dosaženo účinku vloženého kapitálu a celkovou efektivitu podniku. Díky ukazatelům rentability je možné pozorovat kombinaci vlivů zadluženosti, likvidity a aktivity a jejich účinnost na zisk podniku. (Sedláček, 2009)

Tabulka č. 2.: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability (výnosnosti)	Vzorec pro výpočet
ROI – Rentabilita vloženého kapitálu	$\frac{EBIT}{\text{Celkový kapitál}}$
ROA – Rentabilita celkových aktiv	$\frac{EBIT}{\text{Aktiva}}$
ROE – Rentabilita vlastního kapitálu	$\frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$
ROCE – Rentabilita dlouhodobých zdrojů	$\frac{EBIT}{\text{Dlouhodobé závazky} + \text{vl. kapitál}}$
ROS – Rentabilita tržeb	$\frac{EAT}{\text{Tržby}}$

Zdroj: Sedláček, 2009

Dle Sedláčka (2009) se v průběhu hodnocení výnosnosti podniku používají stupně zisku, které jsou známé pod těmito zkratkami, pocházejícími z anglických názvů jednotlivých typů zisku:

- EBT - earnings before taxes
- EAT - earnings after taxes
- EBIT - earnings before interest and taxes
- EBITDA - earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation
- NOPAT - net operating profit after taxes

Ukazatele aktivity se snaží o měření úspěšnosti managementu podniku ve využívání aktiv tj. vlastních zdrojů. Je možné je použít v různých úrovních jak pro aktiva jednotlivá tak i pro celková. Jedná se nejčastěji o poměr tokové veličiny, jako například tržby s veličinou stavovou, což jsou například aktiva. Lze je tedy vyjadřovat ve dvou modelech. V prvním měříme obrátkovost, která ukazuje počet obrátek za nějaké období. Ve druhém se jedná o dobu obratu, ta zobrazuje počet dob (dní, měsíců, let) za které uběhne jedna obrátka. V následující tabulce jsou zachyceny výpočty jednotlivých ukazatelů aktivity. (Kislingerová, Hnilica, 2008)

Tabulka č. 3.: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	Vzorec pro výpočet
Obrat aktiv	$Tržby/Aktiva$
Obrat zásob	$Tržby/Zásoby$
Obrat pohledávek	$Tržby/Pohledávky$
Doba obratu aktiv	$\frac{Aktiva}{Tržby/360}$
Doba obratu zásob	$\frac{Zásoby}{Tržby/360}$
Doba obratu pohledávek	$\frac{Pohledávky}{Tržby/360}$

Zdroj: Kislingerová, Hnilica, 2005

Ukazatele zadluženosti nebo i finanční stability zobrazují vztah mezi cizími zdroji a zdroji vlastními. Za pomoci výpočtu těchto ukazatelů je možné zjistit, v jakém rozsahu podnik využívá zadluženost pro své financování. I vyšší míra zadlužení, nemusí být charakteristikou, která by podnik negativně ovlivňovala. V případě, že management podniku pracuje dobře, může nastat situace, při které vyšší finanční páka působí kladně

na návratnost vlastního kapitálu. Ukazatele zadluženosti jsou seřazeny v tabulce. (Sedláček, 2009)

Tabulka č. 4.: Ukazatele zadluženosti

Ukazatel zadluženosti	Vzorec pro výpočet
Celková zadluženost	$\frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$
Kvóta vlastního kapitálu	$\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$
Doba splacení dluhu	$\frac{\text{Cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky}}{\text{Provozní CF}}$
Úrokové krytí	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Úroky}}$

Zdroj: Mařík, 2011

Dle Sedláčka 2009 jsou preference věřitelů zpravidla pro nízký ukazatel zadluženosti. Jako dodatek celkového zadlužení může sloužit kvóta vlastního kapitálu. Po součtu těchto ukazatelů vyjde pokaždé jedna.

Celková zadluženost by však neměla překročit 70% a ve většině případů se hýbe mezi 30% a 60%. Úrokové krytí neboli ukazatel zajištěnosti placení úroků by mělo dosahovat co nejvyšších hodnot. Nejmenší hodnota, kterou by mělo úrokové krytí nabývat, by měla být 1, pod touto hodnotou se mění veškerý pokles zisku ve ztrátu. Z obecného hlediska ale tyto ukazatele nemají přímo danou hodnotu, která by se měla dodržovat. Nejčastěji se však nahlíží na celkovou strukturu aktiv. Z důvodu nestejnorodosti podniků a jejich tržního odvětví nelze na ukazatele zadluženosti nahlížet jako ukazatele stejné stability při stejné hodnotě (Grünwald, Holečková, 2009)

Ukazatele likvidity avizují, do jaké míry má podnik schopnost splnit své krátkodobé závazky. U těchto ukazatelů je vždy snaha dosahovat co nejvyšších hodnot tak, aby byl podnik schopen co nejrychleji reagovat na požadavky splacení svých závazků. Ukazatele likvidity lze rozdělit do třech hlavních skupin. První skupinu označujeme pojmem běžná likvidita, která se vypočte jako podíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. U Hodnoty ukazatele běžné likvidity je možné, aby dosahoval shodných hodnot s odvětvovým průměrem. Přijatelná míra je v rozmezí 1,5 až 2,5. Poněkud striktnějším ukazatelem je v tomto směru rychlá likvidita, kterou vypočteme podílem součtu krátkodobých pohledávek s finančním majetkem a krátkodobými závazky. Standardně se tato vypočtená hodnota pohybuje mezi 1 a 1,5. Třetí skupinou

likvidity je pohotová likvidita. Tu získáme jako podíl mezi krátkodobým finančním majetkem a krátkodobými závazky. Běžně se tato míra ve zdravém podniku udržuje na 0,5. Níže uvedená tabulka přehledně zachycuje všechny tři druhy likvidity.

(Holečková, Grünwald, 2009)

Tabulka č. 5.: Ukazatele L 1 - L3

Ukazatele likvidity	Vzorec pro výpočet
Pohotová likvidita L1	$\frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
Rychlá likvidita L2	$\frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
Běžná likvidita L3	$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$

Zdroj: Grünwald, Holečková, 2009

Ukazatele kapitálového trhu jsou skupinou, která dokáže do jisté výše překonat nedostatky všech předcházejících ukazatelů. V těchto ukazatelích lze najít hodnotu akcie a z toho důvodu je pak možné zjistit, jak podnik zhodnocuje trh. V tabulce jsou představeny nejdůležitější zástupci těchto ukazatelů.

Tabulka č. 6.: Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu	Vzorec pro výpočet
Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní cena akcie}}$
Ukazatel P/E	$\frac{\text{Cena akcie}}{\text{Zisk na 1 akcii}}$

Zdroj: Kislingerová, Hnilica, 2005

3.5.4 Bonitní a bankrotní modely

Tyto modely mají za úkol za pomoci stanoveného čísla zhodnotit celkové zdraví podniku. V principu jde o porovnání výsledných hodnot s hodnotami vypovídajícími o reálném stavu firmy. Odlišné modely se rozlišují typem vstupních dat i interpretací výstupních hodnot. Bonitní modely se používají pro zhodnocení efektivity (výkonnosti) podniku a slouží zejména jako podklad pro investory. Bankrotní modely pak slouží k pozorování schopnosti podniku plnit své závazky a tyto výsledky jsou určeny především věřitelům. (Synek, 2009)

Altmanova analýza vznikla roku 1968 pro vyjádření celkové finanční situace podniku zejména jako identifikátor bankrotu. Později byla pak v průběhu let vícekrát

aktualizována a poupravena pro jednotlivé tržní situace. V základu tento model analýzy vznikl pro podmínky Severoamerického trhu. Z tohoto důvodu nebylo jasné, jestli bude možné tento model spolehlivě použít i na trzích mimo Ameriku. Nejaktualizovanější forma tohoto modelu je verze ZETA. Výpočet této verze se provede dle následujícího vzorce.

$$ZETA = 0,717 * X_1 + 0,847 * X_2 + 3,107 * X_3 + 0,42 * X_4 + 0,998 * X_5$$

X_1 – čistý pracovní kapitál / aktiva

X_2 – nerozdělený zisk z minulých let / aktiva

X_3 – EBIT / aktiva

X_4 – tržní hodnota vlastního jmění / účetní hodnota celkových závazků

X_5 – tržby / aktiva

Výsledné hodnoty lze interpretovat na základě tabulky č. 5 uvedené níže:

Tabulka č. 7.: Interpretace výsledných hodnot analýzy ZETA

Výsledná hodnota modelu ZETA	Interpretace
> 2,9	Prosperita
1,2 - 2,9	Šedá zóna
< 1,2	Bankrot

Zdroj: Synek, 2009

Firmy, které se nachází šedé zóně, se mohou během následujících dvou let dostat do jedné z ostatních dvou skupin, avšak zatím jejich vývoj není možné blíže specifikovat.

Manželé Neimaierovi vyvinuli v roce 1995 bankrotní model IN95. Následnými úpravami došlo v roce 2005 ke vzniku indexu IN05, který se používá do dnes. Pro výpočet indexu IN05 je stanoven následující vzorec.

$$IN05 = 0,13 * X_1 + 0,04 * X_2 + 3,97 * X_3 + 0,21 * X_4 + 0,09 * X_5$$

X_1 – Finanční páka

X_2 – Úrokové krytí

X_3 – Produkční síla

X_4 – Obrat aktiv

X_5 – Běžná likvidita

Výsledné hodnoty lze interpretovat na základě tabulky č. 5 uvedené níže:

Tabulka č. 8.: Interpretace hodnot IN05

Výsledná hodnota modelu IN05	Interpretace
> 1,6	Tvorba hodnoty
0,9 - 1,6	Šedá zóna
< 0,9	Směr bankrotu

Zdroj: Synek, 2009

U tohoto druhu analýzy lze pozorovat podobnou logiku jako u modelu ZETA, avšak jednotlivé ukazatele a jejich váhy mají jiné hodnoty. Model je pozměněn tak, aby lépe fungoval v českém tržním prostředí. Proto je vhodnější jej použít při zkoumání českých firem. Při výsledku směřujícím k bankrotu, se uvádí 67% spolehlivost. Naopak pro výsledek směřování podniku k budoucí tvorbě hodnot se uvádí spolehlivost 86%. (Synek, 2009)

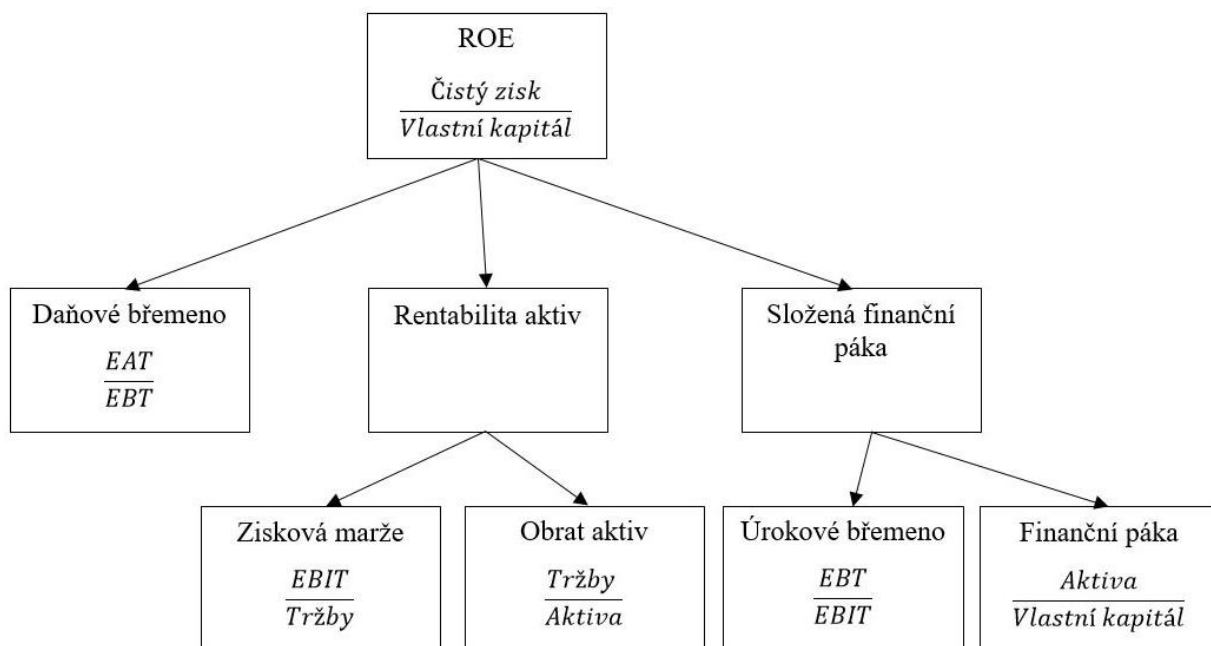
3.5.5 Rozklad ukazatele ROE

Ukazatel ROE je jedním z nejvíce sledovaných ukazatelů efektivity podniku, a proto se zjišťuje nejenom míra velikosti tohoto ukazatele ale i výše a druh ovlivňujících prvků, ze kterých se skládá. Mnohdy se také zjišťuje, která část přímo může za snížení či nárůst ROE. Níže uvedený vzorec zobrazuje rozložení vzorce pro ukazatel ROE. (Kislingerová, 2001)

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} * \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} * \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}} \\ &= ROA * \text{index finanční páky} \end{aligned}$$

Jako alternativní možnost se pro rozklad ROE využívá EBT namísto čistého zisku. V následujícím schématu lze vidět, jak popisovaný rozklad vypadá.

Obrázek č. 4.: Rozklad ukazatele ROE



Zdroj: Kislingerová, 2001

Nyní je po takovémto provedení rozkladu možné pozorovat působení jednotlivých prvků na nadřazený ukazatel. K tomuto účelu je možné využít logaritmickou metodu. Výsledkem této metody je podíl mezi přirozeným logaritmem ukazatele, u něhož se pozoruje účinek na vrcholový ukazatel a mezi přirozeným logaritmem přímo vrcholového ukazatele. (Kislingerová, 2001)

3.6. Finanční plán

Finanční plán je základním východiskem pro oceňování výnosovými metodami. Základem pro tento plán je podnikový plán, který vychází z dlouhodobé strategie a vize podniku. Jednotlivé části finančního plánu tvoří:

- **plán vývoje** – obvykle je členěn pro přehledné odhadování budoucího vývoje,
- **plán produkce** – slouží k odhadu budoucích nákladů,
- **plán kapacity** – navazuje na produkční plán a je promítnut v investičním plánu, plánu pracovního kapitálu, údržby nebo obnovy a odpisového plánu,
- **plán pracovníků** – vysoký vliv na osobní náklady,
- **plán provozně-peněžních toků** – základ pro sestavení celkového peněžního toku,
- **plánová rozvaha** – konečný dokument. (Mařík, 2011)

V první části tvorby tohoto plánu je důležité rozhodnutí o druzích agregovaných položek jednotlivých výkazů. Finanční výkazy mají obvykle obdobnou strukturu jako účetní výkazy.

Konkrétní struktura výkazu zisků a ztrát a rozvahy je obvykle zvolena oceňovatelem dle jeho schopností založit dané hodnoty na přesvědčivých argumentech.

Další důležitou částí je zhodnocení finanční analýzy, jejíž výsledky slouží jako základ pro posouzení rizika a to hlavně provozního nebo finančního, což je důležité k posouzení diskontní míry.

Další důležitou částí je zhodnocení rizika. Veškerá budoucí rizika není možné v diskontní míře promítnout. Obvykle je část rizika zkalkulována ve finančním plánu. Často využívanou možností kalkulace rizika je rozvíjení možných komplexů vnějších podmínek či pravděpodobnějších reakcí oceňovaného podniku. (Kislingerová, 2001)

3.7. Generátory hodnoty

Generátory hodnoty jsou souhrnem základních podnikohospodářských veličin, které určují souhrnnou hodnotu podniku. Tyto veličiny mají obvykle návaznost na vybraný typ oceňování podniku.

3.7.1. Tržby

Základem určení budoucích tržeb je strategická analýza, ale ne vždy nám poskytne konečný výsledek, jelikož tuto prognózu korigují kapacitní možnosti. Většinou jsou úvahy zachyceny analýzou vnitřního potenciálu nebo finančním plánem, který charakterizuje finanční možnosti podniku. (Kislingerová, Hnilica, 2005)

3.7.2. Provozně-zisková marže

Provozně-zisková marže vzniká poměrem zkorigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a tržeb. Tento výsledný provozní zisk je dále využíván pro výpočet mnoha výnosových veličin, které jsou pro oceňování základem. (Petřík, 2009)

3.7.3. Investice do dlouhodobého majetku

Z těchto investic jsou nejvíce využívány investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. U větších společností je vhodným východiskem analýza minulosti. Aby nebyly představy zkreslené, je vhodné využít analýzu vývoje v minulosti a doplnit ji mírou využití kapacit.

3.7.4. Pracovní kapitál

Při oceňování podniku není běžně tento model využíván ve své obecné podobě, ale v modifikované. Touto modifikací je využití pracovního kapitálu, který vznikne po odečtení oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu. (Kislingerová, Hnilica, 2005)

4. Metody stanovení hodnoty firmy

V této kapitole budou představeny metody, které jsou běžně využívány k oceňování podniku. Z důvodu odlišností mezi jednotlivými podniky, existuje více možností, jak podnik oceňovat. Jaká metoda bude nakonec využita, závisí na samotném oceňovateli a jeho dosavadních zkušenostech a odbornosti.

Většina metod pro oceňování je založena na matematických modelech, které vycházejí ze vstupních dat, ze kterých je poté ocenění zpracováno. Pro co nejpřesnější výsledky je nutné do modelu vkládat přesná data. (Kislingerová, 2001)

Další část práce je složena z jednotlivých metod oceňování a postupů při jejich používání. Postupně budou představeny metody, které jsou založené na stavových veličinách, nejpoužívanější výnosové metody, kombinované metody a metody založené na analýze trhu.

4.1. *Metody založené na stavových veličinách*

Oceňování, které je založené na stavových veličinách, bere majetkovou podstatu podniku jako substituční hodnotu. Díky této substituční hodnotě je možné označit všechny druhy oceňování stavových veličin. Majetková hodnota podniku vznikne, jestliže jsou odečteny individuálně oceněné závazky od souhrnu jednotlivě oceněných součástí majetku. Ocenění dle majetku lze členit podle předpokladů využívaných při oceňování. (Mařík, 2011)

4.1.1. Metoda účetní hodnoty

V této metodě jsou využívány historické ceny, díky čemuž je možné zjistit jaká je skutečná pořizovací hodnota majetku. Tato metoda není v praxi příliš využívaná, jelikož jsou výsledky jejích výpočtů snadno ovlivnitelné pomocí mnoha účetních technik. (Kislingerová, 2001)

Dle Zákona o účetnictví musí veškeré podnikatelské jednotky vypracovávat každý rok účetní uzávěrky a rozvahy. Díky rozvaze je možné hodnotu podniku souhrnně vyjádřit. Metoda je velmi jednoduchá a rychlá, jelikož je hodnota společnosti stanovena jako hodnota aktiv vlastněných podnikem.

Nevýhodou této metody je právě výpočet z historických cen, které ve většině případech neodpovídají současnému stavu. Z tohoto důvodu se metoda převážně používá při rychlém odhadování hodnoty podniku na první pohled.

4.1.2. Metoda substanční hodnoty

Kvůli značným nedostatkům metody účetní hodnoty byla vymezena metoda substanční neboli věcné hodnoty, která zakládá své výpočty na odhadu ceny, za kterou by bylo možné daný podnik vybudovat od základů znovu. Prvním krokem je tedy zjištění reprodukční ceny takového majetku, která je dále snížena o opotřebení. Od hodnoty, kterou tímto výpočtem dostaneme, je nutné odečíst dluhy a tak vznikne netto substituční hodnota.

Reprodukční cena je vhodná pouze u majetku provozně nutného a je odvozena dle mezinárodních oceňovacích standardů. U ostatního majetku je naopak potřebná cena, která by byla případně vhodná pro prodej tohoto majetku.

(Kislingerová, 2001)

K substituční hodnotě je možné dojít těmito postupy:

- oceňování pomocí zvolené jednotky – přepočtené ceny na jednotku,
- zjišťování ceny dle její funkce – dle rozdělení nákladů na jednotlivé procesy,
- zjištění ceny na přímo – odvození cen dle podkladů výrobců,
- indexová metoda – dle historické ceny, která je upravena indexy data ocenění.

(Kislingerová, 2001)

Obrázek č. 5.: Výpočet dle metody substanční hodnoty

1. Pozemky a komunikace.
2. Budovy a stavby.
3. Stroje a zařízení.
4. Finanční investice.
5. Stálá aktiva (ř. 1 – ř. 4).
6. Zásoby.
7. Pohledávky.
8. Peníze.
9. Oběžná aktiva (suma ř. 6 – ř. 8).
10. Aktiva celkem = **Brutto substanční hodnota** (suma ř. 5 + ř. 9).
11. Krátkodobé závazky.
12. Dlouhodobé závazky.
13. Rezervy.
14. Cizí zdroje celkem (suma ř. 11 – ř. 13).

15. Vlastní kapitál v tržní hodnotě = **Netto substanční hodnota** (ř. 10 – 14)

Zdroj: Kislingerová, 2001

Tato metoda je běžným doplňkem výnosového ocenění. Jejím nejčastějším využitím jsou situace, kdy je narušeno podnikové zdraví nebo nemá doposud stanovený podnikatelský záměr. Dále je metoda využívána ve chvíli, kdy podnik disponuje speciálními aktivy, která se nedají jednoduše spotřebovat. Celková substanční hodnota (hodnota obsahující nehmotné položky) je tedy horní hranicí ocenění podniku. (Kislingerová, 2001)

4.1.3. Metoda likvidační hodnoty

Veškeré metody oceňování jsou založené na principu tzv. going concernu, což předpokládá nepřetržitý provoz podniku. V praxi je ale často možné setkat se s podniky mající problémy se samotnou existencí, kdy dochází k situaci, ve které se musí management rozhodovat, zda je rozumnější v činnosti podniku pokračovat nebo jí zcela ukončit. (Kislingerová, 2001)

V této situaci je nutné zjistit likvidační hodnotu, která je sumou prodejní ceny jednotlivých aktiv, od které je odečtena odměna likvidátora. Tato hodnota je spodní hranicí hodnoty podniku a v případě, kdy je nižší než hodnota likvidační, pak je hodnotou ocenění podniku. (Poláček, Attl, 2006)

Podstatou této metody je zjišťování hodnoty majetku v určitém časovém okamžiku, ve kterém podnik ukončí svoji činnost. V tomto okamžiku budou rozprodána veškerá aktiva a splaceny podnikové závazky k čemuž bude přičtena i odměna likvidátora.

Tato metoda bývá zpravidla zajímavá pro vlastníky, jestliže je likvidační hodnota vyšší, než hodnota, která je stanovena výnosovou metodou. V takovém případě dostanou vlastníci více, než v případě kdy by byla firma stále v chodu. (Kislingerová, 2001)

4.2. Metody výnosové

4.2.1. Metoda ziskové kapitalizace

Tato metoda je základním modelem, díky němuž je možné stanovení hodnoty podniku přímo. Východiskem metody je výkonost podniku v minulých obdobích z čehož vychází i základní myšlenka této metody, kterou je, že hodnotu je možné odvodit ze stálé úrovně zisku daného podniku. Teoretickým předpokladem využití tohoto modelu v praxi

je nekonečně dlouhá doba trvání podniku, detailní znalost historických výsledků firmy (minimálně 5 let) a uvažování investic ve výši odpisů. (Vochozka, Mulač, 2012)

Prvním krokem při aplikaci této metody je analýza minulosti, která je v podstatě především velmi podrobnou analýzou zisků a ztrát za 3 až 5 let, což se odvíjí od předmětu činnosti. Odhadce tedy zpracuje časovou řadu, ze které získá tzv. trvale udržitelný zisk, což je korelace zisku vykázaného v účetnictví.

Při korelaci zisku je nutné prověřit, zda podnik dlouhodobě provádí pravidelné opravy a údržbu stálých aktiv. Dále je nutné zjistit, jaký typ odpisování podnik využívá. Důležitou částí je vyloučení výnosu, které nejsou v přímé spojitosti s hlavní činností podniku. V neposlední řadě je nutné definovat veškeré vlivy, které způsobilo uplatnění účetních metod, jako jsou rezervy či opravné položky.

Při aplikaci této metody je běžně využíván následující postup:

1. Odhadce zvolí odpovídající období (mělo by být mezi 3 – 5 lety) a z těchto období identifikuje zisk.

2. Ke stanovení trvale udržitelného zisku se využívá tato rovnice:

$$\text{Trvale udržitelný zisk} = \frac{\sum_{i=1}^n z_i x q_i}{\sum q_i}$$

kde z_i zisk v období i ,
 q_i váha v daném období,
 i počet období. (Vochozka, Mulač, 2012)

4.2.2. Modely fungující na principu EVA

EVA neboli ekonomická přidaná hodnota ukazuje snahu investorů zvolit podniky, které jsou zárukou pro výhodné investice akcionářů a tedy zvětšení jejich bohatství.

Tento ukazatel lze zjistit pomocí následující rovnice:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde NOPAT provozní hospodářský výsledek po zdanění,
WACC průměrný náklad na kapitál,
C investovaný kapitál.

(Nývtová, Marinič, 2010)

4.2.3. Metoda DFC - diskontu cash flow

V praxi lze tyto modely považovat za nejpoužívanější. Jako výchozí hodnota jsou využívány budoucí výnosy, které jsou převedeny dle pohledu investora na současnou hodnotu. Tyto modely předpokládají: efektivitu na kapitálových trzích, kapitálovou

strukturu firmy složenou pouze z vlastního jmění a dluhu, daň z příjmu jako jedinou existující daň a CF jako perpetuitu. (Kislingerová, 2001)

Metody DFC jsou založené na různých peněžních tocích, které je možné rozdělit podle toho, pro koho je tento tok určen:

- FCFF – volné peněžní toky určené vlastníkům a věřitelům,
- FCFE – volný peněžní tok určený pouze vlastníkům,
- DDM – dividendy a
- EVA. (Kislingerová, 2001)

Při výběru vhodného modelu z těchto čtyřech možností je potřeba počítat s budoucími výnosy a růstovou mírou a poté tyto skutečnosti promítnout ve výši investic a také je porovnat s odpisy.

Model se stabilním růstem

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_1}{r - q_n}$$

q_n – tempo růstu trvajícím do nekonečna

Model konstantního růstu

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_0 x (1 + g) x \left[1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r)^n} \right]}{r - g} + \frac{CF_{n+1}}{(r - g_n) x (1 + r^n)}$$

kde	CF	cash flow
	n, m	období
	t	počet let
	r	diskontní míra
	g	tempo růstu (Vochozka, Mulač, 2012)

4.2.4. Možnosti výpočtu diskontní míry

Pomocí diskontní míry je možné převést výnosy budoucí na současné, vyjádřit očekávanou výnosnost investice a také je možné zohlednit míru rizikovosti při koupi akcií daného podniku. Tato metoda pracuje s faktorem rizika i času a všeobecně je možné říci, že vyšší riziko předznamenává vyšší výnos. (Vochozka, Mulač, 2012)

WACC (průměrný náklad na kapitál) – Tento ukazatel pracuje s úrokem jako cenou za využití výnosového kapitálu. Výsledek je odvozen od poměru využívání cizího a vlastního kapitálu. Důležitým parametrem WACC je, že charakterizuje jak výnos investorů, tak velikost rizik. (Kislingerová, 2001)

g (tempo růstu) – Důležitým bodem je odhad tohoto ukazatele, kde je q tempem růstu využitelným do nekonečna. Každá odchylka v tempu růstu může vést k narušení rovnováhy. Při špatně určeném tempu růstu může dojít ke zvýšení rizika plynoucího z investic v rámci oceňovaného podniku.

V praxi je možné využít několik postupů pro stanovení tempa růstu, které se od sebe kvalitativně nijak neliší. Běžně je na základě získaných dat provedena syntéza, ze které vzniká výsledná hodnota. Nejčastějšími zdroji pro nalezení tohoto parametru jsou:

- historická data,
- vnitřní parametry fungování podniku,
- názory zkušených analytiků. (Kislingerová, 2001)

4.3. Metody kombinované

Tyto metody jsou odvozené od substančních a výnosových metod nebo jsou jejich spojením. Jejich nejpoužívanějšími zástupci jsou tyto tři metody:

- Schmalenbachova metoda,
- vážená střední hodnota a
- metoda superzisku a nadzisku.

4.3.1. Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Tato metoda je nazývána metodou „obchodníků a praktiků“. Výchozím bodem této metody jsou vložené statky a výkony do podniku a také budoucí výnosy. Obě dvě složky mají stejnou váhu. Metoda vychází z myšlenky, že jednotlivé podniky mají omezený vývojový potenciál z důvodu trvalého uspořádání hospodářských statků v dané struktuře.

Pomocí této metody je hodnota podniku stanovena prostým aritmetickým průměrem výnosové a substanční hodnoty. Výše výnosu je stanovena metodou kapitalizace zisku a substanční netto hodnoty. Jestliže není podnikový výnos navázán přímo na matkové bázi, není možné danou metodu využít. Obvykle je goodwill tvořen vyšší hodnotou výnosu než substance. V situaci, kdy neplatí tato východiska, se může podnik dostat i do likvidace. (Kislingerová, 2001)

4.3.2. Vážená střední hodnota

Tato metoda vychází z obdobného předpokladu jako předchozí metoda. Rozdílné je zacházení se zjištěnou výnosovou a substanční hodnotou, která se v tomto případě hodnotí pomocí vah. Váhu ovlivňuje riziko budoucích výnosů, ale i struktura

podnikových aktiv. V případě podniku, který vlastní velké množství hmotného investičního majetku, je vyšší váha přiřazována hodnotě substance.

$$\text{Hodnota podniku} = v * S + (1 - v) * V$$

v koeficient váhy substanční hodnoty,

S hodnota dle substanční metody,

V hodnota výnosové metody,

(Kislingerová, 2001)

Nejčastěji využívaným koeficientem je $v = 0,5$, což je možné v situaci odůvodněného rizika pozměnit na $v = 0,7$. Vyšší hodnota je také využívána v případě, že v rozvaze převažuje hmotný majetek, majetek investiční.

4.3.3. Metoda superzisku a nadzisku

Kapitalizovaný nadzisk je možné získat, jestliže odečteme od zisku vyprodukovaného podnikem zisk, který může vlastník získat díky investovanému kapitálu bez rizika. (Vochozka, Mulač, 2012)

4.4. **Metody analyzující trh**

4.4.1. Přímé ocenění pomocí kapitálového trhu

Tuto metodu je možné využít v situaci podniku, který má běžně obchodovatelné akcie a je k dispozici jeho tržní cena. Po vynásobení této tržní ceny akcie množstvím akcií dostaneme tržní kapitalizaci, která je často ztotožňována s tržní hodnotou daného podniku. Reálně se tyto hodnoty od sebe liší. Z tohoto důvodu je vhodnější stavět výpočet na průměrné ceně akcie za určité období. (Kislingerová, 2006)

4.4.2. Metoda tržního porovnání

Předností této metody je využitelnost u běžně obchodovaných firem na burze. Tržní hodnotu aktiv je možné jednoduše odvodit od jim podobných aktiv. V mnoha případech je možné dostat se do situace, kdy není na trhu srovnatelný podnik, od kterého by bylo možné cenu odvodit. K provedení této metody jsou nejlepší podmínky v USA, jelikož se na trhu nachází velké množství podniků. Existují následující čtyři varianty tržního porovnání:

- srovnatelné transakce,
- odvětvové multiplikátory,
- srovnatelné podniky a
- obdobné podniky. (Kislingerová, 2001)

5. Cíl práce a metodika stanovení hodnoty firmy

5.1. Cíl diplomové práce

Cílem diplomové práce je charakteristika metod využívaných při oceňování podniku a zpracování případové studie stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Přínosem práce je odhad hodnoty firmy, na základě kterého by dosavadní management stanovil plán zhodnocování firmy pro příštích pět let. Dále by tato práce měla sloužit jako podklad pro externí investory, kteří tento odhad mohou požit pro rozhodování při koupi obchodního podílu ve společnosti. Součástí závěru práce je pak zhodnocení výsledků vybrané metody pro stanovení hodnoty podniku.

5.2. Metodika stanovení hodnoty firmy

Pro stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou byl vybrán model DCF tj. diskontovaného cash flow s využitím FCFF. Tento konkrétní model byl vybrán, protože se u oceňování výrobních průmyslových podniků, které nejsou akciovými společnostmi, využívá nejčastěji. Zkoumá se pohyb volného peněžního kapitálu pro vlastníky a věřitele, který se diskontuje pomocí váženého průměru kapitálových nákladů. Je použit dvoufázový propočer, jelikož nejlépe odráží skutečnost hodnoty firmy při stabilizovaném růstu a je očištěn od zásadních vlivů velkých investic či výkyvů trhu.

5.2.1. Sběr dat

V první fázi je nutné nashromáždit data, ze kterých je potřeba čerpat informace nezbytné pro samotný výpočet. V tomto případě tyto data představují účetní uzávěrky za posledních 5 let, které jsou veřejně dostupné na webovém portálu www.justice.cz nebo si je lze vyžádat přímo u oceňované firmy. Z těchto uzávěrek se sestaví tabulka všech pěti po sobě jdoucích let v tabulkovém procesoru Excel, a z té je možno interaktivně čerpat veškeré hodnoty pro stanovení finančního plánu.

Další možností jak nashromáždit potřebná data, zejména pro určení stabilního vývoje podniku do budoucna, je rozhovor s managementem firmy a nahlédnutí do strategie. Z těchto informací lze odvodit zejména předpokládané tempo růstu firmy.

5.2.2. Vymezení tržního segmentu

Vymezení tržního segmentu bude stanoveno srovnáním velikosti trhu součtem tržních podílů jednotlivých podniků, které si konkurují na trhu s betonovou střešní

krytinou. V dalším kroku bude celkový tržní segment, na kterém firma působí porovnán s tržním růstem a současným podílem oceňované firmy. Dále bude stanoven odhad vývoje trhu za pomoci hlavních indikátorů pro daný segment a veřejně dostupných prognóz trhu.

5.2.3. Stanovení finančního plánu

Plán účetní rozvahy a výkazu zisku a ztráty bude stanoven zejména z údajů finančního a investičního plánu, který je stanoven managementem. Hodnoty, které nebude možné takto stanovit, budou určeny koeficienty podle prognózy tržního odvětví. Na základě tohoto finančního plánu, který vychází z minulosti, je možné stanovit současnou i budoucí hodnotu podniku. V tomto případě bude plán stanoven na 5 let od roku 2015, kde bude rok 2016 využit jako překlenovací a skutečně se budou propočítávat až hodnoty za roky 2017 až 2020.

5.2.4. Výpočet hodnoty firmy pomocí modelu DCF s využitím FCFF

Z rozhodnutí o využití FCFF je jasné, že je nutné nejprve stanovit volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele za roky 2016 až 2020 z již upravených účetních uzávěrek. Vymezení FCFF probíhá následujícím způsobem dle níže uvedené tabulky, kde index t označuje dané období, ve kterém je FCFF vymežováno.

Tabulka č. 9.: Stanovení volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele

Tržby	
– Náklady (bez nákladových úroků)	
= čistý příjem z operací	= EBIT _t
- daně	- EBIT _t * (t)
= EBIT po zdanění	= EBIT _t * (1 - t)
+ odpisy	+ ODP _t
= cash flow z operací	= EBIT * (1 - t) + ODP _t
- změna pracovního kapitálu (WC)	- změna pracovního kapitálu
- investice (trvalé kapitálové výdaje)	- INV _t
= free cash flow to the firm	= EBIT _t * (1 - t) + ODP _t - ΔWC _t - INV _t

Zdroj: Kislingerová, 2001

Nejprve je nutné stanovit EBIT tj. čistý příjem z operací. Ten bude stanoven rozdílem mezi součty výnosů a nákladů vyjma nákladových úroků.

$$EBIT = Tržby(výnosy) - Náklady$$

Tržby = Tržby za prodej zboží + Výkony + Tržby z prodeje dlouhodobého majetku + Ostatní provozní výnosy + Výnosové úroky + Mimořádné výnosy

Náklady = Náklady vynaložené na prodané zboží + Výkonová spotřeba + Osobní náklady + Daně a poplatky + Odpisy dlouhodobého majetku + Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období + Ostatní provozní náklady + Mimořádné náklady

V dalším kroku je stanovení **cash flow z operací**. Vypočítá se odečtením daní $EBIT_t * (1 - t)$ tak, že se stanovený čistý příjem z operací vynásobí $(1-t)$, kde t představuje výši daně. K tomu se pouze přičte výše odpisů (ODP) v daném období.

Nakonec stanovíme volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF) tak, že od cash flow z operací odečteme změnu čistého pracovního kapitálu (ΔWC) a investice (INV).

Změna čistého pracovního kapitálu (ΔWC) se stanoví rozdílem mezi čistým pracovním kapitálem (WC) současného období a období předchozího. Čistý pracovní kapitál jednoho období se pak stanoví odečtem oběžných aktiv od krátkodobých závazků, ze kterého je nutné dále odečíst nepotřebný pracovní kapitál. Tedy pracujeme pouze z pracovním kapitálem, který je nutný k provozu podniku.

Investice (INV) budou stanoveny rozdílem velikosti DHM mezi současným a minulým obdobím, ke kterému se přičtou odpisy období současného.

Zjednodušený zápis rovnice pro výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele je zapsán níže:

$$FCFF_t = EBIT_t * (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t$$

5.2.5. Stanovení diskontní míry pomocí vážených průměrných nákladů na kapitál WACC

Jako diskontní míra bude použit model průměrných vážených nákladů na kapitál. Tyto vážené náklady na kapitál určují minimální požadovanou výkonnost v procentech, která by měla zajistit úhradu na vložený kapitál věřitelům a zároveň by měla pokrýt odměnu vlastníkům. WACC může být stanoveno dvěma metodami. Jedna využívá standardního vzorce, avšak u tohoto typu může dojít k problémům se stanovením požadovaných nákladů na vlastní kapitál, a to zejména u malých a středních podniků. Z tohoto důvodu byl Ministerstvem průmyslu a obchodu vytvořen ratingový model pro určování WACC, který se zároveň nazývá stavebnicovým. Tento model využívá přírážek

závislých na konkrétních rizicích. V této diplomové práci bude využit k výpočtům standardní model určení WACC.

Model funguje na základě součtu podílů cizího a vlastního kapitálu upravených jednotlivými koeficienty. Rovnice pro výpočet je uvedena níže:

$$WACC = r_d * (1 - t) * \frac{D}{C} + r_e * \frac{E}{C}$$

Koeficient r_d představuje koeficient pro náklady na cizí kapitál a v podstatě se jedná o úrokovou míru cizího kapitálu. V případě zkoumané firmy je stanovena smluvně a kolísá v závislosti na výši užívaného cizího kapitálu.

D představuje cizí kapitál a udávají ho bankovní úvěry a výpomoci.

C je celkový kapitál a je tvořen součtem vlastního kapitálu a bankovních úvěrů a výpomocí.

E v tomto případě zastává pozici vlastního kapitálu.

Koeficient r_e představuje koeficient nákladů na vlastní kapitál a jedná se o výnosnost očekávanou vlastníkem firmy, který podstupuje riziko. Zpravidla bývá tento koeficient vyšší než koeficient r_d . Dle následující rovnice je možné koeficient vypočítat:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

r_f reprezentuje bezrizikovou úrokovou míru na trhu a v této práci je zobrazen jako roční výnos desetiletých státních dluhopisů.

Koeficient β ukazuje souvislost mezi pohybem tržního odvětví a hodnotou trhu. Jsou do něj promítnuty i hospodářské cykly. V tomto případě bude použit koeficient $\beta_{unlevered}$, který bude převzat z webových stránek www.damodaran.com v sekci hodnocení pro vyspělé státy EU pro obor stavebních materiálů. Tento koeficient bude nadále nutné upravit o zadlužení posuzovaného podniku dle následujícího vzorce:

$$\beta_{levered} = \beta_{unlevered} * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

$(r_m - r_f)$ představuje požadovanou prémii za riziko na trhu, kde r_m lze určit z ratingu a premií za riziko na trhu zemí dle renomovaných ratingových agentur.

Druhou možností, jak stanovit v krajních případech WACC je možnost převzetí průměrného WACC podniků ve stejném tržním odvětví. Lze nalézt na stránkách www.damodaran.com, nebo na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu www.mpo.cz.

5.2.6. Stanovení tempa růstu g

Tempo růstu g je jednou z klíčových částí při stanovení hodnoty podniku dvoufázovým propočtem FCFF. Lze stanovit dvěma způsoby. První způsob spočívá ve zprůměrování aritmetického či geometrického průměru tempa růstu cash flow oceňovaného podniku. Literatura doporučuje užití geometrického průměru, který bývá zpravidla umírněnější. Druhou možností je pak převzetí některých tržních ukazatelů, jako je například prognóza vývoje HDP, či z různých veřejně dostupných makroekonomických průzkumů.

5.2.7. Stanovení hodnoty podniku celkem pomocí dvoufázového propočtu diskontovaného cash flow

Výsledná hodnota podniku bude stanovena pomocí dvoufázového propočtu, který se skládá ze dvou částí. První část formuluje hodnotu firmy na základě vývoje volného kapitálu pro vlastníky a věřitele v posledních pěti letech. Druhá fáze je zaměřena na pokračující fázi, která se stanoví pomocí Gordonova modelu založeného na stabilním růstu. Celý model je stanoven následujícím vzorcem:

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

U tohoto vzorce je nutné stanovit $FCFF_{n+1}$, které bude odvozeno z předchozího vývoje. Dále bude nezbytné stanovit veličinu g_n , která představuje tempo růstu. Parametr tempa růstu bude odhadnut na základě růstových měř z historických dat za posledních pět let. Výsledkem bude geometrický průměr vývoje tempa růstu cash flow z operací.

6. Ocenění podniku

Předmětem stanovení hodnoty firmy je společnost BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Výsledky budou sloužit investorům zvenčí, při rozhodování pro nákup obchodních podílů a zároveň stávajícímu managementu jako určité vodítko k dalšímu zhodnocování firmy. Stanovení hodnoty je zpracováno k 1. 1. 2017

Obchodní firma:	BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.
IČ:	60646551
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Kočín 45, 375 01 Temelín
Základní kapitál:	3 000 000 Kč
Statutární orgán:	2 jednatelé, Jednatelé jsou oprávněni zastupovat společnost samostatně.
Společníci:	2 společníci vždy s 50% základním obchodním podílem a každý se vkladem 1 500 000 Kč.
Předmět podnikání:	Výroba betonové střešní krytiny, obchod, silniční motorová doprava.

1993

Nejprve byla společnost Betonpres založena v roce 1993 jako veřejná obchodní společnost BETONPRES v.o.s. Už v této době vznikla za účelem výroby betonové střešní krytiny, ale první rok se společnost zabývala pouze vývojem a nákupem potřebných technologií pro tento druh výroby.

1994

V tomto roce došlo ve firmě ke změnám majetkové struktury a struktury vlastníků a obchodní firma byla ustanovena pod názvem BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Po těchto změnách bylo již možné s pomocí nové technologie vyrábět a obchodovat střešní krytinu a její doplňky v kvalitě požadované trhem v té době. Společnost měla původní výrobní kapacitu cca 3000 ks základních tašek denně, tj. zhruba výroba dvou střech za den.

1995 - 1996

Zhruba jeden až dva roky po zahájení výroby, nebyly stávající kapacity dostačující a z vlastních kapitálových zdrojů byla výrobní kapacita zdvojnásobena.

2006

Po přibližně deseti letech stabilního fungování na trhu firma zakoupila obchod se stavebním materiálem v nedalekém městě Týn nad Vltavou, kde tyto stavebniny figurovaly v podstatě jako jediný obchod tohoto typu v regionu. Tento obchod byl pro firmu prvním setkáním se vstupem dlouhodobého cizího kapitálu v takto výrazné výši.

2009

Až roku 2009 po destabilizaci trhu s nemovitostmi, kdy bylo velmi negativně ovlivněno celé stavební odvětví, působila firma pouze jako lokální výrobce a obchodník se stavebním materiálem. V tomto roce začala firma teda uvažovat o změně obchodní a investiční strategie a orientovat se na z obchodu B2C na obchod B2B.

2012

V tomto roce byla dokončena zásadní investice do kompletní změny výrobní technologie a s tím spřažené investice do výstavby výrobních objektů. Došlo k celkové automatizaci a reorganizaci výrobního sektoru společnosti. Celková investice v daném období výrazně převyšovala hodnotu stávající firmy a bylo tak dosaženo za přispění dotačních programů EU a velkého množství dlouhodobého i krátkodobého cizího kapitálu.

2014 – současnost

Po těžkém období roku 2013 a vyrovnání se s dlouhodobými i krátkodobými závazky se firma definitivně soustřeďuje na B2B obchod s vlastními výrobky a každoroční investice do rozvoje společnosti a zhodnocování generovaného kapitálu.

Obrázek č. 6.: Současný stav společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování

Současné produktové portfolio společnosti

Výrobní a obchodní portfolio je děleno do několika částí:

Výroba betonové střešní krytiny – výroba betonové základní tašky

Obrázek č. 7.: Betonové tašky základní

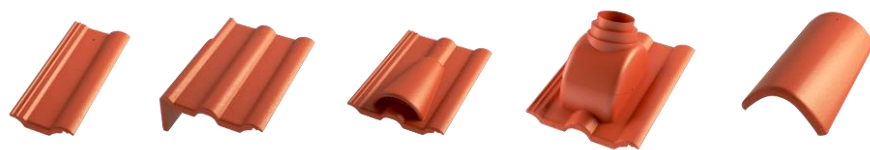


Zdroj: www.betonpres.cz

Tato část produkce vytváří zhruba 55% obrátu firmy. Nyní je nárůst produkce a prodeje o 400% ve srovnání s velikostí prodeje před rokem 2012.

Výroba betonové střešní krytiny – výroba betonových tvarovek

Obrázek č. 8.: Betonové tvarovky



Zdroj: www.betonpres.cz

Výroba těchto produktů tvoří zhruba 25% obrátu firmy a je zároveň nejziskovější z pohledu vloženého a získaného kapitálu.

Celá produkce je specializovaná na výrobu betonových elementů dohromady utvářejících komplexní střešní systém. Firma nabízí výrobky ve třech základních řadách v 11 barevných odstínech. Výrobní řady produktů jsou odstupňované dle kvality finální povrchové úpravy pod obchodními názvy ECONOMIC, OPTIMAL a EXCLUSIV a liší se samozřejmě od sebe i finančně, protože každý typ povrchové úpravy je jinak nákladný.

Obchod se stavebním materiálem

Obchod se stavebním materiálem dnes tvoří pouze 20% obrátu společnosti a dle odhadů je zároveň nejslabším článkem v celém obchodním portfoliu. Do budoucna management podniku počítá s útlumem, či prodejem obchodu se stavebním materiálem v Týně nad Vltavou, kde díky všeobecnému snížení cen stavebního materiálu na trhu nejspíš nebude možné do budoucna zachovat konkurenceschopnost proti velkým řetězcům se stavebním materiálem.

6.1. Stanovení hodnoty firmy vybranou metodikou

6.1.1. Strategická analýza

Výše uvedená analýza je zaměřena na popis relevantní části tržního odvětví, ve kterém oceňovaná firma působí a dále na postavení firmy na tomto vymezeném trhu. Výsledkem této analýzy bude prognóza vývoje tržního prostředí a zároveň prognóza vývoje tržního podílu zkoumané firmy.

Vymezení tržního odvětví

Nejprve je stanovena velikost tržního podílu společnosti BETONPRES. Tento podíl bude brán pouze za vlastní výrobky a služby. Tato veličina se nejsnadněji porovná i s konkurenty. Hodnoty budou z výkazů za roky 2010 – 2016 s tím že v roce 2016 se mohou vyskytnout drobné nepřesnosti z důvodu chybějící kompletně vypracované účetní uzávěrky. Tržní odvětví je možné rozdělit na 3 úrovně:

- trh s krytinami celkem,
- trh se skládanými krytinami (vláknocementové, keramické a betonové),
- trh s betonovými krytinami.

Požítí jednotlivých druhů střešních krytin je v České republice velice ovlivněno tradicemi v daném území (kraji), kupní silou obyvatelstva a podnebí, které se v oblasti standardně vyskytuje. Z tohoto důvodu se lze zaměřit pouze na tržní segment

s betonovými krytinami. Níže popisovaný tržní segment je tedy zaměřen pouze na betonové střešní krytiny.

Tabulka č. 10.: Velikost trhu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2015		2016
Tržby celkem	71 373	64 658	76 884	94 175	104 652		117 389
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	23 761	24 201	39 679	62 623	81 928		94 827
Podíl tržeb z vlastních výrobků a služeb na celkových tržbách	33%	37%	52%	66%	78%		85%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 1.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. v tis. Kč



Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku bude tento objem porovnán v souvislosti s konkurenčním postavením podniku na trhu. Konkurenty ve vymezeném tržním odvětví jsou 3 výrobci betonové střešní krytiny v České Republice a jeden dovozce. Ostatní jsou drobné dovozy a velmi malé lokální firmy, který trh se střešními krytinami v České republice zatím nijak výrazně neovlivňují a tvoří přibližně do 3% trhu. Mezi konkurenty patří:

- BRAMAC střešní systémy spol.s r.o.
- KM Beta a.s.

- BESK, spol. s r.o.
- Mediterran CZ s.r.o.

Velikost tržního odvětví je stanovena součtem podílů jednotlivých firem v něm působících. U společností BETONPRES Týn nad Vltavou a. s., BRAMAC střešní systémy spol.s r.o. a BESK, spol. s r.o. jsou tržní podíly dány tržbami za vlastní výrobky a služby. U společnosti KM Beta a.s. je tržní podíl dán přibližně 75% tržeb za vlastní výrobky služby, protože v portfoliu této společnosti jsou i další stavební materiály a dle odborných odhadů managementu se betonová střešní krytina podílí na těchto tržbách přibližně 75%. U společnosti Mediterran CZ s.r.o. je tržní podíl dán celkovými tržbami, protože celý systém nakupuje od maďarské společnosti Terrán Tetőcserép Gyártó Kft. a uvádí na trh v České republice. Za ostatní malé dovozce a výrobce jsou započtena 3%, která jsou stanovena na základě odhadů managementu oceňovaného podniku a jeho odběratelů. Všechny údaje zanesené v tabulce jsou vyjma tempa růstu v tisících Kč.

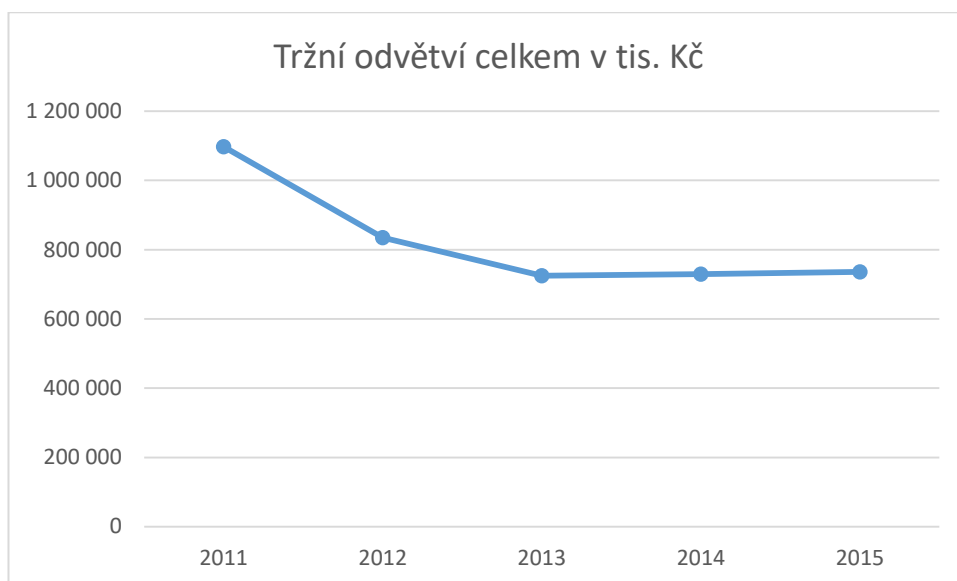
Tabulka č. 11.: Stanovení velikosti tržního odvětví a tempa růstu v tis. Kč

	2011	2012	2013	2014	2015
BRAMAC střešní systémy spol.s r.o.	615 363	430 473	342 520	313 604	307 823
KM Beta a.s.	429 680	357 970	335 641	352 092	341 985
KM Beta a.s. (upraveno na 75%)	322 260	268 478	251 731	264 069	256 489
BESK, spol. s r.o.	36 726	31 202	24 482	22 215	22 215
Mediterran CZ s.r.o.	67 118	56 554	45 588	45 831	45 831
BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.	23 761	24 201	39 679	62 623	81 928
Ostatní 3% trhu	31 957	24 327	21 120	21 250	21 429
Tržní odvětví celkem	1 097 185	835 235	725 120	729 592	735 714
Tempo růstu tržního odvětví s betonovou krytinou		-23,87%	-13,18%	0,62%	0,84%

Zdroj: Vlastní zpracování z veřejně dostupných účetních uzávěrek jednotlivých společností

Z výše zpracované tabulky lze jednoduše stanovit, že finanční krize z let 2008 – 2009 měla na stavebnictví tj. i na trh s betonovou střešní krytinou vážný dopad, který se projevoval až do roku 2013, kdy se zastavilo klesání objemu trhu v řádu desítek procent. Tržní odvětví pak v posledních letech po roce 2013 velmi pomalu začíná opět zvyšovat objem.

Graf č. 2.: Vývoj objemu tržního odvětví za roky 2011 - 2015



Zdroj: vlastní zpracování

Prognóza vývoje trhu

Stavební trh, zejména tržní odvětví, ve kterém se podnik nachází, je převážně závislý na občanské výstavbě v soukromém sektoru zejména rodinných a bytových domů. Vývoj tržního odvětví lze tedy odhadovat částečně z vývoje HDP, ale zásadní vliv zde hraje vývoj hypotečních úvěrů a vývoj stavebních povolení.

Tabulka č. 12.: Prognóza HDP na roky 2016 - 2018

	2016	2017	2018
Meziroční růst reálného HDP	2,8%	2,9%	2,9%

Zdroj: www.cnb.cz

Tabulka č. 13.: Vývoj hypotečních úvěrů - občané 2011 - 2016

Rok	Počet (ks)	Smluvní jistina (tis. Kč)	Meziroční nárůst
2011	71 088	119 077 140	
2012	73 595	121 598 186	2,1%
2013	92 608	149 326 419	22,8%
2014	85 878	143 364 614	-4,0%
2015	101 973	184 292 521	28,5%
2016	106 367	205 033 677	11,3%
Průměrný meziroční růst od r. 2013			11,9%

Zdroj: www.mmr.cz

Tabulka č. 14.: Vývoj počtu stavebních povolení bytové výstavby za roky 2011 - 2016

	Počet (ks)	Orientační hodnota (mil. Kč)	Meziroční nárůst
2011	39 656	97 222	N/A
2012	34 006	81 462	-14,25%
2013	29 475	72 348	-13,32%
2014	28 127	76 704	-4,75%
2015	28 886	81 568	2,70%
2016	30 919	82 716	7,04%
Průměrný meziroční nárůst za od r. 2014			4,59%

Zdroj: www.czso.cz

Průměrné hodnoty v tabulkách výše jsou vždy z let od roku 2014, kdy tržní odvětví přestalo být ovlivňováno dopadem finanční krize z let 2008 – 2009.

Konkurenční postavení podniku v tržním odvětví

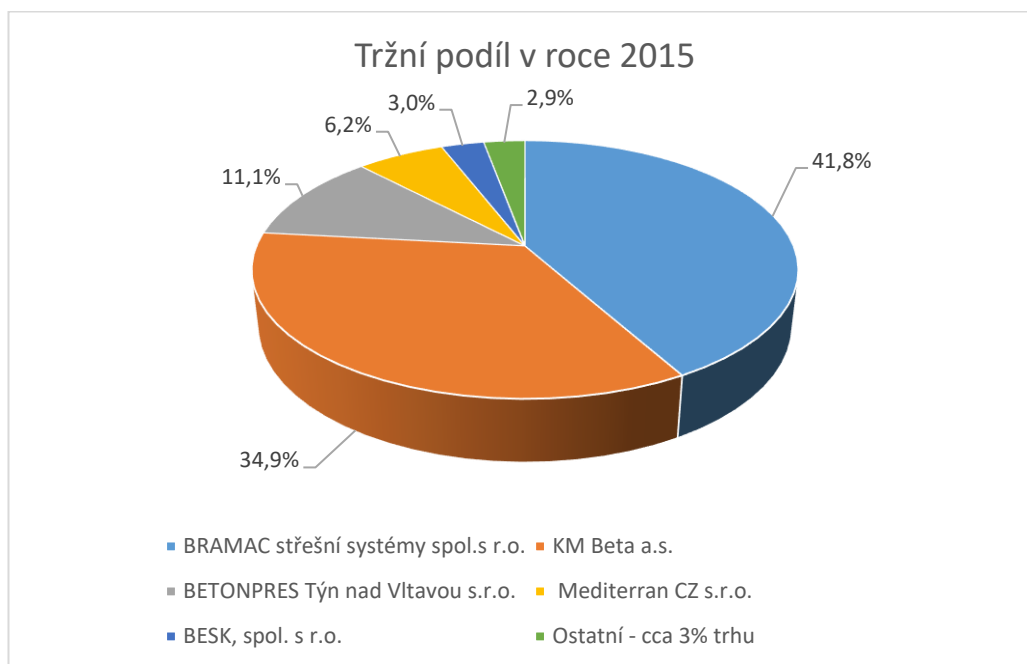
Konkurenční postavení je dáno zejména tržním podílem oceňovaného podniku, jak vzhledem k velikosti celého tržního odvětví, tak vzhledem k ostatním podnikům. Dále je vymezeno pomocí několika strategických analýz.

Tabulka č. 15.: Podíly jednotlivých firem v tržním odvětví

FIRMA	Tržní podíl v roce 2015
BRAMAC střešní systémy spol.s r.o.	41,8%
KM Beta a.s.	34,9%
BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.	11,1%
Mediterran CZ s.r.o.	6,2%
BESK, spol. s r.o.	3,0%
Ostatní - cca 3% trhu	2,9%

Zdroj: vlastní výpočet

Graf č. 3.: Rozdělení tržního odvětví mezi konkurenty a posuzovanou firmou



Zdroj: vlastní zpracování

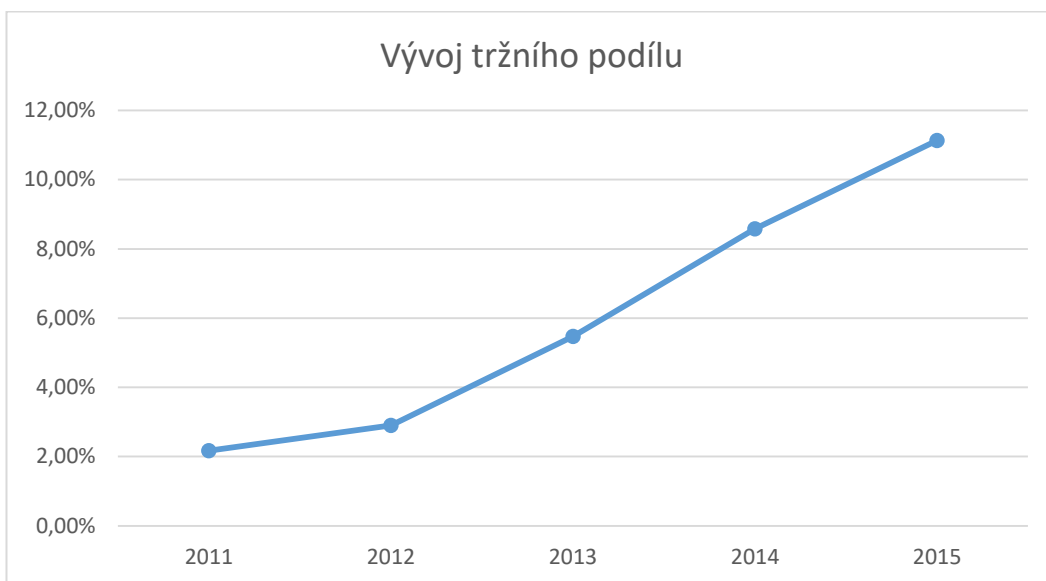
Z výše provedeného výpočtu a následného grafu je patrné že největší postavení na trhu zauímají společnosti BRAMAC střešní systémy spol.s r.o. a KM Beta a.s.. Tyto společnosti jsou zároveň největšími konkurenty pro oceňovanou firmu. Dále lze jednoznačně říci, že společnost BETONPRES je trojkou v tržním odvětví betonových střešních krytin. V následující tabulce a grafu je zanesen vývoj podílu tržního odvětví zkoumaného podniku v průběhu let 2011 – 2015.

Tabulka č. 16.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavu s.r.o.

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržní odvětví celkem (v tis. Kč)	1 097 185	835 235	725 120	729 592	735 714
BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. (v tis Kč)	23 761	24 201	39 679	62 623	81 928
Tržní podíl společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. (v %)	2,17%	2,90%	5,47%	8,58%	11,14%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 4.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování

SWOT Analýza

Dalším prostředkem k posouzení postavení firmy je možné využít analýzu silných a slabých stránek, ve které lze za pomoci využití matic IFE a EFE odhadnout současnou pozici podniku na trhu. Jako první je zpracována matice IFE se silnými a slabými stránkami.

Tabulka č. 17.: SWOT analýza - silné a slabé stránky

	Faktory	Přiřazení vah	Přiřazení bodů	Vážený průměr
5 silných stránek	Moderní technologie	0,1	4	0,4
	Přizpůsobivost k trhu	0,1	3	0,3
	Nízké náklady	0,12	4	0,48
	Dobré vztahy s odběrateli	0,1	3	0,3
	Vysoký důraz na kvalitu	0,08	4	0,32
Σ		0,5	18	1,8
5 slabých stránek	Vysoká zadluženost	0,09	2	0,18
	Přetíženost zaměstnanců	0,1	2	0,2
	Nevýhodná startovní pozice firmy	0,1	1	0,1
	Nižší výdaje na propagaci	0,12	1	0,12
	Nedostatek lidí v managementu	0,09	1	0,09
Σ		0,5	7	0,69
			Celkový vážený průměr	2,49

Zdroj: vlastní zpracování

Z matice IFE vyplývá, že firma má v tržním prostředí středně silnou pozici. V následující tabulce jsou zpracovány příležitosti a hrozby dle matice EFE.

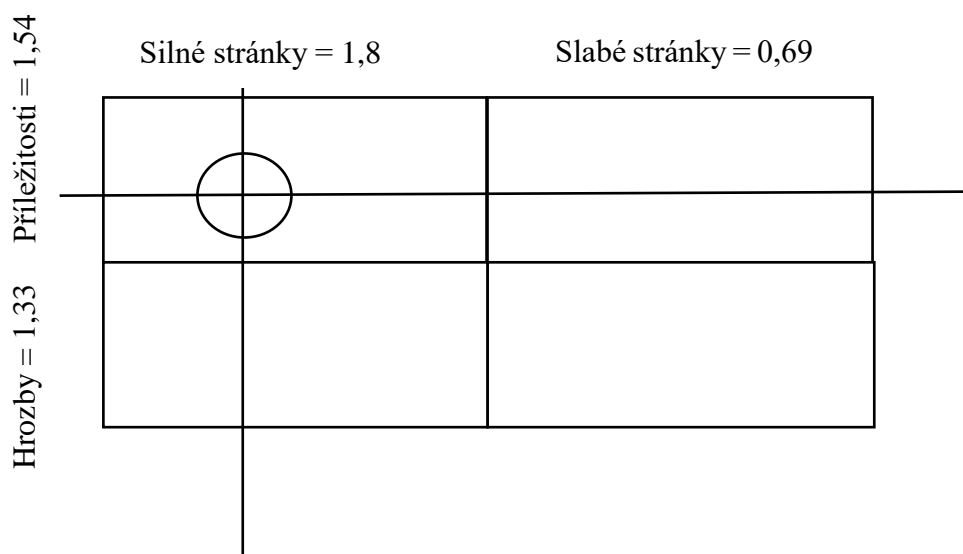
Tabulka č. 18.: SWOT analýza - hrozby a ohrožení

	Faktory	Přiřazení vah	Přiřazení bodů	Vážený průměr
5 příležitostí	Investice do modernizace a automatizace	0,12	3	0,36
	Expanze do zahraničí	0,09	2	0,18
	Zlepšení postavení na trhu	0,12	4	0,48
	Spolupráce s výrobcí domů na klíč	0,1	2	0,2
	Snižování nákladů na straně vstupů	0,08	4	0,32
Σ		0,51	15	1,54
5 hrozeb	Konkurence	0,09	2	0,18
	Ztráta významného odběratele	0,12	4	0,48
	Nedodržení závazků EU	0,1	4	0,4
	Zvýšení cen dodavatelů	0,09	1	0,09
	Destabilizace stavebního trhu	0,09	2	0,18
Σ		0,49	13	1,33
Celkový vážený průměr				2,87

Zdroj: vlastní zpracování

Z vypracování matice EFE opět vyplývá, že firma má středně silnou pozici v tržním prostředí ve kterém působí. Výsledky obou matic jsou zaneseny do následujícího schémata, ze kterého se následně odhadne postoj, jaký firma zaujímá vůči svým konkurentům.

Obrázek č. 9.: Zpracování výsledků SWOT analýzy



Zdroj: vlastní zpracování

Přestože firma není lídrem na trhu, tak z matice SWOT vyplývá, že firma uplatňuje ofenzivní strategii.

6.1.2. Finanční analýza

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele jsou jedny z nejsledovanějších, jelikož informují o efektu, kterého dosahuje vložený kapitál. Nejobecnějším ukazatelem je v tomto případě podíl výnosu a vloženého kapitálu. Při vkládání veličin do tohoto vzorce je nutné dbát na vkládání vhodných dat. Neznámějšími jsou ROA, ROCE a ROE.

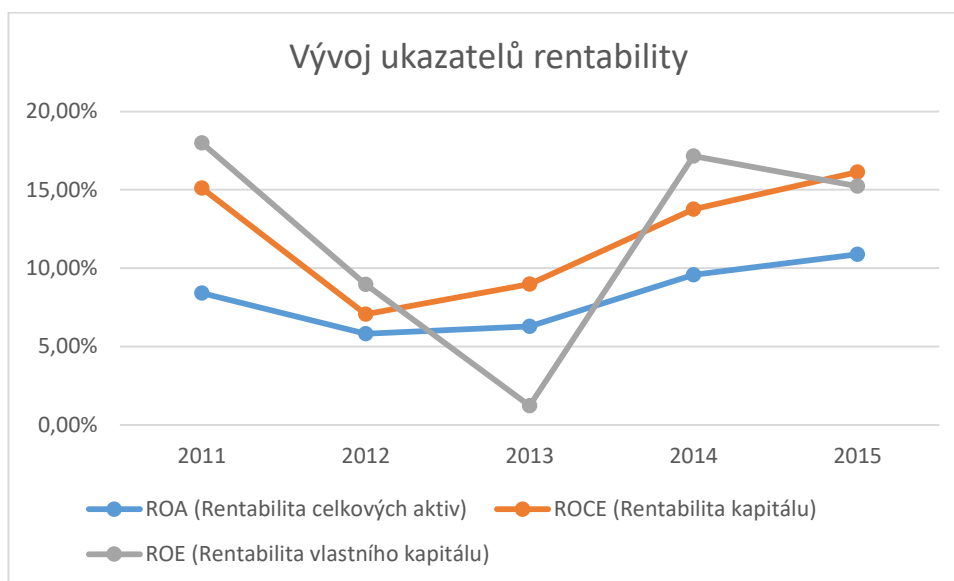
Rentabilita celkových aktiv označována jako ROA je podíl výsledku hospodaření před zdaněním a celkových aktiv. ROCE označuje rentabilitu kapitálu a je dána podílem výsledku hospodaření před zdaněním a celkového kapitálu. Poslední ukazatelem je rentabilita vlastního kapitálu ROE, která označuje podíl výsledku hospodaření za účetní období a vlastního kapitálu.

Tabulka č. 19.: Ukazatele rentability společnosti oceňovaného podniku

Ukazatele rentability	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	7 935	6 193	3 941	8 593	9 990
ROA (Rentabilita celkových aktiv)	8,42%	5,82%	6,28%	9,58%	10,89%
Rentabilita tržeb	12,48%	13,05%	8,72%	10,87%	11,81%
Obrat celkových aktiv	0,67	0,45	0,72	0,88	0,92
ROCE (Rentabilita kapitálu)	15,12%	7,07%	8,98%	13,76%	16,13%
ROE (Rentabilita vlastního kapitálu)	17,99%	8,97%	1,21%	17,16%	15,24%
Rentabilita tržeb	6,50%	4,38%	0,48%	6,26%	6,14%
Obrat celkových aktiv	0,67	0,45	0,72	0,88	0,92
Finanční páka	4,10	4,59	3,51	3,11	2,69
Rentabilita z vlastních finančních zdrojů	5,91%	4,13%	6,08%	11,01%	11,43%
Rentabilita tržeb	6,50%	4,38%	0,48%	6,26%	6,14%
Mzdová náročnost tržeb	10,66%	13,70%	12,33%	13,07%	16,17%

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 5.: Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky a grafu lze konstatovat, že od roku 2012 měly jednotlivé ukazatele rostoucí tendenci. Pouze rentabilita vlastního kapitálu byla v roce 2013 ovlivněna obratem aktiv, do kterých bylo v tomto období velmi investováno. Ostatní ukazatele jako jsou rentabilita tržeb a finanční páka zůstávají v posledních letech konstantní.

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele měří úspěšnost managementu ve využívání aktiv. Aktiva jsou členěna do několika úrovní a tím i ukazatele rentability mohou být počítána v několika úrovních. Například aktiva celková, dlouhodobá či oběžná. V tomto případě ukazatel poměruje veličinu tokovou například tržby s veličinou stavovou, a tím je možné tyto ukazatele vyjadřovat ve dvou podobách. První podobou je rychlost obrátu, která vyjadřuje množství obrátek aktiv za dané období, ve kterém bylo dosaženo určité míry tržeb použitých v tomto ukazateli. Druhou podobou je doba obrátu, která zobrazuje dobu, za kterou oběhne jedna obrátka.

Tabulka č. 20.: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku

Ukazatele aktivity	2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv (T/A)	0,67	0,45	0,72	0,88	0,92
Obrat zásob	5,13	4,50	3,62	5,06	4,34
Doba obrátu aktiv	503,53	738,08	482,56	421,91	371,14
Doba obrátu zásob	66,27	73,12	96,04	73,56	78,83
Doba inkasa pohledávek	205,53	221,02	26,70	46,07	20,53
Doba splatnosti krátkodobých závazků	236,48	98,21	83,56	72,91	49,49

Zdroj: vlastní zpracování

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že od roku 2012 dochází ke zvyšování obrátu aktiv, což je způsobeno kontinuálním zvyšováním zásob a zároveň provozně nutného kapitálu. Naproti tomu doby obrátu všech ostatních ukazatelů mají spíše klesající tendenci, což je úměrné výše uvedeným ukazatelům.

Graf č. 6.: Doba splatnosti krátkodobých závazků a inkasa pohledávek



Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedený graf charakterizuje dobu úhrady krátkodobých závazků a dobu splatnosti krátkodobých pohledávek. Doba inkasa pohledávek vyobrazuje, že od roku 2013 se firmě podařilo výrazně snížit bezplatné úvěrování svých obchodních partnerů. Zároveň však klesá i doba splatnosti krátkodobých závazků, což znamená, že se firmě podařilo splatit výraznou část svých krátkodobých závazků vůči svým obchodním partnerům na vstupu. Tato splatnost však zůstává dlouhodobě vyšší než inkasa pohledávek a proto je možný záporný vývoj pracovního kapitálu v následujícím výpočtu.

Ukazatele likvidity

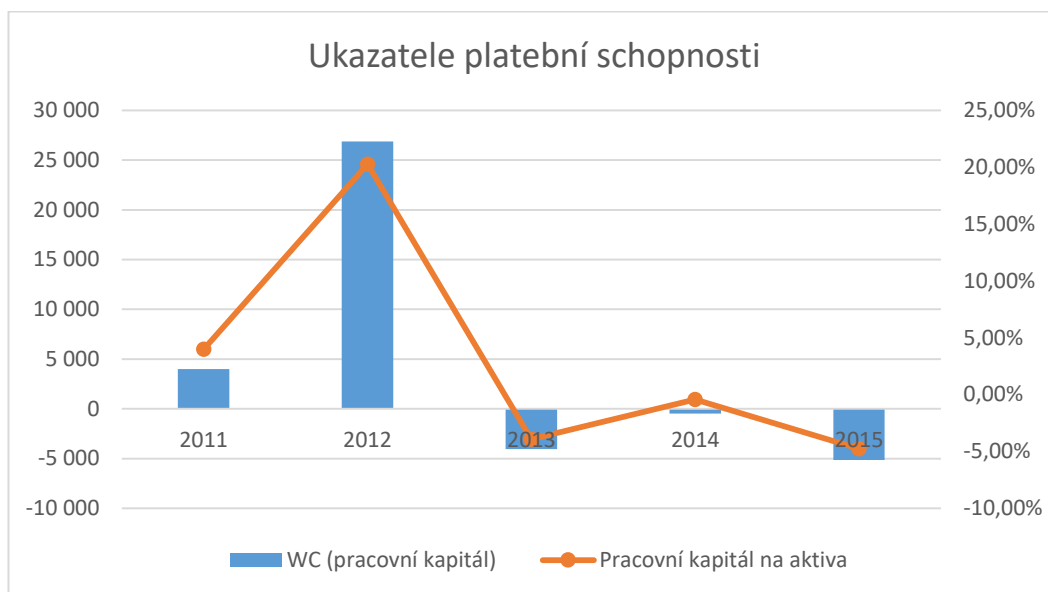
Tabulka č. 21.: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku

Ukazatele Likvidity	2011	2012	2013	2014	2015
WC (pracovní kapitál)	3 987	26 884	-4 050	-471	-5 134
Pracovní kapitál na aktiva	4%	20%	-4%	0%	-5%
Ukazatel kapitalizace	0,92	0,75	1,05	1,00	1,07
Běžná likvidita	1,09	2,14	0,87	0,99	0,85
Rychlá likvidita	0,79	1,59	0,21	0,41	0,20
Peněžní likvidita	-0,08	0,04	0,03	0,04	0,04
Doba splatnosti krátkodobých závazků	236,48	98,21	83,56	72,91	49,49

Zdroj: vlastní zpracování

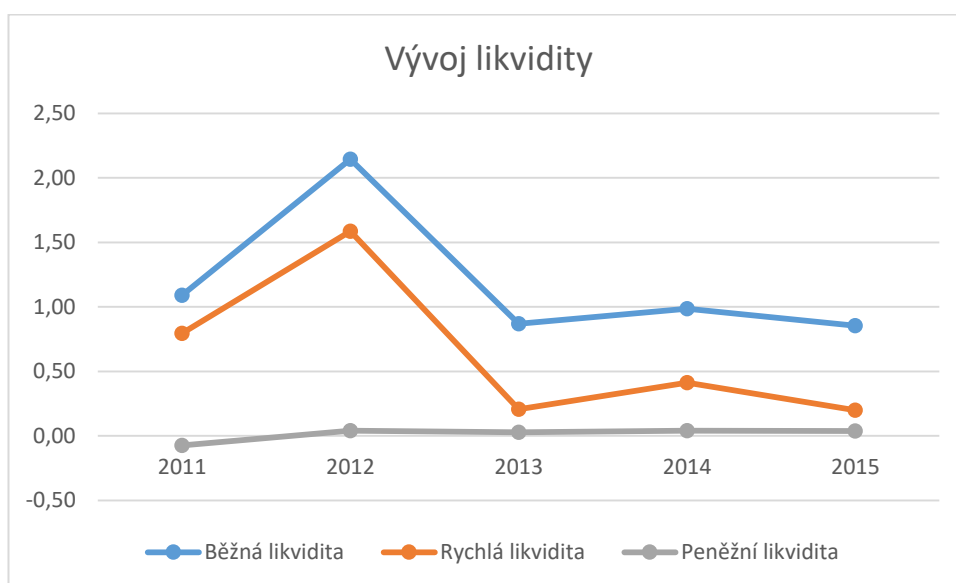
Ve výše uvedené tabulce je využit tradiční propočet hodnoty pracovního kapitálu, z něž plyne, že společnost BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. od roku 2013 s výhodou využívá obchodní úvěr. Celková úroveň ukazatelů likvidity je v posledních letech nízká, avšak nedosahuje v žádném případě kritických hodnot. Ukazatel kapitalizace ukazuje poměr mezi dlouhodobými aktivy a celkovými dlouhodobými zdroji. V případě, že se tento ukazatel pohybuje okolo hodnoty 1, pak je dlouhodobý majetek zcela kryt dlouhodobými zdroji. V tomto případě je tato podmínka splněna.

Graf č. 7.: Vývoj platební schopnosti



Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 8.: Vývoj likvidity



Zdroj: vlastní zpracování

Platební schopnost i celková likvidita společnosti je v roce 2012 výrazně ovlivněna čerpáním dotace z Evropské unie.

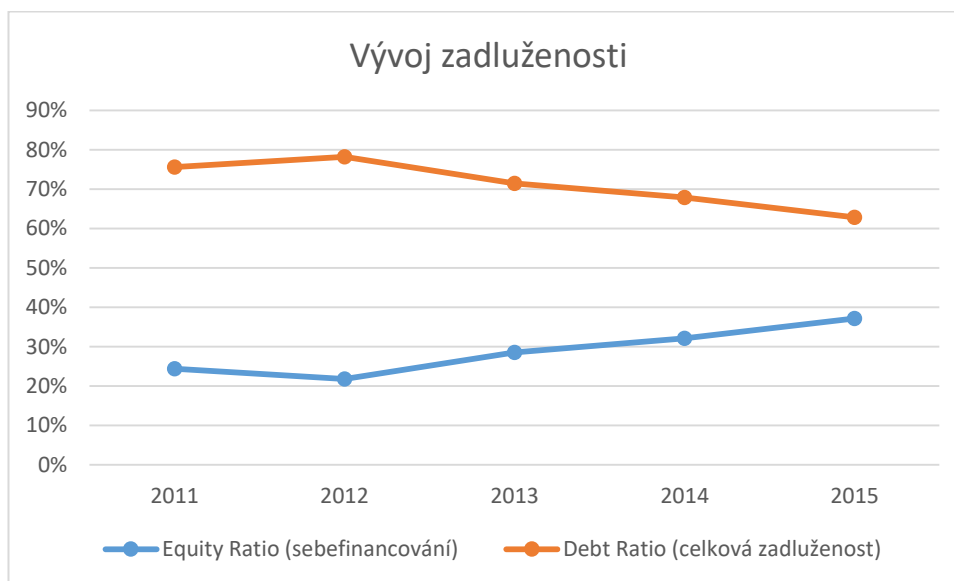
Ukazatele zadluženosti

Tabulka č. 22.: Ukazatele zadluženosti oceňovaného podniku

Ukazatele zadluženosti	2011	2012	2013	2014	2015
Equity Ratio	24%	22%	29%	32%	37%
Debt Ratio I.	76%	78%	71%	68%	63%
Debt equity ratio	3,10	3,59	2,51	2,11	1,69

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 9.: Vývoj zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování

Na základě zpracované tabulky a grafu lze jednoznačně konstatovat zvyšující se schopnost samofinancování a oproti tomu úměrně snižující se celková zadluženost podniku.

Úrokové krytí

Tabulka č. 23.: Úrokové krytí oceňovaného podniku

Ukazatele úrokového krytí	2011	2012	2013	2014	2015
EBIT	7 935	6 193	3 941	8 593	9 990
Úrokové krytí I.	17,88	5,08	2,56	5,34	6,69
Úrokové krytí II.	21,11	6,98	4,89	8,39	10,24
Cash flow/((CZ -Rezervy)/360)	28,12	18,99	30,59	58,39	65,48

Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedená tabulka charakterizuje zvyšující se tendenci úrokového krytí od roku 2013 do současnosti.

Ze všech výše uvedených poměrových analýz lze konstatovat, že firma BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. je zdravá a splňuje podmínky going concern principu a lze předpokládat další vývoj do budoucna. Její hodnota tedy může být stanovena pomocí výnosové metody.

6.1.3. Finanční plán

V první fázi, před samotným užitím metody diskontovaného CF je nutné znát finanční plán pro příštích 5 let. Skládá se z účetních výkazů, které jsou sestaveny na základě hrubého finančního a investičního plánu, který je zpracován managementem firmy. Tvoří ho tedy výkaz zisku a ztráty a účetní rozvaha.

Výkaz zisku a ztráty

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je tvořen údaji z finančního a investičního plánu převzatého od managementu. Je ovlivněn zejména plánem vývoje tržeb, které jsou dány technickým limitem výrobní linky, se kterým se firma začala v roce 2016 potýkat. Dále růstem tržeb na základě investic během roku 2017, které zdvojnásobí technický maximální limit výroby, s jehož dosažením se počítá v období let 2019 – 2020. Dále je zde zanesen pokles tržeb z obchodu se zbožím, jelikož v začátku roku 2016 je plánováno oddělení štěpením obchodu se stavebninami v Týně nad Vltavou a jeho následný prodej. Společnost dosud nevykazovala žádné příliš vysoké výsledky hospodaření, avšak po budoucí plánované investici by se situace měla obrátit k lepším výsledkům. Ve vypočtených daních je uvažována konstantní sazba daně 19% i v budoucím období.

Tabulka č. 24.: Predikovaný výkaz zisků a ztráty v letech 2016 - 2020

Označ.	TEXT	Účetní období příštích 5ti let				
		2016	2017	2018	2019	2020
I.	Tržby za prodej zboží	10 000	11 520	13 271	15 288	17 612
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	8 500	9 792	11 280	12 995	14 970
+	Obchodní marže	1 500	1 728	1 991	2 293	2 642
II.	Výkony	91 827	112 672	117 323	125 055	137 410
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	94 827	97 672	112 323	123 555	135 910
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-4 500	2 000	3 500	1 000	1 000
3	Aktivace	1 500	13 000	1 500	500	500
B.	Výkonová spotřeba	52 287	57 515	58 866	64 753	66 387
	Spotřeba materiálu a energie	40 007	44 008	44 008	48 408	48 408
	Služby	12 280	13 508	14 858	16 344	17 979
+	Přidaná hodnota	41 040	56 885	60 447	62 595	73 665
C.	Osobní náklady	23 942	26 336	28 969	31 866	35 053
D.	Daně a poplatky	450	450	450	450	450
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	6 397	6 557	6 721	6 889	7 061
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	83	83	83	83	83
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
2	Tržby z prodeje materiálu	83	83	83	83	83
F.	Zůstatková cena z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
1	Zůstatková cena z prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0
2	Prodaný materiál	41	41	41	41	41
IV.	Ostatní provozní výnosy	1 000	1	1	0	0
H.	Ostatní provozní náklady	1 000	1 000	2 000	2 000	2 000
*	Provozní výsledek hospodaření	10 335	22 626	22 391	21 473	29 184
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	1 457	1 210	1 004	833	667
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	636	636	636	636	636
*	Finanční výsledek hospodaření	-2 093	-1 846	-1 640	-1 469	-1 302
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 566	3 948	3 943	3 801	5 297
1	- splatná	0	0	3 943	3 801	5 297
2	- odložená	1 566	3 948	0	0	0
**	výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 241	20 780	16 808	16 203	22 584
XIII.	Mimořádné výnosy	3 418	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Účetní rozvaha

Tabulka č. 25.: Predikovaná rozvaha v letech 2016 - 2020

Označ.	TEXT	Účetní období příštích 5ti let				
		2016	2017	2018	2019	2020
	AKTIVA					
	AKTIVA CELKEM	116 807	139 195	140 308	135 671	150 324
B.	Dlouhodobý majetek	78 283	95 883	90 162	83 273	76 212
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	78 283	95 883	90 162	83 273	76 212
C.	Oběžná aktiva	38 024	42 411	49 539	52 111	70 920
C.I	Zásoby	25 209	35 292	37 057	38 168	41 985
C.III	Krátkodobé pohledávky	6 239	6 863	7 549	8 304	9 135
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	6 576	256	4 933	5 638	19 800
D.I	Časové rozlišení	500	901	607	287	3 192
1	Náklady v příštích obdobích	500	901	607	287	3 192
	PASIVA	2016	2017	2018	2019	2020
	PASIVA CELKEM	116 807	139 195	140 308	135 671	150 324
A.	Vlastní Kapital	65 952	95 271	102 899	108 497	129 462
A.I	Základní kapitál	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
A.II	Kapitálové fondy	21 209	17 209	17 000	15 000	15 000
A.III	Fondy ze zisku	300	300	300	300	300
A.IV	Výsledek hospodaření minulých let	33 201	53 982	65 790	73 993	88 577
1	Nerozdělený zisk minulých let	33 201	53 982	65 790	73 993	88 577
A.V.1	Výsledek hospodaření běžného účetního období	8 241	20 780	16 808	16 203	22 584
B.	Cizí zdroje	50 855	43 924	37 409	27 174	20 862
B.II	Dlouhodobé závazky	5 496	5 496	5 496	1 681	1 681
9	Jiné závazky	1 681	1 681	1 681	1 681	1 681
10	Odložený daňový závazek	3 815	3 815	3 815	0	0
B.III	Krátkodobé závazky	7 568	7 837	8 522	9 302	10 190
1	Závazky z obchodních vztahů	3 833	4 025	4 628	5 323	6 121
4	Závazky ke společníkům	2 128	2 128	2 128	2 128	2 128
5	Závazky k zaměstnancům	950	998	1 047	1 100	1 155
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	600	630	662	695	729
7	Stát - daňové závazky a dotace	0	0	0	0	0
8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
10	Dohadné účty pasivní	57	57	57	57	57
11	Jiné závazky	0	0	0	0	0
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	37 791	30 591	23 391	16 191	8 991

Zdroj: vlastní zpracování

Do účetní rozvahy jsou přeneseny údaje z minulých let upravené o plánovaný výkaz zisků a ztrát. V prognóze aktiv jsou zohledněny plánované investice do dlouhodobého hmotného majetku, dlouhodobý finanční majetek zůstává na úrovni roku 2015 a 2016 až do doby kdy jej v některých případe nebude tolik potřeba a je v plánu jej převést do jiných aktivit. Oběžná aktiva se zvyšují v souladu zvyšováním tržeb.

6.1.4. Stanovení hodnoty podniku za pomoci modelu diskontu cash flow

Následující část práce je věnována stanovení konkrétní hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. za pomoci výnosové metody diskontovaného cash flow se zaměřením na vlastníky věřitele. Tyto modely, které se označují zkratkou DCF (discounted cash flow) se hojně využívají zejména v anglosaských zemích. Vybraným modelem je model FCFE, který je nutné diskontovat průměrnými náklady na kapitál (WACC).

Jako první je nutné stanovit průměrné náklady na kapitál. Ke stanovení průměrných nákladů na kapitál je potřeba vypočítat koeficient nákladů na vlastní kapitál (r_e). Níže v tabulce je zobrazen detailní výpočet průměrných nákladů na kapitál. Pro bezrizikovou úrokovou míru na trhu je použit desetiletý roční výnos státních dluhopisů za rok 2016 dle internetových stránek ČNB. Koeficient β je převzat z internetových stránek www.damodaran.com z hodnocení pro vyspělé státy EU v oboru stavebních materiálů a přepočten na koeficient β zadlužená. Rating ČR je získán z hodnocení agentury Standard & Poor's.

Tabulka č. 26.: Stanovení nákladů na vlastní kapitál (re) dle modelu CAPM

		2016	2017	2018	2019	2020
Bezriziková úroková míra na trhu	rf	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
$\beta_{\text{unlevered}}$	β	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
β_{levered}		1,122362	1,006698	0,929055	0,863446	0,812854
Základní prémie za riziko		5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Rating ČR dle Standard & Poor's		AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
Dodatečná prémie za riziko dle ratingu		0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
očekávaný výnos celého trhu	rm	6,45	6,45	6,45	6,45	6,45
požadovaná prémie za riziko na trhu	rm-rf	5,96	5,96	5,96	5,96	5,96
$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$		7,179279	6,489922	6,027168	5,636136	5,334609

Zdroj: vlastní zpracování

V této fázi je možné vypočítat údaje pro následné diskontování. V následující tabulce je zobrazen výpočet průměrných nákladů na kapitál, ve kterém jsou využity údaje z předchozí tabulky. Náklady na cizí kapitál jsou dány průměrem z úvěrových smluv firmy.

Tabulka č. 27.: Stanovení průměrných nákladů na kapitál WACC

		2016	2017	2018	2019	2020
Náklady na cizí kapitál	rd	3,86%	3,95%	3,50%	3,50%	3,50%
Sazba daně z příjmu	t	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Cizí kapitál úročný	D	37 791	30 591	23 391	16 191	8 991
Náklady na vlastní kapitál	re	7,18%	6,49%	6,03%	5,64%	5,33%
Vlastní kapitál	E	66 892	80 607	91 723	108 066	130 856
Kapitál celkem	C	104 683	111 198	115 114	124 257	139 847
	WACC	5,72%	5,59%	5,38%	5,27%	5,17%

Zdroj: vlastní zpracování

Jako první součást k výpočtu FCFF je v následující tabulce stanovena změna čistého pracovního kapitálu. Tato změna je dána oběžnými aktivy a neúročenými krátkodobými závazky tak, jak je znázorněno v tabulce níže.

Tabulka č. 28.: Stanovení změny čistého pracovního kapitálu

	2016	2017	2018	2019	2020
Oběžná aktiva (+)	38 024	42 411	49 539	52 111	70 920
Časové rozlišení aktivní (+)	500	901	607	287	3 192
Neúročené krátkodobé závazky (-)	7 568	7 837	8 522	9 302	10 190
Časové rozlišení pasivní (-)	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál WC	30 956	35 475	41 624	43 096	63 922
Potřebný KFM (likvidita 0,4)	1 514	1 567	1 704	1 860	2 038
Zbytný KFM	5 062	0	3 229	3 778	17 762
Čistý pracovní kapitál WC	25 893	35 475	38 395	39 318	46 160
ΔWC		9 582	2 920	923	6 842

Zdroj: vlastní zpracování

Další nutnou veličinou pro výpočet FCFF je výše investic, která se odečítá od cash flow z operací. Z této tabulky vyplývá, že firma má v úmyslu v letech 2016 – 2018 investovat přibližně 32 mil. Kč do rozvoje a zvýšení maximálního technického limitu výrobního provozu. Pro další roky zatím ve finančním plánu nebyly stanoveny žádné výrazné investice.

Tabulka č. 29.: Stanovení výše ročních investic

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DHM	77 783	78 283	95 883	90 162	83 273	76 212
Odpisy	6 229	6 397	6 557	6 721	6 889	7 061
INV		6 897	24 157	1 000	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

V poslední fázi výpočtu volného toku peněz pro vlastníky a věřitele (FCFF) jsou využity informace z předchozích výpočtů pro finální kalkulaci. V následující tabulce je stanoveno FCFF pro roky 2016 – 2020. Z těchto výpočtů je následně také stanoveno FCFF v pokračující fázi, které je pro dvoufázový propočet nezbytné.

Tabulka č. 30.: Stanovení FCFF v letech 2016 - 2020

	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby	102 910	124 276	130 678	140 426	155 105
- Náklady	85 219	94 134	99 607	110 105	116 901
čistý zisk z operací EBIT	17 691	30 142	31 071	30 321	38 204
T	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
= daně = $x(1-t)$	3 361	5 727	5 903	5 761	7 259
= EBIT – daně	14 330	24 415	25 168	24 560	30 946
+ ODP	6 397	6 557	6 721	6 889	7 061
Cash flow z operací	20 727	30 972	31 889	31 449	38 007
- Δ WC		9 582	2 920	923	6 842
- INV	6 897	24 157	1 000	0	0
FCFF	13 830	-2 767	27 968	30 526	31 165
Pokračující hodnota FCFF	24 104				

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním výpočtem je samotné stanovení hodnoty firmy pomocí dvoufázového propočtu diskontu cash flow pro vlastníky a věřitele. V tomto případě bylo nakonec použito průměrné WACC firem z tržního odvětví, jelikož WACC stanovené propočtem výše bylo pro dvoufázový propočet příliš nízké. Tyto průměrné náklady byly převzaty ze stránek www.damodaran.com, kde jsou tato data dlouhodobě veřejně dostupná. Průměrné náklady na kapitál byly stanoveny na 11,84% Jako pokračující hodnota g byl zvolen odhad z předběžných makroekonomických průzkumů tržního odvětví dle Ministerstva průmyslu a obchodu, jelikož průměr stanovený z cash flow vyšel příliš optimistický. Tempo růstu g je tedy stanovena na 2,5%.

Tabulka č. 31.: Výsledná hodnota firmy celkem stanovena dvoufázovým propočtem

	2016	2017	2018	2019	2020	N
FCFF		-2 767	27 968	30 526	31 165	24 104
WACC	0,1184	0,1184	0,1184	0,1184	0,1184	0,1184
Diskont. FCFF v čase		-2 212	19 993	19 511	17 811	258 070
Mezisoučin						154 085
Výsledná hodnota podniku celkem v tis. Kč	202 589					

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku celkem k 1. 1. 2017 je 202 589 000 Kč. V následující tabulce je ještě znázorněn hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2017.

Tabulka č. 32.: Stanovení vnitřní hodnoty vlastního kapitálu

	Hodnota k 1.1.2017
Hodnota podniku celkem	202 589
Cizí kapitál	37 791
Hodnota vlastního kapitálu	164 798

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2017 činí 164 798 000 Kč.

7. Závěr

Cílem diplomové práce byla charakteristika metod využívaných ke stanovení hodnoty firmy a následná aplikace vybrané metody v případové studii pro stanovení hodnoty firmy BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Tato firma byla vybrána z důvodu snadného přístupu k informacím potřebným pro její ocenění a zároveň pro upřesnění rámcové představy managementu podniku o jeho hodnotě. Dalším důvodem bylo získat podklad pro externí investory, kteří práci využijí tento jako podklad pro vyhodnocení smysluplnosti své investice.

V první fázi byl zpracován literární přehled, kde byl za pomoci odborných zdrojů zpracován postup při oceňování podniků. Tento postup byl dále rozepsán do několika bodů. Jako první bod, který se nakonec jevil jako jeden z nejdůležitějších, byl sběr dat. V dalších bodech bylo nutné rozepsat některé dílčí analýzy, které následně usnadňují samotný postup při oceňování. Posledním bodem literárního přehledu byl detailní popis metod používaných k oceňování a jejich dělení.

V dalším kroku byl podrobněji představen cíl diplomové práce a velice podrobně rozepsána metodika stanovení hodnoty firmy. V metodice bylo zároveň vysvětleno, za jakého důvodu byla vybrána použitá metoda. Následně byla každá fáze včetně rovnic pro výpočty velmi pečlivě popsána i s vysvětlivkami k jednotlivým koeficientům. Na doporučení vedoucí práce a z faktů vyplývajících z literatury byla vybrána metoda stanovení hodnoty firmy pomocí dvoufázového propočtu diskontovaného cash flow.

Poslední a zároveň nejdůležitější fází práce byla případová studie. V této fázi byl na začátku popsán profil oceňované společnosti. Jedná se o popis základních údajů, podrobné historie firmy, popis výrobního a prodejního portfolia a distribučních kanálů tak, aby bylo možné si o firmě udělat celkový obrázek o jejím vývoji a standardním chování v různých tržních situacích.

Dále byla provedena strategická analýza podniku, která jasně vymezuje tržní segment, na kterém firma působí a zároveň jaký v tomto segmentu firma zaujímá postoj. Z této analýzy tedy vyplývá, že podnik se nachází ve velice úzkém tržním prostředí, které v posledních letech rostlo pouze o 0,84%. Naopak tržní podíl oceňované firmy úspěšně roste již po dobu 5 let v průměru 11,9% ročně. Posledním stanoviskem této analýzy je, že firma ve vymezeném tržním segmentu zaujímá ofenzivní strategii.

Po strategické analýze následoval finanční plán, který vychází z hrubého finančního a investičního plánu managementu podniku. V tomto plánu se nejvýrazněji

projevují vysoké investice v letech 2016 – 2018, které mají za úkol navýšit technický limit výrobních zařízení o 50%. Investice by podle plánu měly dosahovat 34 mil. Kč, na které by nemělo být potřeba navyšovat dlouhodobý cizí úročený kapitál. Dále se zde projevují mírně vyšší osobní náklady.

Následně byl zpracován samotný výpočet celkové hodnoty společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. Dle zpracovaného výpočtu při předpokládaném růstu FCFF po pátém roce na úrovni 2,8% do nekonečna činí k 1. 1. 2017 vnitřní hodnota společnosti 202,589 mil. Kč. V porovnání s účetní hodnotou 116,807 Kč to je o 85,782 mil. Kč více. Zároveň rozdíl ve složce vlastního kapitálu činí 98,846 Kč, ten byl účetně stanoven na 65,952 mil Kč, avšak vnitřní vypočítaná hodnota je stanovena na 164,798 mil Kč. Dle výsledků strategické analýzy a výpočtu hodnoty podniku lze konstatovat, že podnik by měl pokračovat ve svých investičních a finančních plánech tak, jak jsou stanoveny. Podnik by tím neměl být nijak ohrožen a naopak management přispívá k neustálému zhodnocování podniku.

Na závěr celé práce je možné konstatovat, že při použití výnosových metod vždy záleží na určení několika klíčových faktorů, které zásadně ovlivní celý výsledek. U zvolené metody jsou to zejména průměrné náklady na kapitál a určení tempa růstu do nekonečna. Tyto dva faktory výrazně ovlivňují výpočet v druhé fázi propočtu, která tvoří většinu výsledné hodnoty a tím zásadně ovlivňují celkovou vnitřní hodnotu firmy i vlastního kapitálu. Není tedy možné jednoznačně určit jakoukoliv metodu či faktor, který je ten správný pro stanovení hodnoty podniku a každý odhadce se může ve svém výpočtu lišit. Zejména se tak může dít z důvodu různorodé interpretace stejných skutečností, a záleží na zkušenostech daného odhadce.

Seznam použitých zdrojů

Knižní zdroje

1. Grünwald, R., Holečková, J. (2009) *Finanční analýza a plánování podniku*. (1st ed.) Praha: Ekopress
2. Kislíngrová, E. (2001) *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání* (2nd ed.) Praha: C. H. Beck
3. Kislíngrová, E. (2010) *Manažerské finance: proces ocenění - základní metody a postupy*. (3rd ed.) Praha: C. H. Beck
4. Kislíngrová, E., Hnilica, J. (2005) *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C. H. Beck
5. Krabec, T. (2009) *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. (1st ed.) Praha: Grada
6. Mařík, M. (2011) *Metody oceňování podniku: proces oceňování – základní metody a postupy*. (3rd ed.) Praha: Ekopress
7. Nývltová, R., Marinič, P. (2010) *Finanční řízení podniku*. (1st ed.) Praha: GRADA Publishing, a.s.
8. Petřík, T. (2009) *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. (2nd ed.) Praha: GRADA Publishing, a.s.
9. Poláček, B., Attl, J. (2006) *Posudek znalce a podnik*. (1st ed.) C. H. Beck
10. Režňáková, M. (2010) *Řízení platební schopnosti podniku*. (1st ed.) Praha: GRADA Publishing, a.s.
11. Sedláček, J. (2009) *Finanční analýza podniku*. (1st ed.) Brno: Computer Press
12. Sedláčková, H. (2000) *Strategická analýza*. (1st ed.) Praha: C. H. Beck
13. Synek, M., Kislíngrová, E. (2010) *Podniková ekonomika: proces ocenění - základní metody a postupy*. (5th ed.) Praha: C. H. Beck
14. Vochozka, M., Mulač, P. (2012) *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, a.s.

Internetové zdroje

15. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>
Informace o AZO. In: *Asociace znalců a odhadců České republiky* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.azo.cz/domains/azo.cz/doku.php?id=start>
16. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. In: *Business center* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>
17. NAŘÍZENÍ KOMISE (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008. *EUR-Lex* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:cs:PDF>
18. *Česká komora odhadců majetku* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.ckom.cz/>
19. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
20. *Damodaran online* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
21. *Oficiální server českého soudnictví* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
22. *Management mania* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/>
23. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>
24. *Ministerstvo pro místní rozvoj* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.mmr.cz/cs/>
25. *Standard & Poor's* [online]. [cit. 2017-01-12]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/>

Seznam tabulek

Tabulka č. 1.: Vztah mezi hospodářským cyklem a výkonností akcií	22
Tabulka č. 2.: Ukazatele rentability	26
Tabulka č. 3.: Ukazatele aktivity	27
Tabulka č. 4.: Ukazatele zadluženosti.....	28
Tabulka č. 5.: Ukazatele L 1 - L3.....	29
Tabulka č. 6.: Ukazatele kapitálového trhu.....	29
Tabulka č. 7.: Interpretace výsledných hodnot analýzy ZETA.....	30
Tabulka č. 8.: Interpretace hodnot IN05	31
Tabulka č. 9.: Stanovení volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele.....	43
Tabulka č. 10.: Velikost trhu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. v tis. Kč	51
Tabulka č. 11.: Stanovení velikosti tržního odvětví a tempa růstu v tis. Kč.....	52
Tabulka č. 12.: Prognóza HDP na roky 2016 - 2018	53
Tabulka č. 13.: Vývoj hypotečních úvěrů - občané 2011 - 2016.....	53
Tabulka č. 14.: Vývoj počtu stavebních povolení bytové výstavby za roky 2011 - 2016	54
Tabulka č. 15.: Podíly jednotlivých firem v tržním odvětví	54
Tabulka č. 16.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavu s.r.o.	55
Tabulka č. 17.: SWOT analýza - silné a slabé stránky.....	57
Tabulka č. 18.: SWOT analýza - hrozby a ohrožení	58
Tabulka č. 19.: Ukazatele rentability společnosti oceňovaného podniku	60
Tabulka č. 20.: Ukazatele aktivity oceňovaného podniku	61
Tabulka č. 21.: Ukazatele likvidity oceňovaného podniku	62
Tabulka č. 22.: Ukazatele zadluženosti oceňovaného podniku.....	63
Tabulka č. 23.: Úrokové krytí oceňovaného podniku	64
Tabulka č. 24.: Predikovaný výkaz zisků a ztráty v letech 2016 - 2020.....	66
Tabulka č. 25.: Predikovaná rozvaha v letech 2016 - 2020	67
Tabulka č. 26.: Stanovení nákladů na vlastní kapitál (re) dle modelu CAPM.....	69
Tabulka č. 27.: Stanovení průměrných nákladů na kapitál WACC	69
Tabulka č. 28.: Stanovení změny čistého pracovního kapitálu.....	70
Tabulka č. 29.: Stanovení výše ročních investic	70
Tabulka č. 30.: Stanovení FCFF v letech 2016 - 2020.....	71

Tabulka č. 31.: Výsledná hodnota firmy celkem stanovena dvoufázovým propočtem ..	71
Tabulka č. 32.: Stanovení vnitřní hodnoty vlastního kapitálu	72

Seznam obrázků

Obrázek č. 1.: Postup při oceňování podniku	18
Obrázek č. 2.: Postavení podniku v rámci makroprostředí.....	20
Obrázek č. 3.: Základní složky odvětvové struktury	23
Obrázek č. 4.: Rozklad ukazatele ROE.....	32
Obrázek č. 5.: Výpočet dle metody substanční hodnoty.....	36
Obrázek č. 6.: Současný stav společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.....	49
Obrázek č. 7.: Betonové tašky základní.....	49
Obrázek č. 8.: Betonové tvarovky.....	49
Obrázek č. 9.: Zpracování výsledků SWOT analýzy.....	59

Seznam grafů

Graf č. 1.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o. v tis. Kč	51
Graf č. 2.: Vývoj objemu tržního odvětví za roky 2011 - 2015	53
Graf č. 3.: Rozdělení tržního odvětví mezi konkurenty a posuzovanou firmou	55
Graf č. 4.: Vývoj tržního podílu společnosti BETONPRES Týn nad Vltavou s.r.o.	56
Graf č. 5.: Vývoj ukazatelů rentability.....	60
Graf č. 6.: Doba splatnosti krátkodobých závazků a inkasa pohledávek.....	61
Graf č. 7.: Vývoj platební schopnosti	63
Graf č. 8.: Vývoj likvidity	63
Graf č. 9.: Vývoj zadluženosti.....	64

Seznam příloh

Příloha č. 1.: Rozvaha v letech 2011 - 2015 - Aktiva	79
Příloha č. 2.: Rozvaha v letech 2011 - 2015 - Pasiva.....	80
Příloha č. 3.: Výkaz zisku a ztráty v letech 2011 - 2015.....	81

Přílohy

Příloha č. 1.: Rozvaha v letech 2011 - 2015 - Aktiva

Označ.	TEXT	Účetní období				
		2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA					
	AKTIVA CELKEM	99 829	132 563	103 059	110 371	107 889
B.	Dlouhodobý majetek	51 167	81 297	75 545	77 014	77 783
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	51 167	81 297	75 545	77 014	77 783
1	Pozemky	2 523	2 523	2 523	2 523	2 533
2	Stavby	7 540	7 043	29 606	28 354	27 104
3	Samostatné hmotné movité věci a soubory movitých věcí	4 950	47 948	43 416	43 332	41 041
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	14 523	23 783	0	2 805	7 105
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	21 676	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	48 225	50 365	26 907	33 070	29 912
C.I	Zásoby	13 138	13 132	20 511	19 243	22 917
1	Materiál	611	743	2 686	3 073	3 755
2	Nedokončená výroba a polotovary	151	2 718	3 218	174	656
3	Výrobky	5 341	2 825	8 984	8 087	11 048
5	Zboží	7 035	6 846	5 623	7 909	7 458
C.III	Krátkodobé pohledávky	38 447	36 290	5 508	12 451	5 672
1	Pohledávky z obchodních vztahů	5 943	2 805	5 390	10 000	4 715
4	Stát - daňové pohledávky	0	983	96	440	298
7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	4	2	22	10	253
8	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	272
9	Jiné pohledávky	32 500	32 500	0	2 001	134
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	-3 330	943	888	1 376	1 323
1	Peníze	233	368	361	724	230
2	Účty v bankách	-3 563	575	527	652	1 093
D.I	Časové rozlišení	407	901	607	287	192
1	Náklady v příštích obdobích	407	901	607	287	192

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 2.: Rozvaha v letech 2011 - 2015 - Pasiva

	PASIVA	2011	2012	2013	2014	2015
	PASIVA CELKEM	99 829	132 563	103 059	110 371	107 887
A.	Vlastní Kapital	24 348	28 869	29 383	35 469	40 062
A.I	Základní kapitál	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
1	Základní kapitál	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
A.II	Kapitálové fondy	5 500	7 209	7 209	7 209	7 209
2	Ostatní kapitálové fondy	5 500	7 209	7 209	7 209	7 209
A.III	Fondy ze zisku	300	300	300	300	300
1	Rezervní fondy	300	300	300	300	300
A.IV	Výsledek hospodaření minulých let	11 024	15 548	18 360	18 874	23 446
1	Nerozdělený zisk minulých let	11 024	15 548	18 360	18 874	24 960
3	Jiný výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	-1 514
A.V.1	Výsledek hospodaření běžného účetního období	4 524	2 812	514	6 086	6 107
B.	Cizí zdroje	75 481	103 694	73 676	74 902	67 825
B.II	Dlouhodobé závazky	1 741	2 423	1 666	1 230	5 160
9	Jiné závazky	1 741	2 423	1 666	1 230	1 345
10	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	3 815
B.III	Krátkodobé závazky	44 238	16 125	17 239	19 702	13 674
1	Závazky z obchodních vztahů	8 437	12 832	13 693	16 559	8 753
4	Závazky ke společníkům	1 428	1 428	1 428	1 428	2 128
5	Závazky k zaměstnancům	511	574	626	923	1 060
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	299	332	364	509	607
7	Stát - daňové závazky a dotace	32 767	0	0	104	140
8	Krátkodobé přijaté zálohy	647	925	1 096	68	42
10	Dohadné účty pasivní	126	8	10	88	55
11	Jiné závazky	1 741	26	22	23	889
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	29 502	85 146	54 771	53 970	48 991
1	Bankovní úvěry dlouhodobé	29 502	77 790	41 053	40 131	27 619
2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	7 356	13 718	13 839	21 372

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 3.: Výkaz zisku a ztráty v letech 2011 - 2015

Označ.	TEXT	Účetní období				
		2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM					
I.	Tržby za prodej zboží	47 612	40 457	37 205	31 552	22 724
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	38 302	31 798	27 679	24 967	19 253
+	Obchodní marže	9 310	8 659	9 526	6 585	3 471
II.	Výkony	23 761	24 201	39 679	62 623	81 928
1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	19 732	18 653	37 069	65 734	76 753
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 012	-962	2 610	-4 729	3 442
3	Aktivace	7 041	6 510	0	1 618	1 733
B.	Výkonová spotřeba	14 812	14 057	25 649	40 203	46 603
	Spotřeba materiálu a energie	10 772	9 664	19 514	31 350	36 370
	Služby	4 040	4 393	6 135	8 853	10 233
+	Přidaná hodnota	18 259	18 803	23 556	29 005	38 796
C.	Osobní náklady	9 809	12 188	13 457	17 334	21 765
1	Mzdové náklady	7 176	8 100	9 160	12 713	16 089
2	Odměny orgánům společnosti	0	841	671	0	0
3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2 440	3 032	3 339	4 218	5 248
4	Sociální náklady	193	215	287	403	428
D.	Daně a poplatky	258	364	368	449	451
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1 515	2 880	5 906	6 063	6 229
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	941	2 797	37	152	60
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	866	1 508	0	0	0
2	Tržby z prodeje materiálu	75	1 289	37	152	60
F.	Zůstatková cena z prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 606	1 796	7	15	35
1	Zůstatková cena z prodaného dlouhodobého majetku	1 572	1 508	0	0	0
2	Prodaný materiál	34	288	7	15	35
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-171	71	36	-17	620
IV.	Ostatní provozní výnosy	1	1	1	3 850	1 145
H.	Ostatní provozní náklady	0	127	45	585	946
*	Provozní výsledek hospodaření	6 184	4 175	3 775	8 578	9 955
X.	Výnosové úroky	1	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	470	1 518	2 534	1 982	1 756
XI.	Ostatní finanční výnosy	219	429	200	21	97
O.	Ostatní finanční náklady	572	496	1 086	531	494
*	Finanční výsledek hospodaření	-822	-1 585	-3 420	-2 492	-2 151
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	982	0	0	0	1 697
**	výsledek hospodaření za běžnou činnost	4 380	2 590	355	6 086	6 107

Zdroj: vlastní zpracování

