

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V PRAZE

FAKULTA STAVEBNÍ

Katedra ekonomiky a řízení ve stavebnictví



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2018

Aneta Krausová



ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: Bc. Krausová Jméno: Aneta Osobní číslo: 410691
Zadávající katedra: Katedra ekonomiky a řízení ve stavebnictví 126
Studijní program: Stavební inženýrství
Studijní obor: Projektový management

II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce: Ocenění stavební společnosti

Název diplomové práce anglicky: Valuation of Construction Company

Pokyny pro vypracování:

Definice pojmů

Metody ocenění společnosti

Volba a popis zvolené stavební společnosti

Aplikace oceňovacích metod na zvolenou společnost

Vyhodnocení a srovnání výsledků jednotlivých metod

Seznam doporučené literatury:

Miloš Mařík - Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy, Ekopress, 2011

Eva Kislíngerová - Oceňování podniku, C.H. Beck, 1999

Jméno vedoucího diplomové práce: Doc. Ing. Jana Frková, Ph.D.

Datum zadání diplomové práce: 04/10/2017 Termín odevzdání diplomové práce: 07/01/2018

Údaj uveďte v souladu s datem v časovém plánu příslušného ak. roku

[Podpis]
Podpis vedoucího práce

[Podpis]
Podpis vedoucího katedry

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Beru na vědomí, že jsem povinen vypracovat diplomovou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací. Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je nutné uvést v diplomové práci a při citování postupovat v souladu s metodickou příručkou ČVUT „Jak psát vysokoškolské závěrečné práce“ a metodickým pokynem ČVUT „O dodržování etických principů při přípravě vysokoškolských závěrečných prací“.

15/11/2017

Datum převzetí zadání

[Podpis]
Podpis studenta(ky)

Prohlašuji, že jsem tuto bakalářskou práci vypracovala samostatně, pouze za odborného vedení vedoucí bakalářské práce doc. Ing. Jany Frkové, Ph.D.

Dále prohlašuji, že veškeré podklady, ze kterých jsem čerpala, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

V Praze dne 20. 12. 2017

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala své vedoucí práce doc. Ing. Janě Frkové, Ph.D. za ochotu, trpělivost, cenné rady a odborné vedení při psaní této práce.

Ocenění stavební společnosti

Valuation of the Construction Company

Abstrakt

Tato diplomová práce se zabývá oceňováním zvolené stavební společnosti FOUKAL, s.r.o. Cílem práce je stanovit objektivní hodnotu této společnosti k 1.1.2017 z pohledu externího znalce. Mimo to je snahou provést porovnání použitých metod oceňování. Diplomová práce je rozdělena na dvě části – teoretickou a praktickou. Teoretická část přináší úvod do problematiky oceňování společností. Jsou zde popsány definice a kategorie hodnot, důvody oceňování, předpisy a podklady pro oceňování a vyjmenován výčet používaných metod. Nejpodstatnější část práce je zaměřena na popis postupu vlastního ocenění, které je následně aplikováno v části praktické. V praktické části je nejprve oceňovaná společnost představena a následně jsou provedeny nezbytné analýzy – analýza vnějšího prostředí, finanční analýza a strategická analýza. Teprve poté přichází na řadu vlastní ocenění vybrané společnosti s použitím majetkových, výnosových, tržních a kombinovaných metod. Na závěr je provedeno zhodnocení dílčích výsledků a stanovení výsledné hodnoty.

Abstract

This master thesis deals with the valuation of chosen construction company FOUKAL, s.r.o. The aim of the thesis is to determine the objective value of the company as of 1st January 2017 from the point of view of external expert. In addition, there is an attempt to compare the methods used for valuation of the company. The thesis is divided into two parts – theoretical and practical. The theoretical part introduces the issue of company valuation (definitions and categories of values, reasons for valuation, regulations and information base) and lists the typical valuation methods. The most important part of the thesis is focused on a description of the process of valuation, which is then applied in the practical part. The practical part first introduces the valued company and then the necessary analyses are applied – an analysis of micro and macro-economic environment, a financial analysis and a strategic analysis. Only then the valuation of the selected company can be made by using asset-based approach, income approach, market approach and combined methods. Finally, there is an evaluation of the partial results and determining the final value.

Klíčová slova: Oceňování společnosti, oceňování stavební společnosti, hodnota, generátory hodnoty, metody oceňování, majetková metoda oceňování, výnosová metoda oceňování, tržní metoda oceňování, kombinované metody oceňování, účetní hodnota, hodnota substance, likvidační hodnota, diskontované cash flow DCF, ekonomická přidaná hodnota EVA, metoda kapitalizovaných zisků, diskontní míra

Keywords: Valuation of Company, Valuation of Construction Company, Value, Value Generators, Valuation Methods, the Asset-based Approach, the Income Approach, the Market Approach, Combined Valuation Methods, Book Value, Substantial Value, Liquidation Value, the Discounted Cash Flow Methods, Economic Value Added EVA, the Capitalization of Earnings Method, Discount rate

Obsah

| | | |
|---------------------------------------|---|----|
| 1 | Úvod | 10 |
| TEORETICKÁ ČÁST DIPLOMOVÉ PRÁCE | | 11 |
| 2 | Oceňování společností | 12 |
| 2.1 | Hodnota společnosti | 12 |
| 2.2 | Kategorie hodnot | 13 |
| 2.3 | Předpisy upravující oceňování společnosti | 17 |
| 2.4 | Důvody oceňování | 18 |
| 2.5 | Postup oceňování | 18 |
| 2.6 | Podklady pro oceňování | 19 |
| 2.7 | Znalci a odhadci | 20 |
| 2.8 | Metody oceňování | 21 |
| 3 | Makroekonomická a mikroekonomická analýza | 23 |
| 3.1 | Analýza makroekonomického prostředí | 24 |
| 3.2 | Analýza mikroekonomického prostředí | 24 |
| 4 | Riziko | 26 |
| 4.1 | Dělení rizik | 27 |
| 4.2 | Výnosová míra a riziko | 28 |
| 4.3 | Tržní riziko a koeficient beta | 28 |
| 4.4 | Specifické riziko a jeho výpočet | 30 |
| 5 | Finanční analýza | 32 |
| 5.1 | Úvod do finanční analýzy | 32 |
| 5.2 | Metody finanční analýzy a finanční ukazatele | 32 |
| 5.3 | Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná | 42 |
| 6 | Strategická analýza a finanční plán | 44 |
| 6.1 | Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti | 44 |
| 6.2 | Hodnocení perspektivnosti společnosti | 45 |
| 6.3 | Analýza a prognóza generátorů hodnoty | 45 |
| 6.4 | Sestavení finančního plánu | 49 |
| 7 | Majetkové metody oceňování | 51 |
| 7.1 | Metoda účetní hodnoty | 51 |
| 7.2 | Metoda věcné hodnoty | 51 |
| 7.3 | Metoda likvidační hodnoty | 52 |
| 8 | Výnosové metody oceňování | 53 |
| 8.1 | Stanovení diskontní míry a časová hodnota peněz | 53 |
| 8.2 | Stanovení tempa růstu | 58 |
| 8.3 | Metoda kapitalizovaných zisků (výnosů) | 59 |
| 8.4 | Modely diskontovaného cash flow (DCF) | 60 |
| 8.5 | Metody založené na EVA | 63 |
| 9 | Kombinované metody oceňování | 65 |
| 10 | Tržní metody oceňování | 66 |
| 10.1 | Tržní ceny vlastních akcií | 66 |
| 10.2 | Metody tržního porovnání | 67 |
| 11 | Souhrnné ocenění společnosti | 68 |
| 11.1 | Korekce předběžných výsledků ohodnocení | 68 |
| 11.2 | Výsledná hodnota společnosti | 69 |
| PRAKTICKÁ ČÁST DIPLOMOVÉ PRÁCE | | 71 |

| | | |
|------|---|-----|
| 12 | Popis společnosti | 72 |
| 12.1 | Základní údaje | 72 |
| 12.2 | Historie a provozní činnost..... | 72 |
| 12.3 | Vlastnická a organizační struktura | 73 |
| 12.4 | Účetní informace | 73 |
| 13 | Finanční analýza | 74 |
| 13.1 | Horizontální a vertikální analýza..... | 74 |
| 13.2 | Poměrové ukazatele..... | 87 |
| 13.3 | Bankrotní a bonitní modely..... | 93 |
| 13.4 | Ukazatel EVA..... | 95 |
| 13.5 | Celkové zhodnocení a porovnání s odvětvím..... | 96 |
| 14 | Analýza makroekonomického a mikroekonomického prostředí | 100 |
| 14.1 | Makroekonomické ukazatele a jejich vývoj | 100 |
| 14.2 | Analýza odvětví..... | 102 |
| 15 | Strategická analýza | 106 |
| 15.1 | Analýza potenciálu a konkurenční síly..... | 106 |
| 15.2 | Hodnocení perspektivnosti společnosti | 108 |
| 15.3 | SWOT analýza | 108 |
| 15.4 | Riziko | 110 |
| 15.5 | Růst společnosti..... | 111 |
| 15.6 | Generátory hodnoty | 112 |
| 16 | Finanční plán a jeho finanční analýza | 120 |
| 17 | Určení diskontní míry | 123 |
| 18 | Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. | 130 |
| 18.1 | Základní informace..... | 130 |
| 18.2 | Předběžné ocenění dle generátorů hodnot..... | 130 |
| 18.3 | Účetní hodnota | 132 |
| 18.4 | Ocenění metodou DCF pro vlastníky a věřitele (DCFF)..... | 132 |
| 18.5 | Ocenění metodou přidané ekonomické hodnoty EVA..... | 136 |
| 18.6 | Ocenění metodou kapitalizovaných zisků | 139 |
| 18.7 | Ocenění kombinovanými metodami..... | 141 |
| 18.8 | Ocenění porovnáním | 142 |
| 19 | Souhrnné ocenění a vyhodnocení | 144 |
| 20 | Závěr..... | 146 |
| 21 | Seznam tabulek..... | 148 |
| 22 | Seznam grafů | 149 |
| 23 | Seznam vzorců..... | 151 |
| 24 | Seznam obrázků..... | 153 |
| 25 | Použitá literatura..... | 154 |
| 26 | Internetové zdroje | 155 |
| 27 | Seznam použitých zkratk | 157 |
| 28 | Přílohy | 159 |

1 Úvod

Oceňování společnosti je rozsáhlé téma se širokým záběrem, při kterém musí oceňovatel analyzovat a vyhodnotit celou řadu informací. Jedná se jednak o informace ze samotné společnosti, ale také informace týkající se bezprostředního i širšího okolí společnosti. Oceňování každé společnosti je unikátní a vyžaduje značnou analytickou činnost. Znalec zkoumá strategickou a finanční stránku společnosti z pohledu minulosti a zároveň je jeho snahou odhadnout pravděpodobný vývoj do budoucna. Vedle tohoto jsou sbírány a vyhodnocovány informace o relevantním trhu a celkové makroekonomické situaci. Teprve potom, co si oceňovatel udělá detailní obrázek o oceňované společnosti, je schopen stanovit výslednou hodnotu.

Každý obor, stejně tak stavebnictví, vykazuje určité specifické znaky, které by měly být při procesu oceňování vždy vzaté v potaz. Literatura uvádí, že výsledné ocenění stavební společnosti může být spolehlivé a úplné, jen pokud je oceňovatel dostatečně obeznámen se stavebním průmyslem. Oceňování je sice věda, ale nese také určité znaky umění a potřeby subjektivního pohledu znalce. Koncept oceňování společnosti využívá různé metody a přístupy, jak dojít k ocenění společnosti. V této práci jsou popsány ty nejběžnější, které se dělí do čtyř základních skupin – metody majetkové, metody výnosové, tržní a kombinované.

Cílem diplomové práce je stanovení objektivní hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017. Zmíněná stavební společnost byla předmětem analýzy finančního zdraví v mé bakalářské práci, která se zabývala souhrnnou finanční analýzou stavebních společností. Tato diplomová práce tedy představuje určitou nadstavbu a rozšíření již prezentovaných rozborů. Současně je snahou přinést porovnání a vyhodnocení oceňovacích technik, které lze aplikovat na jakoukoliv stavební společnost. Oceňování je zpracováno z pohledu externího znalce výhradně z veřejně dostupných zdrojů bez jakýchkoliv interních informací či součinnosti managementu společnosti.

Diplomová práce je rozdělena na dvě části: teoretickou a praktickou. V teoretické části jsou nejprve prezentovány základní informace o oceňování společnosti a následně je představen postup ocenění. Samotné ocenění zahrnuje nezbytné analýzy a stanovení vstupních veličin, teprve potom přichází na řadu aplikace vybraných metod a technik oceňování. Jednotlivé kapitoly teoretické části práce přinášejí přehled o obecném úvodu do oceňování, analýze vnějšího prostředí, finanční analýze a strategické analýze oceňované společnosti. V poslední fázi jsou popsány metody ocenění a jejich vyhodnocení, které vede k vyřčení konečné hodnoty.

Praktická část diplomové práce aplikuje výše popsané na vybranou stavební společnost FOUKAL, s.r.o. Přičemž bylo z důvodu větší objektivity a možného porovnání výsledné hodnoty využito více oceňovacích metod. V závěru praktické části je provedeno shrnutí a vyhodnocení dílčích výsledků a stanovení konečné hodnoty společnosti. Mimo výše zmíněné je pro dosažení vyšší přesnosti ocenění samostatně proveden výpočet diskontní míry pro výnosové metody.

Ve své práci se pokusím napodobit práci znalce, který provádí skutečné ocenění společnosti. Přesto je jasné, že mé zkušenosti z praxe jsou nulové a čerpám tak pouze z teoreticky nabytých znalostí. Seznam zdrojů, ze kterých jsem čerpala a na základě kterých jsem samotné ocenění zpracovala, lze nalézt na konci práce.

TEORETICKÁ ČÁST DIPLOMOVÉ PRÁCE

2 Oceňování společností

Místo pojmu „oceňování společnosti“ se někdy také používá pojmenování „oceňování podniku“. Nejprve je potřeba vysvětlit, co si pod těmito pojmy představít.

„**Podnik**“ může být definován různě – například jako „*jedinečný, méně likvidní majetek směřovaný na málo účinných trzích*“ (Mařík, 2011, s. 15) či jako funkční celek, který přináší určitý užitek, generuje určitý výnos v současnosti a v budoucnosti (Kislingerová, 2001, s. 10). Z právního pohledu však nahrazením starého občanského zákoníku (zákon č. 40/1964 Sb.) novým občanským zákoníkem (zákon č. 89/2012 Sb.) termín „podnik“ zanikl a není nikterak definován. Nová právní úprava přináší nový pojem „**obchodní závod**“, který definuje jako: „*...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.).

„**Společnost**“ je dle nového občanského zákoníku (zákon č. 89/2012 Sb.) a zákona o obchodních korporacích (zákon č. 90/2012 Sb.) obchodní společnost (korporace) založená za účelem podnikání a dosažení zisku. V této práci pojem společnost představuje obchodní společnost různého druhu (s.r.o., a.s. apod.).

Při stanovení hodnoty společnosti je oceňován soubor majetkových hodnot generujících zisk. Oceňujeme tedy podnik, resp. obchodní závod, nikoliv společnost jako právní subjekt (Mařík, 2011, s. 15). I přes tuto skutečnost je v této práci používáno spojení „oceňování společnosti“ namísto „oceňování podniku“, z důvodu nejasného legislativního vymezení tohoto pojmu podnik.

Oceňování společnosti představuje stanovení hodnoty společnosti, která je považována za zboží určené ke směně (Kislingerová, 2001, s. 1). Výsledkem oceňování je určitá hodnota společnosti, která však není objektivní a je závislá na okolnostech a podmínkách, jako účelu ocenění, množství a kvalitě dostupných informací či zkušenostech odhadce atd. Nelze tedy stanovit jednu „správnou“ hodnotu společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 6)

České republice se tato problematika objevila v souvislosti s přechodem na tržní hospodářství v 90. letech minulého století, kdy byla potřeba pro privatizaci stanovit vedle účetní hodnoty společnosti i její tržní hodnotu (Kislingerová, 2001, s. 1). V současné době je oceňování společností aktuální téma díky fúzím a akvizicím (M&A). Jen v roce 2016 celosvětově proběhlo více než 47 000 fúzí a akvizicí s hodnotou 3,5 bilionu USD (89 bilionu Kč), v České republice celkem 230 M&A přesahující hodnotu 14 miliard USD (234 miliard Kč). Dle odvětví je stavebnictví dlouhodobě na šestém místě za hutnictvím, finančnictvím, potravinářstvím a počítačovým průmyslem (IMAA, 2017).

2.1 Hodnota společnosti

Jak již bylo zmíněno, při oceňování se na společnost nahlíží jako na zboží, které je předmětem směny na trhu. Společnost můžeme oceňovat v různých hladinách. Pokud se hovoří o **hodnotě brutto**, jedná se o hodnotu společnosti jako celku. Tedy hodnotu celkové entity, zahrnující jak hodnotu pro vlastníky, tak pro věřitele. **Hodnota netto** představuje ocenění na úrovni vlastníků společnosti a stanovuje hodnotu

vlastního kapitálu, který se určí jako hodnota z účetnictví (odečtením cizích pasiv od souhrnu celkových položek majetku) nebo jinou oceňovací metodou. (Mařík, 2011, s. 16)

Cena obecně představuje částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží či službu v daném čase a místě. Cena může i nemusí mít vztah k hodnotě, ale v zásadě je ukazatelem relativní hodnoty, kterou přisoudil zboží nebo službě konkrétní prodávající a kupující za určitých podmínek (Mařík, 2011, s. 21).

Hodnota všeobecně odráží vzájemný vztah poptávky a nabídky, nákladů a užitečnosti či zvláštnosti pro vlastníky zboží (Kislingerová, 2001, s. 7). Hodnota se mění v čase dle změny výše uvedených parametrů, a proto lze hodnotu společnosti určit pouze k danému časovému okamžiku a účelu ocenění (Kislingerová, 2001, s. 10). Bylo by chybné uvažovat, že hodnotu společnosti ovlivňují pouze její objektivní charakteristiky, jako vynaložené náklady za pořízený majetek či minulé dosažené zisky (Mařík, 2011, s. 20).

Společnost je specifické zboží vyznačující se vzácností, malou likvidností, jedinečností a omezeností trhu (pokud lze vůbec o trhu společností uvažovat). Proto není hodnota společnosti shodná s její cenou, jak je u jiného zboží běžné. Výslednou cenu, za kterou se společnost prodá, ovlivňuje spousta dalších faktorů. Mohou to být faktory psychologické, vyjednávací schopnosti, časová tíseň, vzájemné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím apod. Z výše uvedených závěrů je zřejmé, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje. Proto se občas zavádí pojem objektivizovaná hodnota společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 11)

Při stanovení hodnoty společnosti lze využít dva pohledy z hlediska budoucího působení společnosti:

- a) Přístup „**going concern**“ a „**stand alone basis**“ předpokládá, že společnost bude mít v budoucnu shodný předmět podnikání, bude nadále pokračovat ve své činnosti jako samostatný subjekt.
- b) Přístup uvažující **strategickou změnu** ve využívání majetku, kterou přinese nový vlastník společnosti. Zde se jedná o hodnocení se zahrnutím synergie. (Kislingerová, 2001, s. 11)

2.2 Kategorie hodnot

Z předešlé kapitoly je jasné, že lze rozlišovat několik kategorií hodnot dle záměru ocenění. Ty nejčastější jsou tržní hodnota, subjektivní hodnota (někdy také investiční hodnota), objektivizovaná hodnota a další kategorie založené na netržním přístupu. (Mařík, 2011, s. 22)

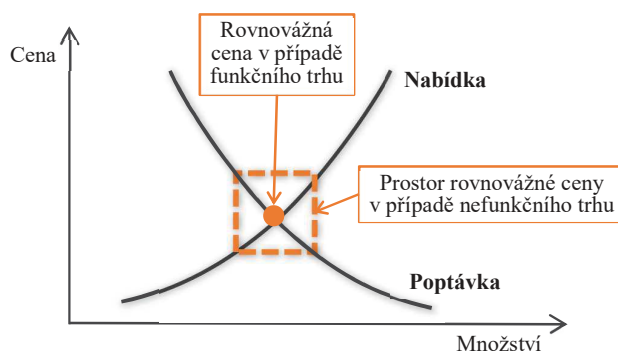
2.2.1 Tržní hodnota

Objevují se dva základní přístupy pojetí tržní hodnoty. Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Council (IVSC), která vydává mezinárodní oceňovací standardy International Valuation Standards (IVS), definuje tržní hodnotu (angl. Market Value) jako odhadnutou částku, za kterou by byly majetek nebo závazky směněny k datu ocenění mezi ochotným prodávajícím

a ochotným kupujícím při obvyklé transakci s náležitým marketingem a s vědomým, rozumným a bez nátlakovým jednáním obou stran (IVS, 2017, s. 18). Stejně charakterizuje tržní hodnotu i TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) ve svých Evropských oceňovacích standardech European Valuation Standards 2016, v praxi označovaných jako „Modrá kniha“. Důležité je upozornit, že tržní hodnota nemá představovat hodnotu pro konkrétního prodávajícího či kupujícího, ale pro nespécifikované, průměrné účastníky, pro něž existují na trhu stejné podmínky. Tržní hodnota majetku by měla odrážet nejlepší možné využití, které přinese nejvyšší hodnotu, je fyzicky reálné, právně přípustné a finančně proveditelné. (IVS, 2017, s. 20)

Dle ekonomické teorie by tržní hodnota měla být odhadem **rovnovážné ceny**, tzn. ceny představující střed nabídky a poptávky. Přesné stanovení rovnovážné ceny jako jedné hodnoty je možné jen na dostatečně transparentním a neomezeném trhu s homogenními statky. Jelikož je společnost specifické zboží vyznačující se vzácností, jedinečností a omezeností trhu, reálnějším zobrazením je intervalový odhad (Obrázek 1). (Mařík, 2011, s. 25)

Obrázek 1 Rovnovážná cena na funkčním a nefunkčním trhu



Zdroj: Mařík, 2011, s. 25

Pro stanovení tržní hodnoty je vhodné využití metod tržního porovnání (Mařík, 1999, s. 19). Druhý přístup k tržní hodnotě se zaměřuje na budoucí efekty plynoucí z vlastnictví daného majetku. Tržní hodnota je pak reprezentována současnou hodnotou budoucích užitků, respektive budoucích peněžních toků (Kislingerová, 2001, s. 17). Tyto peněžní toky, stejně jako diskontní míra, by měly odrážet vývoj trhu (Mařík, 2011, s. 25).

2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota společnosti přináší ocenění z pohledu konkrétního prodávajícího či kupujícího. Představuje očekávané užitky z vlastnictví společnosti pro konkrétního vlastníka a je určena subjektivními názory a konkrétními podmínkami tohoto vlastníka. (Mařík, 2011, s. 26) V Mezinárodních oceňovacích standardech je subjektivní hodnota označována jako investiční hodnota (angl. Investment Value). Investiční hodnota je v těchto standardech definována jako hodnota majetku pro konkrétního nebo budoucího vlastníka na základě jeho stanovených investičních nebo provozních cílů (IVS, 2017, s. 22).

Subjektivní hodnota bývá cílem ocenění společnosti jen zřídka (Mařík, 2011, s. 27). Nejčastěji se využívá při zjištění výhodnosti koupě či prodeje společnosti nebo při rozhodování mezi zachováním a likvidací společnosti (Mařík, 1999, s. 17). Pokud se však ocenění společnosti opírá o budoucí peněžní toky a diskontní míru, které jsou založené na představách samotné společnosti bez uvážení jejího okolí a trhu, nejedná se o stanovení tržní hodnoty, ale subjektivní hodnoty. (Mařík, 2011, s. 27)

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Odhadci provádějící ocenění společnosti by neměli vycházet ze subjektivní představy, ale jejich úkolem je určit objektivní hodnotu společnosti. Protože objektivní hodnota společnosti v podstatě neexistuje, je snahou zjistit alespoň objektivizovanou hodnotu. Německé standardy institutu auditorů IDW S1 definují objektivizovanou hodnotu jako typizovanou, jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, stanovenou za předpokladu, že společnost bude pokračovat v nezměněném konceptu, a s uvážením realistických tržních možností, finančních možností společnosti, rizik a dalších vlivů ovlivňujících hodnotu společnosti. Tuto hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou a měla by být v první řadě postavena na všeobecně uznávaných datech a metodách. Pokud se v ní zohledňují obecná a subjektivní očekávání, jedná se o subjektivní ocenění, a tedy o investiční hodnotu. Co se týká vztahu objektivizované a tržní hodnoty, většinou skutečné prodejní ceny bývají vyšší než znalci určená objektivizovaná hodnota. (Mařík, 2011, s. 27)

Objektivizovaná hodnota má své opodstatnění například při oceňování pro účely poskytnutí úvěru nebo zjišťování současné bonity společnosti, kdy je stěžejní prokazatelnost a objektivnost ocenění (Mařík, 2011, s. 34). Nejčastěji se volí metody kapitalizovaných zisků, majetkové a kombinované metody (Mařík, 1999, s. 19).

2.2.4 Další netržní kategorie hodnoty

Mezinárodní, evropské, německé a americké oceňovací standardy kromě investiční hodnoty rozlišují i další netržní kategorie hodnot. Mezi ně lze zařadit rozhodčí hodnotu nebo hraniční hodnotu z Kolínské školy, spravedlivou hodnotu, férovou hodnotu, synergickou hodnotu. Dále jsou uváděny skutečnosti, které určují některé hodnoty: pokračování společnosti, likvidace či ukončení životnosti, zvláštní předpoklady. V tomto případě se nejedná se o kategorie hodnoty, ale o předpoklady spojující jednotlivé kategorie hodnoty. (Mařík, 2011, s. 32)

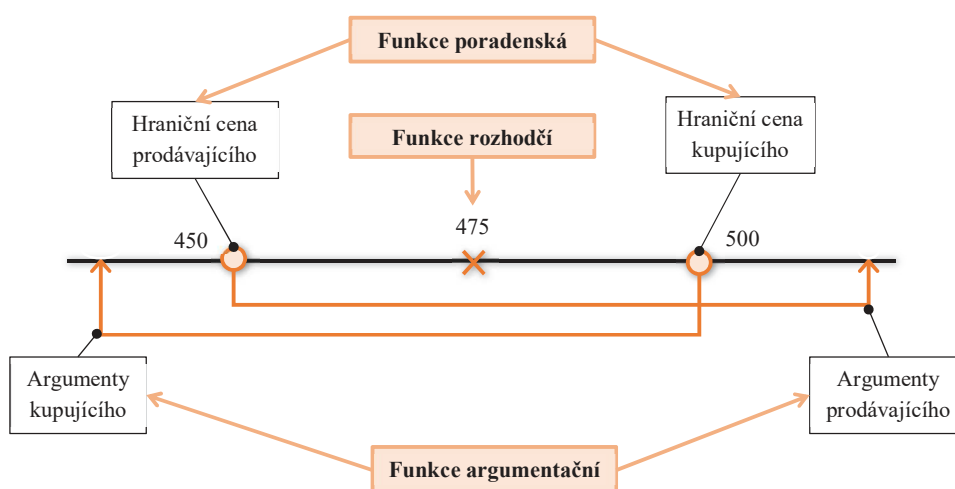
Kolínská škola zastává názor, že trh se společnostmi nelze považovat za reálný trh a že pro nákup a prodej společnosti je v zásadě východiskem subjektivní hodnoty konkrétního prodávajícího a kupujícího.

Kolínská škola rozlišuje několik základních funkcí oceňování a také samotného oceňovatele (Obrázek 2):

- a) daňová funkce – poskytování podkladů pro daňové účely,
- b) komunikační funkce – poskytování podkladů pro komunikaci s investory, bankami, veřejností,

- c) poradenská funkce – poskytování informací o maximální a minimální ceně (hraniční hodnota pro konkrétního kupujícího a hraniční hodnota pro konkrétního prodávajícího – tyto ceny jsou individuální a druhé straně neznámé),
- d) rozhodčí funkce – nalezení spravedlivé (rozhodčí netržní) hodnoty v rámci stanovených hraničních hodnot,
- e) argumentační funkce – nalezení argumentů pro lepší pozici dané strany při jednáních. (Mařík, 2011, s. 30)

Obrázek 2 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy



Zdroj: Mařík, 2011, s. 31

Přístup na základě Kolínské školy lze využít v konkrétních případech, kdy je třeba vyvážit zájmy jednotlivých stran. Jedná se například o transformaci nebo prodej společnosti. (Mařík, 2011, s. 35)

Spravedlivá hodnota (angl. Equitable Value, dříve Fair Value) je dle International Valuation Standards (IVS) vymezena jako odhadovaná částka, za kterou se majetek nebo pasivum smění mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami s uvážením příslušných zájmů těchto stran. Spravedlivá hodnota může i nemusí být shodná s tržní hodnotou. Na rozdíl od tržní hodnoty reflektuje výhody a nevýhody, které kupující a prodávající z této směny získají. (IVS, 2017, s. 21) Mezinárodní účetní standardy (International Financial Reporting Standards – IFRS) uvádějí termín **férová hodnota** (angl. Fair Value) jako částku, za kterou by se ke dni ocenění prodal majetek nebo převedly závazky při běžné směně mezi účastníky trhu (IFRS 13, 2013, Apendix A).

Synergická hodnota (angl. Synergistic Value) je hodnota, která je výsledkem kombinace dvou a více aktiv nebo majetkových podílů, kdy tato kombinace přináší vyšší hodnotu, než je součet jednotlivých aktiv, resp. podílů. (IVS, 2017, s. 22)

Americké oceňovací standardy pro oceňování společností (Business Valuation Standards) uvádějí ještě **vnitřní hodnotu** (angl. Intrinsic Value). Jedná se o hodnotu, ke které investor dospěje na základě ocenění nebo dostupných informací a kterou považuje za „správnou“ nebo „reálnou“. Vnitřní hodnota se stane tržní hodnotou, jestliže i jiní investoři dospějí ke stejnému ocenění. (US PAP, 2009, s. 29)

Pokud je stanovena hodnota zákonem, jinými formami regulace nebo smlouvou jedná se o administrativní cenu. Zákon o oceňování majetku 151/1997 Sb. rozlišuje kromě **ceny zjištěné** (administrativní cena), také **obvyklou cenu** (dosažena při prodeji či poskytování stejného, obdobného majetku nebo služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění s uvážením všech okolností mimo mimořádných), **mimořádnou cenu** (s promítnutím mimořádných okolností trhu, osobních poměrů nebo zvláštní obliby).

Následující hodnoty netvoří kategorie hodnoty samy o sobě, ale představují předpoklad pro jednotlivé kategorie hodnot. **Hodnota pokračující společnosti** (angl. Going-concern Value) je uvažována v takovém případě, když se předpokládá, že společnost bude v budoucnu nadále fungovat a generovat zisk (Mařík, 2011, s. 33). Opakem je **likvidační hodnota** (angl. Liquidation Value) představující částku, za kterou by se aktiva nebo skupina aktiv prodala, pokud by byla odprodávány po částech (IVS, 2017, s. 22). Tato situace většinou souvisí s ukončováním činnosti společnosti. Likvidační hodnota by vždy měla být snížena o náklady související s likvidací (administrativní náklady, prodejní poplatky, daně atd.).

2.3 Předpisy upravující oceňování společnosti

Oceňování společností jako takové není v České republice v současnosti upraveno žádným, obecně závazným předpisem. Především se uplatňuje ekonomická teorie a související předpisy, které do této problematiky zasahují (Mařík, 2011, s. 18). Oceňování společností je zmiňováno v některých částech **občanského zákoníku** (zákon č. 89/2012 Sb.) a **zákona o obchodních korporacích** (zákon č. 90/2012 Sb.) (Kislingerová, 2001, s. 12).

Dále se oceňováním společností zabývá **zákon o oceňování majetku** č. 151/1997 Sb., ve znění pozdějších předpisů, spolu se prováděcí vyhláškou. V tomto zákoně je stanoven postup pro zjištění administrativní ceny, tedy objektivizované hodnoty společnosti (obchodního závodu), pro ocenění ve vymezených případech.

Oceňování společností dle znaleckých posudků předkládaných České národní bance (ČNB), především pro doložení přiměřenosti ceny akcií, je prováděno na základě **Metodického pokynu ČNB** („Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění OCE“).

Ve světě se používají mezinárodní oceňovací standardy **International Valuation Standards (IVS)** vydávané organizací International Valuation Standards Council (IVSC) a evropské oceňovací standardy **European Valuation Standards (EVS)** vydávané organizací TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations). Tyto standardy obsahují především definice základních termínů a zásady oceňování. Oba dokumenty nejsou závazné, ale jedná se spíše o soubor mezinárodně uznávaných doporučení. Ve Spojených státech amerických se pro oceňování společností využívají Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) především jejich část **Business Valuation Standards (BSV)**, zpracované Americkou společností odhadců (American Society of Appraisers). (Mařík, 2011, s. 19)

2.4 Důvody oceňování

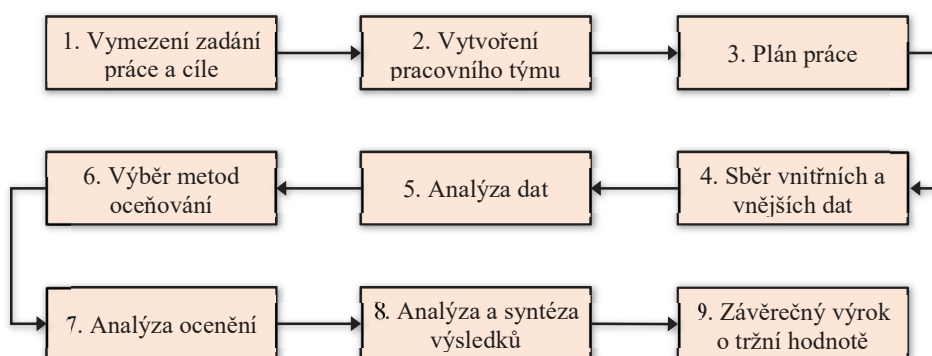
Jak již bylo uvedeno výše, na hodnotu společnosti má vliv účel a okolnosti pro které je odhad zpracováván. Oceňování společnosti může být prováděno na základě různých podnětů a pro různé účely. Nejběžnějším důvodem je **prodej a koupě** části či celku společnosti. Dále to může být **splynutí, sloučení nebo rozdělení** společností; **změna právní formy** společnosti; **likvidace, konkurz nebo restrukturalizace** společnosti; **vklad celé společnosti** nebo její části do jiné společnosti; **privatizace** společnosti; **vstup** společnosti **na kapitálový trh**; přijetí nebo poskytnutí **úvěru**; **zastavení podílu** společníka; **pojištění** společnosti. Dalším podnětem může být **snížení nebo zvýšení základního kapitálu** společnosti vstupem či vystoupením společníka, akcionáře ze společnosti, vypořádáním dědického řízení spjatého s majetkem společníka, akcionáře. Případně může vyvstat vnitřní potřeba vlastníků ocenit společnost pro účely **vyhodnocení výsledků práce manažerů**, pokud je stanoven cíl zvýšit tržní hodnotu společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 11)

Při každém ocenění společnosti by měl být jasně určený důvod oceňování, jasně řečená kategorie a úroveň hodnoty, která má být zjištěna, a stanovené datum, ke kterému se ocenění provádí. (Mařík, 2011, s. 36)

2.5 Postup oceňování

Postup provádění ocenění společnosti je třeba vždy přizpůsobit konkrétním podmínkám, jako účelu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, dostupným datům, zvolené metodě apod. Obecně lze však pro oceňování společností stanovit obvyklý doporučený postup, který by měl odhadce při výkonu své profese dodržet bez ohledu na metodu, důvod a cíl ocenění (Mařík, 2011, s. 53). Schéma obvyklého postupu oceňování zobrazuje Obrázek 3.

Obrázek 3 Postup při oceňování společnosti



Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 26

Na počátku je důležité **vymezení účelu**, pro který se ocenění provádí, a **definice zadání**. Zde se zpravidla uzavírá smlouva mezi zadavatelem a oceňovatelem. Následuje **vytvoření pracovního týmu**, který se na zpracování ocenění společnosti podílí. Pracovní tým se řídí **harmonogramem**, který určuje závazné termíny prací a termín dokončení. Poté následuje **sběr vnějších a vnitřních informací**, které jsou nezbytné pro ocenění. Shromažďují se data o společnosti i o makroekonomickém prostředí

(makroprostředí) a odvětví (mikroprostředí). Po získání veškerých dat přichází **fáze analytická**, kdy se provádí analýza těchto dat. Nejprve se provádí analýza makroekonomická, analýza odvětví, poté finanční analýza společnosti, případně i analýza podnikatelského plánu. Závěry jednotlivých analýz jsou brány v úvahu při dalším postupu. Na fázi analytickou navazuje **výběr metod oceňování** na základě předem zvoleného cíle. Následuje samotná **aplikace zvolených metod**. Zpravidla se volí více metod, ze kterých je na závěr nezbytné provést syntézu a **vyhodnocení jednotlivých výsledků** a na závěr stanovit **ocenění souhrnné**, tzn. výslednou tržní hodnotu společnosti ke dni ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 25)

Podrobnost zpracování jednotlivých kroků závisí na zvolené kategorii zjišťované hodnoty. V případě tržního a objektivního ocenění je potřeba větší podrobnost než u ocenění subjektivního, kdy lze některé části vynechat nebo nahradit názorem investora. U malých společností lze také některé postupy zjednodušit. Platí zde, že čím větší a složitější je oceňovaná společnost, tím podrobnější musí celý postup být. (Mařík, 2011, s. 54)

Odhadce vyhotovuje **zprávu**, která musí obsahovat určité podstatné náležitosti. Ke zprávě se zpravidla přikládá **průvodní dopis** s prohlášením odhadce. Oba mezinárodní (IVS) i evropské oceňovací standardy (EVS) uvádějí, co by měla zpráva oceňovatele obsahovat. (Kislingerová, 2001, s. 336)

2.6 Podklady pro oceňování

Sběr dat a informací pro oceňování tvoří velmi důležitou a také časově náročnou část celého procesu oceňování. Pouze na základě dostatečných a správných informací lze mít reálnou představu o fungování společnosti a stanovit její „správnou“ hodnotu. (Kislingerová, 2001, s. 25) Jednak se shromažďují a zpracovávají informace týkající se minulosti, současnosti a budoucnosti vlastní společnosti. Jedná se o podklady **interní** (účetní výkazy, finanční plán, vnitropodnikové a techniko-ekonomické informace) (Dluhošová, 2010, s. 172). Dále jsou pro ocenění nezbytné informace o prostředí, ve kterém společnost funguje, tj. data **externí**. Externí data představují informace o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a odvětví (mikroprostředí), do kterého společnost spadá (Kislingerová, 2001, s. 25).

Potřebné informace pro ocenění lze uspořádat do následujících oblastí:

- a) **Základní data o společnosti** – název, právní forma, IČ, předmět podnikání, vlastnická struktura, organizační struktura a vedoucí pracovníci, historie společnosti.
- b) **Ekonomická data** – účetní výkazy (výkaz zisku a ztráty, rozvaha, výkaz peněžních toků) za poslední 3–5 let, výroční zpráva), příp. finanční plány a zprávy auditorů.
- c) **Informace o odvětví a příslušném trhu** – vymezení, faktory, velikost a vývoj trhu.
- d) **Konkurence** – informace a data o hlavních přímých konkurentech.
- e) **Odbyt a marketing** – přehled odbytové a marketingové činnosti, klíčoví zákazníci, příp. ceny a cenová politika, reklama, výzkum a vývoj.
- f) **Výroba a dodavatelé** – charakter výroby, technologie, kapacity a jejich využití, dodavatelé společnosti a vztahy s nimi, řízení kvality, ochrana životního prostředí.
- g) **Pracovníci** – počet a struktura pracovníků, produktivita, fluktuace pracovníků, situace na trhu práce.
- h) **Právní aspekty** – potenciální nebo probíhající spory, pokuty.

Zdrojem těchto informací je samotná oceňovaná společnost, některé informace jsou veřejně dostupné. (Mařík, 2011, s. 54)

2.7 Znalci a odhadci

Oceňováním se zabývají znalci a odhadci, kteří jsou odpovědní za volbu správné metody pro ocenění a za přiměřenost postupu. Činnosti odhadce se ve vyspělých zemích řadí k prestižním profesím (Kislingerová, 2001, s. 19). Podmínky pro výkon jejich činnosti se v jednotlivých zemích poměrně liší.

V **České republice** vykonávají oceňování znalci nebo odhadci a jejich postavení je značně odlišné. Profese **znalce** podléhá v současné době zákonu č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, kde jsou stanoveny podmínky výkonu jeho činnosti. Znalec je jmenován ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu při splnění podmínek daných zákonem. Činnost **odhadce** je podnikání, které spadá dle živnostenského zákona č. 455/1991 Sb. do živností vázaných jako živnost „oceňování majetku“. Tato živnost zahrnuje oceňování hmotného movitého a nemovitého majetku, nehmotného majetku, finančního majetku a oceňování společností. Podmínkou pro získání živnostenského oprávnění, kromě splnění všeobecných podmínek, je dosažení požadovaného vzdělání, které podrobně uvádí příloha č. 2 živnostenského zákona č. 455/1991 Sb. Smluvní vztahy odhadců spadají pod úpravu občanského zákoníku. V České republice působí v současné době několik sdružení znalců a odhadců, z nich nejvýraznější je činnost České komory odhadců majetku (ČKOM), Česká společnost certifikovaných odhadců majetku (ČSCOM). Vzdělávání v této oblasti v České republice zajišťuje Institut oceňování majetku (IOM) na Vysoké škole ekonomické v Praze, působící také jako znalecký ústav. (Kislingerová, 2001, s. 18)

Nejdelší historii má činnost odhadců (angl. surveyors) ve **Velké Británii**, kde není žádné legislativní omezení pro výkon této profese a působí zde nejstarší sdružení odhadců majetku RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors). V **Německu** spadá činnost odhadce pod volné živnosti, také je v této zemi několik profesních sdružení odhadců. (Kislingerová, 2001, s. 17)

Mezinárodně působí několik organizací zabývajících se oceňováním majetku. Především to jsou dvě již výše jmenované organizace. **International Valuation Standards Council (IVSC)** působí od roku 1981 jako nezávislá, nezisková organizace sdružující profesionální organizace odhadců ze 45 států světa a podílející se na tvorbě mezinárodních standardů pro oceňování pojmenovaných International Valuation Standards IVS (IVSC, 2017). K nejvýznamnější organizaci patří **TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations)**, která od roku 1997 zastřešuje národní asociace odhadců a rovněž zpracovává oceňovací standardy, které jsou vydávány pod názvem European Valuation Standards EVA. Členskou základnu tvoří profesní organizace ze 35 zemí světa, za Českou republiku je členem Česká komora odhadců majetku (ČKOM). (TEGoVA, 2017)

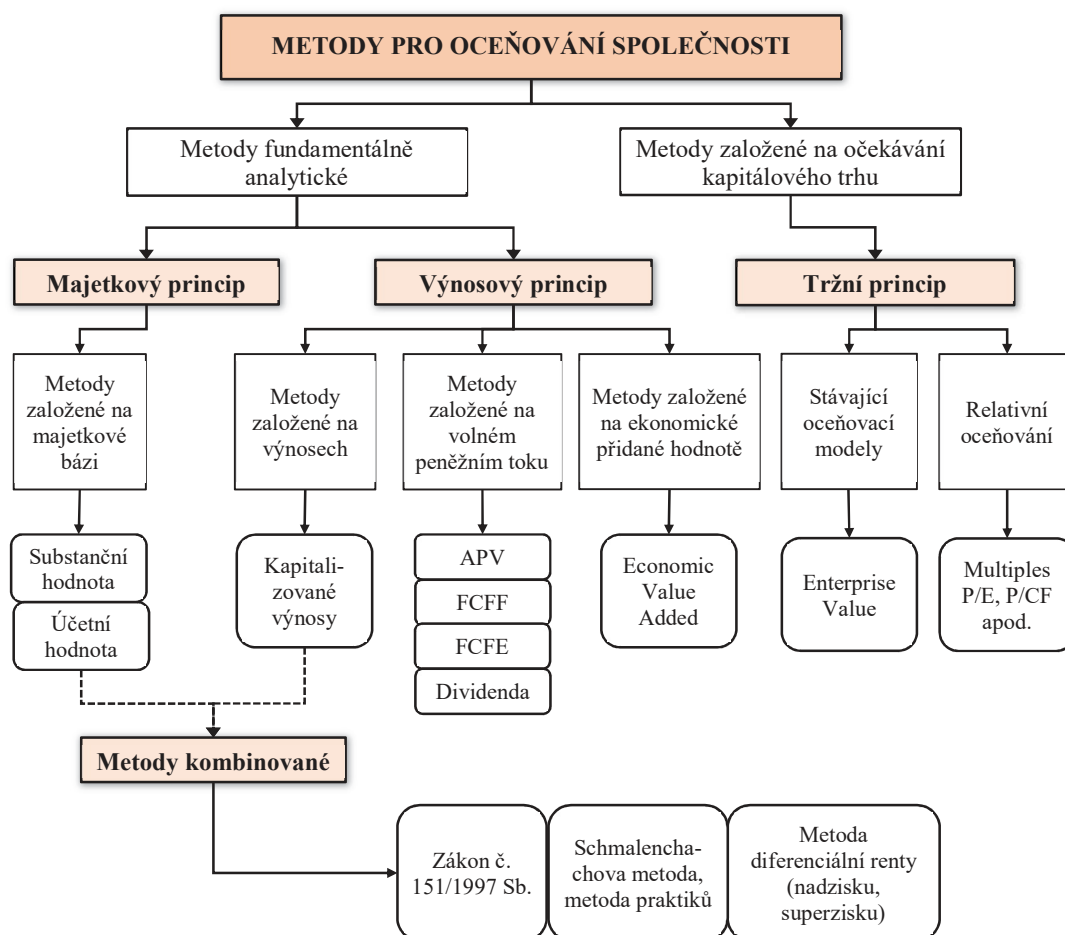
Ocenění společností zpravidla provádí tým odborníků, který je složen z vedoucího týmu, specialistů a asistentů. Vedoucí týmu řídí práce ocenění, specialisté a asistenti řeší zadané úkoly. Důležitá je účast zástupců vrcholového managementu společnosti, neboť právě oni formulují zadání a poskytují vnitřní informace o společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 25)

2.8 Metody oceňování

V současné době existuje celá řada metod, resp. modelů, které lze pro oceňování společnosti využít. Základním předpokladem výběru vhodné metody, je vzít v úvahu účel, pro který se ocenění společnosti provádí. Výběr dále také závisí na informacích, které jsou odhadci k dispozici. Jedna „správná“ metoda pro ocenění společnosti neexistuje, zpravidla se volí dvě a více metod právě dle účelu ocenění a charakteru společnosti. Až následná analýza výsledků jednotlivých metod vede k výsledné hodnotě. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Metody pro oceňování společnosti lze rozdělit do dvou základních skupin (Obrázek 4). **Fundamentálně analytické metody** jsou založené na podrobné analýze informací o aktivech, pasivech, nákladech, příjmech a výdajích společnosti. Zatímco **metody orientované na kapitálový trh** odvozují hodnotu společnosti přímo z aktuálních tržních cen nebo transakcí, případně srovnáním dle finanční struktury. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Obrázek 4 Přehled metod pro oceňování



Zdroj: Mařík, 2011, s. 31

Metody fundamentálně analytické se dále dělí na metody výnosové a majetkové. Metody založené na **majetkovém principu** pracují se stavovými veličinami, vyjadřující hodnotu majetku a závazků

společnosti k určitému časovému okamžiku. Metoda účetní hodnoty pracuje s hodnotou aktiv a pasiv z účetních výkazů. Metoda substanční hodnoty využívá princip reprodukčních nákladů. Výnosové metody založené na **výnosovém principu** představují nejrozsáhlejší skupinu. Zařazuje se sem metoda kapitalizovaných výnosů, metody diskontovaného volného peněžního toku (Free Cash Flow to the Equity – FCFE, Free Cash Flow to the Firm – FCFF), metody diskontovaného peněžního toku (Discounted Cash Flow – DCF), dividendový diskontní model a metoda ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added – EVA). (Kislingerová, 2001, s. 23)

Metody založené na očekávání kapitálového trhu využívají **tržní princip** ocenění a zahrnují zejména tržní multiplikátory, metody srovnatelných transakcí nebo srovnatelných společností a ocenění na základě tržní kapitalizace. (Mařík, 2011, s. 37)

Kromě tří základních výše vyjmenovaných přístupů rozlišujeme ještě **kombinované metody**, které zpravidla kombinují výsledky získané výnosovými metodami a metodami založenými na majetkovém principu. Do této skupiny se řadí především Schmalenbachova metoda střední hodnoty, metoda superzisku (nadzisku) a oceňování na základě zákona č. 151/1997, o oceňování majetku. (Kislingerová, 2001, s. 23)

Jak bylo již řečeno, obvykle se používá více druhů metod (minimálně 2). Výsledné ocenění společnosti je potom stanoveno vyhodnocením jednotlivých dílčích hodnot (Mařík, 1999, s. 19)

Pro volbu metody však platí určité obecně uznávané **zásady**:

- 1) Pokud je výnosové ocenění nižší než likvidační majetková hodnota, použije se ocenění na úrovni likvidační hodnoty.
- 2) Pro perspektivní společnost se nejčastěji využívá:
 - a. výnosové ocenění metodami DCF a EVA, pokud je možné sestavit finanční plán,
 - b. výnosové ocenění metodou kapitalizovaných zisků při nemožnosti či nesnadnosti sestavení finančního plánu,
 - c. majetkové ocenění substanční hodnotou jako doplňková informace o hodnotě společnosti,
 - d. majetkové ocenění likvidační hodnotou jako doplňková informace o dolním limitu hodnoty společnosti,
 - e. tržní ocenění porovnáním přinášející otestování správnosti výnosového ocenění, pokud jsou ovšem dostupné potřebné informace.
- 3) Výsledné ocenění by mělo ležet v intervalu, který určí jednotlivé metody ocenění (horní hranici tvoří většinou výnosové nebo tržní ocenění a spodní majetková hodnota společnosti). (Mařík, 1999, s. 103)

Co se týká vhodnosti použití určité **metody oceňování ve stavebnictví**, záleží také na zaměření stavební společnosti. Stavební společnosti zabývající se **inženýrskými stavbami** mají většinou rozsáhlé strojní vybavení, jehož tržní hodnota zpravidla o mnoho převyšuje hodnotu účetní, neboť v účetnictví je téměř či úplně odepsané. Navíc pro majetkovou náročnost svého podnikání tyto stavební společnosti disponují vysokým vlastním kapitálem a obvykle vytvářejí spíše nižší hodnotu. Z těchto důvodů se nejčastěji

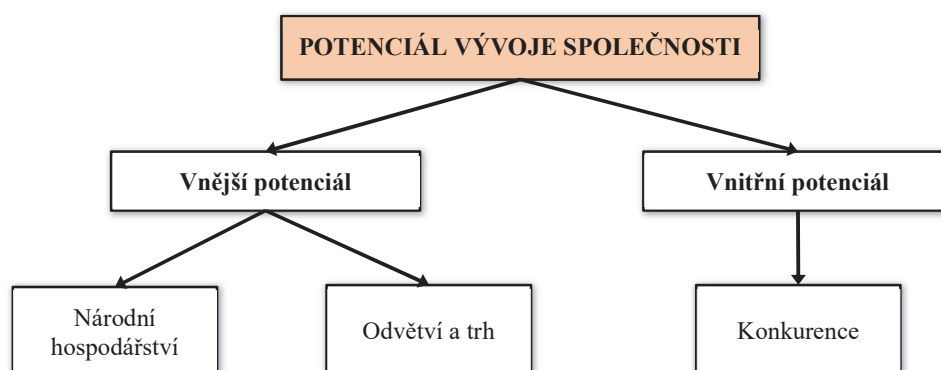
oceňují majetkovým způsobem. Naopak **generální dodavatelé** vlastní většinou méně dlouhodobého majetku a jsou více zadlužení, jelikož se spoléhají na úvěrování od subdodavatelů a klientů. Proto se v jejich případě nejčastěji využívá tržní způsob ocenění, pokud jsou data o srovnatelných společnostech dostupná. (Sassine, 2005, s. 46). Pokud má stavební společnost nižší ziskovost, než je v odvětví typické, jeví se vhodnější majetkové ocenění. Zde má totiž majetek společnosti vyšší hodnotu než příjmy, které z něho plynou. Stavební společnosti, které vytvářejí svou činností dostatečnou hodnotu a které disponují pozitivním cashflow a podstatným nehmotným majetkem, lze ocenit výnosovým způsobem (Sassine, 2005, s. 46).

3 Makroekonomická a mikroekonomická analýza

Makroprostředí a také mikroprostředí představující odvětví, do kterého společnost spadá, mají podstatný vliv na její fungování a výkonnost. Z tohoto důvodu se provádí posouzení minulého, současného vývoje okolního prostředí (makro i mikro prostředí), stejně jako prognóza budoucího vývoje okolních podmínek pro zhodnocení reálnosti cílů podnikatelského plánu. (Kislingerová, 2001, s. 29)

Jedním z pohledů je určení **celkového výnosového potenciálu** oceňované společnosti, který závisí na vnějším i vnitřním potenciálu (Obrázek 5). **Vnější potenciál** představuje šance a rizika, která souvisí s národním hospodářstvím a daným odvětvím. **Vnitřní potenciál** vyjadřuje silné a slabé stránky společnosti určující její konkurenceschopnost. (Mařík, 2011, s. 56)

Obrázek 5 Analýza vývoje potenciálu společnosti



Zdroj: Mařík, 2011, s. 56

Dlouhodobá perspektiva společnosti se kromě zhodnocení okolí společnosti vyhodnocuje **strategickou analýzou** doplněnou o **finanční analýzu**, stanovení a následné vyhodnocení **finančního plánu** a pojmenování a ohodnocení **rizik**, která s činností společnosti vždy souvisí (Mařík, 2011, s. 57).

Následující text se zaměřuje na vnější potenciál společnosti. Bude zde popsána **analýza makrookolí** a **analýza mikroekonomického prostředí**, které jsou důležitým podkladem pro ocenění společnosti

a měly by být provedeny u každého ocenění. Vnitřní potenciál společnosti bude předmětem dalších kapitol.

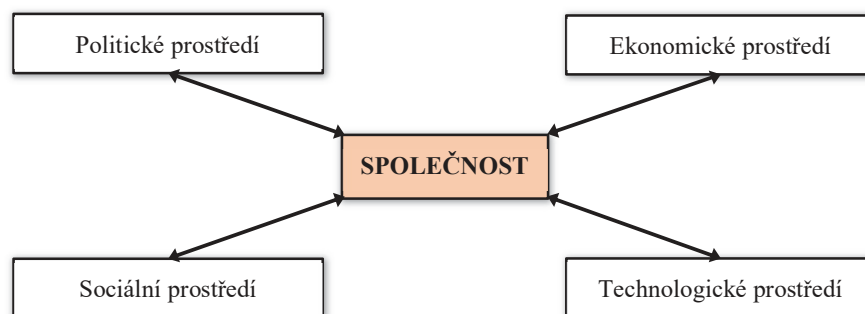
3.1 Analýza makroekonomického prostředí

Společnost funguje jako subsystém v rámci makroekonomického prostředí, které se dá rozdělit na: politické, ekonomické, sociální a technologické prostředí (Obrázek 6).

Největší důraz je kladen na makroekonomické prostředí, jelikož existuje příčinná souvislost mezi vývojem parametrů makroekonomického prostředí s výkonností společností. U makroekonomického prostředí jsou sledovány ukazatelé:

- tempo růstu hrubého domácího produktu,
- fiskální politika státu,
- vývoj úrokových sazeb,
- monetární politika a vývoj peněžní nabídky,
- devizové kurzy,
- vývoj inflace,
- hospodářský cyklus – expanze, recese či krize. (Kislingerová, 2001, s. 29)

Obrázek 6 Postavení společnosti v rámci makroprostředí



Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 29

Makroekonomické analýzy jsou zpracovávány různými profesionálními institucemi, např. Českým statistickým úřadem, Ministerstvem průmyslu a obchodu, Českou národní bankou, investičními a bankovními společnostmi, od kterých jsou následně data přebírána. (Kislingerová, 2001, s. 31)

3.2 Analýza mikroekonomického prostředí

Mimořádný význam má analýza oborového okolí společnosti, která pomáhá přinést objektivnější představu o oceňované společnosti. Hlavním úkolem této analýzy je identifikace základních charakteristických znaků odvětví a prognóza vývoje odvětví do budoucna. S oborovým okolím souvisí

i analýza konkurence a konkurenční síly oceňované společnosti (kapitola 6.1). (Kislingerová, 2001, s. 32)

3.2.1 Základní charakteristiky odvětví

Nejprve je důležité vymezit relevantní trh z hlediska věcného (typ produktu), územního (mezinárodní, ČR, regionální) a z hlediska zákazníků a konkurentů. Relevantní trh může představovat celé odvětví nebo jen část určitého odvětví (ve stavebnictví výstavba pozemních staveb, výstavba inženýrských staveb apod.) V ČR se využívá zařazení dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE (dříve OKEČ). Následně je potřeba určit základní charakteristiky relevantního trhu či odvětví, které reflektují jeho atraktivitu z hlediska rizikovosti a zároveň přinášejí podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. (Mařík, 2011, s. 59)

Základní charakteristiky odvětví představují velikost a růst trhu, průměrná rentabilita, citlivost na změny hospodářského cyklu, míra státní regulace, struktura odvětví a struktura a charakter zákazníků. (Mařík, 2011, s. 59) (Kislingerová, 2001, s. 32).

Velikost a růst trhu lze odhadnout dle velikosti poptávky, tzn. na základě celkových prodejů nebo tržeb v daném odvětví. Společnosti zpravidla přináší lepší příležitosti větší rostoucí trh. **Průměrná rentabilita** ukazuje atraktivnost příslušného odvětví a je zpravidla vyšší u trhů s většími bariérami pro vstup a s nižšími možnostmi substituce, s nižší intenzitou přímé konkurence a stupněm standardizace výroby. (Mařík, 2011, s. 59)

Nejzásadnější je stanovení **citlivosti odvětví na změny hospodářského cyklu**. Zde se rozlišují tři druhy odvětví: cyklické, neutrální a anticyklické. Cyklické odvětví kopíruje hospodářský cyklus. Neutrální odvětví není významně ovlivňováno hospodářským cyklem. Anticyklické odvětví dosahuje v období hospodářské poklesu nejlepších výsledků (např. herní a zábavní průmysl). (Kislingerová, 2001, s. 32)

Citlivost na změny hospodářského cyklu lze vyjádřit procentní změnou výkonů daného odvětví při procentní změně HDP nebo časovými posuny vývoje odvětví oproti vývoji HDP. (Mařík, 2011, s. 64)

Míra **regulace odvětví** ze strany státu může představovat cílenou regulaci ceny (energie, nájemné), bariéry vstupu do odvětví (licence) (Kislingerová, 2001, s. 35). Dále mohou existovat bariéry v podobě vysokých nároků na vstupní kapitál nebo speciální vybavení. Odvětví, kde existují bariéry pro vstup nových společností, má obvykle vyšší ziskovou marži (Mařík, 2011, s. 131).

Struktura odvětví je relativně neměnná v čase a může být monopolní, oligopolní nebo konkurenční. Monopolní struktura je v případě, kdy odvětví ovládá jediný subjekt a v důsledku neexistence konkurence si může dovolit vysoké ceny. V oligopolním odvětví má působnost mezi sebou rozděleno několik subjektů. Konkurenční odvětví přináší velké množství subjektů, kterým vzniká tržní prostředí a vyrovnanost tržních podílů. S rostoucí intenzitou přímé konkurence klesají ziskové marže. (Kislingerová, 2001, s. 35)

Struktura a charakter zákazníků reflektuje poptávku v daném odvětví – velikost stávajících i potenciálních zákazníků a jejich citlivost na ceny. (Mařík, 2011, s. 64)

Vyhodnocení základních charakteristik a atraktivnosti odvětví je jedním z faktorů perspektivnosti oceňované společnosti. Čím je trh atraktivnější, tím větší příslib tvorby hodnoty přináší. Často se pro hodnocení atraktivnosti využívá grafické znázornění, jako např. bodové hodnocení jednotlivých faktorů. (Mařík, 1999, s. 24)

3.2.2 Vývoj odvětví

Odhad vývoje odvětví se stanovuje na základě dat z minulosti, a to především z historického vývoje tržeb a zisků. Sledují se zde základní vývojové trendy, pomocí nichž se prognózuje tempo růstu daného odvětví v budoucnu. Růst odvětví je základem pro projekci tržeb oceňované společnosti a ovlivňuje tedy výsledné ocenění společnosti spadající do příslušného odvětví. Důležité je promítnout do projekce makroekonomické vlivy (vývoj úrokových měr, devizových kursů atd.) ovlivňující výkonnost odvětví. (Kislingerová, 2001, s. 37)

Postup stanovení odhadu budoucího vývoje závisí na zvoleném typu ocenění. Při hledání **subjektivní** hodnoty se vychází z individuálních názorů konkrétního investora, případně oceňovatele. U **objektivizovaného** hodnocení se vychází především ze současného stavu a nesporných tendencí budoucího vývoje. Pro stanovení **tržní** hodnoty by se mělo vycházet z odhadů odborné veřejnosti. (Mařík, 2011, s. 64)

Prognózování vývoje odvětví i analýzami odvětví se opět zabývají různé profesionální instituce, jejichž data lze při oceňování společnosti využít (Kislingerová, 2001, str. 37). Pokud je analýza zpracovávána přímo odhadcem, vychází se ze základních charakteristik daného odvětví vyjmenovaných v předchozí podkapitole a z faktorů makroekonomických. Odhadce může využít několik postupů, jejichž kombinací stanoví výslednou prognózu:

- a) **analýza časových řad a jejich extrapolace** – vyjádření dosavadního vývoje vhodnou funkcí (např. lineární, mocinná, exponenciální) s proměnnou t (čas), využití indexů a klouzavých průměrů,
- b) **jednonásobná a vícenásobné regresní analýza** – modelování vztahu dosavadního vývoje v závislosti na různých faktorech,
- c) **odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím.** (Mařík, 2011, s. 69)

4 Riziko

Riziko je nedílnou součástí činnosti společnosti a při samotném oceňování hraje klíčovou roli, neboť má podstatný dopad na výsledné ocenění společnosti. Je zřejmé, že čím vyšší míra rizika pro investora plyne, tím vyšší musí být jeho výnos. Riziko lze chápat jako hrozbu i jako příležitost. Pro problematiku oceňování společností je riziko důležité ve vazbě na stanovení diskontní míry pro výnosové metody oceňování. (Kislingerová, 2001, s. 125)

Riziko lze z ekonomického pohledu definovat jako stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem, kdy se stanovené budoucí výnosy mohou odchýlovat od očekávaných – budou nižší či vyšší. Nejistota

je způsobena proměnlivostí prostředí, ve kterém společnosti působí (tj. vnější faktor), a také samotnými vnitřními faktory uvnitř společnosti. (Mařík, 2011, s. 41)

Riziko lze popsat pomocí pravděpodobnosti dosažení očekávaných výnosů v procentech. Pak se očekávané výnosy vypočítají jako součet jednotlivých zisků (Z_i) vynásobených s pravděpodobností jejich výskytu (p_i). (Kislingerová, 2001, s. 104)

$$\sum_{i=1}^n Z_i \times p_i \quad (1)$$

Analýza rizika představuje určení rizika a stanovení jeho míry. **Míra rizika** vyjadřuje proměnlivost očekávaných výnosů nebo zisků. Pro měření rizika se využívají základní statistické charakteristiky. Směrodatná odchylka σ a rozptyl σ^2 vyjadřují absolutní výši míry rizika.

4.1 Dělení rizik

Rizika lze dělit a klasifikovat podle různých parametrů. Pro oceňování společností je nejdůležitější dělení rizik na:

- a) **Tržní riziko** (Systematické riziko) – spojeno s daným trhem nebo odvětvím a jeho měnícími se podmínkami, proto ohrožuje všechny subjekty na trhu bez rozdílu,
- b) **Specifické riziko** (Nesystematické, Jedinečné riziko) – vztahující se k dané společnosti, dále se dělí na:
 - a. provozní riziko a
 - b. riziko finanční. (Kislingerová, 2001, s. 105)

Celkové riziko určující míru výnosnosti se skládá právě z těchto dvou složek (Tabulka 1). **Tržní rizika** jsou mimo kontrolu jednotlivých společností, vyplývají z celkového vývoje ekonomiky a působí na všechny cenné papíry na trhu. Do této skupiny lze zařadit riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko, očekávaná recese, politická nestabilita atd. Tato rizika jsou zpravidla nediverzifikovatelná, nelze je eliminovat a společnost na ně musí pružně reagovat. Naopak **specifická rizika** jsou ovlivňována individuálními charakteristikami, činností a hospodařením dané společnosti a lze je při vhodné kombinaci efektivně diverzifikovat. Jedná se tedy o rizika diverzifikovatelná, která lze částečně vyloučit. Z tohoto důvodu nejsou jedinečná rizika zpravidla zahrnuta ve výnosových mírách pro diskontování budoucích peněžních toků. (Kislingerová, 2001, s. 106)

Tabulka 1 Dělení celkového rizika

| CELKOVÉ RIZIKO | |
|-------------------------|--|
| Systematické (tržní) | Nesystematické (jedinečné, specifické) |
| politické | podnikatelské |
| ekonomické | finanční |
| pohyby devizových kurzů | nelikvidita |
| pohyby úrokových měr | management |
| inflace | předčasný odkup |
| události | |

Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 107

Výpočet tržního a specifického rizika bude podrobně popsán v následujících podkapitolách.

4.2 Výnosová míra a riziko

Jak již bylo řečeno riziko se projevuje v požadované výnosové míře, kterou investoři očekávají.

Požadovaná výnosová míra (r_e) se skládá ze dvou složek

- a) bezriziková výnosová míra (r_f) zahrnující
 - reálnou výnosovou míru (r_r) – představující cenu pro investora za poskytnutí svých finančních prostředků jiným subjektům, kdy se investor vzdává současné jisté spotřeby pro nejistou spotřebu v budoucnu,
 - očekávanou inflaci (r_{inf})
- b) prémie za riziko (R_P).

Požadovaná výnosová míra (r_e) se tedy vypočítá jako součet bezrizikové výnosové míry (r_f) a prémie za riziko (R_P). (Kislingerová, 2001, str. 107)

$$r_e = r_f + R_P \quad [\%] \quad (2)$$

Za **bezrizikovou výnosovou míru** (r_f , angl. risk free rate) lze považovat výnosy ze státních pokladničních poukázek, neboť riziko nesplacení je nízké a doba splatnosti krátká. V praxi jsou však pro účel oceňování často využívány úrokové míry dlouhodobých státních obligací (Kislingerová, 2001, s. 190).

Prémie za riziko (R_P , angl. risk premium) se liší u jednotlivých společností. Čím nejistější je dosažení očekávaných výnosů, tím je prémie za riziko větší. V modelu kapitálových aktiv CAPM se riziková prémie (R_P) vypočte jako součin tržní rizikové prémie (RMP) a koeficientu beta (β). Tržní riziková prémie (RMP) je rozdílem průměrné výnosnosti na trhu (r_m) a bezrizikové výnosnosti (r_f).

$$R_P = RMP \times \beta = (r_m - r_f) \times \beta \quad [\%] \quad (3)$$

Jako výnosová míra trhu (r_m) je používán tržní index, v České republice Index PX 50, v USA Standards & Poor's 500. Lze také použít aritmetický nebo geometrický průměr hodnot tržních indexů za určité, nejlépe co nejdelší, období (Kislingerová, 2001, s. 193). Dále lze využít doporučené hodnoty pro jednotlivé charaktery trhů či území, která však lze považovat jen za orientační vodítko. Pro zpřesnění tržní rizikové prémie (RMP) lze uvážit ratingové hodnocení zemí, ve kterých společnost působí (přičíst rizikovou premii země) (Mařík, 1999, s. 118).

4.3 Tržní riziko a koeficient beta

Tržní riziko se měří pomocí **koeficientu beta (β)**, který vyjadřuje citlivost investice (cenného papíru) vůči trhu tím, že udává velikost procentní změny kurzu tohoto cenného papíru při změně na trhu o 1 %. Lze rozeznat několik klíčových **hodnot** tohoto koeficientu a současně rozlišit několik skupin cenných papírů:

- $\beta > 1$ značí, že cenný papír je více rozkolísaný než trh a je tedy také více rizikovější,
- $\beta < 1$ znamená, že cenný papír vykazuje stejný vývoj jako trh, ale v pomalejším tempu a menším rozsahu,

- $\beta = 1$ představuje neutrální cenné papíry, který se mění současně s trhem,
- $\beta = 0$ cenné papíry se nemění v závislosti na trhu, nereagují na trh. (Kislingerová, 2001, str. 111)

Velikost koeficientu beta lze pro potřeby oceňování určit několika způsoby. Jedním z možností je výpočet na vycházející z historických dat. Při výpočtu se využívá **metoda nejmenších čtverců**, kdy se zjišťuje regresní závislost mezi hodnotami historických výnosností akcií a výnosností na trhu (hodnoty souhrnného indexu – v ČR např. index PX 50). Výsledný sklon křivky představuje koeficient beta. Nejčastěji se pro tuto metodu využívá počítačová podpora.

V případě, že nelze využít historická data či se nejedná o společnost obchodovanou na burze, je další možností použít odvětvové průměry a vyjít z tzv. **oborových hodnot**. Příklady oborových hodnot koeficientu beta ukazuje následující Tabulka 2. Jak ukazuje tato tabulka, stavebnictví patří k odvětvím, která jsou velice citlivá na změny hospodářského cyklu. (Kislingerová, 2001, s. 113)

Tabulka 2 Příklady hodnot beta koeficientů při skutečném zadlužení

| hodnota | odvětví |
|------------|---|
| 0 – 0,8 | výroba tabákových produktů, obchod, ropa, elektrárny |
| 0,8 – 0,9 | noviny, hračky, pojišťovny, chemické výrobky |
| 0,9 – 1,0 | strojírenství, metalurgie, potravinářský a textilní průmysl |
| 1,0 – 1,1 | banky, pivovary |
| 1,1 – 1,2 | elektronika, farmacie, kancelářská zařízení |
| 1,2 a více | stavebnictví, obchodní domy, hotely a restaurace, spotřební elektronika, životní pojišťovny |

Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 113

Případné odlišnosti v obchodním riziku se promítají do výše koeficientu expertním odhadem (Mařík, 1999, s. 122). Při užití oborových hodnot je však důležité zvážit, zda se kapitálová struktura oceňované společnosti výrazně neodlišuje od té, která je v oboru typická. V tomto případě je nutné promítnout do výpočtu koeficientu beta vliv finanční páky. Výpočet je následující:

$$\beta_L = \beta_{UNLEV} \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right] \quad (4)$$

kde β_L je koeficient beta včetně finanční páky, β_{UNLEV} je koeficient beta bez finanční páky, t představuje sazbu daně z příjmu a poměr D/E je poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu (debt/equity) nejlépe v tržních hodnotách (Kislingerová, 2001, s. 113). Variantou tohoto postupu je využití β obdobných společností, jedná se potom o tzv. **metodu analogie**.

Pokud se jedná o oceňovanou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu, je možné pro stanovení koeficientu beta využít **multikriteriální hodnocení**, které je však poměrně složité. Zde jsou stanovány a sledovány jednotlivé faktory, pro které se následně určují stupně rizika. Výsledný koeficient beta je poté určen jejich váženým aritmetickým průměrem. (Kislingerová, 2001, s. 113)

Další možností u neobchodovatelných společností je prognóza koeficientu beta na základě **analýzy obchodního a finančního rizika**:

$$\beta = 1 + \Gamma_{OR} + \Gamma_{FR} \quad (5)$$

kde r_{OR} a r_{FR} jsou přírážky za systematické obchodní, resp. finanční riziko. Třída systematického obchodního rizika roste s citlivostí odvětví na hospodářský cyklus, s vyšší cenovou pružností, s vyšším podílem fixních nákladů, s menší velikostí společnosti, s menší diverzifikovaností produkce a horší konkurenční strukturou odvětví. Přírážka za systematické finanční riziko roste s vyšší zadlužeností společnosti. Případně lze u finančního rizika uvážit vliv pracovního kapitálu, kdy jeho kladná hodnota odpovídá nulové přírážce (Mařík, 1999, s. 124).

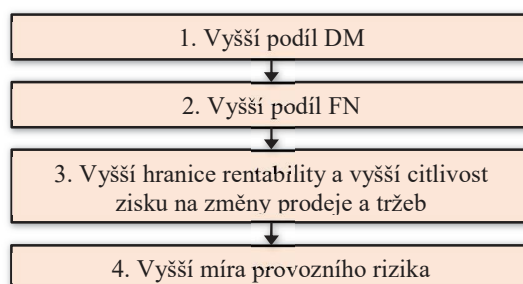
4.4 Specifické riziko a jeho výpočet

Celkové riziko spojené s investicí (i s investicí do společnosti) obsahuje mimo tržního rizika i specifické riziko. Toto riziko lze dělit na provozní a finanční, která mají dopad na celkovou výkonnost společnosti (Kislingerová, 2001, s. 117). Je však důležité zmínit, že některé zdroje v zásadě nesouhlasí se zařazením provozního a finančního rizika pouze pod riziko specifické, neboť argumentují, že obě tato rizika mají jednak složku systematickou a jednak složku nesystematickou (Mařík, 2011, s. 46).

Provozní riziko (angl. operating risk) je spojené s hmotným investičním majetkem a s fixními náklady za něj vynaloženými. Jedná se tedy o riziko související s **provozní pákou** (angl. operating leverage) společnosti. Platí, že provozní riziko je tím větší, čím je vyšší podíl fixních nákladů k celkovým nákladům a naopak. Je to způsobeno tím, že při poklesu prodeje a tržeb se fixní náklady téměř nemění, a proto výsledek hospodaření klesá výrazněji. Tento vztah platí i opačně u vzrůstu tržeb. Naopak u společnosti s vysokými variabilními náklady se provozní zisky mění téměř stejně jako tržby. Větší fixní náklady tedy způsobují větší volatilitu zisku a tím větší riziko (Mařík, 2011, s. 42). Přehled vývoje souvislostí způsobujících provozní riziko zobrazuje Obrázek 7. Pro srovnání společností z pohledu provozního rizika se využívá ukazatel **míry provozního rizika**, tzv. stupeň provozní páky, který se vypočítá jako poměr procentní změny provozního zisku (Z) ku procentní změně tržeb (T). (Kislingerová, 2001, s. 120)

$$\text{Stupeň provozní páky} = \frac{\text{procentní změna EBIT [\%]}}{\text{procentní změna tržeb [\%]}} = \frac{\frac{Z_1 - Z_0}{Z_0}}{\frac{T_1 - T_0}{T_0}} \times 100 \quad (6)$$

Obrázek 7 Příčinné souvislosti u provozního rizika



Zdroj: Mařík, 2011, str. 43

Pro doplnění některá literatura zmiňuje ještě **prodejní riziko**, které má být spolu s provozním rizikem součástí tzv. **obchodního rizika** (angl. business risk). Prodejní riziko souvisí s proměnlivostí prodeje a hrozbou nedosažení očekávaných tržeb a zisku. (Mařík, 2011, s. 42).

Finanční riziko (angl. financial risk) souvisí s kapitálovou strukturou společnosti, konkrétně se zastoupením cizích zdrojů ve financování společnosti. Cizí zdroje jsou společnosti poskytovány věřiteli s určitým úrokem. Úroky jsou fixní náklady, které mají vliv na hospodářský výsledek a výslednou daň z příjmu. Funguje zde sice tzv. úrokový daňový štít zvyšující výnos pro akcionáře, ale zvyšující podíl cizího kapitálu ve financování společnosti vede k vyššímu finančnímu riziku pro akcionáře. Toto riziko je pro akcionáře přijatelné jen při pozitivním vlivu na hospodářský výsledek (Kislingerová, 2001, s. 123). Finanční riziko se tedy spojuje s volatilitou výsledků hospodaření společnosti způsobených placením fixních nákladových úroků (Mařík, 2011, s. 44). Také zde se pro účely porovnání mezi různými společnostmi používá ukazatel **míry finančního rizika**, který je vyjádřen jako poměr procentní změny zisku na akcii (EPS), resp. výsledku hospodaření za běžnou činnost, ku procentní změně zisku před zdaněním a úroky (EBIT) (Kislingerová, 2001, s. 123).

$$\text{Míra finančního rizika} = \frac{\text{změna EPS nebo VH za běžnou činnost [\%]}}{\text{změna EBIT [\%]}} \quad (7)$$

Na závěr je třeba určit **celkové specifické riziko**, někdy také **kombinované riziko**, jako součin provozního rizika a finančního rizika. V tomto případě se stanovuje **míra kombinovaného rizika** vyjadřující poměr procentní změny zisku na akcii (EPS) či změna VH za běžnou činnost ku procentní změně objemu tržeb (T). (Kislingerová, 2001, s. 124)

$$\text{Celkové specifické riziko} = \text{provozní riziko} \times \text{finanční riziko} \quad (8)$$

$$\text{Míra kombinovaného rizika} = \frac{\text{změna EPS [\%]}}{\text{změna T [\%]}} = \frac{\text{změna VH [\%]}}{\text{změna T [\%]}} \quad (9)$$

Provozní a finanční riziko se chovají jako substituty, a proto vysoké finanční riziko může být kompenzováno nižším rizikem provozním. (Kislingerová, 2001, s. 125)

5 Finanční analýza

Finanční analýza navazuje na předchozí analýzy mikroekonomického a makroekonomického prostředí a doplňuje strategickou analýzu společnosti. Finanční analýza podává informace o finanční situaci společnosti, která má zásadní vliv na její zdravé fungování, proto by měla být součástí každého ocenění společnosti a měla by jí být věnována dostatečná pozornost. V rámci oceňování společností by finanční analýza měla zhodnotit finanční zdraví a vytvořit základ pro tvorbu finančního plánu (kapitola 6.4) a stanovení rizik společnosti (kapitola 4) (Mařík, 2011, s. 53).

Dále budou popsány jen základní principy a základní metody finanční analýzy pro účely oceňování společností. Podrobnější výklad finanční analýzy není předmětem této práce.

5.1 Úvod do finanční analýzy

Finanční analýza se chápe jako soubor nástrojů pro vyhodnocení finančního stavu a zdraví společnosti nejčastěji na základě rozboru, porovnání a vyhodnocení dat z účetnictví (Kubičková, 2006, s. 7). Dále finanční analýza slouží k identifikaci a posouzení případných budoucích rizik plynoucích z finanční situace a jako podklad při stanovení diskontní míry (Kislingerová, 2001, s. 39). Finanční zdraví je hodnoceno na základě majetkové a finanční struktury, rentability (zhodnocení vložených prostředků), likvidity (schopnosti uhrazovat závazky), solventnosti a finanční stability (dlouhodobé zabezpečení závazků a dosahování výnosnosti) (Grünwald, 2007, s. 23).

Z pohledu dostupných informací a subjektu, který analýzu provádí, se rozlišuje finanční analýza **interní a externí**. Z časového hlediska lze provádět finanční analýzu **ex post**, která se zaměřuje na minulost, nebo analýzu **ex ante** orientující se na predikci do budoucnosti (Kubičková, 2006, s. 20).

Kvalitní, pravdivé a komplexní **zdroje informací** jsou klíčové pro úspěšnost finanční analýzy, jelikož platí, že čím spolehlivější jsou vstupní informace, tím jsou spolehlivější i výsledky analýzy (Růčková, 2010, s. 21 a 40). Základním a nejdůležitějším zdrojem dat pro finanční analýzu je účetnictví a jeho výstupy v podobě účetních výkazů (rozvaha, výkazu zisku a ztráty, přehled o finančních tocích) a výročních zpráv a zpráv auditorů (Kubičková, 2006, s. 11). Vedle toho lze využít i data veřejně přístupná a nevztahující se přímo k oceňované společnosti (Růčková, 2010, s. 28).

Postup finanční analýzy lze shrnout do několika kroků. Na základě účelu analýzy je třeba určit zdroje dat, ze kterých se bude vycházet, a prověřit jejich úplnost a správnost (Grünwald, 2007, s. 67). V návaznosti na toto jsou zvoleny nejvhodnější metody finanční analýzy, které jsou následně aplikovány. Na závěr je třeba výsledky posoudit, interpretovat, shrnout a případně stanovit některá doporučení (Kubičková, 2006, s. 11).

5.2 Metody finanční analýzy a finanční ukazatele

Finanční analýzu lze provádět různými metodami a lze využít různé finanční ukazatele (angl. financial ratios). Existuje různé dělení finančních ukazatelů, v této práci bude využito následující dělení:

1. **Absolutní ukazatele** jsou přímo obsažené v účetních výkazech a využívají horizontální analýzu (trendová) a vertikální analýzu (procentní rozbor);

2. **Rozdílové ukazatele** se vypočítávají jako rozdíl určitých položek z účetních výkazů a jedná se o různé ukazatele zisku a pracovní kapitál;
3. **Poměrové ukazatele** udávají podíl dvou vzájemně souvisejících položek z účetních výkazů. Zahrnují ukazatele rentability, likvidity, stability (zadluženosti a kapitálové struktury), aktivity (obratovosti), produktivity a ukazatele kapitálového trhu;
4. **Soustavy poměrových ukazatelů** (Pyramidová analýza);
5. **Predikční modely** (bonitní a insolvenční) souhrnně hodnotící finanční zdraví společnosti;
6. **Moderní metody** zaměřující se na hodnocení přidané hodnoty (EVA, RONA, MVA);
7. **Mezipodnikového srovnání** vychází z hromadného zpracování a vyhodnocení dat více subjektů. (Kubičková, 2006, s. 23).

5.2.1 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele (někdy také objemové či extenzivní) jsou přímo obsažené v účetních výkazech. Lze provádět horizontální a vertikální analýzu všech účetních výkazů. Obě metody využívají jak absolutní vyjádření v peněžních jednotkách, tak v relativní vyjádření v procentech nebo pomocí indexů (Růčková, 2010, s. 43). **Horizontální analýza** se zaměřuje na trend vývoje v nějakém časovém období a vyžaduje tedy vytvoření dostatečně dlouhé časové řady.

$$\text{Absolutní změna} = \text{ukazatel}_{t+1} - \text{ukazatel}_t \quad [\text{v Kč}] \quad (10)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{\text{ukazatel}_{t+1} - \text{ukazatel}_t}{\text{ukazatel}_t} \cdot 100 \quad [\text{v \%}] \quad (10)$$

Vertikální analýza provádí procentní rozbor struktury dat z účetnictví a určuje podíl jednotlivých položek na celku (aktiv, pasiv, nákladů, výnosů). Využívá se při srovnávání mezi různými společnostmi a s oborovými průměry (Růčková, 2010, s. 43).

$$\text{Podíl } i\text{-té položky} = \frac{\text{velikost } i\text{-té položky}}{\sum \text{všech položek}} \cdot 100 \quad [\text{v \%}] \quad (11)$$

5.2.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové metody se zabývají výpočtem a analýzou různých druhů zisku z výkazu zisku a ztráty nebo čistého pracovní kapitálu z rozvahy.

Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál nebo jen pracovní kapitál (angl. net working capital nebo working capital) se vypočítává jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými závazky. Jedná se v podstatě o upravený vzorec běžné likvidity, proto je často řazen k ukazatelům likvidity (Růčková, 2010, s. 50).

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobé závazky} \quad (12a)$$

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = (\text{Vlastní kapitál} + \text{Dlouhodobé závazky}) - \text{Stálá aktiva} \quad (12b)$$

Čistý pracovní kapitál je část oběžných aktiv krytá dlouhodobými zdroji a může být chápán jako tzv. finanční polštář či jako prostředky pro zajištění běžného provozu společnosti (Růčková, 2010, s.51).

Zisk a jeho úrovně

Zisk (nebo také ztráta, v účetnictví termín výsledek hospodaření) se vypočítává jako rozdíl mezi výnosy a náklady. Ve výkazu zisku a ztráty je rozlišeno několik druhů výsledku hospodaření:

- a) **provozní výsledek hospodaření** – rozdíl mezi provozními výnosy a náklady na provoz,
- b) **finanční výsledek hospodaření** – rozdíl finančních výnosů a finančních nákladů,
- c) **výsledek hospodaření za běžnou činnost** – součet provozního a finančního hospodářského výsledku,
- d) **výsledek hospodaření za účetní období** (před zdaněním a po zdanění) – rozdíl mezi veškerými výnosy a náklady daného období (Grünwald, 2007, s. 118).

Pro účely finanční analýzy se však využívají jiné úrovně zisku:

- a) **Nerozdělený zisk – EAR** (Earnings Retained) představuje čistý zisk snížený o výplatu dividend nebo podílů na zisku.
- b) **Čistý zisk – EAT** (Earnings After Taxes) je zisk po zdanění nebo také čistý zisk (net profit), který udává konečný výsledek hospodaření, ze kterého se jednak vyplácí akcionářům a společníkům podíly na zisku nebo který je využit ve společnosti jako interní zdroj financování (nerozdělený zisk) (Grünwald, 2007, s. 74).
- c) **Zisk před zdaněním – EBT** (Earnings Before Taxes) neboli hrubý zisk je hospodářský výsledek před stanovením daňové povinnosti.

$$\text{EBT} = \text{EAT} + \text{Daň z příjmu} \quad (13)$$

- d) **Zisk před úroky a zdaněním – EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes) je také označován jako provozní zisk (anglicky operating profit).

$$\text{EBIT} = \text{EBT} + \text{nákladové úroky} \quad (14)$$

- e) **Zisk před úroky, zdaněním a odpisy – EBITDA** (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) vychází ze zisku před úroky a zdaněním a zvyšuje ho o odpisy hmotného (depreciation) a odpisy nehmotného majetku (amortization) (Grünwald, 2007, s. 76).

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} + \text{Odpisy dlouhodobého majetku} \quad (15)$$

Zisk je jeden z nejdůležitějších ukazatelů finančního zdraví společnosti a měřítkem výkonnosti a úspěšnosti společnosti. Při finanční analýze se však nelze orientovat pouze na zisk, ale je nutné také posuzovat ukazatele peněžního toku, neboť zisk nemusí vždy znamenat peněžní příjmy (Kubičková, 2006, s. 33).

5.2.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele, které udávají podíl dvou položek z účetních výkazů, jsou nejčastěji využívané metody tvořící základní nástroj finanční analýzy (Kubičková, 2006, s. 22). Lze je rozdělit do 6 základních skupin dle zkoumané charakteristiky: rentabilita (výnosnost nebo také ziskovost), likvidita, zadluženost a finanční stabilita, aktivita (rychlost a doba obratu), produktivita a ukazatele kapitálového trhu. Při hodnocení finančního zdraví stojí v popředí schopnost hradit své závazky (likvidita), následně zadluženost a finanční stabilita, dále rentabilita. (Kubičková, 2006, s. 45)

Rentabilita

Rentabilita vyjadřuje schopnost společnosti vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku prostřednictvím investovaného kapitálu (Růčková, 2010, s. 51). Nejběžnějšími ukazateli rentability jsou:

- a) **Rentabilita celkového kapitálu ROA** (Return on Assets) neboli rentabilita celkových aktiv zjednodušeně udává, jak se zhodnotila každá koruna investovaného kapitálu bez ohledu na to, zda byl pořízen z vlastních nebo cizích zdrojů (Bařinová, 2005, s. 33).

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{A}} \quad (16)$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EAT}}{\text{A}} \quad (17)$$

- b) **Rentabilita vlastního kapitálu ROE** (Return on Equity) zobrazuje výnosnost kapitálu, který byl do společnosti vložen vlastníky a akcionáři. Pro investory je tedy tento ukazatel důležitým měřítkem zhodnocení investice v souvislosti s jejím rizikem (Růčková, 2010, s. 54). Du Pontova analýza zobrazuje rozklad ukazatele ROE (Příloha 1), a tím umožňuje stanovit základní parametry mající vliv na tuto rentabilitu.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)} = \frac{\text{EAT}}{\text{VK}} \quad (18)$$

- c) **Rentabilita vloženého kapitálu ROCE** (Return on Capital Employed někdy také Return on Investment) slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 69).

$$\text{Rentabilita vloženého kapitálu (ROCE)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{VK} + \text{dlouhodobý CK}} \quad (19)$$

- d) **Rentabilita tržeb ROS** (Return on Sales) neboli zisková marže či rozpětí (profit margin) zjednodušeně říká, kolik společnost vytvořila zisku na jednotku tržby. Zisková marže měří schopnost vytvářet zisk při daných tržbách, tj. produkční schopnost společnosti (Kubičková, 2006, s. 53).

$$\text{Rentabilita tržeb (ROS)} = \frac{\text{EAT}}{\text{T}} \quad (20)$$

Rentabilitu tržeb doplňuje ukazatel **Nákladovosti** (Operating Ratio) představující poměr celkových nákladů (N) k tržbám společnosti (T). Zjednodušeně udává, kolik nákladů bylo vynaloženo na korunu výnosů (Pilařová, 2013, s. 165).

$$\text{Nákladovost} = \frac{N}{T} = 1 - \text{ROS} \quad (21)$$

Likvidita

Likvidita společnosti udává schopnost společnosti uhradit včas své závazky. Nedostatek likvidity může v nejzazším případě vyústit v platební neschopnost a bankrot (Růčková, 2010, s. 48). Tento ukazatel úzce souvisí se solventností, kterou lze chápat jako dlouhodobou likviditu, jelikož aby byla společnost solventní, musí být dlouhodobě likvidní (Kalouda, 2015, s. 61).

Likvidita všeobecně udává poměr určitého typu oběžná aktiva, ke krátkodobým závazkům. Zpravidla se ve finanční analýze tři stupně ukazatele likvidity:

- a) **Běžná likvidita** (current ration) neboli likvidita 3. stupně udává podíl celkových oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům. Obecně vypovídá o tom, jak by byla společnost schopna splatit své závazky, kdyby v daném okamžiku přeměnila všechna svá oběžná aktiva na hotové peníze. Za doporučenou hodnotu běžné likvidity se požaduje výše v rozmezí 1,5–2,5. Za rizikovou se považuje hodnota okolo 1,0 (Kubíčková, 2006, s. 59).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{OM}}{\text{KZ}} \quad (22)$$

- b) **Pohotová likvidita** (quick ratio, acid test ratio) neboli likvidita 2. stupně je určena jako poměr oběžného majetku bez zásob ke krátkodobým závazkům. Doporučené hodnoty pro tento ukazatel se pohybují v intervalu 0,5–1,5, někdy se uvádí přísnější dolní hranice 1,0 (Kubíčková, 2006, s. 60).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{OM} - \text{zásoby}}{\text{KZ}} \quad (23)$$

- c) **Okamžitá likvidita** (cash ratio, cash position ratio) neboli likvidita 1. stupně je považována za nejpřesnější ukazatel likvidity. Vyjadřuje poměr nejlikvidnější část aktiv, tj. finančního majetku, ke krátkodobým závazkům (Máče, 2006, s. 34). Jako doporučená hodnota okamžité likvidity se uvádí hodnota ležící v rozmezí 0,2–1,0 (Knápková, 2013, s. 92).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{KFM}}{\text{KZ}} \quad (24)$$

Zadluženost

Ukazatele zadluženosti zkoumají finanční zdraví společnosti z hlediska rizikovosti její kapitálové struktury, tj. zadluženosti. Zadluženost vyjadřuje, že společnost používá k financování aktiv cizí zdroje, tedy dluhy. Nejběžnějšími ukazateli zadluženosti jsou:

- a) **Celková zadluženost** (debt ratio) představuje poměr cizích zdrojů k celkové sumě zdrojů nebo aktiv. Obecně platí, že čím je vyšší hodnota zadluženosti, tím je vyšší finanční riziko. (Kubíčková, 2006, s. 67).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A} \quad (25)$$

Koeficient samofinancování (equity ratio) je doplňkovým ukazatelem k celkové zadluženosti a jedná se o poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům, resp. pasivům. (Kubíčková, 2006, s. 67).

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{VK}{A} \quad (26)$$

- b) **Zadluženost vlastního kapitálu** (debt-equity ratio) udává kolik korun cizích zdrojů připadá na korunu vlastního kapitálu. (Knápková, 2013, s. 86).

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK} \quad (27)$$

- c) **Ukazatel finanční páky** (financial leverage/gearing) je vyjádřen jako poměr celkových aktiv a vlastního kapitálu. Finanční páka funguje, pokud společnost využívá ke svému financování také cizí zdroje. Její ziskový účinek spočívá v tom, že vyšší zadluženost přináší pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu (Grünwald, 2007, s. 115).

$$\text{Finanční páka} = \frac{A}{VK} \quad (28)$$

$$\text{Ziskový účinek finanční páky} = \frac{EBT}{EBIT} \cdot \text{Finanční páka} \quad (28)$$

Finanční stabilita

Ukazatele krytí (coverage ratios) slouží k doplnění ukazatelů likvidity a zadluženosti a slouží k vyhodnocení finanční stability společnosti. Finanční stability je dosaženo vyváženým vztahem jednotlivých struktur majetku a zdrojů. (Kubíčková, 2006, s. 62).

- a) **Ukazatel krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji** slouží k vyhodnocení stavu kapitalizace společnosti a vychází z tzv. zlatého bilančního pravidla, které uvádí, že stálá aktiva by měla být krytá dlouhodobými zdroji, tedy vlastním kapitálem a dlouhodobými závazky, a naopak oběžná (krátkodobá) aktiva by měla být financována z krátkodobých zdrojů (Bařinová, 2005, s. 54).

$$\text{Krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji} = \frac{VK + DCK}{DM} \quad (29)$$

- b) **Ukazatel krytí stálých aktiv vlastními zdroji** vyjadřuje poměr mezi vlastním kapitálem a stálými aktivy. Vychází z přísnější podmínky tzv. stříbrného pravidla (zlatého pari pravidla),

kteřé uvádí, že stálá aktiva mají být krytá výhradně vlastním kapitálem (Kubičková, 2006, s. 63).

$$\text{Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem} = \frac{VK}{DM} \quad (30)$$

- c) **Ukazatel úrokového krytí** (Interest coverage ratio) stanovuje kolikrát může provozní zisk poklesnout, aby byla společnost ještě schopna pokrýt své úroky (Kislingerová, 2001, s. 74).

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} \quad (31)$$

Aktivita

Ukazatele aktivity měří schopnost využívání vložných prostředků a efektivnost hospodaření v souvislosti s přeměnou majetku uvnitř společnosti. Aktivitu společnosti lze vyjádřit buď obratem (rychlost obratu), tj. počet obrátek dané položky aktiv za rok, nebo dobou obratu, tj. za jaký čas přeměna majetku proběhne (Kubičková, 2006, s. 74). Nejčastějšími ukazateli aktivity jsou:

- a) **Obrat aktiv** je měřítkem celkového využití majetku udávající poměr celkových ročních tržeb (T) k celkovému majetku společnosti. Snahou je dosahovat co nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele (Kislingerová, 2001, s. 71).

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{T}{\text{aktiva}} \quad (32a)$$

$$\text{Relativní vázanost aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{T} \quad (32b)$$

- b) **Obrat pohledávek** měří roční tržby k pohledávkám z obchodního styku. Čím je vyšší tento ukazatel, tím vícekrát se pohledávky přeměnily v tržby, tedy i zisk. **Doba obratu pohledávek** neboli doba inkasa udává průměrnou dobu splatnosti pohledávek odběratelů. (Kubičková, 2006, s. 74).

$$\text{Obrat pohledávek} = \frac{T}{\text{pohledávky}} \quad (33a)$$

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{T} \cdot 360 \quad [\text{dny}] \quad (33b)$$

- c) **Obrat závazků** je dána poměrem ročních tržeb (alt. nákladů) a krátkodobých závazků z obchodního styku. **Doba obratu závazků** (creditors payment period) představuje průměrnou dobu, za kterou jsou závazky uhrazovány. Doba obratu závazků by měla být z důvodu likvidity kratší než doba obratu pohledávek, v opačném případě vzniká tzv. obchodní deficit a společnost poskytuje svému okolí bezplatný obchodní úvěr (Kislingerová, 2001, s. 73).

$$\text{Obrat závazků} = \frac{T(N)}{\text{závazky}} \quad (34a)$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{T(N)} \cdot 360 \quad [\text{dny}] \quad (34b)$$

- d) **Obrat zásob** je dán poměrem ročních tržeb k zásobám. **Doba obratu zásob** určuje dobu mezi nákupem materiálu a prodejem výrobku. Čím je tato doba kratší, tím lépe společnost hospodaří se zásobami (Kubičková, 2006, s. 75).

$$\text{Obrat zásob} = \frac{T}{\text{zásoby}} \quad (35a)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{T} \cdot 360 \quad [\text{dny}] \quad (35b)$$

5.2.4 Predikční modely

Pro hodnocení souhrnného zdraví společnosti lze využít tzv. souhrnné modely či indexy. Vycházejí z předpokladu, že samotný úpadek společnosti je vyústěním postupně zhoršující se finanční situace, kterou lze předem vyzorovat. Predikční modely poskytující rychlý obraz o celkové finanční situaci společnosti lze dělit na:

- a) Bankrotní modely signalizující hrozící úpadek společnosti
 - a. Altmanův model,
 - b. IN index důvěryhodnosti,
 - c. Ostatní;
- b) Bonitní a ratingové modely charakterizující finanční úroveň nebo investiční riziko
 - a. Ratingové agentury (Standard & Poor's, Moody's, Fitch),
 - b. Kralickův Quick-test,
 - c. Ostatní (Dluhošová, 2010, s. 93).

Altmanův model využívá tzv. Z skóre, pomocí kterého souhrnně hodnotí finanční zdraví společnosti. Výpočet Z skóre vychází ze základních ukazatelů rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Liší se však u společností s veřejně obchodovatelnými cennými papíry a s neobchodovatelnými ve vahách, které přiřazuje jednotlivých ukazatelů (Kislingerová, 2001, s. 82).

$$Z \text{ skóre}_{\text{obch}} = 3,3 \frac{\text{EBIT}}{A} + 1,0 \frac{T}{A} + 0,6 \frac{\text{VK (tržní cena akcií)}}{CK} + 1,4 \frac{\text{nerozděl.zisk}}{A} + 1,2 \frac{PK}{A} \quad (36)$$

$$Z \text{ skóre}_{\text{neobch}} = 3,107 \frac{\text{EBIT}}{A} + 0,998 \frac{T}{A} + 0,42 \frac{\text{VK}}{CK} + 0,847 \frac{\text{nerozděl.zisk}}{A} + 0,717 \frac{PK}{A} \quad (37)$$

Vyhodnocení je prováděno na základě tří pásem charakterizujících finanční zdraví společnosti (Tabulka 3). (Dluhošová, 2010, s. 97)

Tabulka 3 Vyhodnocení Z skóre

| Veřejně obchodované společnosti | |
|-----------------------------------|--|
| Z skóre | Stav společnosti |
| > 2,99 | Finančně zdravá společnost, minimální pravděpodobnost bankrotu |
| 1,8 – 2,98 | Šedá zóna – neznámá prognóza vývoje |
| < 1,8 | Hrozba bankrotu |
| Veřejně neobchodované společnosti | |
| Z skóre | Stav společnosti |
| > 2,90 | Finančně zdravá společnost, minimální pravděpodobnost bankrotu |
| 1,21 – 2,98 | Šedá zóna – neznámá prognóza vývoje |
| < 1,2 | Hrozba bankrotu |

Vlastní zpracování, data z: Kislingerová, 2001, str. 83

V České republice byla vyvinuta obměna Altmanova modelu v podobě **indexu důvěryhodnosti IN**, který se vypočítává následovně:

$$IN (95) = V_1 \frac{A}{CK} + V_2 \frac{EBIT}{úroky} + V_3 \frac{EBIT}{A} + V_4 \frac{T}{A} + V_5 \frac{OM}{KZ + KBÚ} - V_6 \frac{závazky\ po\ splatnosti}{T} \quad (38)$$

kde V_1 až V_6 odpovídá váhám jednotlivých ukazatelů. Pro výpočet jsou určeny váhy za celou ekonomiku i pro jednotlivá odvětví, přičemž váhy V_2 a V_5 jsou vždy stejné a to 0,11, resp. 0,10. Pro stavebnictví jsou váhy $V_1 = 0,34$, $V_3 = 5,74$, $V_4 = 0,35$ a $V_6 = 16,54$ (Dluhošová, 2010, s. 97).

Vyhodnocení finančního zdraví společnosti u IN indexu je následující:

- $IN > 2$ indikuje výborné finanční zdraví,
- IN v rozmezí hodnot 1 až 2 znamená nemožnost stanovení prognózy,
- $IN < 1$ signalizuje finančně slabou společnost s hrozícím bankrotem. (Kislingerová, 2001, s. 83)

Dalším často používaným modelem je Kralickův **Quick Test**, který pracuje se 3 základními oblastmi finančního zdraví společnosti: stabilitou, likviditou a rentabilitou. Vypočítává 4 poměrové ukazatele (A, B, C, D) zobrazené v Tabulce 4, jejichž výsledky klasifikuje dle stanovených rozmezí (Tabulka 5).

Tabulka 4 Ukazatele Quick testu

| Ukazatel | Název | Výpočet |
|----------|-----------------------------------|--|
| A | Kvóta VK | $\frac{VK}{A} \times 100$ |
| B | Doba splácení dluhu | $\frac{závazky\ (KZ, DCK) - \text{finanční majetek}}{CF\ (= EAT + \text{odpisy} + \Delta \text{rezervy})}$ |
| C | Cash-flow v % výkonu | $\frac{CF\ (= EAT + \text{odpisy} + \Delta \text{rezervy})}{tržby} \times 100$ |
| D | Rentabilita celkových aktiv (ROA) | $\frac{EBIT}{A}$ |

Vlastní zpracování, data z: Kislingerová, 2001, str. 83

Výsledná známka společnosti je určena jako aritmetický průměr dílčích známek za jednotlivé ukazatele.

Tabulka 5 Quick test – bodové ohodnocení ukazatelů

| Ukazatel | Výborný (1) | Velmi dobrý (2) | Průměrný (3) | Špatný (4) | Ohrožen insolvencí (5) |
|----------|-------------|-----------------|--------------|------------|------------------------|
| A | > 30 % | > 20 % | > 10 % | > 0 % | negativní |
| B | < 3 roky | < 5 let | < 12 let | > 12 let | > 30 let |
| C | > 10 % | > 8 % | > 5 % | > 0 % | negativní |
| D | > 15 % | > 12 % | > 8 % | > 0 % | negativní |

Vlastní zpracování, data z: Kislingerová, 2001, str. 84

Známka nižší než 1 signalizuje dobrou finanční situaci, zatímco hodnoty pod 3 značí špatnou finanční situaci (Kislingerová, 2001, s. 85).

5.2.5 Moderní metody – Ekonomická přidaná hodnota EVA

Moderní metody posuzování finančního zdraví společnosti se orientují na měření hodnoty pro akcionáře (shareholders value). Tradiční ukazatele ziskovosti nezaručují přímý vztah s tvorbou hodnoty pro vlastníky a jsou ovlivněny existencí a aplikací různých účetních metod a předpisů. Základní odlišností od tradičních měřítek (ROA, ROE) je zavedení nákladů kapitálu WACC, které zohledňují jednak tzv. náklady ušlé příležitosti (opportunity cost), také riziko a časový horizont, a využití provozního hospodářského výsledku po zdanění NOPAT (net operating profit after tax). Do kategorie moderních metod spadá především ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA, dále výnosnost čistých aktiv RONA a tržní ukazatel tržní přidané hodnoty MVA (Market Value Added) (Kislingerová, 2001, s. 86). Existuje celá řada dalších moderních přístupů hodnocení finanční situace společností, ovšem ty nebudou obsahem této práce.

Ekonomická přidaná hodnota EVA

Ekonomická přidaná hodnota EVA (angl. Economic Value Added) je jedním z klíčových ukazatelů měření finanční výkonnosti, posouzení investice a je využívána také pro účely oceňování společnosti (Dluhošová, 2010, s. 20). EVA pracuje místo s účetním ziskem s tzv. ekonomickým ziskem, který se vypočítá jako rozdíl mezi celkovými výnosy kapitálu a náklady na kapitál. V případě kladného ekonomického zisku, tj. kladného ukazatele EVA, dochází k tvorbě tzv. přidané hodnoty pro akcionáře a dochází z jejich pohledu ke zhodnocení investice, tj. růstu hodnoty akcií. (Kislingerová, 2001, s. 87). Naopak záporná hodnota EVA signalizuje pokles bohatství akcionářů, jelikož společnost neprodukuje dostatečné prostředky na pokrytí nákladů kapitálu (Mařík, 2011, s. 293).

Ukazatel EVA na bázi provozního zisku (někdy EVA-Entity) se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C = EBIT \times (1 - t) - WACC \times C \quad (39)$$

kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění, WACC jsou průměrné náklady kapitálu a C je objem celkového investovaného kapitálu, který bývá často nahrazován termínem čistá operační aktiva NOA (angl. net operating assets).

NOPAT neobsahuje mimořádné položky a položky nesouvisející s provozní činností společnosti (např. zisky z prodeje majetku, ztráta z finančních operací, rezervy, opravné položky). Ukazatele nákladu kapitálu **WACC** (weighted average cost of capital) je popsán v kapitole 8.1.2.2. **Investovaný kapitál (C)** zahrnuje veškeré dlouhodobé zdroje společnosti, které lze vypočítat jednak jako sumu pasiv bez krátkodobých závazků a jednak součtem dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (Kislingerová, 2001, s. 87). Tento součet se také označuje jako čistá provozní aktiva **NOA** (net operating assets).

$$\text{Investovaný kapitál (C)} = \text{VK} + \text{úročený CK} = \text{Pasiva} - \text{KZ} = \text{DM} + \text{PK} \quad (40)$$

Druhým způsobem výpočtu ukazatele přidané hodnoty EVA je využití tzv. **hodnotového rozpětí** (angl. value spread), které lze určit poměření rentability vloženého kapitálu ROCE s náklady na kapitál WACC (Dluhošová, 2010, s. 19).

$$\text{EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{C} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \times \text{NOA} \quad (41)$$

Dalším přístupem je zúžené vyjádření EVA jako EVA-Equity, kdy se vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu. Snahou je dosahování co největšího rozpětí $\text{ROE} - r_e$.

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) \times \text{VK} \quad (42)$$

Tvorba hodnoty společnosti souvisí s tímto vztahem mezi skutečně dosaženou a očekávanou výnosností. Pokud je rozpětí větší než 0 a rentabilita (ROE či ROCE) je větší než náklady na tento kapitál (r_e či WACC), společnost vytváří novou hodnotu za předpokladu růstu. V případě nulového rozpětí hodnoty si společnost udržuje hodnotu na úrovni vloženého kapitálu a tvoří tedy novou hodnotu. Pakliže je toto rozpětí záporné, hodnota společnosti se snižuje a dochází k ničení hodnoty (Mařík, 2011, s. 52).

Výnosnost čistých aktiv ROIC (RONA) představuje obměnu ukazatelů rentability, neboť poměruje provozní zisk po zdanění (NOPAT) s objemem vynaložených zdrojů, v tomto případě s čistými provozními aktivy NOA (net operating assets), resp. investovaného kapitálu C.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{NOA}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{DM} + \text{PK}} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{C}} \quad (43)$$

5.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Součástí analýzy finančních výkazů by mělo být, pokud to data o společnosti umožňují, vyhodnocení majetku na provozně nutná aktiva a nenutná aktiva, která může společnost odprodat, aniž by byl ovlivněn hlavní provoz společnosti (Mařík, 2011, s. 53). Rovněž by měly být vyčleněn kapitál, jež souvisí s tímto neprovozním majetkem. Toto roztrídění je důležité při aplikaci výnosových metod oceňování a důvodů pro to je hned několik. Při ocenění výnosovými metodami může dojít k podcenění nebo dokonce neocenění majetku společnosti, který není využíván a ze kterého neplynou žádné nebo jen velmi malé příjmy. Aktiva nesouvisející s provozní činností společnosti mohou generovat příjmy, ale rizika s nimi spojená jsou odlišná od rizik z provozních příjmů. (Mařík, 2011, s. 118)

Provozně nutná aktiva lze ocenit výnosovým způsobem, neboť budou používána pro provozní činnosti společnosti i v budoucnu. Naopak u **provozně nenutných aktiv** se využívá samostatné ocenění vycházející z předpokladu možnosti prodeje nebo likvidace (tržní nebo likvidační hodnota k datu ocenění), pronájmu (princip obvyklého nájemného) tohoto majetku, u neprovozních aktiv přinášející výnos (finanční majetek) lze využít výnosové metody ocenění. V případě nedostatku dat se používá účetní hodnota provozně nenutného aktiva. Zjištěná hodnota neprovozního majetku se pro výsledné ocenění přičte k hodnotě provozní části společnosti (Mařík, 2011, s. 119). Nejčastější položky spadající do neprovozních aktiv jsou: krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek, nemovitosti a pohledávky nesouvisející s hlavní činností společnosti či provozní majetek v nadbytečném množství (Mařík, 2011, s. 121).

Po rozdělení majetku na provozně nutná a nenutná aktiva je vhodné vyčlenit i kapitál investovaný do provozně nutných aktiv, resp. **upravený (provozně nutný) investovaný kapitál**. Tento ukazatel vychází z účetní rozvahy a vypočítá se jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu. Provozně nutný dlouhodobý majetek se vyčíslí z celkového dlouhodobého majetku odečtením provozně nepotřebných položek. Druhou možností výpočtu je součet **upraveného vlastního a cizího kapitálu**, který je získán z celkového investovaného kapitálu z rozvahy odečtením té jeho části, jež kryje neprovozní majetek. **Upravený pracovní kapitál** je oběžný majetek snížený o jeho neprovozní položky. Případně je nutné uvážit výnosy a náklady související s neprovozními aktivy a vyloučit je z výsledku hospodaření. Pro tento účel se stanovuje tzv. **upravený provozní výsledek hospodaření** (Mařík, 2011, s. 123).

6 Strategická analýza a finanční plán

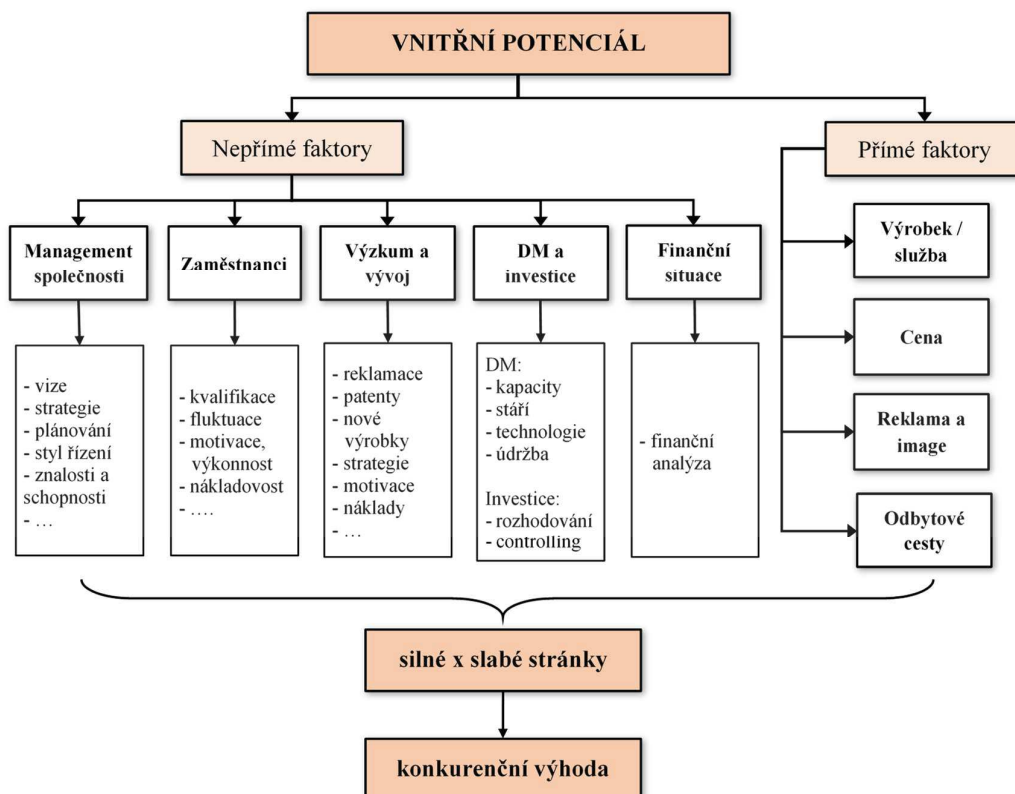
Pro využití standartních výnosových metod ocenění je potřeba finanční plán společnosti. Ještě před samotnou tvorbou finančního plánu je však nezbytné provést vedle analýzy vnějšího prostředí (makro a mikro prostředí) a analýzy finančního zdraví také analýzu společnosti z hlediska konkurence, majetku a generátorů hodnoty.

6.1 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti

Analýza konkurenční síly navazuje na stanovení charakteristických znaků a velikosti příslušného odvětví a odhaduje budoucí tržní podíl oceňované společnosti v tomto odvětví. Při této analýze se určují dosavadní tržní podíly oceňované společnosti, analyzuje se vnitřní potenciál společnosti a identifikují hlavní faktory její konkurenční síly. Na závěr se provádí prognóza tržního podílu oceňované společnosti. Zjištěné výsledky by měly být promítnuty do odhadu vývoje tržního podílu a tržeb společnosti, posouzení perspektivnosti společnosti a diskontní míry představující rizikovost. (Mařík, 2011, s. 74)

První krokem stanovení konkurenční síly je určení **současného tržního podílu** oceňované společnosti ve finančních, případně i fyzických jednotkách, a také vytvoření časové řady vývoje tržních podílů v minulých letech. Poté přichází na řadu **analýza vnitřního potenciálu**, která hodnotí hlavní faktory ovlivňující tržní podíl společnosti (Obrázek 8). Tyto faktory lze dělit na přímé a nepřímé faktory.

Obrázek 8 Analýza vnitřního potenciálu



Zdroj: vlastní zpracování, data z Mařík, 2011, str. 78

- a) **Přímé faktory** – přímo vnímané zákazníkem, lze ztotožnit s marketingovým mixem:
 - a. nabízené výrobky a služby,
 - b. ceny,
 - c. reklama a celková image,
 - d. výhody místa.

- b) **Nepřímé faktory** – podpůrné prvky vytvářející zázemí společnosti, ale zákazník je nevidí:
 - a. management společnosti – nejvýznamnější faktor úspěšnosti společnosti,
 - b. zaměstnanci – další klíčový faktor úspěšnosti společnosti,
 - c. inovace, výzkum a vývoj,
 - d. dlouhodobý majetek a investice,
 - e. finanční situace oceňované společnosti, která je hodnocena na základě finanční analýzy, která byla popsána v minulé kapitole. (Mařík, 2011, s. 81)

Pro posouzení konkurenční síly společnosti se vymezí její klíčová kritéria a provádí se jejich bodové hodnocení. Porovnání dosaženého a maximálního počtu bodů přináší procentuální vyjádření **konkurenční síly společnosti**. Výstupem je zpravidla diagram (profil) konkurenční síly společnosti často v grafickém zobrazení. Výsledek slouží jako podklad pro prognózu tržeb, odhad možného vývoje tržního podílu a tržeb oceňované společnosti a zhodnocení její atraktivnosti. (Mařík, 2011, s. 76)

Součástí strategické analýzy by měla být také **SWOT analýza**, která shrnuje silné a slabé stránky společnosti a příležitosti a hrozby, které lze očekávat z vnějšího prostředí. Příležitosti a hrozby vytváří trh, na kterém společnost působí (viz kapitola 3). Slabé a silné stránky společnosti jsou dány vnitřním potenciálem společnosti (konkurenční síla, generátory hodnoty), který zhodnocuje, jak je společnost schopná využívat tržního potenciálu (Mařík, 1999, s. 23).

6.2 Hodnocení perspektivnosti společnosti

Jak již bylo řečeno, analýzu konkurenční síly lze využít pro hodnocení perspektivnosti společnosti. **Hodnocení perspektivnosti společnosti** je dáno jednak atraktivitou trhu (resp. odvětví), ve kterém společnost působí, a konkurenční silou, kterou společnost disponuje. Jedná se o kombinaci vnitřního a vnějšího potenciálu společnosti. Při vzájemné závislosti těchto dvou faktorů lze definovat matici s devíti skupinami společností s různou perspektivností, jak zobrazuje Příloha 2. (Mařík, 2011, s. 93)

6.3 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty (angl. value drivers) představují základní proměnné, které ovlivňují schopnost vytvářet budoucí peněžní toky a tím souhrnně určují hodnotu společnosti. Používají se jako základ pro tvorbu finančního plánu nezbytného pro výnosové metody ocenění. Finanční plán pak zpětně ověřuje reálnost projekce generátorů hodnoty.

Mezi generátory hodnoty se řadí (Obrázek 9):

- a) tržby a jejich růst,

- b) marže zisku (provozního zisku),
- c) investice do pracovního kapitálu,
- d) investice do dlouhodobého majetku,
- e) způsob financování (vlastní a cizí zdroje),
- f) diskontní míra,
- g) doba trvání společnosti. (Mařík, 2011, s. 125)

Obrázek 9 Princip generátorů hodnoty



Zdroj: Mařík, 2011, str. 125

Analýza těchto proměnných z hlediska minulosti byla provedena v rámci finanční analýzy v kapitole 5. V následujících podkapitolách budou podrobně popsány projekce prvních pěti generátorů hodnoty: tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku a potřeba externího financování. Stanovení diskontní míry je předmětem kapitoly 8.1. Zhodnocení doby životnosti oceňované společnosti je souhrnným výsledkem procesu oceňování.

6.3.1 Prognóza tržeb a ziskové marže

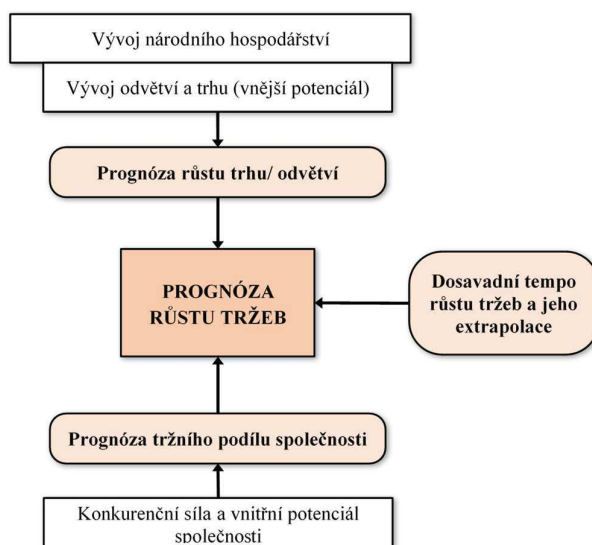
Prognóza tržeb

Prognóza tržeb oceňované společnosti vychází jednak z informací o odvětví (základní charakteristiky a prognózy vývoje), a jednak z informací o samotné oceňované společnosti (tržby společnosti a tržní podíl v minulých letech, nasmlouvané a nedokončené zakázky, kapacitní možnosti, analýza a prognóza vnitřního potenciálu a konkurenční síly společnosti). Výchozí odhad tempa růstu tržeb společnosti (g) se vypočítá vynásobením míry růstu trhu nebo odvětví (viz kapitola 3.2.2) s růstem tržního podílu společnosti získaným z analýzy vnitřního potenciálu a konkurence (viz kapitola 6.1). Zároveň je potřeba tento odhad porovnat s dosavadním tempem růstu tržeb v minulých letech a pomocí extrapolace posoudit jeho reálnost (např. kapacita společnosti). Princip propočtu zobrazuje Obrázek 10. Prognóza tržeb se vypočítá jako součin tempa růstu tržeb a tržeb v minulém roce. (Mařík, 2011, s. 94)

$$\text{Tempo růstu tržeb } (g) = \text{Míra růstu trhu} \times \text{Meziroční \% změna tržního podílu } [\%] \quad (44)$$

$$\text{Tržby } t = \% \text{ tempo růstu tržeb} \times \text{Tržby } t-1 \quad (45)$$

Obrázek 10 Odvození prognózy tržeb



Zdroj: Mařík, 2011, str. 94

Prognóza ziskové marže

Na projekci tržeb navazuje prognóza provozní ziskové marže. Provozní zisková marže (r_{ZP}) se vypočítá jako poměr provozního zisku (případně upraveného provozního zisku) a celkových tržeb (Mařík, 2011, s. 127)

$$\text{Provozní zisková marže } (r_{ZP}) = \frac{\text{EBIT}}{\text{Tržby}} \quad (46)$$

Prognózu ziskové marže lze provést dvěma způsoby: prognóza shora a zdola. **Prognóza shora** představuje základní přístup, kdy se nejprve určí provozní zisková marže v minulých letech. Poté je na základě finanční a strategické analýzy stanoven budoucí odhad ziskové marže. **Prognóza zdola** je založena na projekci nákladů a výnosů, z nichž se následně vypočítá upravený provozní zisk a příslušná zisková marže. Nejčastěji se tyto prognózované náklady a výnosy stanoví na základě procentního podílu k tržbám. Využívá se zde tedy předpokladu, že náklady se vyvíjejí ve stejném nebo podobném poměru k tržbám. (Mařík, 2011, s. 128)

6.3.2 Prognóza investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku a jejich financování

Prognóza pracovního kapitálu

Dalším generátorem hodnoty jsou investice do pracovního kapitálu (PK). U pracovního kapitálu se zejména analyzuje jeho velikost ve vztahu k výkonům společnosti. Klíčová je tedy analýza a plánování zásob, pohledávek a závazků, jako hlavních složek upraveného pracovního kapitálu. Nejprve jsou určeny dané položky z minulých let. Poté je vyjádřena vazba mezi těmito složkami pracovního kapitálu a tržbami pomocí ukazatelů obratovosti, tak jak byly popsány v rámci finanční analýzy (viz kapitola 5.2.3) (Mařík, 2011, s. 134)

Faktory ovlivňující obratovost mohou být konkurence a vyjednávací pozice vůči dodavatelům a odběratelům, nákupní politika, dodavatelské cykly a výše minimálních zásob. Na základě minulého vývoje, analýzy výše vyjmenovaných faktorů a odhadu obratovosti jednotlivých položek je provedena následná projekce jednotlivých položek do budoucna (Mařík, 2011, s. 136).

$$\text{Položka PK} = \text{Doba obratu položky PK} \times \frac{T(N)}{360} \quad [\text{Kč}] \quad (47a)$$

$$\text{Položka PK} = \frac{T(N)}{\text{Rychlost obratu (počet obrátů za rok)}} \quad [\text{Kč}] \quad (47b)$$

Pro prognózu celkového pracovního kapitálu je potřeba přidat k výše zmíněným položkám ještě odhad krátkodobého finančního majetku a případně časového rozlišení. Výše krátkodobého finančního majetku je odvozena z plánované a požadované výše okamžité likvidity. Časové rozlišení je určeno odhadem (nulové, stejná výše jako v minulých letech) (Mařík, 2011, s. 136).

Prognóza investic do dlouhodobého majetku

Kromě pracovního kapitálu společnost investuje také do dlouhodobého majetku. Vesměs lze rozlišit tři přístupy plánování investiční činnosti – globální přístup, přístup podle hlavních položek a přístup založený na odpisech. **Globální přístup** je vhodný u investic průběžného charakteru a provádí analýzu minulého využití dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Vypočítává se zde koeficient náročnosti dlouhodobého majetku na tržbách (k_{DM}) jako poměr přírůstku dlouhodobého majetku a přírůstku tržeb. Přírůstek v čitateli reprezentuje čisté (netto) investice do dlouhodobých aktiv. Přičtením odpisů lze získat celkové (brutto) investiční výdaje. Na základě vypočtených koeficientů a prognózy tržeb či zisku lze odhadnout přírůstek investičního majetku do budoucna (Mařík, 2011, s. 137).

$$k_{DM} = \frac{\Delta DM}{\Delta T} = \frac{\text{investice netto}}{\Delta T} \quad (48)$$

Druhý **přístup podle hlavních položek** vychází z konkrétních investičních plánů společnosti. **Přístup založený na odpisech** slouží pro kontrolu investičního plánu, kdy se vychází z poměru sumy investic a odpisů majetku. Dlouhodobé investice pod úroveň odpisů (podíl je menší než 1) obvykle neumožňují společnosti růst nebo dokonce samotné přežití. (Mařík, 2011, s. 137).

Prognóza financování

Pokud jsou stanoveny prognózy pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, lze stanovit prognózu financování a vypočítat celkový **investovaný kapitál**, případně kapitál upravený o neprovozní majetek.

Tento výpočet lze provést opět pomocí prognózy jednotlivých složek kapitálu. V tomto případě se pro prognózování financování využívá **metoda procentního podílu na tržbách**, která vychází z předpokladu, že kapitál společnosti se vyvíjí ve stejném poměru k tržbám.

Pomocí tohoto modelu lze vypočítat tzv. **trvale udržitelnou míru růstu** (angl. sustainable growth rate SGR), která reprezentuje tempo růstu, při kterém nevzniká dodatečná potřeba cizích zdrojů financování. Tento růst odpovídá relativnímu přírůstku vlastního kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 100)

$$g^* = \text{SGR} = \text{relativní přírůstek VK} = \frac{VK_1 - VK_0}{VK_0} \quad (49a)$$

$$g^* = \text{ROE} \times (1 - \% \text{ výplaty podílu na zisku}) = \frac{\text{EAT}}{\text{VK}} \times \left(1 - \frac{\text{D}}{\text{EAT}}\right) \quad (49b)$$

kde: ROE – rentabilita vlastního kapitálu, EAT – čistý zisk, D – vyplacené podíly, EPS – zisk na akcii, VK – vlastní kapitál. Pokud se zvolený růst g rovná trvale udržitelnému růstu g^* , potom je přírůstek tržeb s potřebou dodatečného externího financování roven nule a nevzniká potřeba dodatečného externího financování. (Kislingerová, 2001, s. 100)

6.3.3 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Výše uvedené generátory hodnoty mohou sloužit pro prvotní odhad hodnoty společnosti. Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty je založené na principu volných peněžních toků (FCF). Odhad výnosové hodnoty společnosti jako celku (H_b) se vypočítá následujícím vzorcem:

$$H_b = \frac{[T_{t-1} \times (1 + g) \times r_{ZP} \times (1 - t)] - [T_{t-1} \times g \times (k_{PK} + k_{DM})]}{i_g - g} \quad (50)$$

kde T – tržby, g – tempo růstu, r_{ZP} – provozní zisková marže, t – sazba daně z příjmu, k_{PK} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu pracovním kapitálu, k_{DM} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růstu dlouhodobého majetku, i_g – diskontní míra. Vzorec obsahuje v čitateli volné peněžní toky (FCF), které jsou rozdílem korigovaného provozního zisku po dani a přírůstku pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. (Mařík, 2011, s. 147)

Vhodné je provést výpočet pro několik variant (optimistická, reálná, pesimistická) nebo provést analýzu citlivosti, tzn. posouzení změn hodnoty společnosti při změně proměnné (g , r_{ZP} , k_{PK} , k_{DM} , i_g). Tímto způsobem je možné získat předběžnou představu o výnosové hodnotě společnosti a vyhodnocení správnosti generátorů hodnoty. (Mařík, 2011, s. 149)

6.4 Sestavení finančního plánu

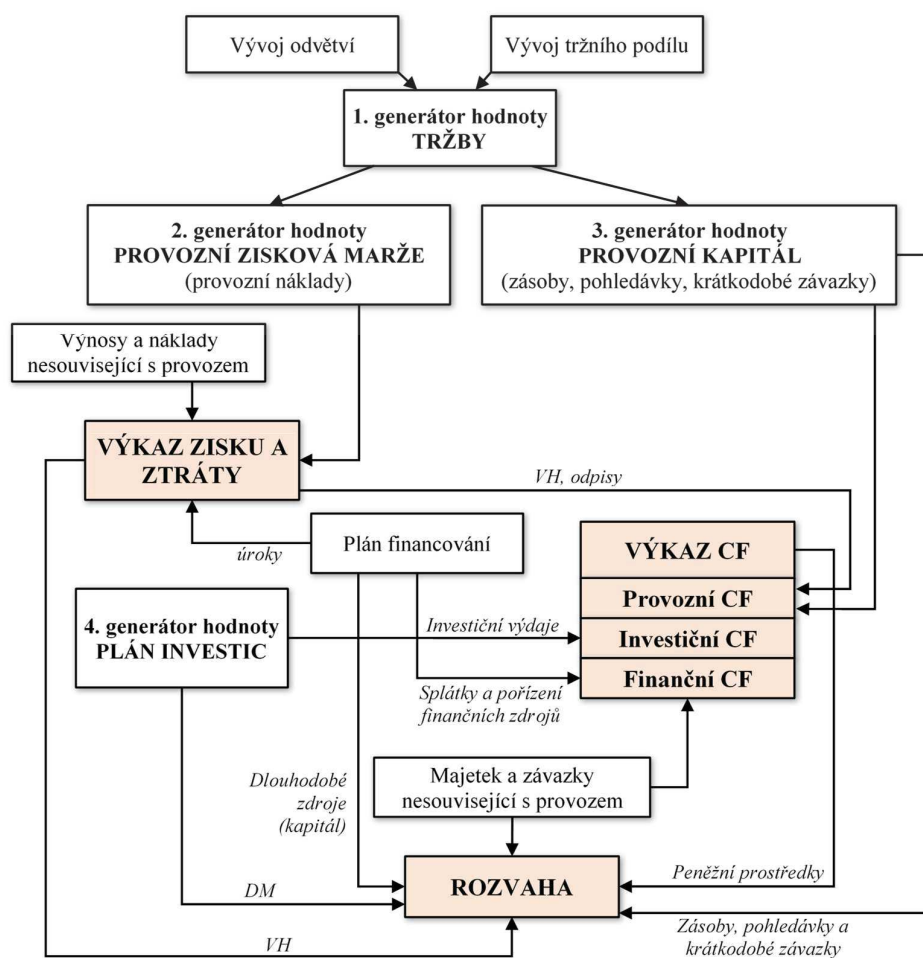
Jak již bylo dříve uvedeno, pro ocenění společnosti některou z výnosových metod, by měl mít odhadce k dispozici kompletní finanční plán. Pokud společnost nemá v rámci podnikového plánu zpracován vlastní finanční plán, musí odhadce sestavit tento plán sám (Mařík, 2011, s. 149).

Finanční plán se skládá z hlavních finančních výkazů: rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků, zpravidla se sestavuje v jejich více agregované podobě a na delší období (5 až 10 let). Postup při sestavování vychází z předešlé analýzy generátorů hodnoty, která určila stěžejní položky

finančního plánu: tržby, ziskovou marži, plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků, investice do dlouhodobého majetku. Dále je potřeba doplnit zejména položky týkající se financování (splátky úroků, nové úvěry), položky nesouvisející s provozní činností společnosti, plánované výplaty podílů na zisku apod. (Mařík, 2011, s. 149)

Plánování je komplexní proces, při kterém se vychází z informací o samotné společnosti a okolním prostředí, které přinesly předchozí analýzy (viz kapitoly 3 až 6) (Kislingerová, 2001, s. 97). Postup sestavení finančního plánu a vazby mezi jednotlivými dílčími kroky a výkazy zobrazuje následující obrázek (Obrázek 11).

Obrázek 11 Postup sestavení finančního plánu a vazby mezi jednotlivými výkazy



Zdroj: Mařík, 2011, str. 152

Po sestavení celého finančního plánu je zapotřebí provést formální kontrolu bilančních sum jednotlivých výkazů. Dále by měla být provedena stručná **finanční analýza** tohoto plánu, která navazuje na vyhodnocení finančního zdraví za minulé roky z účetních výkazů. Finanční plán by měl potvrdit nebo vyvrátit předpoklady z analýzy generátorů hodnoty a dodat podklady pro analýzu rizik společnosti. (Mařík, 2011, s. 156)

7 Majetkové metody oceňování

Majetkové metody, někdy také metody založené na stavových veličinách, jsou zaměřeny na majetkovou stránku společnosti. U majetkového přístupu oceňování je zvlášť oceněna každá majetková složka. Součtem hodnot jednotlivých částí majetku je souhrnné ocenění majetku společnosti. Hodnota vlastního kapitálu se určí odečtením cizích zdrojů. Majetkové metody oceňování se dělí dle typu použité hodnoty na: metody účetní hodnoty, věcné hodnoty a likvidační hodnoty (Mařík, 1999, s. 88). Obvykle je likvidační hodnota nejnižší, věcná hodnota největší a účetní hodnota se pohybuje někde v rozmezí předešlých (Sassine, 2004, s. 37).

7.1 Metoda účetní hodnoty

Účetní metoda stanovuje hodnotu společnosti dle historických cen jednotlivých položek aktiv, tj. jejich nominálních hodnot z účetnictví. Netto hodnotu společnosti reprezentuje účetní hodnota vlastního kapitálu, která se vypočítá odečtením účetní hodnoty závazků a dluhů od účetní hodnoty aktiv (Dluhošová, 2010, s. 178).

Výhodou této metody je její jednoduchost, průkaznost a snadná dostupnost potřebných dat. Problémem je však její přesnost, jelikož účetní hodnota záleží na účetních technikách a obvykle se liší od tržní hodnoty. V případě aktiv dochází zpravidla k podhodnocení (Dluhošová, 2010, s. 178). Tento přístup navíc nezahrnuje některé mimobilanční závazky a nehmotná aktiva společnosti, která nejsou obvykle uvedena v rozvaze (vztah s klienty, jméno, zkušenosti a kvalifikovaní pracovníci, vztah s dodavateli apod.). Tyto aktiva mohou mít v nepříznivých situacích zápornou hodnotu a mít negativní dopad na ocenění společnosti. (Sassine, 2004, s. 37). Přestože metoda účetní hodnoty přináší cenné informace o hodnotě majetku a je třeba ji vzít v úvahu, je využívána pro samotné oceňování akciových společností jen výjimečně a spíše slouží jako určité vodítko či výchozí informace pro oceňovatele. (Kislingerová, 2001, s. 129)

7.2 Metoda věcné hodnoty

Metoda věcné (substanční) hodnoty patří mezi nejstarší metody, kterými se stanovuje hodnota společnosti. Tato metoda reaguje na nedostatky účetní metody, kdy účetnictví nedostatečně zachycuje tržní hodnotu majetku, resp. reprodukční hodnotu. Její význam spočívá v analyzování a samostatném ocenění jednotlivých složek majetku společnosti na bázi nákladů na znovupořízení majetku s vyjádřením určité míry opotřebení (Kislingerová, 2001, s. 129).

Metoda věcné hodnoty je velmi pracná a opírá se hlavně o informace z účetnictví společnosti, kdy jsou jednotlivé majetkové části oceňovány dle objektivních pravidel k datu ocenění z pohledu principu going-concern (Kislingerová, 2001, s. 129). V současnosti se nejčastěji používá jako doplňující metoda k výnosovému ocenění či pro kombinované metody oceňování (Mařík, 1999, s. 96). Nevhodná je metoda věcné hodnoty u společností s předimenzovanou kapacitou, kde může podávat poněkud zkreslenou informaci o tržní hodnotě společnosti. Dalším nedostatkem substanční metody je, že ponechává stranou nekvantifikovatelné nehmotné složky společnosti jako dobré jméno společnosti (goodwill), zkušené a kvalifikované pracovníky, organizační strukturu, síť dodavatelů a klientů a dobré

vztahy s nimi, nasmlouvané stavební zakázky. Tyto složky mohou mít i negativní dopad na hodnotu společnosti (soudní spory se zaměstnanci a klienty, claimy apod.) (Reilly, 2016, s. 14). Z tohoto důvodu je výstupem hodnota reprezentující dolní hranici, tj. částku, za kterou je prodávající ochoten společnost prodat. Pokud by bylo možné vyčíslit úplnou substanční hodnotu nehmotných aktiv (goodwillu apod.) a vypočítat úplnou substanční hodnotu, potom by tato hodnota byla horní hranicí pro cenu společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 129)

Postup této metody spočívá v **ocenění jednotlivých složek aktiv a pasiv** společnosti na základě různých přístupů, ze kterých se na závěr stanovuje tržní věcná hodnota celé společnosti (Kislingerová, 2001, s. 130). Stanovení **výsledné substanční hodnoty** společnosti (tzv. brutto substanční hodnoty) se provede součtem jednotlivých věcných hodnot majetku společnosti (Tabulka 6). Odečtením celkové věcné hodnoty cizích zdrojů od hodnoty společnosti je získána tzv. netto substanční hodnota, která představuje vlastní kapitál společnosti v substanční, popř. tržní hodnotě (Kislingerová, 2001, s. 142).

Tabulka 6 Výpočet věcné tržní hodnoty společnosti

| | |
|--|--|
| DM | = Pozemky + Budovy a stavby + Stroje a zařízení + Finanční majetek |
| OM | = Zásoby + Pohledávky + Peníze |
| AKTIVA = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA | = DM + OM |
| CIZÍ ZDROJE | = Krátkodobé závazky + Dlouhodobé závazky + Rezervy |
| VK v tržní hodnotě = NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA | = Aktiva – Cizí zdroje |

Vlastní zpracování, data z: Kislingerová, 2001, s. 142

7.3 Metoda likvidační hodnoty

Především podkapitola byla věnována věcné hodnotě, která je založena na going-concern principu. U společností, kde se neočekává jejich budoucí trvání, se využívá likvidační hodnota. Likvidační hodnota (H_L) představuje množství prostředků získaných prodejem majetku nebo jejich částí při ukončování činnosti společnosti. Odráží tedy sumu prodejních cen těchto aktiv snížených o závazky společnosti a odměnu likvidátorovi. (Kislingerová, 2001, s. 143)

$$\text{Konečný nárok vlastníků } (H_L) = \text{hodnota společnosti} - \text{hodnota závazků} \quad (51)$$

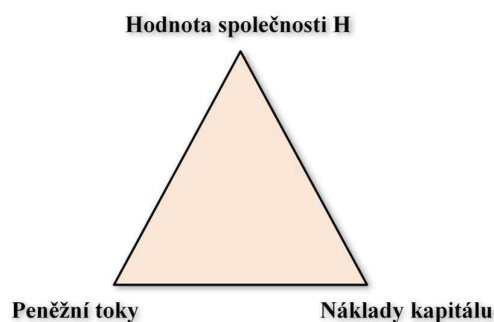
Na likvidační hodnotu má vliv skutečnost, že majetek je rozprodáván zpravidla v časové tísní, nedobrovolně a často nevýhodně, navíc je některý majetek (specializovaný) obtížně prodatelný (Kislingerová, 2001, s. 143). Obecné pravidlo uvádí, že likvidační hodnota stavební společnosti je o 20 až 50 % nižší než její věcná hodnota (Sassine, 2004, s. 36). Likvidační hodnota prezentuje dolní hranici hodnoty společnosti. Pokud je její výnosová hodnota nižší než likvidační hodnota, potom by měla být oceněním společnosti likvidační hodnota a jedná se o ztrátovou společnost. Likvidační hodnota tedy slouží jako vodítko při rozhodování o zachování společnosti, pokud je výnosová hodnota vyšší rozhodne o sanaci společnosti (Kislingerová, 2001, s. 143).

8 Výnosové metody oceňování

Výnosový přístup oceňování je založen na metodách, které se využívají k posouzení jakýchkoliv jiných investic. Investice představuje vynaložení prostředků v současnosti za účelem nejistých, očekávaných užitek v budoucnosti. Základem rozhodování je posouzení současné hodnoty budoucích výnosů a tzv. nákladů ušlé příležitosti (angl. opportunity costs). To vše v kontextu se známým proporcionalním vztahem riziko – výnos, kdy platí, že při vyšším riziku investor očekává přiměřeně vysoké výnosy. (Kislingerová, 2001, s. 145)

Výnosové metody jsou založené na určení třech základních složek, jak zobrazuje Obrázek 12. A to vymezení peněžních toků (očekávané užítky), stanovení nákladů kapitálu, kterými jsou tyto toky diskontovány, a následné určení výsledné hodnoty společnosti (Dluhošová, 2010, s. 175). Při tržním ocenění se zjišťují výnosy, které očekává trh, při hledání subjektivní hodnoty se stanovují výnosy, které očekává konkrétní subjekt (Mařík, 1999, s. 20).

Obrázek 12 Klíčové složky výnosových metod oceňování



Zdroj: Dluhošová, 2010, str. 175

V následujících kapitolách budou popsány jednotlivé výnosové metody: metoda kapitalizace zisku, modely diskontovaného cash flow a metody založené na EVA. Nejprve je však důležité vysvětlit význam časové hodnoty peněz, diskontní míry a tempa růstu pro oceňování společností.

8.1 Stanovení diskontní míry a časová hodnota peněz

Při oceňování společností se faktor času a rizika projevuje do hodnoty společnosti stanovením diskontní míry.

Časová hodnota peněz

Nejprve je nutné zmínit vliv **faktoru času**. Hodnota aktiva je dána jako současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou. Toto platí pro jednotlivé druhy majetku i pro společnost jako celek. U těchto budoucích příjmů je důležité uvážit tzv. **časovou hodnotu peněz**, která říká, že příjem získaný dříve, má větší hodnotu než příjem získaný později. Neboli 1 Kč dnes má větší hodnotu než 1 Kč v budoucnu. Důvodem je možnost rychlejšího opětovného investování získaných prostředků a tím vyšší výnosy. Proto se budoucí příjmy přepočítávají diskontováním na jejich současnou hodnotu k datu ocenění. Většinou jsou používány tři způsoby přepočtu na současnou hodnotu založené na složeném úročení: jednotlivé částky, anuitní částky (řada stejně velkých pravidelných plateb

obsahujících úmor a úrok), perpetuita (nekonečná řada stejně velkých pravidelných plateb, tj. věčná renta). (Mařík, 2011, s. 39)

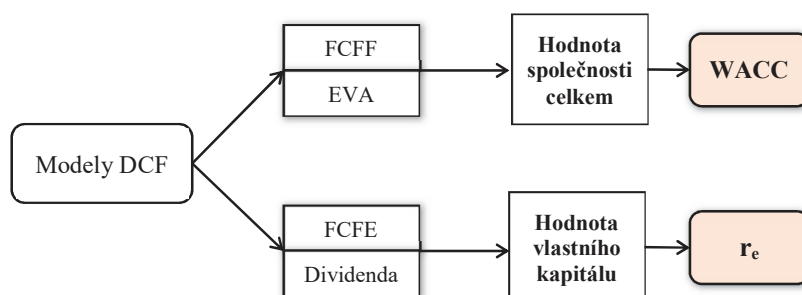
Diskontní míra

Jak již bylo řečeno **diskontní míra** v sobě nese jednak faktor času a jednak faktor rizika. Diskontní míra je míra výnosnosti, která se používá pro přepočítání budoucích peněžních částek na současné hodnoty nebo pro vyjádření očekávaných budoucích peněžních toků investora při daném riziku, kdy reflektuje porovnání vkladu prostředků do společnosti s alternativními možnostmi využití kapitálu. V tomto případě se tedy hovoří o nákladech příležitosti (angl. opportunity cost). Čím vyšší je míra rizika dané investice, tím vyšší výnosová míra je očekávána. Pro společnost představuje požadovaný výnos investora náklad kapitálu. Náklady kapitálu jsou také vyjádřením diskontní míry, ale z pohledu samotné společnosti. (Mařík, 2011, s. 47)

Vedle diskontní míry existuje ještě míra kapitalizace. **Míra kapitalizace** se v podstatě rovná diskontní míře s odečtením očekávaného tempa dlouhodobého růstu. U metod využívajících diskontování se očekávaný růst stanovuje jednotlivě v odhadovaných budoucích výnosech. Kdežto u metod využívajících kapitalizační míru je očekávaný růst zahrnut do této míry a využívá se jeden reprezentativní odhad ročního výnosu. (Mařík, 2011, s. 49)

Pro výpočet diskontovaných toků výnosových metod jsou jako diskontní míry využívány průměrné náklady kapitálu WACC a požadovaná míra výnosnosti investorů r_e . Zde je potřeba uvážit typ diskontního modelu oceňování, jak zobrazuje následující obrázek (Obrázek 13).

Obrázek 13 Modely DCF dle výsledné hodnoty a diskontní míry



Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 160

Dále bude pozornost zaměřena na výpočet diskontní míry využívané ve výnosových metodách ocenění společnosti, tj. stanovení průměrných nákladů kapitálu WACC a požadované výnosnosti vlastního kapitálu r_e .

8.1.1 Požadovaná výnosová míra vlastního kapitálu r_e

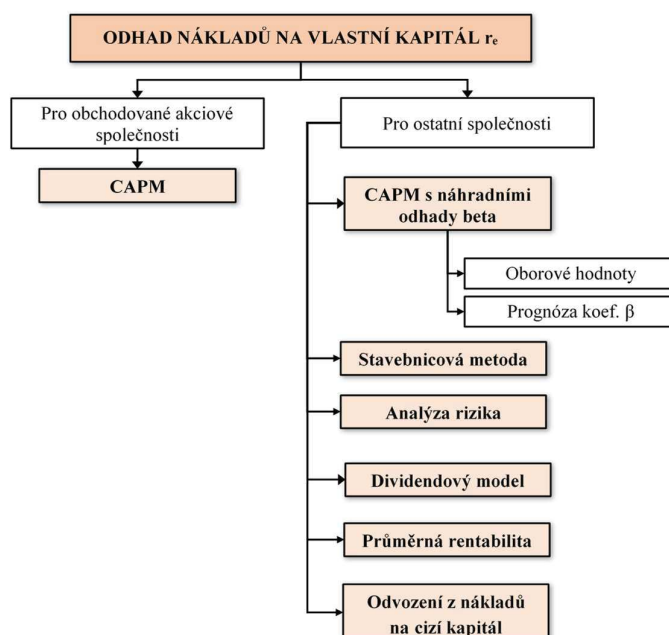
Náklady na vlastní kapitál společnosti představují očekávanou míru výnosnosti investorů spojenou s daným rizikem. Jelikož jsou investice do akcií společností rizikovější než nákup dluhopisů nebo poskytnutí úvěru a nelze zde uplatňovat efekt daňového štítu, musí být tato míra výnosnosti vyšší, než je tomu u cizích zdrojů (r_a) i u celkového kapitálu (WACC). (Dluhošová, 2010, s. 121)

Pro stanovení požadované výnosové míry vlastního kapitálu se využívají následující metody:

- Gordonův růstový model,
- Model oceňování kapitálových aktiv CAPM (angl. Capital Assets Pricing Model),
- Model arbitrážního oceňování APM (angl. Arbitrage Pricing Model),
- Ostatní modely – Tržní model, Stavebnicový model, Modely založené na multikriteriálním hodnocení a výnosnosti v odvětví (Kislingerová, 2001, s. 188).

Dělení těchto metod dle využitelnosti naznačuje Obrázek 14. V této práci bude využita pouze metoda CAPM, stavebnicový model a odhad dle výnosnosti v odvětví či nákladů na cizí kapitál.

Obrázek 14 Metody pro určení nákladů na vlastní kapitál



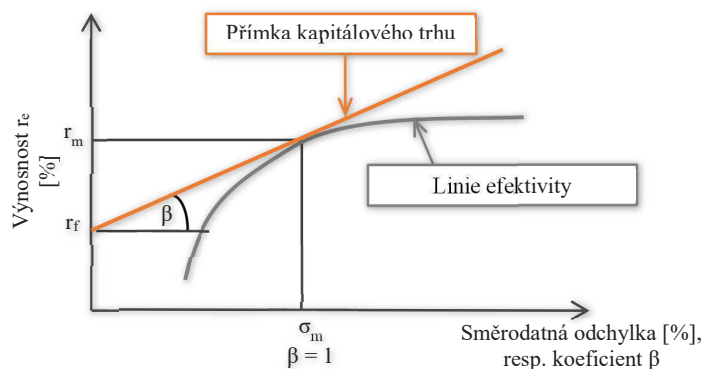
Zdroj: Mařík, 1999, s. 112

Model kapitálových aktiv CAPM je nejvyužívanější metodou pro stanovení požadované výnosnosti aktiv. Požadovaná míra výnosu (r_e), je určena součtem bezrizikové míry (r_f) a tržní rizikové přírážky (RMP), která je určena jako rozdíl tržní výnosnosti (r_m) a bezrizikové míry, se zohledněním tržního nediverzifikovatelného rizika dané společnosti, které zastupuje koeficient β (Kislingerová, 2001, s. 189). Případně lze ve výpočtu využít další rizikové přírážky. Grafickým zobrazením CAPM modelu je přímka kapitálového trhu SML (Security Market Line), linie efektivity je potom křivka spojující body, kde je dosahována nejvyšší výnosnost při určitém riziku (Obrázek 15). (Mařík, 1999, s. 115)

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) = r_f + \beta \times \text{RMP} \quad (52)$$

Při této metodě jsou předpokládány určitá zjednodušení, proto je model CAPM modelem vysoce teoretickým a poměrně vzdáleným od skutečného stavu na kapitálových trzích (Kislingerová, 2001, s. 190). Jednotlivé proměnné (r_f , RMP a β) určující požadovanou míru výnosnosti byly podrobně popsány v kapitole zabývající se problematikou rizika (kapitola 4).

Obrázek 15 Přímka kapitálového trhu a linie efektivity



Zdroj: Mařík, 1999, str. 114

Stavebnicový model (angl. build-up model) vychází podobně jako metoda z CAPM z bezrizikové výnosové míry, kterou však doplňují o další rizikové přírážky. Rizikové přírážky vycházejí buď z expertních odhadů či uzancí, nebo z posouzení finančního a obchodního rizika:

- přírážka za obchodní riziko r_{OR} – podle výše obchodního rizika,
- přírážka za finanční riziko r_{FR} – v závislosti na výši finančního rizika,
- přírážka za likviditu r_l – v případě, že akcie mají nízkou likviditu nebo je předmětem ocenění neobchodovatelná společnost.

Požadovaná míra výnosnosti (r_e) je potom součtem bezrizikové míry výnosnosti (r_f) a výše vyjmenovaných přírážek. (Kislingerová, 2001, s. 200)

$$r_e = r_{FR} + r_{OR} + r_l \quad (53)$$

Stavebnicové modely nacházejí využití při nemožnosti aplikace CAPM modelu u neobchodovatelných společností. Míra výnosnosti určená stavebnicovým způsobem přináší subjektivní ocenění rizika. (Mařík, 2011, s. 250).

Modely vycházející z průměrné výnosnosti společností v odvětví používá v České republice Ministerstvo průmyslu a obchodu pro stanovení nákladů kapitálu. Také zde je výchozím prvkem bezriziková míra výnosnosti (r_f), ke které jsou postupně přičítány přírážka za velikost společnosti (r_{LA}), přírážka za obchodní podnikatelské riziko ($r_{podnikatelské}$), přírážka za riziko finanční stability ($r_{finstab}$) a přírážka za riziko dělení produkční síly (r_{finstr}). (Kislingerová, 2001, s. 201)

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} = WACC_U + r_{finstr} \quad (54)$$

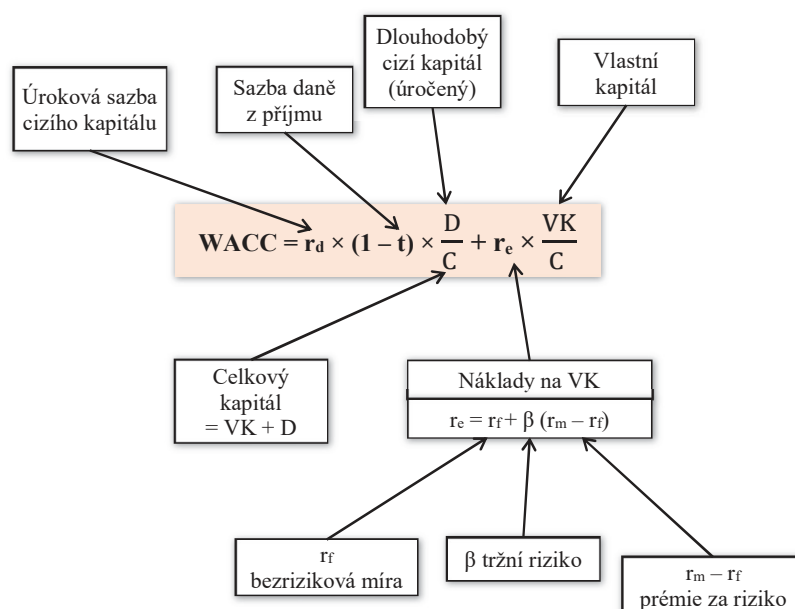
Zjednodušenou možností je **odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů na cizí kapitál**, kdy se využívá poznatku, že vlastní kapitál je pro společnost dražší. Z tohoto důvodu se k nákladům na cizí kapitál bez odpočtu vlivu daňového štítu přičte několika procentní přírážka (Mařík, 1999, s. 134).

Výsledné náklady na vlastní kapitál je v některých případech ještě potřeba upravit. Jedná se například o vliv velikosti společnosti. Dále je možné zohlednit nižší likviditu, pokud nebude řešena až při konečném stanovení hodnoty (Mařík, 1999, s. 135).

8.1.2 Průměrné náklady kapitálu WACC

Průměrné náklady kapitálu WACC (angl. Weighted Average Cost of Capital) představují průměrný náklad, resp. cenu, kterou společnost platí akcionářům a věřitelům za poskytnutí kapitálu. WACC zohledňují jednak náklad cizího kapitálu, tj. úroková míra placená věřitelům (r_d) s uvážením daňového štítu ($1 - t$), a jednak požadovanou míru výnosu investorů (r_e). Klíčovým faktorem jsou zde výše úrokových sazeb, které přímo určují náklady kapitálu věřitelů a nepřímo ovlivňují i náklady investorů. Výsledná hodnota WACC je také závislá na struktuře kapitálu společnosti, tedy zastoupení vlastního a cizího kapitálu. Společnosti působící ve stejném odvětví mohou dosahovat různých WACC, jelikož zde primárně záleží na efektivnosti užití kapitálu pro podnikání. Čím vyšší efektivnost využití poskytnutých zdrojů od věřitelů a akcionářů, tím nižší jsou průměrné náklady na kapitál. (Kislingerová, 2001, s. 174) Obrázek 16 zobrazuje výpočet WACC a význam jednotlivých proměnných výpočtu.

Obrázek 16 Výpočet průměrných nákladů kapitálu společnosti WACC



Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 176

Postup výpočtu vážených nákladů kapitálu obsahuje několik kroků:

- 1) Stanovení podílu vlastního a cizího kapitálu,
- 2) Určení nákladů na cizí kapitál r_d ,
- 3) Určení nákladů vlastního kapitálu r_e (kapitola 8.1.1),
- 4) Výpočet WACC dosazením do výše uvedeného vzorce.

Určení vah jednotlivých složek kapitálu

Pro stanovení podílů zastoupení obou druhů kapitálu, tj. váhy, se doporučuje využít **tržní hodnoty** tohoto kapitálu. Z důvodu problematiky stanovení tržních hodnot cizích i vlastních zdrojů se využívá zjednodušení, kdy jsou uvažovány **účetní hodnoty** (Kislingerová, 2001, s. 176). Dalším problémem jsou změny kapitálové struktury v průběhu dalšího vývoje. Proto se v praxi využívá tzv. **cílová struktura kapitálu** nebo ještě přesnější **iterativní propočty**, kdy se postupně upravuje výchozí a vypočtená

kapitálová struktura, dokud nedosáhnou rovnosti (Mařík, 2011, s. 205). Postup iteračního propočtu je znázorněn v Příloze 3.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál se stanoví jako vážený průměr nákladů na jednotlivé složky úročených cizích zdrojů – dluhopisy, bankovní úvěry a finanční výpomoci, kde váhy představují účetní hodnoty těchto položek (Kislingerová, 2001, s. 177). **Náklady na dluhopisy** lze určit z pravidla, že cena aktiva (P) je rovna současné hodnotě budoucích příjmů plynoucího z tohoto aktiva. Další možností je výpočet tzv. přibližného výnosu do doby splatnosti AYTМ (angl. Approximate Yield to Maturity). Pokud není pevně stanovená výše úroků, využívá se pro stanovení výnosové míry obligací bezriziková výnosová míra (např. státní dluhopisy s obdobnou dobou splatnosti) a riziková přírůžka v závislosti na ratingu a době splatnosti či úrokovém krytí (Mařík, 2011, s. 213). **Náklady na úvěry** představují úrokové míry sjednané v úvěrových smlouvách. Výše úrokových měr, tj. nákladů cizího kapitálu, záleží na časovém hledisku (dlouhodobé úvěry jsou dražší z důvodu větší rizikovosti), bonity dlužníka (s vyšší bonitou lze získat nižší úrokovou sazbu (Dluhošová, 2010, s. 120).

Zjednodušením může být místo výpočtu pro konkrétní společnost použití **průměrné úrokové sazby pro střednědobé úvěry**, které zveřejňuje Česká národní banka. U nákladů cizího kapitálu se projevuje tzv. **daňový štít**, kdy se tyto náklady snižují o státem vyhlášenou sazbu daně z příjmu, jelikož úroky z cizího kapitálu jsou daňově uznatelné a snižují základ pro výpočet daně z příjmu. (Kislingerová, 2001, s. 187)

Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu pro stanovení WACC se stanoví jako požadovaná míra výnosu r_e , jejíž výpočet byl uveden v předešlé kapitole (8.1.1).

8.2 Stanovení tempa růstu

Vedle určení správné diskontní míry je v některých případech výnosového ocenění také nutné stanovit rychlost růstu společnosti. Problematika tempa růstu byla již dříve (v kapitole 6.3) nastíněna pro účely prognózování tržeb a financování při sestavování finančního plánu. Zde budou vyjmenovány konkrétní přístupy pro stanovení parametru g pro výpočet diskontních modelů. Tempo růstu společnosti (g) je jedním z důležitých faktorů diskontních modelů. Tempo růstu lze stanovit třemi základními možnostmi: odhad na základě historických dat, odvození od vnitřních parametrů fungování společnosti nebo odhadem kvalifikovaného odborníka. Jako nejlepší se nabízí využít více způsobů a z výsledných hodnot provést konečné stanovení tempa růstu pro oceňovanou společnost. (Kislingerová, 2001, s. 202)

Odhad tempa růstu pomocí **historických růstových řad** využívá časovou řadu výkonových parametrů (tržeb, zisku), ze které se výsledná růstová míra vypočítává jako aritmetický průměr, geometrický průměr nebo medián. Takto získanou prognózu růstu je vždy nezbytné porovnat jednak s vývojem makroekonomiky, a také s vývojem odvětví (např. porovnání se srovnatelnými společnostmi). Vedle vnějších vlivů je také třeba při prognózování uvážit vnitřní faktory, které byly popsány v rámci strategické analýzy. (Kislingerová, 2001, s. 203)

Další možností je odhad tempa růstu společnosti dle **vnitřních (fundamentálních) předpokladů**. V tomto případě se tempo růstu stanovuje pomocí finančních ukazatelů charakterizujících finanční situaci společnosti. První možností je určení vnitřní míry růstu, která odpovídá trvale udržitelné míře růstu g^* uvedenému v kapitole zaměřující se na prognózu financování.

Pro dvoustupňové a třístupňové modely oceňování lze určit tempo růstu **odvozením od tempa růstu srovnatelných společností** v odvětví (Kislingerová, 2001, s. 223).

Posledním z často využívaných přístupů pro prognózu tempa růstu je **názor analytika**, který je utvářen na základě historie a současného vývoje společnosti, konkurence, odvětví i celé ekonomiky. Výhodou této metody je uvážení i tzv. „měkkých“ faktorů, které se nedají změřit a matematicky vyjádřit. (Kislingerová, 2001, s. 210)

Pokud jsou hodnoty růstu uvedeny v nominálních hodnotách, je v nich zahrnuta také míra inflace. Reálné tempo růstu je potom nižší o tuto míru inflace.

8.3 Metoda kapitalizovaných zisků (výnosů)

Metoda kapitalizovaných zisků patří k nejjednoduššímu přístupu stanovení hodnoty společnosti. Tato metoda vychází z minulé výkonnosti společnosti, především z historické úrovně zisku. Na základě výše tzv. trvale dosažitelné úrovně zisku (e_z), který je kapitalizován kapitalizační mírou (i), vyvozujeme výslednou hodnotu společnosti (H), resp. výnosovou hodnotu jejího vlastního kapitálu (netto hodnotu). Vzorec vychází z výpočtu tzv. věčné renty. (Kislingerová, 2001, s. 153)

$$H_n = \frac{e_z}{i} \quad (55)$$

Lze také využít výpočtové modely, které jsou obdobou dvou či třífázových modelů diskontovaných peněžních toků.

Metoda kapitalizovaných zisků je založena na předpokladu nekonečně dlouhé doby trvání společnosti a na podrobné znalosti výsledků společnosti v minulosti, eventuálně plánovaných výsledků do budoucna (Kislingerová, 2001, s. 153). Tato metoda je považována za jednu z nejvíce objektivních a opatrných, jelikož vychází z prokazatelných dat z minulosti a oceňuje výnosový potenciál společnosti k datu ocenění, proto je vhodná pro objektivizované ocenění. V porovnání s ostatními výnosovými metodami, představuje výsledek ocenění dolní hranici, jelikož výpočet odráží pouze současný vývoj (Mařík, 2011, s. 278). Dále budou popsány klíčové veličiny výpočtu: trvale udržitelný zisk a kapitalizační míra.

Trvale udržitelný zisk (někdy také odnímatelný čistý výnos) představuje velikost prostředků, které je možné rozdělit vlastníkům, aniž by byla dotčena podstata společnosti. Stanovení trvale udržitelného zisku lze provést dvěma způsoby: analytickou metodou nebo paušální metodou. Nejvhodnější je první postup, tj. **analytická metoda**, kdy se provádí analýza minulých výkazů zisku a ztráty se zaměřením na prověření nákladů na opravy a údržbu majetku, výši odpisů, mimořádné výnosy, opravné položky (Kislingerová, 2001, s. 154). Východiskem pro ocenění je tak upravený hospodářský výsledek (Z_U), který se navíc snižuje o upravenou daň. Na základě rozboru vlivů ovlivňujících tento upravený zisk

se provede odhad časové řady trvale udržitelného zisku e_z (Mařík, 1999, s. 70). Druhým způsobem je **pausační metoda**, která nachází využití při nedostatku výše vyjmenovaných informací. Je vhodná u stabilizovaných společností, kde se nepředpokládá větší dlouhodobý růst, nebo u menších společností. U hospodářského výsledku společnosti je potřeba provést obdobné korekce jako u analytické metody, případně vyloučit z časové řady extrémní hodnoty. Trvale udržitelný zisk se potom vypočítává jako vážený průměr, kde q je váha příslušného období (Mařík, 1999, s. 71):

$$e_z = \frac{\sum Z_{u,i} \times q_i}{\sum q_i} \quad \text{nebo} \quad e_z = \sum Z_{u,i} \times q_i \quad (56)$$

K určení **kapitalizační míry** lze využít stavebnicový přístup, kde výsledná kapitalizační míra je součtem bezrizikové míry výnosu a přírážek: míra inflace, specifické riziko, riziko v podnikání, nižší likvidita apod. Přírážka nebo srážka za inflaci se využije, pokud není splněn princip ekvivalence mezi použitými výnosy a kapitalizační mírou (tzn. výnosy ve stálých cenách a kapitalizační míra bez vlivu inflace a naopak). Jelikož se budoucí hospodářské výsledky obvykle počítají ve stálých cenách, kapitalizační míra musí být očištěna o inflaci, tj. reálná míra. (Mařík, 1999, s. 73). Pokud je uvažováno nekonečné trvání výnosu, využije se jako kapitalizační míra bezriziková úroková míra (Kislingerová, 2001, s. 156). V některých případech je pro zjednodušení využita míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu r_e . Zde je však důležité opět provést úpravu o očekávanou míru inflace (Mařík, 2011, s. 280).

8.4 Modely diskontovaného cash flow (DCF)

Modely diskontovaného cash flow (modely DCF) patří v současnosti k nejužívanějším metodám oceňování společností. Základem těchto metod je skutečnost, že hodnota společnosti, stejně jako jakéhokoliv aktiva, je určena jako současná hodnota budoucích čistých příjmů plynoucích z držení aktiva. Využití zde tedy nachází princip časové hodnoty peněz. Předpokladem užití této metody je going concern pohled na společnost. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Jak již bylo uvedeno v přehledu metod oceňování, modely DCF se dělí **dle typu peněžního toku**. Rozlišujeme tedy volný peněžní tok pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity), volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF (Free Cash Flow to the Firm), dále diskontní modely založené na ukazateli EVA. Modely DCF lze také rozdělit z pohledu **očekávaného růstu** společnosti na model věčné renty, trvalého růstu, dvoufázový a třífázový propočten. (Kislingerová, 2001, s. 158)

Postup ocenění pomocí diskontních modelů navazuje na předešlé analýzy a je následující:

- 1) Nejprve je důležité vymezit samotný **peněžní tok**.
- 2) Následně je potřeba zvážit, jaký **model** z pohledu **růstu** bude pro ocenění použit.
- 3) Dále je nezbytné určit výši **diskontní míry**, která bude pro diskontování použita. Proces stanovení diskontní míry je popsán v kapitole 8.1.
- 4) Na základě zvolené diskontní míry a diskontního modelu je proveden **výpočet hodnoty společnosti**. (Kislingerová, 2001, s. 160)

Výhoda posuzování peněžních toků a nikoliv zisku, spočívá v jejich menší citlivosti na odlišně uplatňované účetní metody. Další výhodou lze spatřovat v menší citlivosti na mimořádné události, kdy se peněžní toky na rozdíl od zisku nemění skokově. (Kislingerová, 2001, s. 165)

Nevýhodou diskontních modelů je obtížnost prognózování volného peněžního toku pro delší období (např. více než 5 let), obzvláště ve stavebnictví, které se vyznačuje vysokou cykličností a citlivostí na ekonomické výkyvy. Proto se zpravidla provádí propočet jen na pár let dopředu nebo se upřednostňuje metoda kapitalizovaných zisků. (Mařík, 1999, s. 70)

8.4.1 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF

Nejprve je nezbytné vymezit samotný **peněžní tok**. FCFF je veškerý provozní peněžní tok, který společnost generuje ze svých provozních aktiv bez ohledu na to, komu jsou určeny (Kislingerová, 2001, s. 160). Jedná se o množství peněžních prostředků, které po odečtení investic do majetku a pracovního kapitálu zbydou akcionářům a věřitelům a lze je ze společnosti odčerpat, aniž by byl narušen její předpokládaný vývoj (Mařík, 1999, s. 51).

Jsou zde rozlišovány dvě situace z hlediska financování společnosti, resp. finanční páky. Pokud využívá firma ke svému financování jen vlastní kapitál, jedná se o společnost bez finanční páky, je výpočet FCFF následující:

$$FCFF_{t,U} = EBIT_t \times (1 - t) + \text{Odpisy}_t - \Delta \text{PK} - \text{Investice}_t \quad (57)$$

kde t je sazba daně a ΔPK nárůst pracovního kapitálu. Investice představují nárůst dlouhodobého majetku, tzn. hrubé (brutto) investice (Mařík, 1999, s. 56). U společnosti využívající cizí kapitál ke svému financování (společnost s finanční pákou) se navíc přidává vliv daňového štítu z úroků ($I_t \times t$)

$$FCFF_{t,L} = EBIT_t \times (1 - t) + \text{Odpisy}_t - \Delta \text{PK} - \text{Investice}_t + I_t \times t \quad (58)$$

kde I_t jsou úroky z cizího kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 160)

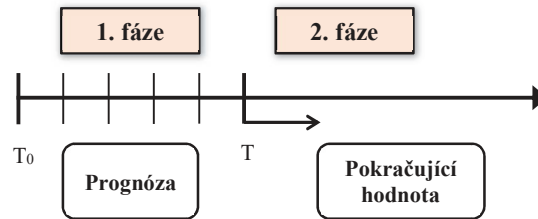
Po vypočtu výše FCFF následuje volba vhodného **modelu diskontování**, jehož výsledkem je hodnota společnosti jako celku (hodnota brutto). Používají se tři základní tvary modelů (Obrázek 18) z hlediska růstu společnosti, dle kterých se liší výpočet **hodnoty společnosti (H)**:

- Jednofázový propočet (stabilní růst) – uvažuje konstantní tempo růstu (g) až do nekonečna. Podmínkou je, že náklady kapitálu WACC jsou větší než tempo růstu g . (Kislingerová, 2001, s. 167).

$$H = \frac{FCFF_1}{WACC - g_0} \quad (59)$$

- Dvoufázový propočet – využívající dvě fáze růstu. První fáze je obvykle uvažována v délce 3 až 6 let (n). Zde je možné provést prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. V druhé je počítáno s tzv. pokračující hodnotou (Kislingerová, 2001, s. 168). Schéma uvažovaného modelu je zobrazeno v následujícím obrázku (Obrázek 17). Čím je první fáze kratší, tím je podíl pokračující hodnoty na odhadu celkové hodnoty společnosti větší (Mařík, 2011, s. 179).

Obrázek 17 Schéma dvoufázové metody



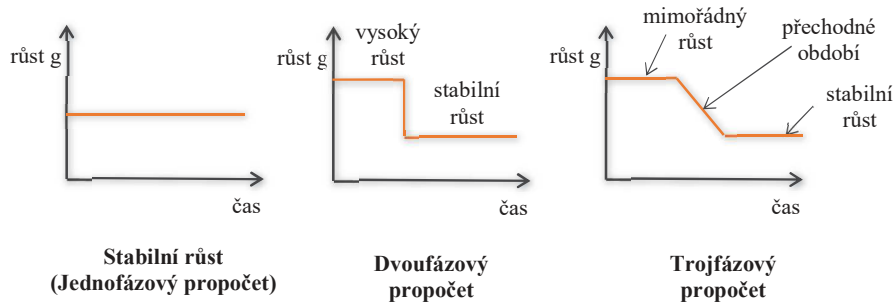
Zdroj: Mařík, 2011, s. 178

Následující vzorec uvádí výpočet hodnoty společnosti, kde jako pokračující hodnota jsou použity diskontované peněžní příjmy s uvažováním stabilního a trvalého růstu. Podmínkou platnosti je, že náklady kapitálu WACC jsou vyšší než tempo růstu g_n .

$$H = \sum \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \times (1 + WACC)^{-n} \quad (60)$$

- c) Třífázový propočet – založen na třech rozdílných fázích: počáteční mimořádný růst, přechodné období a pokračující období stability. Tento model ani další více fázové modely nebudou v této práci pro výpočet oceňování společnosti uvažovány. (Kislingerová, 2001, s. 167)

Obrázek 18 Tvary diskontních modelů



Zdroj: Kislingerová, 2001, str. 167

Výsledkem užití metody diskontovaného FCFF je ocenění společnosti jako celku. Tento peněžní tok se jeví jako přesnější vyjádření než FCFE, neboť přesné určení užití peněžních toků může být nepřesné a obtížné (Kislingerová, 2001, s. 161). Výnosová **hodnota vlastního kapitálu** (hodnota netto) se poté vypočítá odečtením cizích zdrojů financování od výsledné hodnoty společnosti (brutto hodnoty), případně se ještě přičte hodnota provozně nutného majetku (Mařík, 2011, s. 201).

$$H_n = H_b - CK (+ \text{hodnota neprovozního majetku}) \quad (61)$$

8.4.2 Volný peněžní tok pro vlastníky FCFE

U volného peněžního toku pro vlastníky jsou také rozlišovány dvě situace z hlediska financování společnosti, resp. finanční páky. Pokud využívá firma ke svému financování jen vlastní kapitál výpočet FCFE je shodný s FCFE.

$$\text{FCFE}_{t,U} = \text{EBIT}_t \times (1 - t) + \text{Odpisy}_t - \Delta \text{PK}_t - \text{Investice}_t \quad (62)$$

V případě financování i z cizích zdrojů (společnost s finanční pákou) musí dojít ke snížení FCFE o část toku určeného věřitelům ve formě splátek jistin úvěrů.

$$\text{FCFE}_{t,L} = (\text{EBIT}_t - I_t) \times (1 - t) + \text{Odpisy}_t - \Delta \text{PK}_t - \text{Investice}_t - \Delta \text{Úvěry}_t \quad (63)$$

FCFE reprezentuje peněžní tok zůstávající ve společnosti po zajištění fungování společnosti (investice a pracovní kapitál) a po uspokojení nároků věřitelů. Pokud je tento peněžní tok kladný, generuje společnost zdroje navíc, které lze využít pro výplatu dividend nebo zhodnotit v investicích. FCFE na rozdíl od předešlého ukazatele FCFF zohledňuje kapitálovou strukturu společnosti, proto je jako diskontní míra pro výpočet diskontovaných toků uvažována míra na bázi nákladů vlastního kapitálu (r_e). Jelikož je tento peněžní tok spojen s vyšší mírou rizika, a navíc nelze u vlastních zdrojů využívat výhodu úrokového daňového štítu, diskontní míra (r_e) používaná u výpočtu diskontovaného FCFE je vyšší než diskontní míra u FCFF (WACC). Výsledkem aplikace této metody je hodnota vlastního kapitálu společnosti (tj. hodnota netto). (Kislingerová, 2001, s. 162)

Diskontní **modely** pro FCFE jsou stejné jako u FCFF (Obrázek 17). Také zde se používají tři základní tvary modelů dle míry růstu společnosti a na základě, kterých je možné provést výpočet **hodnoty vlastního kapitálu společnosti** (H_n):

- a) Jednofázový propočet uvažující stabilní růst:

$$H_n = \frac{\text{FCFE}_1}{r_e - g_0} \quad (64)$$

- b) Dvoufázový propočet:

$$H_n = \sum \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{r_e - g_n} \times (1 + r_e)^{-n} \quad (65)$$

- c) Třífázový propočet nebude v této práci uvažován. (Kislingerová, 2001, s. 172)

8.5 Metody založené na EVA

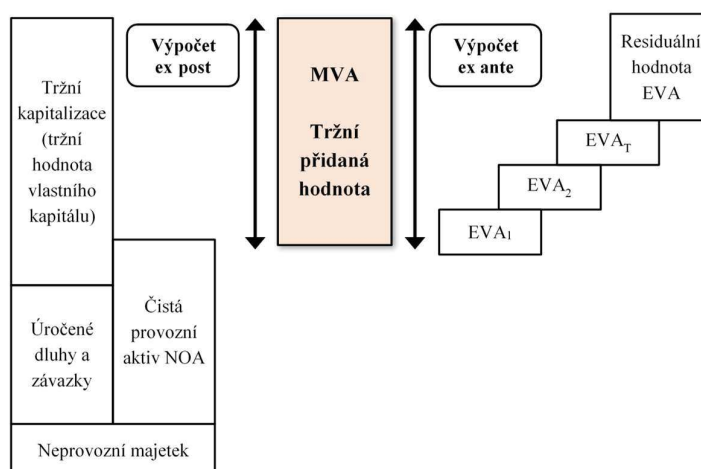
Výnosové metody mohou vedle cashflow také pracovat s přidanou ekonomickou hodnotou EVA. Podrobný výklad tohoto ukazatele je proveden v rámci finanční analýzy (kapitola 5.2.5). Tato výnosová metoda je založena na stanovení hodnoty přidané trhem MVA (angl. Market Value Added), která představuje současnou hodnotu přidaných hodnot EVA v jednotlivých letech, kdy jako diskontní míra jsou použity náklady kapitálu WACC. Hodnotu společnosti lze poté stanovit pomocí metody EVA entity (také metoda brutto) jako součet investovaného kapitálu C_0 nebo čistých operačních aktiv NOA a této přidané hodnoty. Případně ještě přičíst hodnotu neprovozního majetek k datu ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 224)

$$H = C_0 + \text{MVA}_0 = C_0 + \sum \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (66a)$$

$$H = \text{NOA}_0 + \text{MVA}_0 + \text{neprovozní } A_0 \quad (66b)$$

Vztah MVA a EVA a NOA zobrazuje následující obrázek (Obrázek 19).

Obrázek 19 Vztah mezi MVA, EVA a NOA



Zdroj: Mařík, 2005, str. 72

Pokud je cílem určit jen hodnotu vlastního kapitálu (H_n), stačí od hodnoty brutto odečíst hodnotu úročených dluhů nebo použít následující výpočet:

$$H_n = VK_0 + MVA_0 = VK_0 + \sum \frac{EVA_{equity,t}}{(1 + r_e)^t} \quad (67a)$$

$$H_n = NOA_0 + MVA_0 - CK_0 \quad (67b)$$

Jedná se o výpočet tzv. EVA equity (metoda netto), kdy se při výpočtu ukazatele EVA místo NOPAT využije zisk po zdanění EAT (Mařík, 2005, s. 70).

Také zde lze rozlišit různé tvary modelů v závislosti na tempu růstu přidané hodnoty (g). Výše uvedené vzorce (Vzorec 66 a 67) pracují s konstantním růstem společnosti. Obdobně jako u metod diskontovaného CF i zde lze použít dvoufázový propoččet, kdy je po několika letech n uvažována neměnná hodnota EVA, která tvoří tzv. pokračující hodnotu. Výpočet hodnoty společnosti je následující:

$$H = C_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_{t-1}}{WACC} \times (1 + WACC)^{-n} \quad (68)$$

Ocenění společnosti na základě EVA by mělo přinášet stejný výsledek jako hodnota určena dle DFCFF. Podmínkou musí být skutečnost, že NOPAT představuje provozní zisk pro výpočet FCFF, investovaný kapitál C je shodný s čistými provozními aktivy NOA a při obou výpočtech jsou použité shodné náklady kapitálu WACC (Mařík, 2005, s. 79).

9 Kombinované metody oceňování

Kombinované (někdy také korigované) metody jsou odvozeny od majetkových a výnosových metod. Tyto metody pracují s výsledky ocenění určených majetkovým a výnosovým způsobem a provádějí jejich syntézu. Řadí se tak mezi opatrnější přístupy k oceňování. Patří sem především metoda střední hodnoty (tzv. Schmalenbachova metoda), metoda vážené střední hodnoty a metoda nadzisku či superzisku. (Kislingerová, 2001, s. 237)

Schmalenbachova metoda střední hodnoty je velmi využívaná metoda zastávající názor, že hodnota společnosti je určena jak majetkovou stránkou, tak i budoucími výnosy. Obě tyto složky jsou stejně důležité, proto se výsledná hodnota společnosti určí jako prostý aritmetický průměr obou přístupů ocenění:

$$H_n = \frac{H_V + H_S}{2} \quad (69)$$

Výnosová hodnota (H_V) je stanovena metodou kapitalizace zisku a majetková hodnota (H_S) představuje substanční hodnotu netto, tj. tržní hodnotu vlastního kapitálu. Majetková hodnota by měla být dle podstaty podnikání nižší než výnosová, a to o hodnotu goodwillu.

Existují výhrady proti této metodě argumentující neslučitelností výnosu a majetkové báze společnosti. Metoda střední hodnoty je tedy nevhodná u společností, kde nemá majetková základna přímou vazbu na výnos (např. poradenské společnosti). Bez problému lze tento přístup využít v odvětvích, kde existuje podmíněnost výnosové a majetkové metody (např. strojírenství, zpracovatelský průmysl). (Kislingerová, 2001, s. 237)

Metoda vážené střední hodnoty je založena na kombinaci výnosové (H_V) a majetkové metody (H_S) pomocí vah. Používá se následující výpočet:

$$H_n = H_S \times v_1 + H_V \times (1 - v_1) \quad (70)$$

Váha v_1 se nejčastěji používá 0,5, při rizikovosti budoucích výnosů ji lze zvýšit na 0,7. U společností, které spadají do odvětví, kde je typická v majetkové struktuře převaha dlouhodobého hmotného majetku, se stanovuje tato váha vyšší. Je zřejmé, že při $v_1 = 1$ nastává mezní situace, kdy se tržní hodnota společnosti rovnala majetkové hodnotě (Kislingerová, 2001, s. 238). Vždy musí být průměrovány jen hodnoty vlastního kapitálu, příp. společnosti jako celku, tj. substanční hodnota netto a výnosová hodnota vlastního kapitálu.

Dalším přístupem pro stanovení vážené střední hodnoty je využití hodnot vah v_1 a v_2 dle Naegeliho metody (Tabulka 74) a dosazení do vzorce (Kislingerová, 2001, s. 238):

$$H_n = \frac{v_1 \times H_S + v_2 \times H_V}{v_1 + v_2} \quad (71)$$

Jako poslední kombinovaná metoda bude uvedena **metoda nadzisku (superzisku)**. Zde je základní myšlenkou, že společnost musí generovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Zavádí se zde pojem nadzisk nebo také superzisk, který se vypočítá jako rozdíl skutečně

dosaženého čistého zisku (EAT) a obvyklého zisku generovaného z bezrizikového investovaného kapitálu:

$$\text{superzisk} = \text{EAT} - i_F \times H_S \quad (72)$$

kde i_F je bezriziková míra výnosnosti a H_S je majetková substanční netto hodnota. Hodnota společnosti, která trvale dosahuje stanoveného nadzisku, se stanoví kapitalizováním toto vypočteného nadzisku a přičtením substance:

$$H_n = H_S + \frac{\text{super zisk}}{i_k} \quad (73)$$

kde i_k odpovídá výnosové míře, jež je vyšší než bezriziková míra i_F , neboť superzisk je spojen se značným rizikem (Kislingerová, 2001, s. 240). Kapitalizovaný superzisk bývá ztotožňován s hodnotou goodwillu (Fernandéz, 2007, s. 12). V případě omezené doby trvání superzisku je výpočet hodnoty společnosti následující:

$$H_n = H_S + \sum \frac{\text{super zisk}}{(1 + i_k)^n} \quad (74)$$

kdy nejčastější reálné období je uvažováno 2 až 5 let (Mařík, 1999, s. 74).

10 Tržní metody oceňování

Tržní metody (neboli metody založené na analýze trhu) zahrnují dvě odlišné oblasti: ocenění dle aktuálních cen vlastních akcií a metody tržního porovnání s obdobnými společnostmi či transakcemi. Výhodou těchto metod je vazba na tržní prostředí a zdánlivá jednoduchost. Nevýhoda se naopak skýtá v nedostatku dostupných a úplných dat a informací potřebných k tržnímu ocenění (Mařík, 1999, s. 77).

10.1 Tržní ceny vlastních akcií

První možností je ocenění společnosti odvozené z **aktuálních cen vlastních akcií**. Tento postup lze samozřejmě použít pouze u společností, jejichž akcie jsou běžně obchodovány. Podstatou je vynásobení známé tržní ceny s aktuálním počtem akcií. Výsledkem je tzv. tržní kapitalizace, která bývá často považována za tržní hodnotu společnosti. Problémem může být volatilita samotné tržní ceny, proto se doporučuje vycházet z průměrné tržní ceny akcie za určité období. Dalším nedostatkem, je skutečnost, že aktuální tržní cena je obvykle určena jen pro zlomek celkového počtu akcií a při prodeji stoprocentního podílu je cena odlišná (Mařík, 2011, s. 304).

10.2 Metody tržního porovnání

Druhou možností jsou **metody tržního porovnání** (relativní či komparativní metody), které jsou založené na odvozování hodnoty majetku či vlastního kapitálu společnosti z dostupných dat srovnatelných společností, nejčastěji obchodovaných na kapitálových trzích (Dluhošová, 2010, s. 179). Výhodou této metody je možnost použití i u neobchodovatelných společností. Existují tři odlišné přístupy pro tuto metodu:

- a) srovnání s cenou akcií u podobných společností,
- b) srovnání ze srovnatelných transakcí,
- c) srovnání s odvětvovými multiplikátory. (Mařík, 1999, s. 78)

Srovnání s podobnými společnostmi

Srovnání s podobnými společnostmi vychází z dat srovnatelných společností, které již byly určitým způsobem oceněny. Provádí se přepočítání vybraných ukazatelů na standardizované hodnoty nebo multiplikátory, jejichž porovnáním se určí hodnota oceňované společnosti. Výhodou relativního oceňování je jednoduchost a rychlost výpočtu. Tyto metody mají však podstatné nedostatky (např. citlivost na účetní metody, riziko subjektivních závěrů, obtížnost nalezení srovnatelné společnosti a spolehlivých dat), proto jsou používány spíše jako doplňkový či orientační způsob pro stanovení hodnoty společnosti. (Kislingerová, 2001, s. 242)

Tato metoda se sestává z několika kroků:

- 1) Nejprve se provádí nezbytné analýzy (viz kapitoly 3 až 6).
- 2) Poté přichází nejobtížnější a klíčová část, kterou je výběr srovnatelných společností. Provádí se jejich podrobná analýza a srovnání s oceňovanou společností.
- 3) Dalším podstatným krokem je výběr vhodných násobitelů (multiplikátorů), ze kterých se odvozuje hodnota akcie oceňované společnosti. (Mařík, 1999, s. 78)

Definování okruhu **srovnatelných společností** je klíčové a rozhoduje o výsledku ocenění. Mělo by se jednat minimálně o 5–8 společností srovnatelných z hlediska předmětu podnikání, oboru, ziskovosti, velikosti, historie, rizikovosti a kapitálové struktury (Mařík, 1999, s. 79). Jelikož lze však společnosti považovat za zboží spíše jedinečné, nalézt plně srovnatelnou společnost je téměř nemožné. O těchto společnostech je třeba zjistit nezbytné ekonomické informace a provést jejich analýzu, případně nezbytné úpravy a vyloučit nahodilé hodnoty. Výstupem je vyhodnocení vztahu oceňované společnosti k souboru obdobných společností. (Kislingerová, 2001, s. 244)

Dalším důležitým krokem je výběr vhodných **tržních násobitelů (multiplikátorů)**, které umožňují zohlednit rozdíly mezi absolutní velikostí ukazatelů oceňované společnosti a srovnatelných společností. Rozlišují se násobitele equity value, jejichž výsledkem je hodnota vlastního kapitálu, a entity (enterprise) value, které přináší hodnotu společnosti jako celku (Mařík, 1999, s. 80). V případě nedostatku dat o srovnatelných společnostech, je možností využít průměrné oborové hodnoty nebo určená rozpětí. Přehled a výpočet nejčastějších tržních násobitelů, které se při tržní metodě využívají, zobrazuje Příloha 4.

Vybrané tržní multiplikátory jsou nejdříve vypočteny pro jednotlivé obdobné společnosti. Poté se stanoví jejich **průměrné hodnoty** za všechny společnosti aritmetickým nebo váženým aritmetickým

průměrem. Vynásobením známé veličiny oceňované společnosti tržním multiplifikátorem je získána veličina neznámá (Kislingerová, 2001, s. 248).

$$H_{n/akcie} = \text{tržní multiplifikátor (equity) průměr} \times \text{ukazatel oceňovaná společnost} \quad (75)$$

$$H_{n/akcie} = \text{tržní multiplifikátor (entity) průměr} \times \text{ukazatel oceňovaná společnost} - \text{CK} \quad (76)$$

Pokud je základem násobitele tržní cena akcie, výsledkem je tržní hodnota akcie oceňované společnosti. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti se potom získá vynásobením této hodnoty akcie s počtem vydaných akcií. Dalším způsobem je využití enterprise či equity násobitele nepřepočítávaného na jednu akcii, kde je výsledkem přímo hodnota společnosti netto, resp. hodnota brutto. (Mařík, 1999, s. 82) V praxi se často využívá kombinace odhadu vycházející z různých násobitelů, kde se výsledná hodnota určití buď expertním odhadem v rámci vymezeného intervalu, nebo váženým průměrem. (Mařík, 1999, s. 82)

Srovnání s odvětvovými multiplifikátory je totožné jako předešlý přístup. Hodnoty násobitelů jsou však stanovené průměry za odvětví. Podmínkou je tedy vybudovaná datová základna, ať už odvětvová či regionální (Mařík, 1999, s. 82).

Porovnání ze srovnatelných transakcí

Tržní porovnání ze srovnatelných transakcí je obdobné jako metoda srovnatelných společností či srovnání s odvětvím s tím rozdílem, že se zde vypočítávají násobitele dle skutečně zaplacených cen za srovnatelné společnosti prodané v nedávné době. Nepoužívají se zde přepočty na akcie a výsledkem je tedy přímo hodnota společnosti jako celku nebo hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 1999, s. 83)

11 Souhrnné ocenění společnosti

Jak již bylo uvedeno, pro oceňování by mělo vždy být použito více metod. Proto po výpočtu dílčích hodnot společnosti dle vybraných metod oceňování následuje stanovení výsledné hodnoty společnosti. Nejprve je však nutné provést určité korekce předběžných výsledků u jednotlivých oceňovacích metod.

11.1 Korekce předběžných výsledků ohodnocení

Pokud se v ocenění nepodařilo zohlednit určité faktory mající vliv na hodnotu společnosti nebo je potřeba zjistit hodnotu jen určitého podílu společnosti, je nezbytné využít diskonty a prémie, kterými se dílčí hodnoty společnosti upravují. Tyto korekce se týkají dvou oblastí: diskonty na úrovni společnosti a diskonty na úrovni akcionáře.

Diskonty na úrovni společnosti působí srovnatelně na hodnotu společnosti pro všechny podílníky a je možné je uplatnit, jen pokud nebyly již uvažovány v rámci vlastní metody ocenění (např. peněžního toku, diskontní míry). Tato skupina korekcí zahrnuje:

- a) **Diskont za klíčovou osobu ve vedení společnosti** vyjadřuje dopad ztráty této osoby na hodnotu oceňované společnosti.
- b) **Diskont za mimorozvahové závazky** je spjatý s možnou existencí soudních sporů a z nich plynoucích budoucích závazků, pokut a claimů (Mařík, 2011, s. 429).

Diskonty na úrovni akcionáře (vlastníka) ovlivňují nerovnoměrně hodnotu pro každého vlastníka, jelikož hodnota akcie není úměrná jejímu podílu na vlastním kapitálu. Do této skupiny patří jednak úpravy dle míry vlivu na chod společnosti – diskont za minoritu, resp. prémie za kontrolu, tak diskont za omezenou obchodovatelnost.

Jednotlivé metody oceňování přináší ocenění společnosti jako celku. V případě potřeby ocenění určitého obchodního podílu se přepočte hodnota vlastního kapitálu připadající na tento podíl. Musí se však zvážit **míra vlivu na chod společnosti**, který daný podíl vlastníkovu přináší. Rozlišuje se zde: kontrola nad společností (majoritní podíl), podstatný vliv (20 až 50% podíl), minoritní podíl (méně než 20 %). Je zřejmé, že kontrolní podíl má větší hodnotu (na 1 akcii) než podíl minoritní a je tedy nezbytné do ocenění promítnout míru ovlivňování chodu společnosti. To lze provést pomocí určitých srážek v závislosti na výši podílu (Mařík, 1999, s. 99).

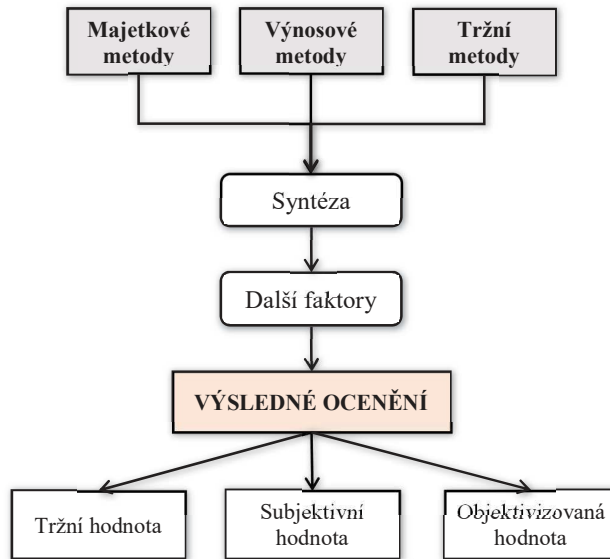
Druhý faktor, který je třeba uvážit, je **míra obchodovatelnosti** akcií. Investoři obecně dávají přednost aktivům s vyšším stupněm likvidity. Pokud oceňovaná společnost není běžně obchodována na kapitálových trzích, je potřeba počítat se srážkou za nižší likviditu. (Mařík, 1999, s. 100)

11.2 Výsledná hodnota společnosti

Po provedených korekcích dílčích výsledků je již možné stanovit výslednou hodnotu společnosti. Existuje několik možností, jak dospět ke konečnému ocenění. Nejjednodušším způsobem je využití **prostého aritmetického průměru**. Toto řešení však není podloženo posouzením a zhodnocením jednotlivých výsledků. Jako vhodnější se tedy jeví **vážený aritmetický průměr** či **posouzení jednotlivých výsledků** metod oceňování a následné vyřčení konečné hodnoty společnosti na základě zkušeností a intuice znalce. Další možností je **určení intervalu**, ve kterém se hodnota společnosti pohybuje, nebo určení hraniční hodnoty. Horní hraniční hodnota je zpravidla určena výnosovými metodami nebo tržním porovnáním. (Mařík, 1999, s. 101)

Postup určení výsledné hodnoty zobrazuje následující obrázek (Obrázek 20).

Obrázek 20 Postup souhrnného ocenění



Zdroj: Mařík, 1999, s. 102

Stavebnictví se jako odvětví vyznačuje mnoha zvláštnostmi. Pokud nemá oceňovatel alespoň základní znalosti ze stavebního průmyslu, může snadno dojít ke špatnému stanovení konečné hodnoty společnosti, a to z důvodu nevhodných úprav účetních výkazů nebo nevhodně použitých metod a ukazatelů (Sassine, 2005, s. 58).

PRAKTICKÁ ČÁST DIPLOMOVÉ PRÁCE

12 Popis společnosti

V následujícím textu bude představena společnost FOUKAL, s.r.o., která je předmětem ocenění.

12.1 Základní údaje

| | |
|--------------------|--|
| Obchodní jméno: | FOUKAL s.r.o. |
| IČO: | 271 03 650 |
| Sídlo: | Praha 3 - Žižkov, Sudoměřská 1293/32, PSČ 131 09 |
| Právní forma: | Společnost s ručením omezeným |
| Základní kapitál: | 200 000,- Kč |
| Vznik společnosti: | 24. listopadu 2003 |
| Předmět činnosti: | Provádění staveb, jejich změn a odstraňování Montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona Truhlářství, podlahářství Poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob Výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení |
| Statutární orgán: | jednatel – Petr Foukal |
| Základní kapitál: | 200 000,- Kč |
| Telefon: | +420 602 623 800 |
| E-mail: | info@foukal.com |
| Internet: | www.foukal.com |

Obrázek 21 Logo společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Foukal, 2017

12.2 Historie a provozní činnost

Společnost FOUKAL s.r.o. je česká stavební společnost a vznikla 23. listopadu 2003 transformací firmy Petr Foukal založené již v roce 1989. Tímto bylo využito nejen materiálově-technického zázemí původní společnosti, ale také dlouhodobé zkušenosti pracovníků a managementu společnosti.

Společnost působí v oboru stavebnictví v tuzemsku i v zahraničí. Klíčovou činností společnosti je realizace bytových domů, novostaveb menšího či většího charakteru, rekonstrukce soukromých i komerčních objektů, přestavby a modernizace bytových jader. V rámci této činnosti také poskytuje práce spojené se zpracováním projektové dokumentace a zajištění příslušných dokumentů a povolení. Vedle tohoto se společnost také věnuje realitní činnosti (pronájmy bytových i nebytových prostor,

prodej realizovaných zakázek nebo pronájmy skladových prostor), podlahářství a slaboproudým technologiím.

12.3 Vlastnická a organizační struktura

Zakladatel Petr Foukal je také jediným vlastníkem společnosti, jeho obchodní podíl činí tedy 100 %.

Vrcholové vedení společnosti tvoří jednatel Petr Foukal a PVJ Josef Procházka. Vedení společnosti se skládá ze stabilních a zkušených pracovníků dlouhodobě působících ve stavebnictví. Společnost disponuje vlastním administrativním zázemím. Společnost nemá žádnou organizační složku v zahraničí.

V posledních letech společnost měla průměrně 20 stálých zaměstnanců, jejichž profesní skladba odpovídá technickému a výrobnímu vybavení a schopnostem společnosti. Pracovníci společnosti jsou zkušení, kvalifikovaní a je dbáno o jejich rozvoj pravidelnými školeními.

Společnost FOUKAL s.r.o. je držitelem certifikátu systému managementu kvality ČSN EN ISO 9001:2009 a oprávnění k poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob. Společnost dbá na pravidelná školení svých zaměstnanců v moderních pracovních postupech a stavebních technologiích. Pro účinné řízení společnosti je využíván vybudovaný samostatný informační systém. Společnost nemá žádné aktivity v oblasti výzkumu a vývoje. V oblasti ochrany životního prostředí dodržuje veškeré předpisy a neprodukuje žádné nebezpečné odpady či závadné emise. O odpadové hospodářství se starají externí najaté společnosti garantující likvidaci odpadů.

12.4 Účetní informace

Účetní informace jsou pro tuto práci převzaté převážně z veřejně dostupných zdrojů – z každoročně zveřejňované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a doplňujících příloh. Společnost vede účetnictví v souladu s platným zákonem o účetnictví a Českými účetními standardy. Struktura a položky účetních výkazů jsou pro účely ocenění uvedeny ve formě platné do roku 2016 před změnou účetních předpisů (výkazy pro rok 2016 byly převedeny do podoby starých výkazů).

13 Finanční analýza

Nezbytnou součástí oceňování společností je analýza jejího finančního zdraví. K tomuto slouží různé metody finanční analýzy, které jsou popsány v teoretické části. V následující části bude provedena analýza finanční situace společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012 až 2016 vycházející ze dvou hlavních účetních výkazů – rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Celkové zhodnocení finančního zdraví bude zhodnoceno nejen z hlediska trendů a doporučených hodnot, ale také bude provedeno porovnání s odvětvím.

13.1 Horizontální a vertikální analýza

Nejdříve je provedena analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty z pohledu trendů a jejich skladby (úplný rozsah těchto výkazů a jejich vertikální a horizontální analýza je uvedena v Přílohách 5 až 10).

Majetek

Majetková struktura společnosti FOUKAL, s.r.o. (Tabulka 7) je tvořena dlouhodobým majetkem a oběžnými aktivy. V letech 2012 až 2015 převažoval majetek oběžný (zhruba 70 %), ale v posledním roce se poměr obou druhů majetku téměř vyrovnal. Dlouhodobý majetek zastupuje výhradně majetek hmotný, a to pozemky, stavby a samostatné movité věci, jež zahrnují převážně automobilové prostředky. Kromě hmotného dlouhodobého majetku, společnost využívala i nehmotný majetek v podobě softwaru v hodnotě 72 tis. Kč, ale protože je pořizován a zcela odepsán každý rok, nebyl vykázán v rozvaze (výjimkou tvoří pouze poslední rok). Během celého sledovaného období společnost nedisponovala žádným dlouhodobým finančním majetkem. Společnost využívá veškerý majetek k provozu, výjimkou je pouze pozemek nakoupený v roce 2014 pro investiční účely v hodnotě 2 685 tis. Kč. Tento neprovozní majetek bude zohledněn v následujícím oceňování společnosti.

Tabulka 7 Agregované položky rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o.

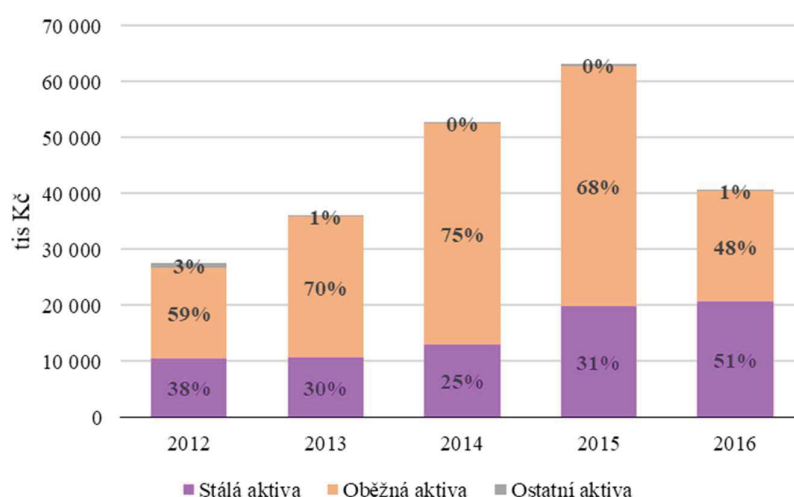
| AKTIVA (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Aktiva celkem | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| Pohledávky za upsaný kapitál | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Stálá aktiva | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 |
| dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 163 |
| dlouhodobý hmotný majetek | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 599 |
| dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Oběžná aktiva | 16 161 | 25 183 | 39 415 | 43 038 | 19 710 |
| zásoby | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| dlouhodobé pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| krátkodobé pohledávky | 4 065 | 10 264 | 30 137 | 43 659 | 11 677 |
| krátkodobý finanční majetek | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 | 8 033 |
| Časové rozlišení | 898 | 235 | 135 | 290 | 259 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Oběžná aktiva společnosti jsou tvořena pouze krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Společnost nevykazuje na konci roku žádné zásoby, neboť veškeré zakázky jsou do konce roku vyfakturované a dokončené. Krátkodobé pohledávky společnosti zahrnují pohledávky

z obchodních vztahů a pohledávky vůči státu. Analyzovaná společnost nemá žádné pohledávky po lhůtě splatnosti, proto nebyl důvod tvořit jakékoli opravné položky. Krátkodobý finanční majetek představují výlučně peníze na bankovním účtu a v hotovosti. Ostatní majetek zastupují pouze náklady příštích období.

Graf 1 Vývoj a procentuální rozdělení majetku společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z hlediska vývoje celkového majetku (Graf 1) je patrný pozitivní rostoucí trend až do roku 2015, kdy celková bilanční suma majetku narostla o 130 %.

Tabulka 8 Horizontální analýza majetku společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Δ 2012/2013 | | Δ 2013/2014 | | Δ 2014/2015 | | Δ 2015/2016 | |
|-------------------------------------|-------------|------|-------------|------|-------------|-------|-------------|--------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| AKTIVA v tis. Kč | | | | | | | | |
| Aktiva celkem | 8 584 | 31% | 16 466 | 46% | 10 491 | 20% | -22 406 | -35% |
| Pohledávky za upsaný kapitál | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Stálá aktiva | 225 | 2% | 2 334 | 22% | 6 713 | 51% | 953 | 5% |
| dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | | 0 | | 0 | | 163 | - |
| dlouhodobý hmotný majetek | 225 | 2% | 2 334 | 22% | 6 713 | 51% | 790 | 4% |
| dlouhodobý finanční majetek | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Oběžná aktiva | 9 022 | 56% | 14 232 | 57% | 3 623 | 9% | -23 328 | -54% |
| zásoby | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| dlouhodobé pohledávky | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| krátkodobé pohledávky | 6 199 | 152% | 19 873 | 194% | 13 522 | 45% | -31 982 | -73% |
| krátkodobý finanční majetek | 2 823 | 23% | -5 641 | -38% | -9 899 | -107% | 8 654 | -1394% |
| Časové rozlišení | -663 | -74% | -100 | -43% | 155 | 115% | -31 | -11% |

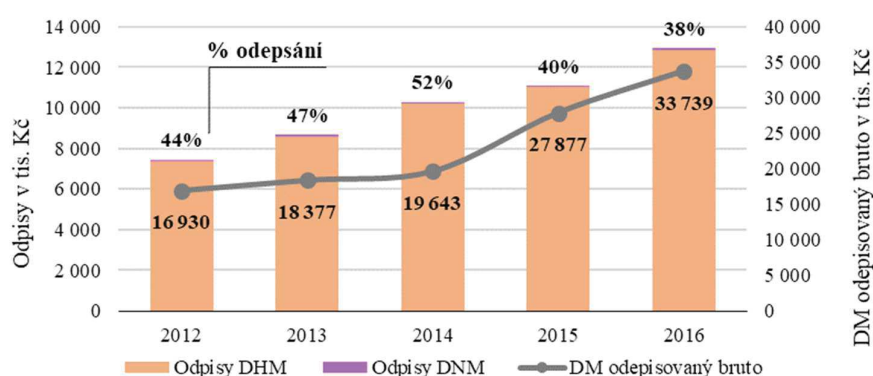
Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

V roce 2016 však došlo k poklesu sumy aktiv ze 63 mil. Kč na 41 mil. Kč. Důvodem bylo prudké snížení krátkodobých pohledávek společnosti, které měly do té doby rostoucí tendenci. Tento pokles byl s největší pravděpodobností způsoben útlumem prací, který lze vypočítat z hodnoty výkonů ve výkazu zisku a ztráty. Bude zajímavé porovnání vývoje pohledávek s vývojem krátkodobých

závazků a jejich vliv na okamžitou likviditu společnosti. Opačný vývoj měly peněžní prostředky, které do roku 2015 klesaly až do záporných hodnot. Následně prudce narostly v roce 2016, přesto však ještě nedosáhly hodnot minulých let. Oběžný majetek kopíroval spíše trend s postupným růstem a náhlým propadem v posledním roce, jako je tomu u pohledávek. Dlouhodobý majetek konstantně rostl celé sledované období. Největší nárůst dlouhodobých aktiv, a to o 50 %, nastal v roce 2015. Horizontální analýzu majetku společnosti zobrazuje výše uvedená tabulka (Tabulka 8).

Co se týká odpisů, společnost odepisuje majetek zrychleně a její účetní odpisy jsou shodné s daňovými. Odepisovaný majetek společnosti zahrnuje budovy, samostatné movité věci a software. Neodepisovaný majetek představuje pozemky v hodnotě 1 mil. Kč, které v roce 2014 narostly již zmíněným nákupem pozemku pro neprovozní účely na hodnotu 3,7 mil. Kč. Z hlediska stáří je dlouhodobý odepisovaný majetek v průměru ze 45 % odepsán. Společnost nemá žádný majetek pořízený formou leasingu nebo na úvěr. Následující graf (Graf 2) zobrazuje vývoj kumulovaných odpisů (tj. oprávek), výši dlouhodobého majetku společnosti a jeho stáří (tj. procento odepsání).

Graf 2 Odpisy a DM společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Zdroje

Stejně jako na straně aktiv došlo ve sledovaném období k nárůstu a následnému poklesu, to samé musí platit dle bilančního pravidla i u zdrojů společnosti. Z hlediska procentního zastoupení (Tabulka 9) lze říci, že se struktura vlastního a cizího kapitálu ve sledovaném období výrazně změnila. Zatímco v roce 2012 tvořil vlastní kapitál třetinu celkových zdrojů, v roce 2016 to bylo více než 80 %. Podstatný vliv na to má skutečnost, že v roce 2016 došlo k rozpuštění rezerv na opravu dlouhodobého majetku, která byla tvořena každoročně ve výši 1,8 mil. Kč. Dalším důvodem je kumulace nerozděleného zisku, který se ve sledovaném období ztrojnásobil. Vlastní kapitál se tedy v daném období více než ztrojnásobil. Toto bude mít jistě pozitivní vliv na zadluženost, na druhou stranu bude potřeba posoudit, jak se nevyvážená kapitálová struktura projeví na rentabilitě a efektu finanční páky. Vlastní zdroje společnosti FOUKAL, s.r.o. jsou tvořeny neměnným základním kapitálem ve výši 200 tis. Kč, fondy ze zisku v hodnotě 20 tis. Kč, již uvedeným rostoucím ziskem minulých let a v neposlední řadě hospodářským výsledkem běžného období, jež má kolísavý trend a bude podrobněji analyzován později. Velká část nerozděleného zisku je ponechávána ve společnosti. V daném období však byly také

každoročně vyplaceny podíly na zisku společníkovi (400 tis. Kč, 2 400 tis. Kč, 1200 tis. Kč, 4 000 tis. Kč), výjimku tvoří pouze ztrátový rok 2015, kdy byl nerozdělený zisk využit k úhradě ztráty.

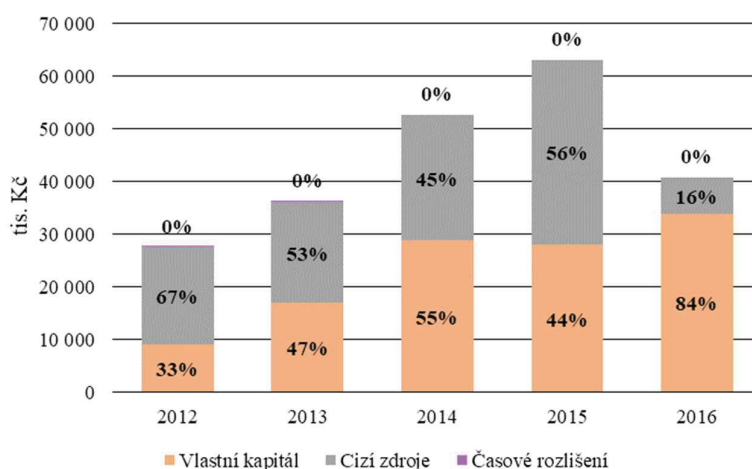
Tabulka 9 Agregované položky pasiv rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o.

| PASIVA (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Pasiva celkem | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| Vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| základní kapitál | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| kapitálové fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| fondy tvořené ze zisku | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| výsledek hospodaření minulých let | 7 976 | 6 417 | 15 540 | 28 612 | 23 870 |
| výsledek hospod. účetního období | 841 | 10 321 | 13 071 | -741 | 9 921 |
| Cizí zdroje | 18 548 | 19 209 | 23 815 | 35 046 | 6 720 |
| rezervy | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 0 |
| dlouhodobé závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 206 |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 |
| bankovní úvěry a výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Časové rozlišení | 11 | 13 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Cizí zdroje společnosti FOUKAL, s.r.o. v období mezi lety 2012 až 2016 poklesly téměř o 12 mil. Kč. Do roku 2015 nepřetržitě rostly nejen díky tvorbě rezerv, ale i díky neustálému růstu krátkodobých závazků. V posledním roce však nastal propad ze 35 mil. Kč na 6,7 mil. Kč. Cizí zdroje jsou tvořeny výhradně již zmíněnou rezervou a krátkodobými závazky. Rezerva byla tvořena na opravu hmotného majetku (hala v Roudnici nad Labem, Jeronýmova 1503) v každoroční výši 1 800 tis. Kč. V roce 2016 byla předčasně rozpuštěna z důvodu neodkladnosti provedení oprav. Žádné jiné rezervy nebyly tvořeny a ani se s nimi v budoucnu nepočítá. Krátkodobé závazky zahrnují především závazky z obchodních vztahů, daňové závazky, závazky za státními institucemi a zaměstnanci a přijaté zálohy. Společnost nemá žádné závazky po lhůtě splatnosti, jelikož všechny závazky hradí včas.

Graf 3 Vývoj a procentuální rozdělení majetku společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Společnost FOUKAL, s.r.o. nevyužívá žádné bankovní úvěry a dlouhodobé závazky vykázala jen v posledním roce ve výši 200 tis. Kč. Krátkodobé závazky jsou z důvodu nižší rizikovosti levnější a pro společnost výhodnější. Časové rozlišení na straně pasiv, které zahrnovalo v počátečních letech výnosy příštích období, je v ostatních letech nulové. Společnost za celé období nemá žádné transakce se spřízněnými osobami, žádné závazky neuvedené v účetnictví a neúčtuje o odložené dani. Vývoj a procentní složení kapitálu oceňované společnosti zobrazuje Graf 3.

Náklady

Vývoj celkových nákladů (Tabulka 10) vykazuje nejprve rostoucí trend a následně pokles ve dvou posledních letech.

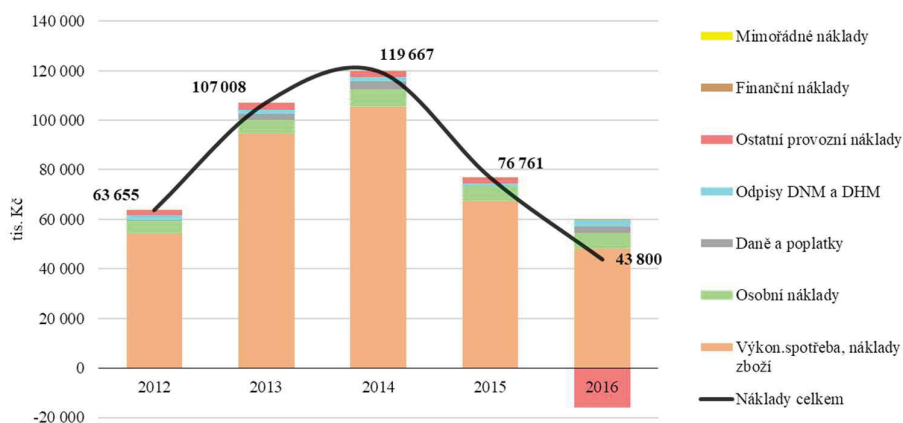
Tabulka 10 Náklady společnosti FOUKAL, s.r.o.

| NÁKLADY (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|--------|---------|---------|--------|---------|
| Náklady celkem | 63 655 | 107 008 | 119 667 | 76 761 | 43 800 |
| Výkon.spotřeba, náklady zboží | 54 177 | 94 552 | 105 526 | 67 312 | 48 245 |
| Osobní náklady | 5 280 | 5 438 | 6 963 | 6 071 | 6 305 |
| Daně a poplatky | 315 | 2 561 | 3 217 | 127 | 2 376 |
| Odpisy DNM a DHM | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 |
| Ostatní provozní náklady | 2 140 | 2 643 | 2 200 | 2 263 | -16 118 |
| Finanční náklady | 126 | 136 | 145 | 187 | 187 |
| Mimořádné náklady | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Výkonová spotřeba kopíruje vývoj celkových nákladů, zatímco osobní náklady, odpisy, daně a poplatky za sledované období narostly. Nárůst odpisů je spojen s investicemi do dlouhodobého majetku. Výrazný vliv na výši celkových nákladů měla pravidelná tvorba rezerv na opravu dlouhodobého hmotného majetku v každoroční výši 1,8 mil. Kč a její následné rozpouštění v posledním roce. Finanční náklady se drží ve stejné hladině jen s mírným nárůstem a zahrnují nákladové úroky. Oceňovaná společnost neměla žádné mimořádné náklady. Vývoj a zastoupení jednotlivých složek nákladů zobrazuje Graf 4.

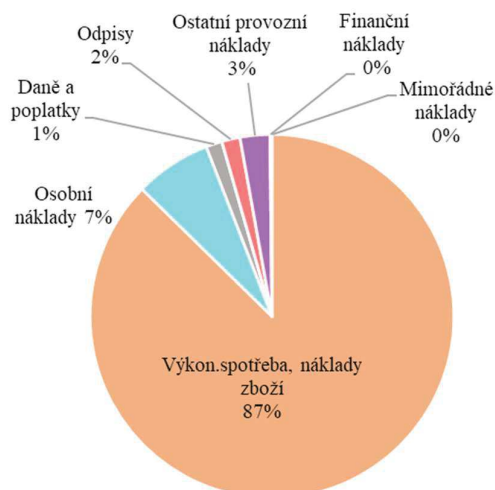
Graf 4 Náklady společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Procentuální složení celkových nákladů je ve sledovaném období až na poslední rok, jenž je ovlivněn rozpuštěním rezervy, téměř neměnné. Průměrné hodnoty zobrazuje Graf 5. Největší zastoupení má výkonová spotřeba (87 %), což je pro výrobní společnosti typické, zbytek zahrnují osobní náklady (7 %) a ostatní provozní náklady s odpisy a daněmi (6 %). Finanční a mimořádné náklady netvoří ani procento z celkových nákladů.

Graf 5 Průměrné procentuální složení nákladů spol. FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Výnosy

Při analyzování výnosů společnosti FOUKAL, s.r.o. (Tabulka 11) je zřejmé, že se jedná o společnost výrobního charakteru, neboť téměř veškeré výnosy (99 %) plynou z tržeb z prodeje vlastních výrobků či služeb a tržby z prodeje zboží jsou velmi nízké. Tržby a výnosy jsou plynou hlavně ze stavebních zakázek. Zbylou část výnosů představují ostatní provozní výnosy a tržby z prodaného majetku (1 %). Finanční výnosy společnosti jsou zanedbatelné a mimořádné výnosy má společnost nulové.

Tabulka 11 Výnosy společnosti FOUKAL, s.r.o.

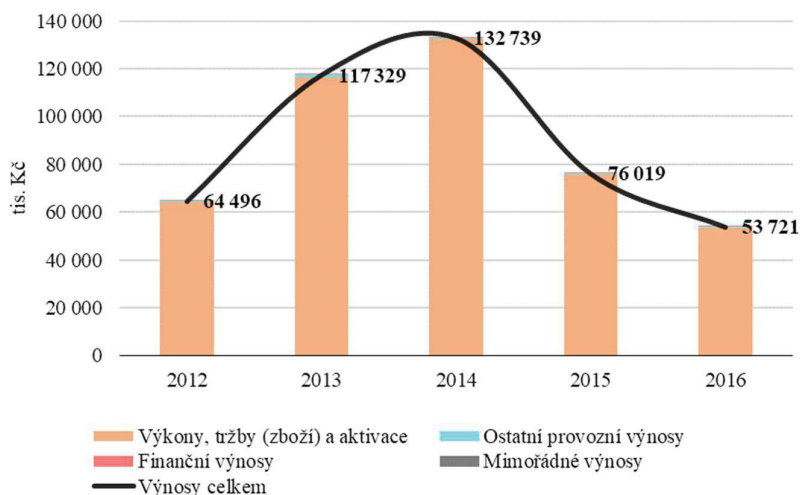
| VÝNOSY (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|----------------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| Výnosy celkem | 64 496 | 117 329 | 132 739 | 76 019 | 53 721 |
| Výkony, tržby (zboží) a aktivace | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 |
| Ostatní provozní výnosy | 317 | 1 012 | 309 | 282 | 316 |
| Finanční výnosy | 5 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| Mimořádné výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z hlediska analyzování vývoje v daném období mají tržby stejně jako náklady kolísavý ráz, kdy se z původních 64 mil. Kč zvýšily na více než 132 mil. Kč v roce 2014 a následně poklesly na 53 mil. Kč

v posledním roce (Graf 6). Toto je jednoznačně negativní jev a bude zajímavé sledovat vývoj ukazatelů rentability. Pozitivní je skutečnost, že výnosy vykazovaly vyšší nárůst než náklady v počátečních letech, avšak v poslední letech také klesaly více než tomu bylo u nákladů.

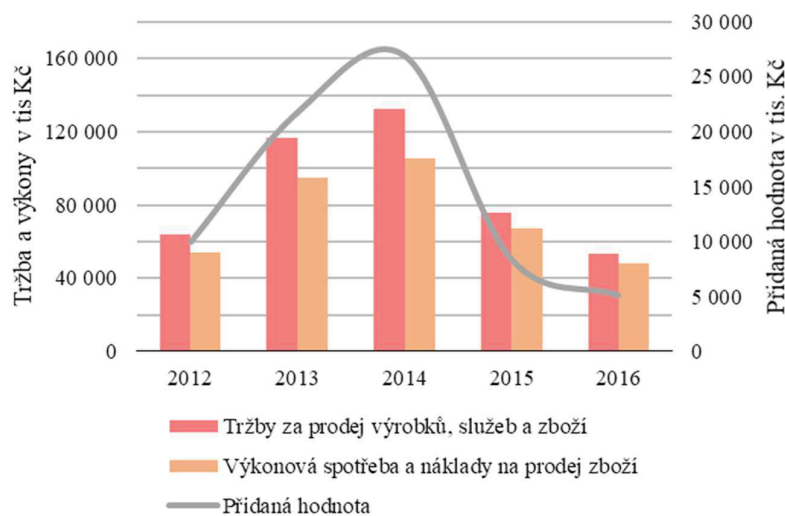
Graf 6 Výnosy společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Rozhodující složky výnosů a nákladů jsou tržby z prodeje výrobků, služeb (případně i za prodej zboží) a výkonová spotřeba. Porovnáním těchto dvou položek lze získat přidanou hodnotu společnosti. Vývoj přidané hodnoty (Graf 7) je obdobný jako u ostatních nákladových a výnosových položek. Nejprve lze sledovat nárůst z 10 mil. Kč na téměř 27 mil. Kč v roce 2014, následně nastává propad až na hodnotu 5 mil. Kč v roce posledním.

Graf 7 Tržby, výkonová spotřeba a přidaná hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o.

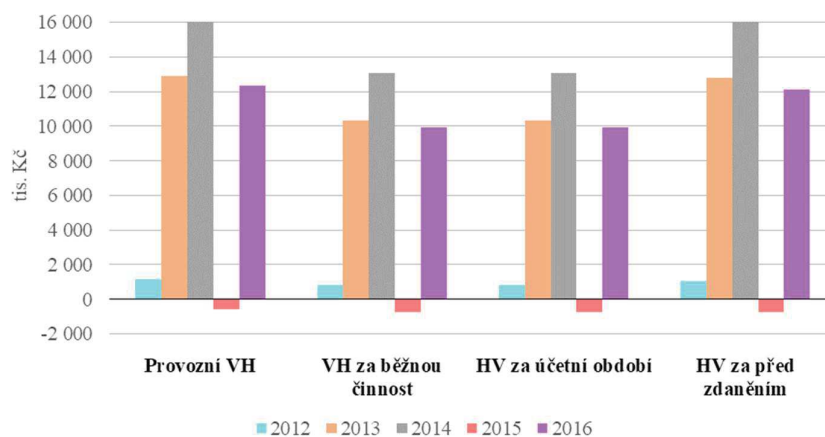


Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Výsledky hospodaření

Při analýze výkazu zisku a ztráty společnosti je důležité porovnání jednotlivých druhů výsledků hospodaření (Graf 8).

Graf 8 Vývoj jednotlivých položek výsledku hospodaření spol. FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Provozní hospodářský výsledek, který nejvíce ovlivňoval celkové výsledky hospodaření, zaznamenal největší nárůst v roce 2013 (vyrostl na 10násobek minulého roku). V roce 2014 opět rostl ovšem už ne tak výrazně (nárůst o 25 %), v následujícím roce 2015 se ale propadl do záporných hodnot. Tento propad byl způsoben poklesem tržeb z realizovaných stavebních zakázek. Přestože náklady také významně poklesly, v celkovém součtu převýšily celkové výnosy (důvodem je i tvorba rezervy 1,8 mil. Kč na vrub nákladů). Příčinu poklesu tržeb lze spatřovat v nepříznivé hospodářské situaci ve stavebnictví, které se navzdory celkovému rozvoji ekonomiky nadále trápilo. Pro podrobnější analýzu by však bylo nutné mít interní data ze společnosti. V posledním roce sledovaného období se provozní zisk opět dostal přes hranici 12 mil. Kč. Toto bylo však způsobeno vlivem rozpouštění rezerv a přidaná hodnota, jak bylo uvedeno výše, nadále klesala.

Tabulka 12 Agregované položky výkazu zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Agregované položky výkazu zisku a ztráty | | | | | |
|--|--------|---------|---------|--------|---------|
| v tis. Kč | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Výkony, tržby (zboží) a aktivace | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 |
| Výk.spotř. a nákl. na prod. zboží | 54 177 | 94 552 | 105 526 | 67 312 | 48 245 |
| Přidaná hodnota | 9 997 | 21 762 | 26 901 | 8 424 | 5 159 |
| Osobní náklady | 5 280 | 5 438 | 6 963 | 6 071 | 6 305 |
| Daně a poplatky | 315 | 2 561 | 3 217 | 127 | 2 376 |
| Odpisy DNM a DHM | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 |
| Změna stavu rezerv, opr.položek | 1 800 | 1 800 | 1 800 | 1 800 | -16 600 |
| Jiné provozní výnosy, prodej DM | 317 | 1 012 | 309 | 282 | 316 |
| Jiné provozní náklady, prodej DM | 340 | 843 | 400 | 463 | 482 |
| Provozní VH | 1 168 | 12 892 | 16 302 | -556 | 12 320 |

| | | | | | |
|---------------------------------|-------|--------|--------|------|--------|
| Tržby z cenných papírů a vkladů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Prodané cenné papíry a vklady | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výnosy z DFM a KFM | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Náklady z FM | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Úroky a Jiné finanční výnosy | 5 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| Úroky Jiné finanční náklady | 126 | 136 | 145 | 187 | 187 |
| Finanční VH | -121 | -133 | -142 | -186 | -186 |
| VH za běžnou činnost | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| Mimořádné výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Mimořádné náklady | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Mimořádný VH | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| HV za účetní období | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| HV za před zdaněním | 1 047 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Finanční výsledek hospodaření je ve všech sledovaných letech mírně záporný z důvodu převyšování finančních nákladů nad výnosovými úroky. Toto je však běžná situace, pokud společnost neinvestuje dostatečné množství finančních prostředků. Mimořádný výsledek hospodaření je z důvodu absence mimořádných výnosů a nákladů nulový. Výsledek hospodaření před zdaněním tedy odpovídá provoznímu zisku sníženého o záporný finanční výsledek hospodaření. Přehled hodnot jednotlivých hospodářských výsledků včetně nákladů a výnosů zobrazuje Tabulka 12.

Vedle hospodářských výsledků zobrazených ve výkazu zisku a ztráty se pro účely finanční analýzy používá jiné dělení úrovní zisků, které zobrazuje Tabulka 13.

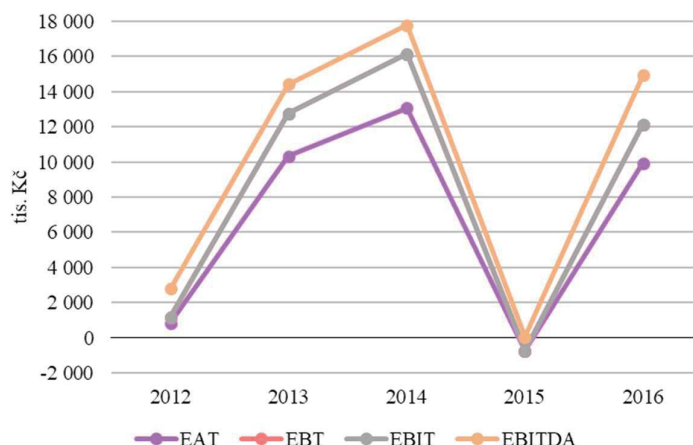
Tabulka 13 Výpočet různých úrovní zisku spol. FOUKAL, s.r.o.

| (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------|-------|--------|--------|------|--------|
| EAT | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| Daň z příjmu | 206 | 2 438 | 3 088 | 0 | 2 213 |
| EBT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |
| Nákladové úroky | 0 | 0 | 0 | 5 | 0 |
| EBIT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -737 | 12 134 |
| Odpisy DM | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 |
| EBITDA | 2 785 | 14 437 | 17 776 | 64 | 14 939 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Východiskem je čistý zisk EAT odpovídající hospodářskému výsledku za účetní období ve výkazu zisku a ztráty. Všechny ostatní úrovně potom mají stejný kolísavý trend vývoje, jak zobrazuje Graf 9. Zisk před zdaněním EBT je navýšen o 19% daň z příjmu, která v období ztráty v roce 2015 byla nulová, a proto oba zisky v tomto roce dosahují stejných hodnot. Zisk před zdaněním a úroky EBIT je totožný s EBT z důvodu nulových nákladových úroků (vyjma roku 2015). Rozklad provozního zisku EBIT umožňuje stanovit, jaká část zisku zůstane ve společnosti jako čistý zisk, jaká část z něho bude vyplacena věřitelům v podobě nákladových úroků a jaká část bude z něho odvedena státu ve formě daní. V případě společnosti FOUKAL, s.r.o. je z tohoto provozního zisku pouze odváděna daň z příjmu státu, jelikož společnost v zásadě nemá žádné úročené dluhy.

Graf 9 Vývoj výsledků hospodaření společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Pro doplnění je uveden i zisk před zdaněním úroky a odpisy EBITDA, který se liší pouze o přičtené roční odpisy dlouhodobého majetku a v podstatě kopíruje vývoj EBIT. V prvních letech byly odpisy v konstantní výši okolo 1,6 mil. Kč, v roce 2015 však poklesly na polovinu a nevyšší hodnoty dosáhly v posledním sledovaném roce (2,8 mil. Kč).

Pracovní kapitál

Pro analyzování platební schopnosti společnosti je využit ukazatel pracovního kapitálu, který je vypočítáný jednak jako čistý pracovní kapitál bez vlivu časového rozlišení, a pak také jako upravený ukazatel s vlivy těchto položek, jelikož se jedná o potenciální pohledávky a závazky (Tabulka 14). Pro zpřesnění ukazatele byly navíc při výpočtu z oběžných aktiv odečteny dlouhodobé pohledávky.

Tabulka 14 Pracovní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o.

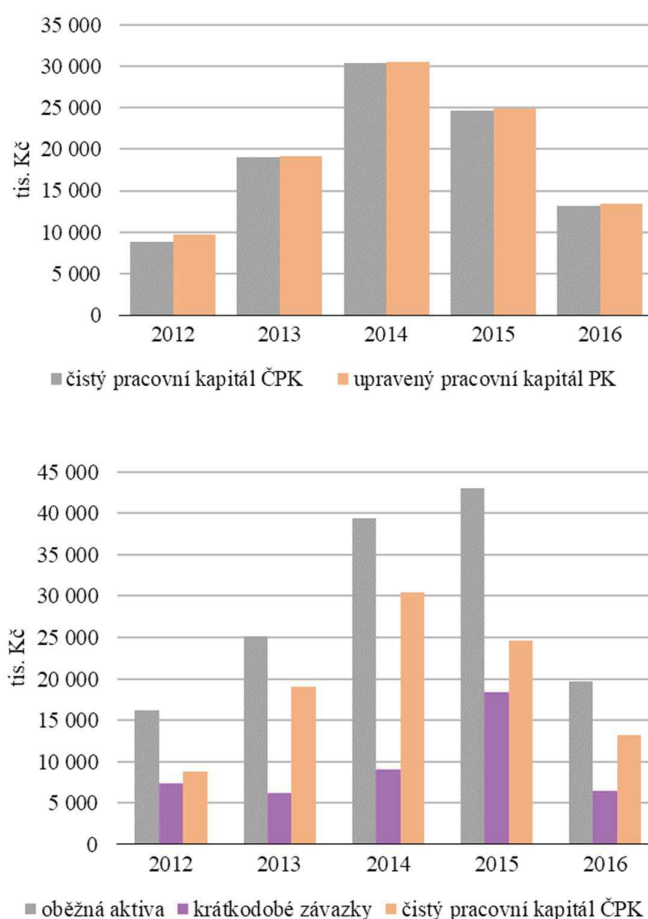
| (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| oběžná aktiva | 16 161 | 25 183 | 39 415 | 43 038 | 19 710 |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 |
| čistý pracovní kapitál ČPK | 8 813 | 18 974 | 30 400 | 24 592 | 13 196 |
| časové rozlišení aktivní | 898 | 235 | 135 | 290 | 259 |
| časové rozlišení pasivní | 11 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| upravený pracovní kapitál PK | 9 700 | 19 196 | 30 535 | 24 882 | 13 455 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Pracovní kapitál je v celém sledovaném období kladný, což znamená, že oběžná aktiva převyšují krátkodobé závazky a společnost FOUKAL CZ, s.r.o. měla tedy dostatečný „finanční polštář“, který zajišťoval bezproblémový chod společnosti. Hodnota pracovního kapitálu do roku 2014 výrazně rostla z hodnoty 9,7 mil. Kč na 30,5 mil. Kč, tak jak rostly tržby společnosti, což je jednoznačně pozitivní zjištění. Největší skokový nárůst byl zaznamenán mezi lety 2013 a 2014 z důvodu již zmíněného nárůstu oběžného majetku. Přestože v roce 2015 oběžný majetek i nadále rostl, dvojnásobné krátkodobé

závazky oproti minulému období způsobily pokles pracovního kapitálu na 25 mil. Kč. Tento pokles pokračoval i v roce 2016 až na hodnotu 13 mil. Kč, kdy došlo k výraznému snížení oběžného majetku, ale i současně krátkodobých závazků. Toto snížení oběžného majetku tedy neohrozilo likviditu společnosti, protože podíl obou položek (běžná likvidita) se dokonce oproti minulému roku navýšil.

Graf 10 Vývoj pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Přes klesající trend pracovního kapitálu v posledních letech společnost FOUKAL, s.r.o. disponuje vyšší hodnotou pracovního kapitálu, než tomu bylo na začátku sledovaného období. Navíc vývoj pracovního kapitálu kopíroval vývoj tržeb, společnost se tady vždy snažila o efektivní využívání zdrojů. Závěrem lze tedy očekávat, že společnost nebude mít problémy s platební schopností. Další vyhodnocení platební schopnosti společnosti bude provedeno pomocí ukazatelů likvidity.

Investovaný kapitál

Investovaný kapitál představuje dlouhodobé zdroje společnosti, které zahrnují vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje. Výpočet je možné provést jednak ze strany pasiv součtem výše uvedených

zdrojů, nebo z majetkové strany rozvahy společnosti součtem položek dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, které představují majetek krytý tímto kapitálem. Oba výpočty vedou ke stejnému výsledku, jak zobrazuje Tabulka 15.

Tabulka 15 Výpočet investovaného kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

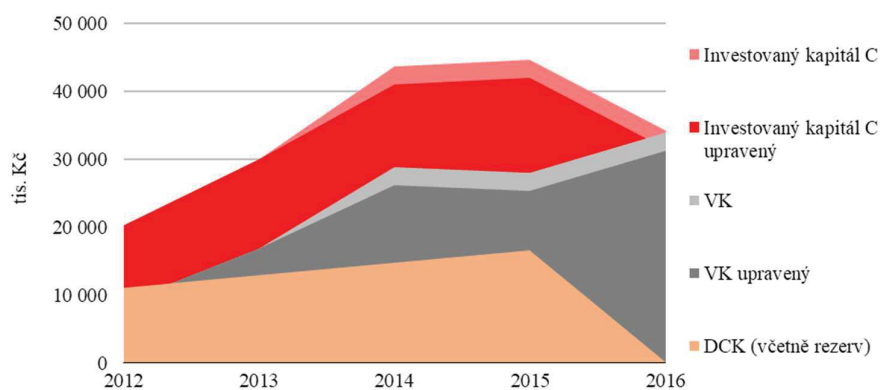
| (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| VK | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| VK upravený (o neprovozní majetek) | 9 037 | 16 958 | 26 146 | 25 406 | 31 326 |
| Dlouhodobý CK (vč. rezerv) | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 206 |
| Investovaný kapitál C | 20 237 | 29 958 | 43 631 | 44 691 | 34 217 |
| Investovaný kapitál C upravený (o neprovozní majetek) | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| DM (provozně nutný) | 10 537 | 10 762 | 10 411 | 17 124 | 18 077 |
| pracovní kapitál PK | 9 700 | 19 196 | 30 535 | 24 882 | 13 455 |
| DM provozně nenutný | 0 | 0 | 2 685 | 2 685 | 2 685 |
| Investovaný kapitál C upravený | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| E/C | 0,45 | 0,57 | 0,64 | 0,60 | 0,99 |
| D/C | 0,55 | 0,43 | 0,36 | 0,40 | 0,01 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Pro účely oceňování byl investovaný kapitál upraven o dlouhodobý majetek neprovozní, který představuje pozemek v hodnotě 2,7 mil. Kč pořízený v roce 2014. Pro zjednodušení je zde uvažováno krytí tohoto neprovozního majetku výhradně vlastním kapitálem. Takto upravené hodnoty jsou použity pro výpočet poměrů zastoupení jednotlivých druhů kapitálu, které jsou nezbytné pro ocenění společnosti.

Co se týká vývoje kapitálu (Graf 11), je zde patrná již zmíněná nestálá kapitálová struktura. Vlastní kapitál během celého období rostl kumulací nerozděleného zisku. Dlouhodobé cizí zdroje tvořily výhradně rezervy, které každoročně rostly o 1,8 mil. Kč. Jejím rozpuštěním v roce 2016 se výrazně změnil poměr zastoupení kapitálu ve prospěch vlastních zdrojů (99 %). Upravený vlastní kapitál, resp. upravený celkový investovaný kapitál je pouze snížen o hodnotu neprovozního majetku.

Graf 11 Vývoj investovaného kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

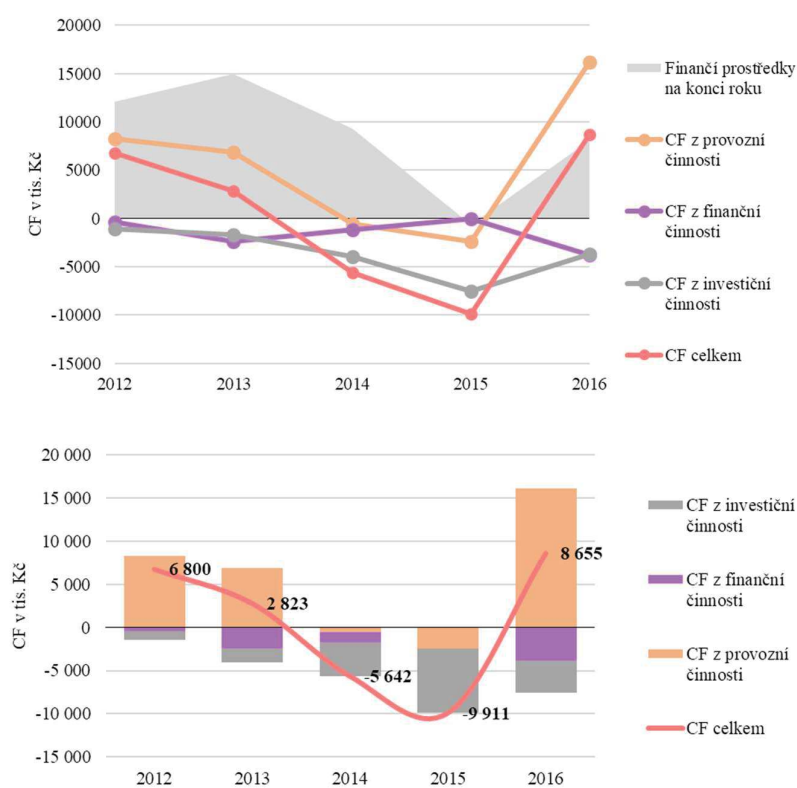


Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Peněžní prostředky

Pro doplnění analýzy byl sestaven výkaz peněžních toků CF nepřímou metodou. Celkový výkaz je součástí Přílohy 11. Klíčový provozní tok doznal v celém sledovaném období největších změn. V počátečních letech byl kladný, ale s klesající tendencí. V roce 2014 i přes nejvyšší dosažený hospodářský výsledek je provozní CF záporné. Důvodem je především nárůst krátkodobých pohledávek a také úhrada vyšší daně z příjmu plynoucí z vyššího zisku. Následující rok 2015 se provozní CF propadlo až na -2,4 mil. Kč z důvodu poklesu tržeb a současného pokračujícího nárůstu krátkodobých pohledávek. Tento záporný peněžní tok způsobil propad finančních prostředků společnosti na -600 tis. Kč. Poslední rok došlo k prudkému nárůstu provozních toků, který byl způsoben splacením krátkodobých pohledávek, které výrazně převýšily platby za závazky dodavatelům a státu.

Graf 12 Vývoj peněžních prostředků společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Finanční CF je v celém sledovaném období záporné a je ovlivněno výplatou podílů na zisku. Výjimkou je ztrátový rok 2015, kdy nebyl podíl vyplácen. Peněžní tok z investiční činnosti je také během celého analyzovaného období v záporných hodnotách. Investice konstantně rostly až do roku 2015, kdy společnost do nákupu dlouhodobého majetku investovala 7,5 mil. Kč. V posledním sledovaném roce se snížily investiční výdaje zhruba na polovinu. Příjmy, resp. výdaje z prodeje majetku jsou kromě prvních dvou let spíše okrajové. Negativní vývoj celkového cash flow v počátečních letech, kdy se propadlo z kladných hodnot do mínusu (-9,9 mil. Kč), se obrátil v posledním roce, kdy celkové cash flow skokově vzrostlo na 8,7 mil. Kč. Vývoj peněžních toků a finančních prostředků zobrazuje výše prezentovaný graf (Graf 12).

13.2 Poměrové ukazatele

Rentabilita

Ukazatele rentability stavební společnosti FOUKAL, s.r.o. (Tabulka 16) odráží celkový skokový vývoj výkonosti, který byl již popsán při analýze hospodářských výsledků. V počátečním roce 2012 byly hodnoty rentability nižší, ale stále příznivé. V nadcházejícím roce došlo k prudkému nárůstu způsobeným růstem zisku. V roce 2013 se i přes pokračující růst hospodářských výsledků ukazatele rentability mírně snížily. Důvodem je na jedné straně nárůst celkového majetku a na druhé růst vlastního kapitálu na straně pasiv. V roce 2015 se vykázaná ztráta projevila i v záporných hodnotách rentability. V posledním roce lze sledovat skokový nárůst všech ukazatelů rentability podpořený růstem hospodářských výsledků a snížením majetku a zdrojů společnosti (vyjma rostoucího vlastního kapitálu u ROE). Je třeba mít na paměti, že zisk společnosti ovlivňovala negativně v letech 2012–2015 tvorba rezerv v hodnotě 1,8 mil. Kč a v roce 2016 její rozpuštění, které zvýšilo zisk o 16 mil. Kč.

Tabulka 16 Ukazatele rentability společnosti FOUKAL, s.r.o.

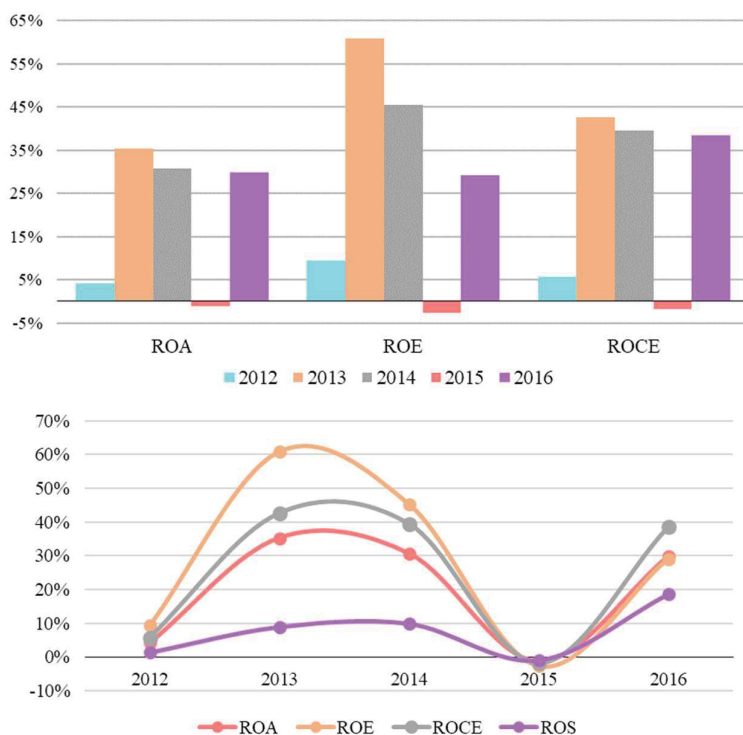
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| ROA zdaněná v % | 3,0% | 28,5% | 24,8% | -1,2% | 24,4% |
| zisk EAT | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| celková aktiva | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| ROA v % | 4,2% | 35,3% | 30,7% | -1,2% | 29,8% |
| zisk EBIT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -737 | 12 134 |
| celková aktiva | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| ROE v % | 9,3% | 60,9% | 45,3% | -2,6% | 29,2% |
| zisk EAT | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| ROCE v % | 5,8% | 42,6% | 39,5% | -1,8% | 38,5% |
| zisk EBIT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -737 | 12 134 |
| kapitál C = VK + DCK | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| ROS v % | 1,3% | 8,9% | 9,9% | -1,0% | 18,6% |
| zisk EAT | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| tržby (výnosy) | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 |
| Nákladovost v % (1-ROS) | 98,7% | 91,1% | 90,1% | 101,0% | 81,4% |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Ukazatel ROA je počítán jednak s EAT a jednak s provozním ziskem EBIT a jejich výsledky jsou obdobné, neboť oba zisky se liší pouze o daň z příjmu. ROA s EBIT však dosahovala logicky vyšších hodnot. Vysoká rentabilita vlastního kapitálu ROE (vyjma roku 2015) je jistě příznivá pro vlastníka společnosti, jelikož zejména v posledních dvou letech ukazuje velké zhodnocení vložených prostředků. V posledním roce každá vložená koruna přinesla 0,3 Kč čistého zisku, v roce 2013 to bylo dokonce 0,6 Kč. Rozklad ROE dle Du Pontovy analýzy, která odhaluje, jakým vlivem přispívají její jednotlivé složky, je uveden v Příloze 12. Zpočátku byl patrný větší vliv vysoké finanční páky, v posledních letech však převážil vliv ROA.

Příznivě lze hodnotit také průběžný růst ziskové marže (vyjma roku 2015), s ním spojený pokles nákladovosti (představující náklady vynaložené na jednotku zisku) a zlepšování produkční schopnosti. Až na záporné hodnoty v roce 2015 dosahovala společnost FOUKAL, s.r.o. poměrně vysokých hodnot všech ukazatelů rentability (Graf 13) a lze ji vcelku z pohledu ziskovosti hodnotit pozitivně. Zajímavé bude sledovat, jak se projeví vyšší rentabilita na ukazatele likvidity společnosti a její platební schopnost.

Graf 13 Vývoj jednotlivých položek rentability společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Likvidita

Velmi důležitým ukazatelem pro stavební společnosti je likvidita. Společnost FOUKAL, s.r.o. má ukazatele běžné a pohotové likvidity všech letch totožné, jelikož neneviduje žádný oběžný majetek ve formě zásob. Z Tabulky 17 je patrné, že oceňovaná společnost neměla problém s platební schopností a hodnoty její likvidity byly v celém sledovaném období v rozmezí doporučených hodnota nebo dokonce ještě vyšší. Výjimkou je pouze ukazatel okamžité likvidity v roce 2015, který byl z důvodu záporných peněžních prostředků také záporný (-0,03). V ostatních letech nabýval tento ukazatel vyšších hodnot než 1,0. To znamenalo, že krátkodobý finanční majetek plně pokrýval krátkodobé pohledávky společnosti. Vysoké ukazatele likvidity jsou jistě pozitivní z pohledu věřitelů a obchodních partnerů, na druhou stranu velmi vysoké hodnoty likvidity znamenají neefektivní využívání zdrojů.

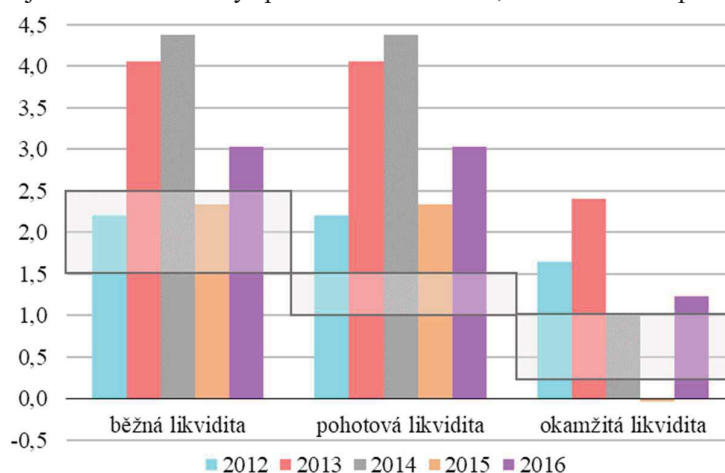
Tabulka 17 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o. včetně doporučených hodnot

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Doporučené hodnoty |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------------|
| Běžná likvidita (3. stupně) | 2,20 | 4,06 | 4,37 | 2,33 | 3,03 | 1,5 – 2,5 |
| oběžná aktiva | 16 161 | 25 183 | 39 415 | 43 038 | 19 710 | |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 | |
| Pohotová likvidita (2. stupně) | 2,20 | 4,06 | 4,37 | 2,33 | 3,03 | 1,0 – 1,5 |
| oběžná aktiva - zásoby | 16 161 | 25 183 | 39 415 | 43 038 | 19 710 | |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 | |
| Okamžitá likvidita (1. stupně) | 1,65 | 2,40 | 1,03 | -0,03 | 1,23 | 0,2 – 1,0 |
| finanční majetek | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 | 8 033 | |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 | |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z hlediska vývoje (Graf 14) lze pozorovat nárůst u všech ukazatelů likvidity v letech 2012 až 2014. Následný skokový pokles v roce 2015 byl způsoben nárůstem krátkodobých závazků. Přesto se běžná a pohotová likvidita v tomto roce pohybovala stále v rozmezí doporučených hodnot, resp. nad nimi. Naopak, jak již bylo výše uvedeno, okamžitá likvidita se v roce 2015 propadla do záporných hodnot. Příčinou bylo kromě nárůstu krátkodobých závazků také snížení peněžních prostředků na –600 tis. Kč. Důvody záporných peněžních prostředků jsou neznámé a byly by pro jejich zjištění potřeba interní informace. V posledním sledovaném roce došlo i přes pokles celkového oběžného majetku k opětovnému nárůstu běžné i pohotové likvidity (3,03) nad hranici doporučených hodnot především díky splacení závazků z obchodních vztahů. Okamžitá likvidita se také vrátila nárůstem peněžních prostředků nad rozmezí doporučených hodnot.

Graf 14 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o. včetně doporučených hodnot



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

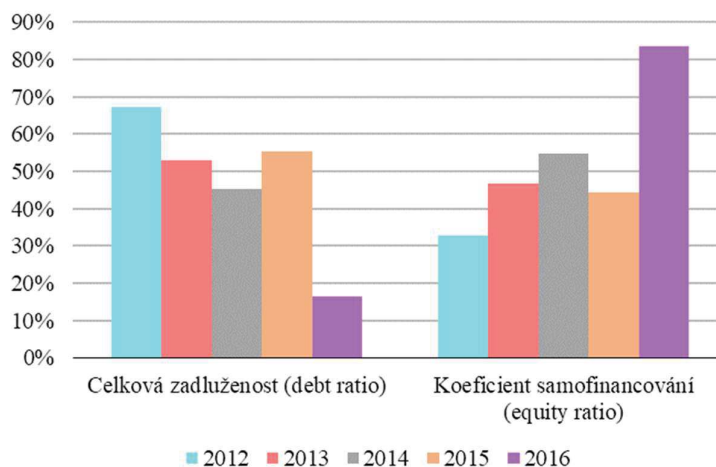
Celkově lze tedy potvrdit domněnku z analýzy pracovního kapitálu a konstatovat, že společnost FOUKAL, s.r.o. neměla v analyzovaném období (2012–2016) problémy s platební schopností.

Zadluženost

Proměnlivá kapitálová struktura společnosti FOUKAL, s.r.o. z pohledu cizích a vlastních zdrojů se odrazila i v ukazatelích zadluženosti (Tabulka 18).

Celková zadluženost (Graf 15) se pohybovala kolem 50% hranice. Pouze v roce 2012 dosáhla na 67 % díky vysoké hodnotě krátkodobých závazků. V posledním roce lze však naopak vyzorovat značný pokles k 16 % a tedy orientaci k vlastním zdrojům financování. Je potřeba znovu zmínit vliv tvorby a rozpuštění rezervy, která v letech 2012 až 2015 podstatně zvyšovala hodnotu cizího kapitálu a v posledním roce svým rozpuštěním způsobila jeho výrazný pokles. Značný vliv měla i postupná kumulace nerozděleného zisku a s ní související nárůst vlastních zdrojů. Celkovou zadluženost lze hodnotit jako přiměřenou a až na první a poslední rok byla v rozmezí doporučených hodnot (30–60 %).

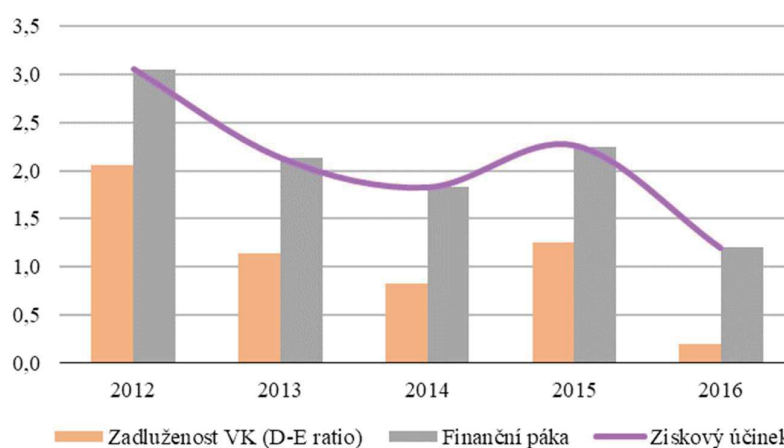
Graf 15 Vývoj zadluženosti a koeficientu samofinancování společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Stejný průběh jako celková zadluženost měla i zadluženost vlastního kapitálu (Graf 16). Finanční páka a její ziskový účinek mají klesající trend. Mezi lety 2012 a 2017 ziskový účinek klesl z hodnoty 3,0 na hranici bezmála 1,2. Navzdory tomu se tento ziskový účinek pohybuje ve všech letech nad hodnotou 1,0. Přestože však společnost nevyužívá žádné úvěry ke svému financování, využívání cizích zdrojů by přineslo pozitivní efekt na rentabilitu vlastního kapitálu, jelikož je vyšší než by byla cena úroku u cizích zdrojů ($ROE > r_d$).

Graf 16 Zadluženost vlastního kapitálu a účinek finanční páky spol. FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Využívání cizích zdrojů má tedy vesměs pozitivní vliv na výnosnost kapitálu společnosti, jelikož je zde uplatněn tzv. daňový štít, také se využívá již uvedený efekt finanční páky, který zvyšuje ROE, a v neposlední řadě je cizí kapitál z důvodu menšího rizika levnější než vlastní kapitál. To platí ale jen do určité úrokové míry, jelikož každý další cizí zdroj je zpravidla dražší a rostoucí zadluženost zvyšuje

riziko pro investory. Přestože lze tedy snížení zadluženosti hodnotit jako pozitivní, využívání vlastních zdrojů je pro společnost obecně dražší a přináší nižší rentabilitu. Toto je negativní projev snižování zadluženosti. V případě menších společností, jako je oceňovaná společnost FOUKAL, s.r.o., je však snižování zadluženosti jednoznačně pozitivní a dá se říci, že i příznivější než možný pozitivní vliv finanční páky na ROE. Navíc jak bylo zjištěno při analyzování ziskovosti, společnost i nadále dosahuje vysokých ukazatelů rentability.

Tabulka 18 Výpočet ukazatelů zadluženosti společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Celková zadluženost (debt ratio) | 0,67 | 0,53 | 0,45 | 0,56 | 0,16 |
| cizí kapitál | 18 548 | 19 209 | 23 815 | 35 046 | 6 720 |
| aktiva (pasiva) celkem | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| Zadluženost vlastního kapitálu (debt-equity ratio) | 2,05 | 1,13 | 0,83 | 1,25 | 0,20 |
| cizí kapitál | 18 548 | 19 209 | 23 815 | 35 046 | 6 720 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| Koeficient samofinancování (equity ratio) | 0,33 | 0,47 | 0,55 | 0,44 | 0,84 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| aktiva (pasiva) celkem | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| Finanční páka | 3,05 | 2,13 | 1,83 | 2,25 | 1,20 |
| aktiva (pasiva) celkem | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| Ziskový účinek finanční páky | 3,05 | 2,13 | 1,83 | 2,26 | 1,20 |
| EBT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |
| EBIT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -737 | 12 134 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Finanční stabilita

S analýzou zadluženosti souvisí analýza finanční stability (Tabulka 19). Tzv. zlaté bilanční pravidlo, tedy krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji, společnost ve vybraných letech bez problému splňuje.

Tabulka 19 Ukazatele krytí stálých aktiv společnosti FOUKAL, s.r.o.

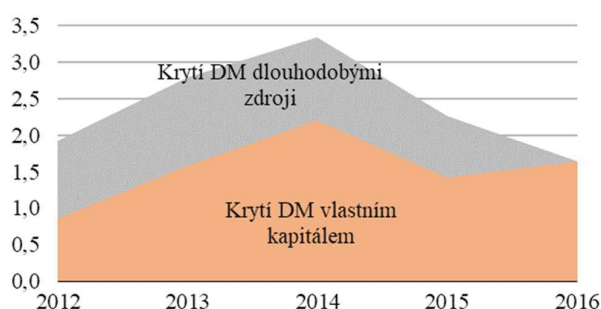
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji | 1,92 | 2,78 | 3,33 | 2,26 | 1,65 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| dlouhodobé závazky (+ dl. bankovní úvěry) | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 206 |
| stálá aktiva | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 |
| Krytí stálých aktiv vlastními zdroji | 0,86 | 1,58 | 2,20 | 1,42 | 1,64 |
| vlastní kapitál | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| stálá aktiva | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Pro výpočet byly do dlouhodobých cizích zdrojů zahrnuty i rezervy z důvodu jejich vysokého podílu na celkovém kapitálu. Oba ukazatele krytí (Graf 17) měly v počátečních letech výrazně rostoucí trend, kdy se vyšplhaly až na hodnoty 3,3, resp. 2,2. V posledních dvou letech však nárůstem dlouhodobého majetku a rozpuštěním rezerv tyto ukazatele vykázaly značný pokles. V posledním roce mají ukazatele krytí téměř stejné hodnoty (1,65, resp. 1,64), neboť cizí dlouhodobé zdroje společnosti klesly

na minimum. Ve sledovaném období dosahovaly oba ukazatele hodnot vyšších než 1,0 a místy dokonce i mnohem vyšších. Společnost tedy pokryla celý svůj majetek svými zdroji, a dokonce pouze vlastními zdroji. Jeví se tedy jako značně překapitalizovaná. Na druhou stranu však tato konzervativní strategie financování, ačkoliv je dražší, svědčí o vysoké finanční stabilitě.

Graf 17 Vývoj ukazatelů krytí společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Aktivita

Z hlediska aktivity bude provedena pouze analýza obratu pohledávek a závazků, neboť společnost FOUKAL, s.r.o. nevykázala v konečných rozvahách minulých let žádné zásoby. Z Tabulky 20 je zřejmé, že doba splatnosti pohledávek byla obecně vyšší než doba splatnosti závazků. Společnost hradila své závazky rychleji, než inkasovala pohledávky od svých odběratelů. Byla tak v pozici věřitele a neefektivně úvěrovala své odběratele. Výjimkou je pouze počáteční rok 2012, kdy doba obratu závazků převýšila průměrnou dobu splatnosti pohledávek o 20 dní. Přestože tato situace při dlouhodobém trvání může vést k finančním potížím, jak bylo zjištěno již z analýzy likvidity, společnost neměla žádné problémy s platební schopností. Delší doby obratu jsou způsobeny charakterem odvětví, kdy jsou smlouvy konstruovány na delší doby splatnosti. Zajímavé bude tedy porovnání s průměrnými hodnotami v oboru. Výpočet doby obratu závazků je proveden ve dvou obměnách, jednak je vztažen k tržbám a jednak k nákladům na výkonovou spotřebu a zboží.

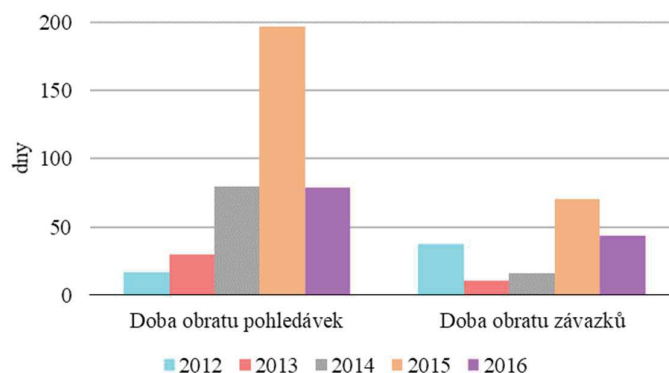
Tabulka 20 Výpočty ukazatelů aktivity společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| Rychlost obratu pohledávek | 21,2 | 12,2 | 4,5 | 1,8 | 4,6 |
| roční tržby | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 |
| pohledávky | 3 022 | 9 570 | 29 312 | 41 358 | 11 677 |
| Doba obratu pohledávek [dny] | 17 | 30 | 80 | 197 | 79 |
| Rychlost obratu závazků | 9,7 | 33,1 | 22,6 | 5,1 | 8,2 |
| Rychlost obratu závazků s náklady | 8,2 | 26,9 | 18,0 | 4,6 | 7,4 |
| roční tržby | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 |
| roční náklady na zboží a výkonová spotřeba | 54 177 | 94 552 | 105 526 | 67 312 | 48 245 |
| závazky z obch. vztahů | 6 637 | 3 514 | 5 863 | 14 758 | 6 514 |
| Doba obratu závazků [dny] s tržbami | 37 | 11 | 16 | 70 | 44 |
| Doba obratu závazků [dny] s náklady | 44 | 13 | 20 | 79 | 49 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Vývoj doby obratu pohledávek (Graf 18) vykazuje rostoucí průběh s následným poklesem. Za zmínku stojí výrazný znepokojující nárůst tohoto ukazatele v roce 2015, kdy odběratelé spláceli společnosti pohledávky více než do 6 měsíců. Tato situace se také projevila v záporném ukazateli okamžité likvidity. Naopak nejnižších hodnot dosahovala doba splatnosti pohledávek v roce 2012. Doba obratu závazků byla nejnižší v letech 2013 a 2014 (11 a 16 dní). Z pohledu věřitelů má jistě firma pozitivní platební pozici, neboť obecně hradí své závazky víceméně do 40 dní (výjimkou je opět rok 2015).

Graf 18 Vývoj doby obratu pohledávek a závazků společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

13.3 Bankrotní a bonitní modely

Pro souhrnné zhodnocení finančního zdraví oceňované společnosti FOUKAL, s.r.o. jsou využity bankrotní a bonitní modely. **Altmanův test** (Graf 19) vyhodnocuje finanční situaci společnosti jako dobrou (Z scóre vyšší než 2,99), až na rok 2015, kdy se společnost pohybovala v šedé zóně.

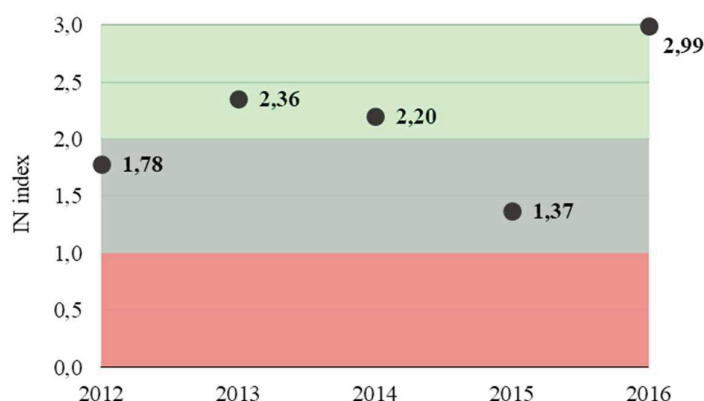
Graf 19 Z scóre společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012 až 2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Index důvěryhodnosti pro stavebnictví (Graf 20) hodnotí shodně finanční zdraví společnosti FOUKAL, s.r.o. jako nejisté v roce 2015 a navíc také v roce 2012. V ostatních letech se společnost stejně jako u předešlého modelu pohybuje v oblasti dobrého finančního zdraví s výsledným indexem vyšším než 2,0.

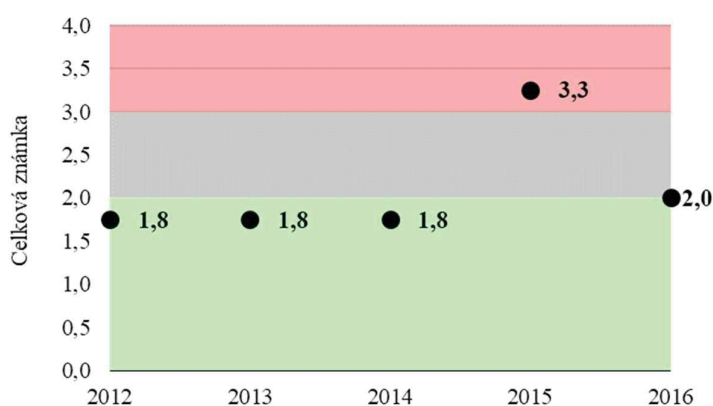
Graf 20 Index důvěryhodnosti společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012 až 2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Naopak dle **Kralickova Quick testu** (Graf 21) je v prvních třech letech finanční situace společnosti dobrá (celková známka 1,8). V roce 2015 však byla společnost FOUKAL, s.r.o. dle tohoto modelu ve špatné finanční situaci. V posledním roce se společnost zotavila a pohybovala se přesně na rozhraní dobrého finančního zdraví a šedé zóny.

Graf 21 Bodové hodnocení společnosti FOUKAL, s.r.o. dle Kralickova Quick testu



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Finanční zdraví oceňované společnosti lze souhrnně zhodnotit jako dobré. Celkový výpočet uvedených bankrotních a bonitních modelů je zobrazen v Přílohách 13 až 15.

13.4 Ukazatel EVA

Ukazatel Ekonomické přidané hodnoty EVA (Tabulka 21) je moderním ukazatelem výkonosti společnosti a udává, o kolik společnost vyprodukovala vyšší hodnotu, než jsou její kapitálové náklady. Pro výpočet je použit provozní zisk NOPAT bez vlivu rezerv. Investovaný kapitál, resp. čistá provozní aktiva jsou upravena o neprovozní majetek ve formě pozemku. Podrobnější výpočet a stanovení jednotlivých položek vážených nákladů kapitálu WACC bude proveden v rámci určení diskontní míry (viz kapitola 17). Podrobný výpočet ukazatele EVA a jeho složek je uveden v Příloze 16.

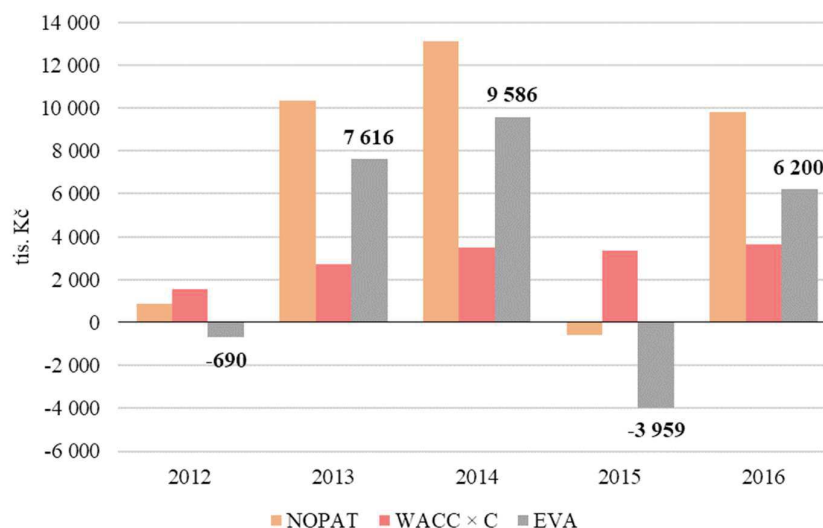
Tabulka 21 Výpočet Ekonomické přidané hodnoty EVA společnosti FOUKAL, s.r.o.

| (v tis. Kč, %) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| NOPAT | 848 | 10 335 | 13 090 | -597 | 9 829 |
| Investovaný kapitál C (NOA čistá provozní aktiva) | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| WACC | 7,6% | 9,1% | 8,6% | 8,0% | 11,5% |
| EVA | -690 | 7 616 | 9 586 | -3 959 | 6 200 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z Grafu 22 je patrný nárůst provozního zisku NOPAT v počátečních letech a s ním rostoucí ukazatel EVA. V roce 2015 záporný provozní zisk způsobil zápornou přidanou hodnotu, která se však v následujícím roce díky velkému nárůstu zisku opět dostala do kladných hodnot (6,2 mil. Kč). Náklady kapitálu vykazují rostoucí charakter s průměrnými hodnotami 3,5 mil. Kč v posledních letech.

Graf 22 Vývoj ekonomické přidané hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o.

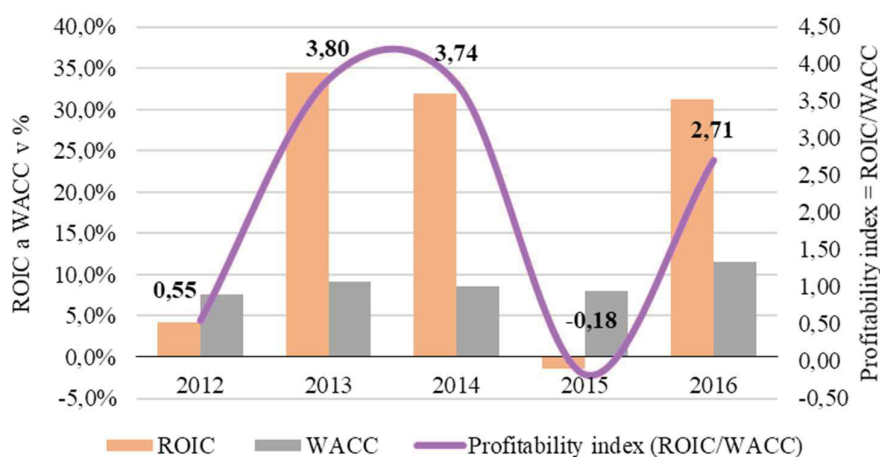


Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Ukazatel ROIC udávající poměr provozního zisku NOPAT a investovaného kapitálu C vykazuje obdobný kolísavý vývoj jako EVA. ROIC se porovnává s průměrnými náklady kapitálu WACC a

výsledkem je profitability index (Graf 23). V letech 2013 a 2014 dosahoval tento index nejvyšších hodnot a rentabilita investovaného kapitálu byla téměř 4krát vyšší než náklady na něj. Naopak v roce 2012 a 2015 společnost nedokázala pokrýt své náklady kapitálu. V posledním roce je vidět opětovný pozitivní nárůst ROIC a s ním spojený nárůst indexu ziskovosti.

Graf 23 Vývoj rentability a nákladů vloženého kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

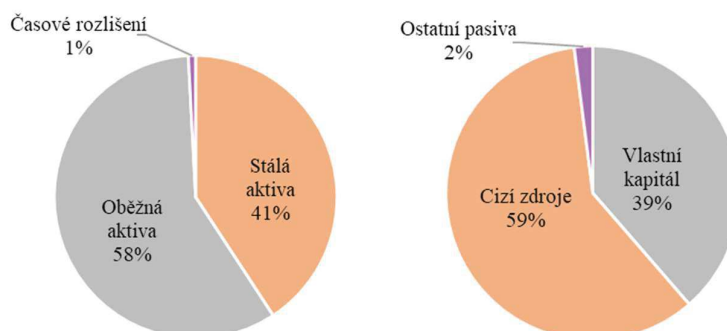
13.5 Celkové zhodnocení a porovnání s odvětvím

Pro vyhodnocení finančního zdraví společnosti FOUKAL, s.r.o. v rámci celkové situace ve stavebnictví byla využita data o českém průmyslu a stavebnictví z let 2010–2016 zveřejňované Ministerstvem průmyslu a obchodu. Tato data jsou uspořádána dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE. Stavebnictví je zde uvedeno pod kódem F a pro účely této práce byla využita data o oddílu 41 Výstavba budov. Tento oddíl zahrnuje výstavbu nových, opravy a přestavby stávajících budov, hal a dalších objektů. Nedostatkem je však skutečnost, že daná data vyhodnocují jen společnosti s více než 250 zaměstnanci, slouží tedy spíše pro posouzení efektivity a zhodnocení celkového stavu vybraného odvětví, než pro přímé srovnání v případě malých a středních společností.

Majetková a finanční struktura odvětví stavebnictví (Příloha 17) byla v daných letech víceméně neměnná až na menší pokles cizích zdrojů a nárůst vlastního kapitálu v roce 2016 (Graf 24, Příloha 19). Tento trend vývoje kopíruje i společnost FOUKAL, s.r.o. Průměrně v odvětví převažují oběžná aktiva (60 %) nad dlouhodobým majetkem (40 %) a cizí zdroje (60 %) nad vlastním kapitálem (40 %). Podobné zastoupení majetku a zdrojů vykazuje i oceňovaná společnost.

Vývoj **pracovního kapitálu** v odvětví (Příloha 20) doznal v roce 2015 podstatného propadu, nicméně během roku 2016 opět vzrostl na dvojnásobek. Společnost FOUKAL taktéž zaznamenala propad v roce 2015, ovšem tento propad pokračoval i v následujícím roce.

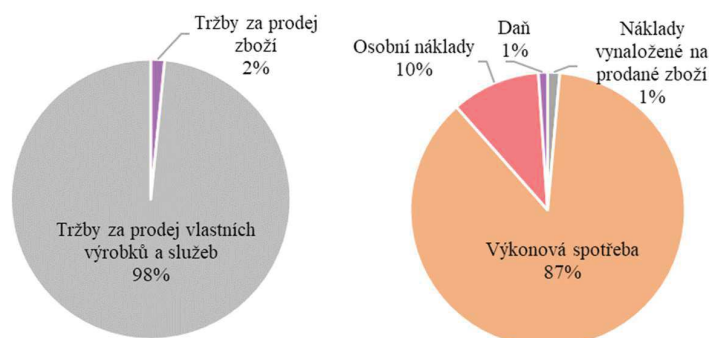
Graf 24 Průměrná majetková a finanční struktura odvětví v letech 2010–2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Největší část **výnosů** v daném odvětví plyne z tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb (98 %) a zbylé 2 % představují tržby za prodej zboží (Graf 25). Nejvýraznější položkou **nákladů** v celém odvětví Výstavby budov jsou jistě náklady na výkonovou spotřebu a hned za ní již zmiňované osobní náklady. Srovnatelnou strukturu výnosů a nákladů vykazuje i oceňovaná stavební společnost.

Graf 25 Průměrné zastoupení výnosů a nákladů odvětví v letech 2010–2016



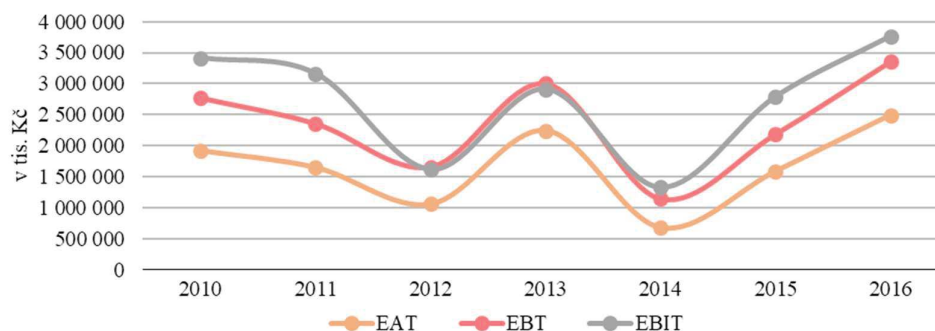
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Tržby, výkonová spotřeba a přidaná hodnota (Příloha 21) mají v posledních dvou sledovaných letech v odvětví totožný klesající vývoj jako u společnosti FOUKAL, s.r.o. Naproti tomu na počátku sledovaného období oceňovaná společnost vykazovala výrazný rostoucí trend těchto ukazatelů navzdory klesajícím hodnotám v odvětví.

Hospodářské výsledky v odvětví Výstavby budov v letech 2010–2016 (Graf 26, Příloha 18) měly kolísavý vývoj s propadem v letech 2012 a 2014. Obdobný vývoj lze sledovat i u oceňované společnosti s tím rozdílem že druhý pokles nastal až o rok později, tedy v roce 2015.

Ukazatel **ekonomické přidané hodnoty** odvětví (Příloha 22) od propadu v roce 2013 konstantně rostl a následně se v posledním sledovaném roce prudce propadl. Oceňovaná společnost také zaznamenala propad ukazatele EVA, ale v již v roce 2015 a v posledním roce EVA opět výrazně narostla.

Graf 26 Vývoj výsledků hospodaření v odvětví v letech 2010–2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Klíčové z hlediska porovnání a vyhodnocení finančního zdraví jsou **poměrové ukazatele** (Tabulka 22). Ukazatele rentability, likvidity a zadluženosti dosahovaly u společnosti FOUKAL, s.r.o. až na problémový rok 2015 lepších výsledků, než je v odvětví běžné. Vývoj rentability v odvětví odráží vývoj výsledků hospodaření. Ukazatele likvidity odvětví byly v daném období téměř neměnné (vyjma posledního roku přinášejícího pozitivní růst) a všechny tři ukazatele ležely v rozmezí doporučených hodnot. Jak již bylo uvedeno v analýze kapitálové struktury, pro obor je typické financování s převahou cizích zdrojů a zadluženost se tedy pohybuje kolem 60 % (až na poslední rok s vyrovnanou kapitálovou strukturou). Ukazatele krytí má oceňovaná společnost také vyšší a odrážejí její pevnou finanční stabilitu. Doby obratu pohledávek a závazků společnosti FOUKAL, s.r.o. jsou (opět až na rok 2015) až řádově nižší, než průměrně vykazuje odvětví. Celkově tedy společnost platila své závazky rychleji a zároveň své pohledávky dostávala zaplacený rychleji, než je v oboru běžné. Jelikož je doba splatnosti pohledávek lehce vyšší než doba obratu závazků, je pro obor spíše typické úvěrování odběratelů. Grafické vyhodnocení poměrových ukazatelů v odvětví je uvedeno v Příloze 23.

Tabulka 22 Finanční poměrové ukazatele odvětví a společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2010–2016

| Poměrový ukazatel | | | Společnost FOUKAL, s.r.o. | | | | | Odvětví | | | | |
|-------------------|--------------------------------------|-----|---------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | mj. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| rentabilita | ROA | % | 4% | 35% | 31% | -1% | 30% | 2% | 3% | 1% | 3% | 4% |
| | ROE | % | 9% | 61% | 45% | -3% | 29% | 3% | 7% | 2% | 4% | 5% |
| | ROCE | % | 6% | 43% | 39% | -2% | 38% | 3% | 6% | 2% | 4% | 6% |
| | ROS | % | 1% | 9% | 10% | -1% | 19% | 2% | 3% | 1% | 2% | 5% |
| likvidita | Běžná likvidita (3.st) | - | 2,20 | 4,06 | 4,37 | 2,33 | 3,03 | 1,57 | 1,57 | 1,54 | 1,50 | 2,02 |
| | Pohotovlá likvidita (2.st) | - | 2,20 | 4,06 | 4,37 | 2,33 | 3,03 | 1,35 | 1,35 | 1,37 | 1,29 | 1,59 |
| | Okamžitá likvidita (1.st) | - | 1,65 | 2,40 | 1,03 | -0,03 | 1,23 | 0,42 | 0,41 | 0,44 | 0,52 | 0,62 |
| dluh | Celková zadluženost (debt ratio) | % | 67,2% | 53,1% | 45,2% | 55,5% | 16,5% | 64,9% | 64,3% | 62,1% | 55,5% | 49,5% |
| | Koef. samofinancování (equity ratio) | % | 0,33 | 0,47 | 0,55 | 0,44 | 0,84 | 35,1% | 35,7% | 37,9% | 44,5% | 50,5% |
| | Zadluženost VK (debt-equity ratio) | - | 2,05 | 1,13 | 0,83 | 1,25 | 0,20 | 1,85 | 1,80 | 1,64 | 1,25 | 0,98 |
| | Finanční páka | - | 3,05 | 2,13 | 1,83 | 2,25 | 1,20 | 2,85 | 2,80 | 2,64 | 2,25 | 1,98 |
| krytí | Krytí DM dlouhodobými zdroji | - | 1,92 | 2,78 | 3,33 | 2,26 | 1,65 | 1,53 | 1,57 | 1,33 | 1,37 | 1,53 |
| | Krytí DM vlastním kapitálem | - | 0,86 | 1,58 | 2,20 | 1,42 | 1,64 | 1,01 | 1,00 | 0,87 | 0,94 | 1,14 |
| aktivita | Doba obratu pohledávek | dny | 17 | 30 | 80 | 197 | 79 | 178 | 178 | 171 | 139 | 163 |
| | Doba obratu závazků | dny | 37 | 11 | 16 | 70 | 44 | 177 | 171 | 168 | 179 | 159 |
| | Doba obratu zásob | dny | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 43 | 42 | 32 | 37 | 72 |
| | Obrat aktiv | - | 2,33 | 3,21 | 2,52 | 1,20 | 1,31 | 0,77 | 0,76 | 0,71 | 0,70 | 0,59 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Pro grafické srovnání s odvětvím v posledním sledovaném roce 2016 byl využit pavučinový graf (tzv. spider graf) porovnávající jednotlivé finanční ukazatele společnosti FOUKAL, s.r.o. s oborovými průměry (Příloha 24).

Na závěr hodnocení lze říci, že se jedná se o finančně zdravou společnost, která v roce 2015 zaznamenala mírné zhoršení většiny finančních ukazatelů, které lze však pozorovat i ve vývoji odvětví. V posledním roce 2016 ovšem došlo k opětovnému zlepšení finanční situace. Společnost obecně vykazuje ve svém hospodaření mnoho pozitivních rysů. Slabinou jsou klesající výnosy a s nimi související pokles přidané hodnoty v posledních letech. Přednostmi jsou naopak výborná platební schopnost a nízká zadluženost. Obecně se však nepředpokládá, že společnost může dosahovat u všech finančních ukazatelů mimořádně dobrých hodnot, nejčastěji se vyskytuje kombinace horších a lepších výsledků v různých oblastech. Je třeba zmínit výjimečný růst a skvělou finanční situaci v předešlých letech, kdy bylo odvětví v útlumu. V zásadě lze tento růst pokládat za udržitelný, neboť se tato společnost rozšiřovala výhradně na základě svých dosažených výsledků.

14 Analýza makroekonomického a mikroekonomického prostředí

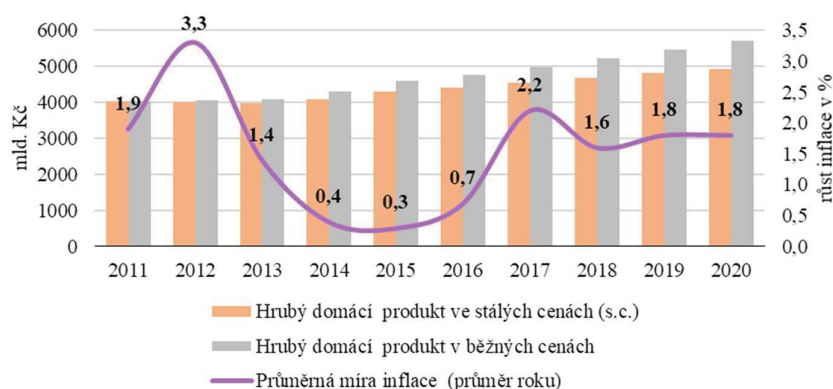
Tato kapitola je zaměřena na identifikaci a zhodnocení vnějšího prostředí, tj. makroekonomické a mikroekonomické prostředí, oceňované společnosti.

14.1 Makroekonomické ukazatele a jejich vývoj

Makroekonomické okolí reprezentuje trh České republiky. Následující tabulka (Tabulka 23) zobrazuje minulé a prognózané makroekonomické ukazatele zveřejněné Ministerstvem financí ČR. Predikce očekávají trvalý růst hrubého domácího produktu, celkové spotřeby a výdajů. S tím související pokles nezaměstnanosti a mírný nárůst inflace oproti minulým rokům. Úrokové sazby by měly začít mírně růst.

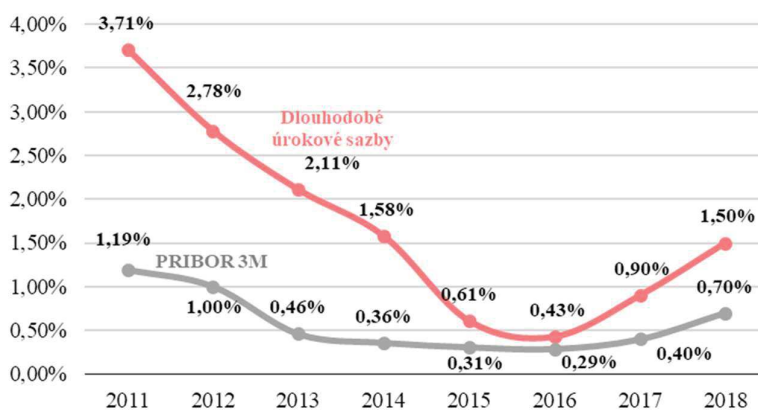
Ukazatele jako HDP, inflace a úrokové míry (Graf 27 a 28) budou později využity k prognózování vývoje odvětví pro účely sestavení finančního plánu oceňované společnosti.

Graf 27 Minulý vývoj a prognóza HDP a inflace v ČR v letech 2011–2020



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva financí ČR

Graf 28 Minulý vývoj úrokových sazeb v ČR v letech 2011–2018



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva financí ČR

Tabulka 23 Minulé a prognózované makroekonomické ukazatele ČR

| | | Minulost | | | | | | Predikce | | Výhled | |
|---|------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| HDP ve stálých cenách (s.c.) | mlđ. Kč 2010 | 4033 | 4001 | 3981 | 4089 | 4307 | 4418 | 4556 | 4689 | 4811 | 4924 |
| | růst v % | 1,8 | -0,8 | -0,5 | 2,7 | 5,3 | 2,6 | 3,1 | 2,9 | 2,6 | 2,4 |
| HDP v běžných cenách | mlđ. Kč | 4034 | 4060 | 4098 | 4314 | 4596 | 4773 | 4993 | 5234 | 5472 | 5711 |
| | růst v % | 1,8 | 0,6 | 0,9 | 5,3 | 6,5 | 3,9 | 4,6 | 4,8 | 4,5 | 4,4 |
| Spotřeba domácností ve s.c. | mlđ. Kč 2010 | 1945 | 1921 | 1931 | 1966 | 2038 | 2112 | 2174 | 2242 | 2296 | 2346 |
| | růst v % | 0,3 | -1,2 | 0,5 | 1,8 | 3,7 | 3,6 | 2,9 | 3,1 | 2,4 | 2,2 |
| Spotřeba vlády ve s.c. | mlđ. Kč 2010 | 799 | 783 | 803 | 812 | 827 | 844 | 860 | 874 | 887 | 900 |
| | růst v % | -3,2 | -2,0 | 2,5 | 1,1 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,7 | 1,4 | 1,4 |
| Vývoz zboží a služeb ve s.c. | mlđ. Kč 2010 | 2856 | 2978 | 2984 | 3242 | 3437 | 3593 | 3791 | 3989 | 4191 | 4389 |
| | růst v % | 9,2 | 4,3 | 0,2 | 8,7 | 6,0 | 4,5 | 5,5 | 5,2 | 5,0 | 4,7 |
| Dovoz zboží a služeb ve s.c. | mlđ. Kč 2010 | 2661 | 2732 | 2734 | 3008 | 3212 | 3320 | 3496 | 3686 | 3873 | 4060 |
| | růst v % | 6,7 | 2,7 | 0,1 | 10,1 | 6,8 | 3,4 | 5,3 | 5,4 | 5,1 | 4,8 |
| Průměrná míra inflace (průměr roku) | průměr 2005=100 | 117,1 | 121,0 | 122,7 | 123,2 | 123,6 | 124,4 | 127 | 129 | 131,4 | 133,4 |
| | růst v % | 1,9 | 3,3 | 1,4 | 0,4 | 0,3 | 0,7 | 2,2 | 1,6 | 1,8 | 1,8 |
| Meziroční cenový index | v % p.a. | 101,9% | 103,3% | 101,4% | 100,4% | 100,3% | 100,7% | 102,2% | 101,6% | 101,8% | 101,8% |
| Deflátor HDP | průměr 2010=100 | 100 | 101,5 | 102,9 | 105,5 | 106,7 | 108 | 109,6 | 111,6 | 113,7 | 116 |
| | růst v % | 0,0 | 1,5 | 1,4 | 2,5 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,8 | 1,9 | 2,0 |
| Nezaměstnanost | prům. v tis.osob | 351 | 367 | 369 | 324 | 268 | 211 | 170 | 156 | 150 | 145 |
| Míra nezaměstnanosti | průměr v % | 6,7 | 7,0 | 7,0 | 6,1 | 5,1 | 4,0 | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 2,7 |
| Zaměstnanost | prům. v tis.osob | 4872 | 4890 | 4937 | 4974 | 5042 | 5139 | 5209 | 5229 | 5247 | 5265 |
| | růst v % | 0,4 | 0,4 | 1,0 | 0,8 | 1,4 | 1,9 | 1,4 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| Průměrná hrubá měsíční mzda - Nomináln | Kč | 24455 | 25067 | 25035 | 25768 | 26591 | 27575 | 28900 | 30400 | 31700 | 33000 |
| | růst v % | 2,5 | 2,5 | -0,1 | 2,9 | 3,2 | 3,7 | 4,9 | 5,2 | 4,3 | 4,1 |
| Průměrná hrubá měsíční mzda - Reálná | Kč 2005 | 20884 | 20717 | 20403 | 20916 | 21514 | 22166 | 22800 | 23600 | 24200 | 24800 |
| | růst v % | 0,6 | -0,8 | -1,5 | 2,5 | 2,9 | 3,0 | 2,6 | 3,6 | 2,5 | 2,5 |
| Saldo běžného účtu | mlđ. Kč | -89 | -142 | -85 | -63 | -22 | 8 | 11 | 53 | 34 | 43 |
| | % HDP | -2,3 | -3,6 | -2,1 | -1,6 | -0,5 | 0,2 | 0,2 | 1,1 | 0,7 | 0,8 |
| Saldo kapitálového účtu | mlđ. Kč | 51 | 38 | 13 | 53 | 82 | 32 | 102 | 54 | 42 | 50 |
| | % HDP | 1,3 | 0,9 | 0,3 | 1,3 | 2,0 | 0,7 | 2,2 | 1,1 | 0,8 | 1,0 |
| Nominální měnový kurz CZK / EUR | roční průměr | 24,59 | 25,14 | 25,97 | 27,53 | 27,28 | 27,03 | 26,4 | 25,6 | 25,1 | 24,6 |
| | zhodnocení v % | 2,9 | -2,2 | -3,2 | -5,7 | 0,9 | 0,9 | 2,6 | 3,1 | 1,9 | 1,9 |
| Nominální měnový kurz CZK / USD | roční průměr | 17,69 | 19,58 | 19,56 | 20,75 | 24,6 | 24,43 | 24,2 | 23,2 | 22,8 | 22,4 |
| | zhodnocení v % | 8,0 | -9,7 | 0,1 | -5,7 | -15,7 | 0,7 | 1,2 | 3,9 | 1,9 | 1,9 |
| PRIBOR 3M | v % p.a. | 1,19% | 1,00% | 0,46% | 0,36% | 0,31% | 0,29% | 0,40% | 0,70% | - | - |
| Dlouhodobé úrokové sazby | v % p.a. | 3,71% | 2,78% | 2,11% | 1,58% | 0,61% | 0,43% | 0,90% | 1,50% | - | - |

Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva financí ČR

14.2 Analýza odvětví

Následně bude provedena stručná analýza odvětví stavebnictví, resp. odvětví Výstavby budov v České republice, do něhož společnost FOUKAL, s.r.o. spadá. Také zde je využito dělení dle klasifikace CZ-NACE, jak tomu bylo v rámci finanční analýzy.

14.2.1 Velikost, charakteristika a atraktivita trhu

Charakteristika odvětví

Nejprve je nutné uvést specifikace samotného stavebního průmyslu. Stavebnictví obecně patří do odvětví s vysokou rizikovostí a nízkou výnosností. Rizikovost je dána jeho cykličností a nestálostí. Stavební společnost se nemůže spolehnout na současný růst a objem zakázek i v budoucnosti, jelikož poptávka po stavebních pracích (obchodní příležitosti ve stavebnictví) přichází ve vlnách (s periodou 5 až 10 let) a vyznačují se vysokou závislostí na celkové výkonnosti ekonomiky (na fázi ekonomického cyklu) a úrokových sazbách. Stavební sektor trpí zranitelností a velkými výkyvy spojenými s poklesem poptávky a je složité predikovat jeho vývoj. Z důvodu časové náročnosti výstavbových projektů je navíc těžké reagovat na tyto změny a oživení odvětví přichází s větším zpožděním. Říká se, že plánování na 5 let ve stavebnictví je jako věčnost (Sassine, 2004, s. 56) (Tomek, 1999, s. 14). Vývoj se navíc může lišit v různých specializovaných oblastech stavebnictví (bytová výstavba, komerční výstavba, inženýrské stavby a infrastruktura) a v soukromém či veřejném sektoru (Giresi, 2017).

Nízká ziskovost je dána nákladovou náročností odvětví, a především vysoce konkurenčním prostředím, které způsobuje snižování marží společností za účelem udržení konkurenceschopnosti. Hlavně v období ekonomického rozmachu se stavebnictví rozrůstá i z důvodu nevelkých bariér vstupu na trh. Naopak při ekonomické recesi spousta stavebních společností zbankrotuje. (Sassine, 2004, s. 56). V období krize jsou nejdříve postiženy středně velké společnosti, jelikož mývají nedostatečnou kapitálovou vybavenost a vysoké fixní náklady, které jsou spojené s vyšší správní režii a značnou vybaveností fixním majetkem a ohrožují její likviditu. Teprve potom se projeví existenční problémy u malých společností či živnostníků, kteří z důvodu absence výše uvedeného dosahují menší citlivosti na prvotní projev recese. Nejméně postižené bývají velké společnosti a holdingy z důvodu dostatečné kapitálové vybavenosti. Navíc mohou vylepšit svou pozici na úkor středně velkých společností. (Tomek, 1999, s. 14)

Velikost trhu

Celková produkce v odvětví je převzata z dat Ministerstva průmyslu a obchodu pro oddíl Výstavba budov (oddíl 41) pro celé území České republiky, která tvoří přibližně 1,5 % HDP.

Tabulka 24 Tržby v odvětví a podíl na trhu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| (v tis, v %) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby v odvětví | 69 241 046 | 68 237 701 | 68 056 291 | 64 349 509 | 55 060 499 |
| Tržby společnosti | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 |
| Tempo růstu trhu (odvětví) % | - | -1,4% | -0,3% | -5,4% | -14,4% |
| Podíl společnosti na trhu | 0,09% | 0,17% | 0,20% | 0,12% | 0,10% |

Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z minulých výsledků oceňované společnosti FOUKAL, s.r.o. je zřejmé, že dosahuje přibližně 0,14% podílu na trhu (Tabulka 24).

Atraktivita trhu

Konečné zhodnocení relevantního trhu je provedeno pomocí zhodnocení základních charakteristik odvětví, jak prezentuje Tabulka 25. Vybrané parametry jsou bodově ohodnoceny (1 až 9) podle toho, zda se jeví spíše negativní, pozitivní či průměrné v porovnání s ostatními odvětví či trhy.

Tabulka 25 Hodnocení atraktivity odvětví

| | Váha | Ocenění | | | | | | | | | Váha × Body | |
|--|-----------|-----------|---|---|--------|---|---|-----------|---|---|-------------|----|
| | | Negativní | | | Průměr | | | Pozitivní | | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | | |
| Velikost trhu | 2 | | | | | | ● | | | | | 10 |
| Růst trhu | 3 | | | | | | | | | ● | | 18 |
| Rentabilita odvětví | 2 | | | ● | | | | | | | | 6 |
| Regulace odvětví | 2 | | | | ● | | | | | | | 8 |
| Intenzita konkurence | 3 | | | | | | | | | ● | | 18 |
| Citlivost na změny hospodářského cyklu | 2 | | | ● | | | | | | | | 6 |
| Bariéry vstupu | 2 | | | | | ● | | | | | | 8 |
| Věrnost zákazníků | 1 | | | | | ● | | | | | | 4 |
| Vztahy s dodavateli | 1 | | | | | | | | | ● | | 5 |
| Inovační potenciál odvětví | 1 | ● | | | | | | | | | | 1 |
| Vliv prostředí | 2 | | | ● | | | | | | | | 6 |
| Celkem | 21 | | | | | | | | | | 90 | |

| | |
|----------------------|-----|
| Maximální počet bodů | 189 |
| Dosažené body | 90 |
| Dosažené hodnocení | 48% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Zvolené charakteristiky odvětví a jejich ohodnocení jsou následující:

- Velikost trhu: je uvažována průměrná velikost, při číselném vyjádření reprezentuje vybraný trh přibližně 1,5 % HDP České republiky.
- Růst trhu: i přes pokles odvětví v minulých letech, se očekává zlepšení, které je podloženo celkovým růstem makroekonomických ukazatelů.
- Rentabilita odvětví: pozemní stavitelství dosahuje obecně nižší ziskovosti než inženýrské stavby, nebo než obchod či služby.
- Regulace odvětví: celkově je stavebnictví velmi administrativně a legislativně upravováno a usměrňováno.
- Intenzita konkurence: vyskytuje se velké množství obdobných stavebních společností a jedná se o velice konkurenční prostředí.
- Citlivost na změny hospodářského cyklu: stavebnictví je celkově velmi ovlivněno výkyvy ekonomického cyklu, a přestože tento cyklus nemusí přímo kopírovat, je obdobím recese vždy zasaženo a trvá mu zotavení podstatně déle.
- Bariéry vstupu: uvažovány spíše průměrné, neboť je nutná alespoň minimální kapitálová vybavenost.

- Věrnost zákazníků: vzhledem ke specifičnosti produkce nelze v tomto odvětví hovořit o věrných opakujících se klientech, jako je tomu například ve službách.
- Vztahy se subdodavateli: jsou pro odvětví důležité z důvodu specializace většiny prací, nicméně jsou však uvažovány jako průměrné z důvodu velkého počtu a různosti subdodavatelské základny.
- Inovační potenciál odvětví: je hodnocen jako nízký v porovnání s jinými odvětvími (služby, IT apod.).
- Vliv prostředí: stavebnictví je velmi ovlivněno celkovým stavem ekonomiky, úrokovými sazbami, legislativou, vládními zásahy, poměry v území, cenami surovin apod.

Každý hodnocený parametr má stanovenou váhu vyjadřující jeho významnost. Jako rozhodující byly vybrány růst trhu a intenzita konkurence. Jednotlivé body jsou nejprve vynásobeny příslušnou vahou a následně sečteny, tím jsou získány celkové dosažené body. Podíl dosažených bodů a maximálního počtu dosažených bodů přináší hodnocení atraktivnosti trhu. Vybraný trh dosáhl celkem 90 bodů ze 189 možných a je tedy z hlediska atraktivnosti hodnocen okolo průměru (48 %). Tento údaj bude využit pro zhodnocení perspektivnosti oceňované společnosti v rámci strategické analýzy.

14.2.2 Vývoj trhu

Kromě charakteristických znaků a hodnocení odvětví je nezbytné zaměřit se na jeho vývoj. Minulý vývoj odvětví v letech 2011 až 2016 zobrazuje analýza dat převzatých od MPO (Tabulka 26). Pro úplnost jsou doplněny data o HDP z dat MF ČR. Je zřejmé, že i přes setrvalý růst HDP tržby v odvětví čím dál více klesaly, nejvíce se propadly v posledním roce. Jak již bylo uvedeno výše, relevantní trh tvoří průměrně 1,5 % HDP.

Tabulka 26 Minulý vývoj tržeb v odvětví

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| HDP v běžných cenách (tis. Kč) | 4 034 000 000 | 4 060 000 000 | 4 098 000 000 | 4 314 000 000 | 4 596 000 000 | 4 773 000 000 |
| HDP tempo růstu | 1,80% | 0,6% | 0,9% | 5,3% | 6,5% | 3,9% |
| Relevantní trh - Výstavba budov (tis. Kč) | 72 079 783 | 69 241 046 | 68 237 701 | 68 056 291 | 64 349 509 | 55 060 499 |
| Podíl na HDP | 1,8% | 1,7% | 1,7% | 1,6% | 1,4% | 1,2% |
| Tempo růstu trhu | 0,05% | -4,83% | -1,45% | -0,27% | -5,45% | -14,44% |
| Rozdíl růstu HDP a trhu | -2% | -5% | -2% | -6% | -12% | -18% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Budoucí vývoj odvětví (Tabulka 27) je predikován na základě analýzy makroekonomického prostředí, především vývoje hlavního ukazatele – HDP. Předpokládá se zachování souvislosti mezi vývojem celkového hospodářství ČR a vývojem odvětví výstavby budov. V následujících letech se tedy uvažuje podíl relevantního trhu na HDP ve výši 1,4 %, resp. 1,5 %. Tato hodnota je určena váženým průměrem, kdy váhy vyjadřují významnost období. V dalších letech se odhaduje nárůst na 1,5 %. Jelikož se však objevoval především v posledních letech nesoulad mezi vývojem HDP a vývojem odvětvím, musí být projekce tržeb upravena o tuto skutečnost. Odhadovaný rozdíl mezi vývojem HDP a vývojem trhu je v roce 2016 stanoven opět váženým průměrem na výši 10 % v neprospěch trhu s následujícím poklesem v dalších letech.

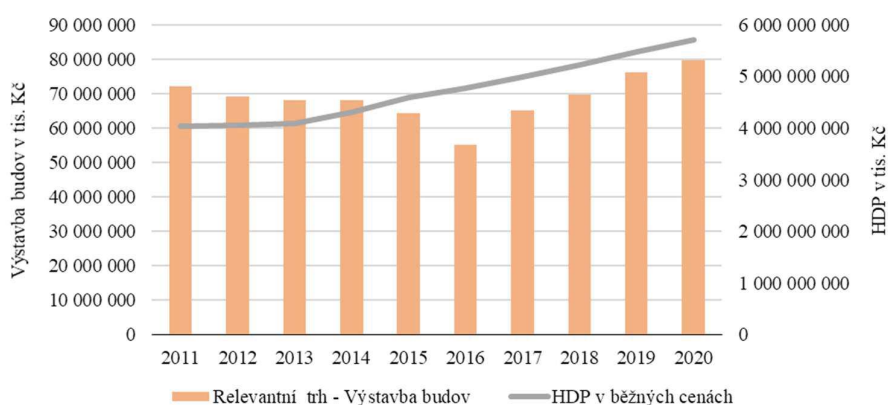
Tabulka 27 Predikce vývoje tržeb v odvětví

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| HDP v běžných cenách (tis. Kč) | 4 993 000 000 | 5 234 000 000 | 5 472 000 000 | 5 711 000 000 |
| HDP tempo růstu | 4,6% | 4,8% | 4,5% | 4,4% |
| Relevantní trh - Výstavba budov (tis. Kč) | 65 049 819 | 69 765 388 | 76 334 400 | 79 668 450 |
| Podíl na HDP | 1,4% | 1,4% | 1,5% | 1,5% |
| Tempo růstu trhu | 18,14% | 7,25% | 9,42% | 4,37% |
| Rozdíl růstu HDP a trhu | -10% | -8% | -7% | -7% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak je zřejmé, v roce 2017 je odhadován obrat ve vývoji tržeb odvětví, kdy se uvažuje návrat na výši před rokem 2016, který byl v celém sledovaném období nejhorší (Graf 29). Růst bude pokračovat i v následujících letech ovšem mnohem menším tempem. Je nutné zmínit, že se pro účely ocenění v rámci této predikce nepředpokládají žádné velké změny vnějších podmínek (současná politika vlády bude pokračovat podobným směrem, neočekávají se právní a daňové změny v této oblasti).

Graf 29 Minulý a odhadovaný vývoj tržeb v odvětví



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

15 Strategická analýza

Pro sestavení finančního plánu je nezbytné provést kromě předešlých analýz také zhodnocení společnosti ze strategického hlediska.

Nejprve se zaměří hodnocení na základní parametry oceňované společnosti FOUKAL, s.r.o. ve vztahu ke klíčovým vlivům odvětví, jenž bylo prezentováno v předešlé kapitole. **Zákazníci** společnosti jsou převážně soukromí klienti. Společnost působí v celé České republice, především v Praze a Středních Čechách. V minulé kapitole bylo zjištěno, že společnost zaujímá 0,14% podíl v odvětví Výstavba budov. Jak již bylo řečeno, stavebnictví je velmi **konkurenční** odvětví a podobných malých stavebních společností s obdobným zaměřením je v České republice celá spousta. Přímou konkurenci společnosti tedy tvoří menší stavební společnosti působící na českém stavebním trhu zabývající se výstavbou bytových a nebytových staveb. Existuje také možná hrozba, že v souvislosti se současným zotavováním hospodářství bude počet konkurentů ještě narůstat. Vztahy s **dodavateli** jsou pro oceňovatele neznámé. Z hlediska vysoké konkurence i v oblasti výroby stavebních materiálů a subdodavatelů, je jasné, že společnost se nemusí spoléhat na úzký okruh dodavatelů. Dobré vztahy jsou však velmi důležité pro současnou i budoucí hodnotu společnosti. Co se týká splatnosti závazků, společnost se v minulosti držela na nižších hodnotách, než je běžné v odvětví a neměla žádné závazky po splatnosti. Vztahy s **klienty** jsou pro oceňovatele rovněž neznámé, ovšem lze předpokládat, že za velmi dlouhou dobu působení by se negativní zkušenosti podepsali na výkonosti stavební společnosti. Tudíž předpokládáme pozitivní přístup společnosti ke klientům a naopak.

15.1 Analýza potenciálu a konkurenční síly

Předcházející kapitola byla zaměřena na hodnocení vnějšího prostředí společnosti FOUKAL, s.r.o. Nyní je potřeba analyzovat její vnitřní potenciál, a to především konkurenční sílu determinující budoucí vývoj tržního podílu společnosti. Hodnocení je provedeno posouzením jednotlivých přímých a nepřímých faktorů, které vnitřní potenciál vytvářejí. Následující tabulka (Tabulka 28) zobrazuje dělení obou skupin faktorů a příslušné váhy určující jejich významnost. Každý faktor je ohodnocen bodovou stupnicí 1 až 7, kde nižší počet bodů signalizuje převahu nad konkurencí a naopak.

Přímé faktory, které jsou přímo vnímané zákazníkem, mají ve společnosti FOUKAL, s.r.o. následující hodnocení:

- 1) **Výrobky a služby** (5 b.): společnost poskytuje doplňující služby ve formě zákaznického servisu umožňujícího sledovat a spravovat veškeré dokumenty spojené s projektem, dále poskytuje zpracování projektové dokumentace spřátelenou projekční kanceláří, pronájem nemovitostí pro dočasné ubytování či dočasné uskladnění movitých věcí. Společnost získala certifikáty managementu jakosti ISO 9001.
- 2) **Cena** (3 b.): oceňovaná společnost dlouhodobě vykazuje vysokou ziskovou marži. Nízké náklady na reklamace na druhou stranu svědčí o kvalitních službách.
- 3) **Reklama** (3 b.): propagační činnost je nízká, což je ale v odvětví běžné.
- 4) **Celková image** (5 b.): vztahy s dodavateli a klienty jsou pro oceňovatele neznámé. Ovšem z důvodu více než 20letého působení společnosti na trhu lze usuzovat, že negativní zkušenosti by se v hospodářských výsledcích a na imagi společnosti již dávno projevíly.

- 5) **Výhody místa** (4 b.): výhoda může být spatřována ve strategickém umístění společnosti v hlavním městě, které nabízí nejvíce stavebních prací. Nevýhodou jsou celkově vyšší náklady v daném regionu (mzdy, pronájem, služby).

Tabulka 28 Diagram konkurenční síly a vnitřního potenciálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Kritéria | váhy | Profil konkurenční výhody | | | | | | | Body × váha | |
|--|-----------|---------------------------|---|-----------------------------|---|---|---------------------------|---|-------------------|------------|
| | | Konkurence má převahu | | Srovnatelné s konkurencí | | | Převaha nad konkurencí | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | | |
| PŘÍMÉ FAKTORY | | | | | | | | | | |
| 1) Výrobky a služby - kvalita, technická úroveň, servis a doplňkové služby | 2 | | | | | | | | | 10 |
| 2) Cenová úroveň, výše ziskové marže, vztah cena-kvalita | 3 | | | | | | | | | 9 |
| 3) Reklama - náklady, intenzita | 1 | | | | | | | | | 3 |
| 4) Celková image - vnímání zákazníky, dodavateli, vztah k zákazníkům | 2 | | | | | | | | | 10 |
| 5) Výhody místa | 1 | | | | | | | | | 4 |
| NEPŘÍMÉ FAKTORY | | | | | | | | | | |
| 6) Management společnosti | 1 | | | | | | | | | 4 |
| 7) Zaměstnanci | 1 | | | | | | | | | 5 |
| 8) Inovace, výzkum a vývoj | 1 | | | | | | | | | 3 |
| 9) DM a investice | 2 | | | | | | | | | 6 |
| 10) Finanční situace | 2 | | | | | | | | | 12 |
| Celkem | 16 | | | | | | | | | 66 |
| Maximální počet bodů | | | | | | | | | | 112 |
| Hodnocení | | | | | | | | | | 59% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Nepřímé faktory vytvářející podpůrné prvky lze u oceňované společnosti hodnotit následovně (podrobná analýza nepřímých faktorů je uvedena v Příloze 25):

- 6) **Management společnosti** (3,6 b.): tyto údaje jsou pro oceňovatele neznámé, jsou tedy uvažovány průměrné schopnosti tvořit strategie, průměrná úroveň stylu řízení a osobností vlastnosti vedoucích pracovníků. Naopak z důvodu malé velikosti společnosti se neočekává, že by společnost kladla důraz na dlouhodobé prognózy, řízení rizik a vícestrannost v oblasti rozhodování jako je tomu u větších společností.
- 7) **Zaměstnanci** (4 b.): společnost disponuje zkušenými, kvalifikovanými pracovníky a dále dbá na zvyšování jejich kvalifikace. Fluktuace zaměstnanců a prostředí společnosti je uvažováno jako srovnatelné s konkurencí. Vývoj produktivity byl vůči vývoji osobních nákladů v období růstu (2012 až 2014) velmi pozitivní, avšak v posledních letech produktivita klesala více než osobní náklady, proto je tedy zvoleno průměrné hodnocení. Společnost (kromě oddělení slaboproudých technologií) nedisponuje pracovníky se zvláštní odborností a není tedy na nich závislá.
- 8) **Inovace, výzkum a vývoj** (3 b.): společnost nevykazuje žádnou činnost v oblasti inovací a vývoje, to je však u takto malých stavebních společností běžné.
- 9) **Dlouhodobý majetek a investice** (3,4 b.): společnost dostatečně využívá své kapacity a dbá na údržbu majetku. Vybavenost majetkem je hodnocena jako průměrná, vzhledem k velikosti společnosti však nelze předpokládat jeho vysokou technickou úroveň či vysokou úroveň investičního rozhodování a investorského controllingu. Stáří majetku až do roku 2014 rostlo (odepsáno 52 %), díky novým investicím v posledních letech se však opotřebení majetku snížilo pod 40 %.

- 10) **Finanční situace** (6 b.): jak bylo zhodnoceno v kapitole finanční analýzy, společnost je finančně zdravá a celkově dosahuje lepších finančních ukazatelů než relevantní trh.

Celkový počet dosažených bodů je 66 ze 112 možných, což odpovídá 59 %. Konkurenční sílu oceňované společnosti lze hodnotit jako mírně nad průměrem odvětví, resp. ostatních konkurentů. Tomu odpovídá i vývoj tržního podílu v minulých letech, který vykázal vysoký nárůst v letech 2012 až 2014 a mírný propad v minulém roce.

15.2 Hodnocení perspektivnosti společnosti

Z předešlých analýz odvětví a konkurenčního prostředí je provedeno hodnocení perspektivnosti společnosti pomocí matice. První faktor hodnocení tvoří atraktivita odvětví, která byla zhodnocena jako střední (48 %). Druhým parametrem je výše určená konkurenční síla společnosti, jež je odhadována na hodnotu 59 % a opět se pohybuje ve středním rozmezí. Společnost FOUKAL, s.r.o. se nachází v sektoru „Společnosti s přijatelnou perspektivou“ a jedná se tedy o společnost se středně dobrým potenciálem z hlediska budoucího vývoje, jak zobrazuje Tabulka 29.

Tabulka 29 Hodnocení perspektivnosti společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | | | | | |
|------------------|-----------|---------|--|--|---|
| KONKURENČNÍ SÍLA | 76 – 100% | Velká | Společnosti, které by měly změnit zaměření svého podnikání (3) | Společnosti s dobrou perspektivou (2) | Společnosti s jednoznačnou perspektivou (1) |
| | 33 – 76% | Střední | Společnosti, které by měly změnit zaměření svého podnikání (6) | Společnosti s přijatelnou perspektivou (5) | Společnosti s dobrou perspektivou (4) |
| | 0 – 33% | Malá | Společnosti téměř bez perspektivy (9) | Společnosti s malou perspektivou (8) | Společnosti s omezenou perspektivou (7) |
| | | | Nízká | Střední | Vysoká |
| | | | ATAKTRIVITA TRHU | | |
| | | | 0 – 33% | 33 – 76% | 76 – 100% |
| | | | Atraktivita trhu | | 48% |
| | | | Konkurenční síla | | 59% |

Zdroj: Vlastní zpracování

15.3 SWOT analýza

Jelikož již byla provedena zhodnocení vnějšího a vnitřního prostředí společnosti, je možné určit nejvýznamnější příležitosti a hrozby, které přináší oborové okolí a makrookolí společnosti, a zároveň

klíčové silné a slabé stránky, které společnost vykazuje. Souhrn těchto závěrů je uveden v Grafu 30, který je sestaven formou SWOT analýzy.

Graf 30 SWOT analýza společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Silné stránky | Slabé stránky |
|--|---|
| finanční situace historie a image společnosti kvalifikovaní zaměstnanci výhoda místa podpůrné služby diverzifikace činnosti | pokles tržeb v posledních letech závislost na majiteli velikost společnosti reklama a inovace |
| Příležitosti | Hrozby |
| hospodářský růst nová výstavba více prací i v jiných regionech či zahraničí | vstup nových konkurentů nedostatek kvalifikovaných zaměstnanců pokles výstavby z důvodu regulace státu nedostatečná subdodavatelská základna |

Zdroj: Vlastní zpracování

Za konkurenční výhody, a tedy **silné stránky** společnosti lze pokládat:

- dobrou finanční situaci
- dlouhou historii společnosti a její image
- kvalifikované zaměstnance a péči o ně
- umístění společnosti v hlavním městě
- poskytování podpůrných služeb klientům
- rozvoj dílčích činností společnosti (slaboproudé systémy, truhlářství, developerská činnost).

Naopak konkurenční nevýhody, resp. **slabé stránky** jsou viděny v:

- poklesu tržeb v minulých letech,
- závislosti na majiteli společnosti,
- malé velikosti společnosti,
- nízké činnosti v oblasti propagace a inovací.

Příležitosti, které dané okolí nabízí jsou:

- hospodářský růst v současném období a prognózovaný i v následujících letech,
- nutnost nové výstavby a poptávka po ni, příp. rekonstrukcí stávajících objektů,
- získání více zakázek mimo Prahu a Střední Čechy, popřípadě i v zahraničí (Slovensko).

Naopak **hrozby**, které musí být v odvětví brány v úvahu jsou:

- vstup nových konkurentů podpořený příznivou ekonomickou situací,
- nedostatek či fluktuace zkušených a kvalifikovaných zaměstnanců,
- přílišná regulace státu v oblasti výstavby,
- nedostatek či zahlcení kapacit subdodavatelů.

15.4 Riziko

Riziko u společnosti FOUKAL, s.r.o. je posouzeno pomocí ukazatele provozní a finanční páky (Tabulka 30).

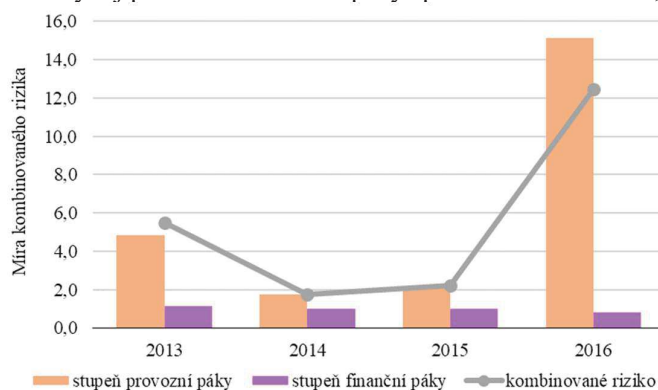
Tabulka 30 Provozní a finanční riziko společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Průměr |
|-------------------------------|------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| stupeň provozní páky | - | 4,82 | 1,77 | 2,18 | 15,14 | 5,98 |
| změna EBIT (bez vlivu rezerv) | - | 3,95 | 0,23 | -0,93 | -4,44 | |
| změna tržeb | - | 0,82 | 0,13 | -0,43 | -0,29 | |
| stupeň finanční páky | - | 1,14 | 1,00 | 1,01 | 0,82 | 0,99 |
| změna VH za běžnou činnost | - | 11,27 | 0,27 | -1,06 | -14,37 | |
| změna EBIT | - | 9,92 | 0,27 | -1,05 | -17,46 | |
| kombinované riziko | - | 5,48 | 1,77 | 2,20 | 12,46 | 5,48 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Míra finančního rizika, definovaná pomocí stupně finanční páky, se pohybuje okolo hodnoty 1,0. Tento výsledek signalizuje, že změna provozního zisku EBIT vyvolá stejnou změnu výsledku hospodaření za běžnou činnost. Míra provozního rizika, určená dle stupně provozní páky, dosahuje výrazně vyšších hodnot, především v posledním roce. Pro větší přesnost byla odstraněn vliv rezerv (ve výpočtu finanční páky se vliv rezerv vzájemně vyruší, neboť ovlivňuje jak EBIT, tak VH za běžnou činnost). Průměrně lze říci, že 1% změna tržeb vyvolá 6% růst provozního zisku. Toto je pozitivní při růstu tržeb, stejný vztah však platí v případě poklesu tržeb (1% pokles tržeb se projeví v 6% pokles EBITu). Kombinované riziko je součinem obou předešlých rizik.

Graf 31 Vývoj provozní a finanční páky společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Z pohledu vývoje (Graf 31) lze pozorovat nárůst provozního rizika v posledním sledovaném roce. Finanční riziko je naopak mírně klesající.

15.5 Růst společnosti

Pro sestavení finančního plánu a výnosové ocenění společnosti je nevyhnutelné určit tempo růstu tržeb v budoucích letech. Výchozí průměrný odhad je na základě minulých historických dat a provedených analýz vnitřního a vnějšího prostředí stanoven na hodnotě 10 %. Tento odhad musí být ověřen pomocí tzv. dlouhodobě udržitelného tempa růstu, který se určí jako součin předpokládané rentability a dlouhodobě únosné míry investic, jak zobrazuje Tabulka 31.

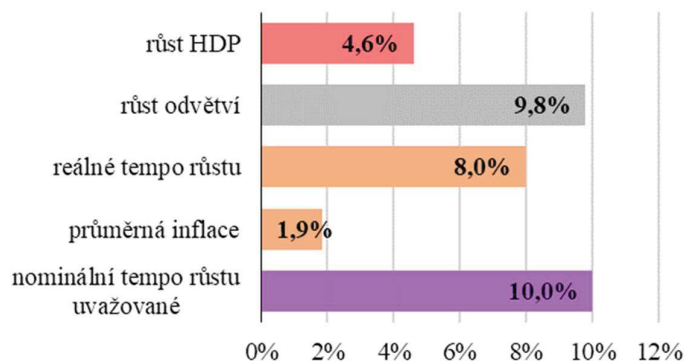
Tabulka 31 Ověření tempa růstu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | |
|--|--------------|
| předpokládaná rentabilita (ROE) | 14% |
| podíl výplat podílů na zisku | 18% |
| dlouhodobě únosná míra investic | 82% |
| dlouhodobě dosažitelné tempo růstu g^* | 11% |
| relativní přírůstek VK | 11% |
| nominální tempo růstu uvažované | 10,0% |
| průměrná inflace | 1,9% |
| reálné tempo růstu | 8,0% |
| růst odvětví | 9,8% |
| růst HDP | 4,6% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Ve výpočtu jsou použité průměrné hodnoty z finančního plánu společnosti (2017 až 2020), který bude představen v následující kapitole (kapitola 16). Udržitelné tempo růstu (g^*), kterého může oceňovaná společnost dosahovat je 11 %. Při tomto tempu růstu společnosti nevzniká dodatečná potřeba cizích zdrojů financování a společnost roste jen pomocí svého vlastního kapitálu. Výchozí odhad 10 % je tedy správný a bude použit jako základ pro ocenění. Bez zohlednění vlivu inflace, jejíž průměrná míra se odhaduje na 1,9 %, je reálné tempo růstu 8 %. Pro porovnání je v Grafu 32 zobrazen také predikovaný průměrný růst HDP dle MF ČR a odhadem predikovaný průměrný růst odvětví v letech 2017 až 2020.

Graf 32 Tempo růstu společnosti FOUKAL, s.r.o. v souvislosti s růstem HDP a odvětvím



Zdroj: Vlastní zpracování

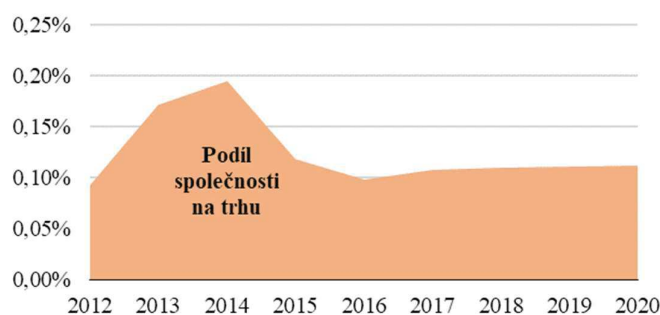
15.6 Generátory hodnoty

Generátory hodnoty určují předpoklady k tvorbě hodnoty společnosti a tvoří základ pro sestavení finančního plánu. Pomocí minulých výsledků budou v následujícím textu predikovány výše těchto generátorů. Jedná se o tržby, ziskovou marži, pracovní kapitál a dlouhodobý majetek.

Prognóza tržeb

Tržby společnosti jsou predikovány na základě jejich minulého vývoje a dosažené výše, dále také z analýzy vývoje trhu (odvětví) a tržního podílu společnosti.

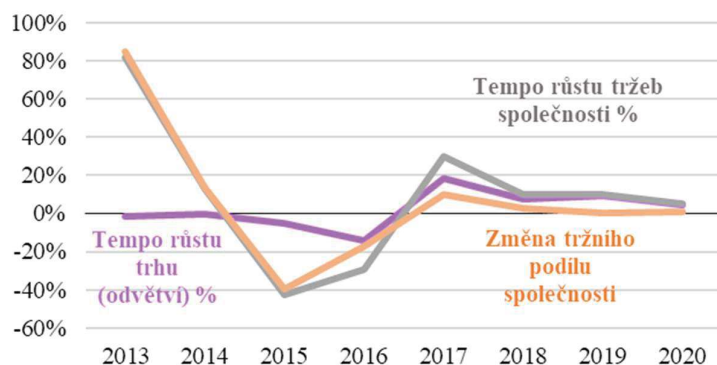
Graf 33 Minulý a odhadovaný tržní podíl společnosti FOUKAL, s.r.o.

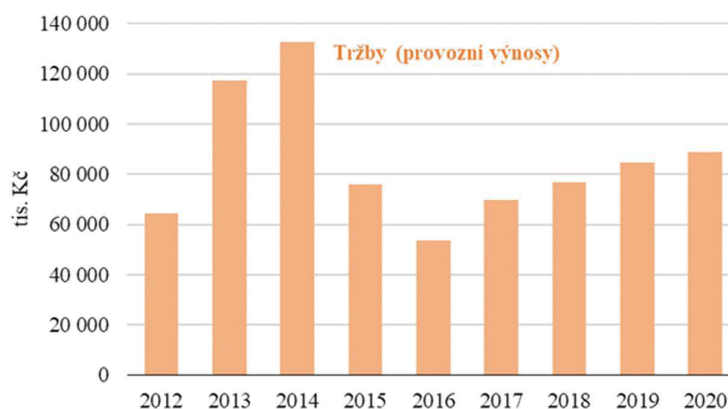


Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo **růstu tržeb** je odvozeno z vývoje tržního podílu společnosti a odhadovaného vývoje v odvětví z analýzy odvětví vynásobením těchto dvou veličin. V letech 2017 až 2020 je očekáváno, že společnost bude dosahovat 0,11% tržního podílu (Graf 33). Reálnost vypočteného tržního podílu je podložena analýzou konkurenční síly. Zde je předpokládán drobný náskok nad konkurenty (konkurenční síla 59 %), a tudíž možnost budoucího mírného růstu tržního podílu.

Graf 34 Odhadovaný vývoj tržeb a tržního podílu společnosti FOUKAL, s.r.o.





Zdroj: Vlastní zpracování

Průměrný růst tržeb je prognózován ve výši 30 % v prvním roce, 10 % v dalších letech a 5 % v roce 2020 (Graf 34). V porovnání s minulým vývojem je tento růst reálný, jelikož bylo již v minulosti dosaženo mnohem vyššího růstu (17 % či 20 %). Společnost může růst rychleji než celý trh, pokud bude zvyšovat svůj podíl na trhu. Jelikož se u společnosti FOUKAL, s.r.o. počítá s mírným růstem tržního podílu, vyšší nárůst tržeb společnosti oproti odvětví tomuto odpovídá. V české ekonomice se dle výhledů MF ČR očekává v letech 2016 až 2020 růst s mírnou klesající tendencí od 3,1 % do 2,3 % ve stálých cenách, od 4,8 % do 4,4 % v běžných cenách se zahrnutím inflace (nominální vyjádření). U oceňované společnosti a relevantního trhu je předpokládán odvažnější odhad růstu, neboť v minulých letech bylo odvětví oproti HDP v poklesu a lze očekávat jeho oživení a drobné vyrovnání tohoto rozdílu v následujících letech.

Odhadované **výše tržeb** jsou vypočteny vynásobením tržeb minulého roku a predikovaného tempa růstu (Tabulka 32).

Tabulka 32 Minulé a predikované tržby společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Minulost | | | | | Plán | | | |
|--|---------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| (v tis, v %) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Tržby v odvětví | 69 241 046 | 68 237 701 | 68 056 291 | 64 349 509 | 55 060 499 | 65 049 819 | 69 765 388 | 76 334 400 | 79 668 450 |
| Tržby společnosti | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 | 69 836 | 76 820 | 84 502 | 88 727 |
| Tempo růstu trhu (odvětví) % | - | -1,4% | -0,3% | -5,4% | -14,4% | 18,14% | 7,25% | 9,42% | 4,37% |
| Podíl společnosti na trhu | 0,09% | 0,17% | 0,20% | 0,12% | 0,10% | 0,11% | 0,11% | 0,11% | 0,11% |
| Index změny tržního podílu společnosti | - | 1,85 | 1,13 | 0,61 | 0,83 | 1,10 | 1,03 | 1,01 | 1,01 |
| Index růstu tržeb společnosti | - | 1,82 | 1,13 | 0,57 | 0,71 | 1,30 | 1,10 | 1,10 | 1,05 |
| Tempo růstu tržeb společnosti % | - | 0,82 | 0,13 | -0,43 | -0,29 | 0,30 | 0,10 | 0,10 | 0,05 |
| Průměrné tempo růstu % | 6% | | | | | 14% | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza ziskové marže

Vedle velikosti tržeb je pro účely ocenění nezbytné odhadnout i vývoj ziskové marže, která je dána poměrem provozního výsledku hospodaření před zdaněním a celkových provozních výnosů. Minulé hodnoty jsou vypočteny na základě účetních výkazů. Budoucí výši ziskové marže lze predikovat 2 způsoby: shora a zdola. Pro ověření správnosti budou provedeny oba způsoby.

1. **Prognóza shora:** Z minulých hodnot ziskové marže je predikována její průměrná výše, jak zobrazuje následující tabulka (Tabulka 33). V minulých letech vykazovala zisková marže výraznou růstovou tendenci s meziročním nárůstem až 23 %. Výjimkou je rok 2015, kdy došlo nepatrnému poklesu. Lze očekávat, že podobných pozitivních hodnot bude dosahovat společnost i v budoucnu. Zisková marže je v letech 2017 až 2020 predikována jako stabilní ve výši 10 %.

Tabulka 33 Prognóza ziskové marže shora

| (v tis, v %) | Minulost | | | | | Plán | | | |
|---------------------------------------|---------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Zisková marže (provozní) | 2% | 11% | 12% | -1% | 23% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Tržby (provozní výnosy) | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 | 69 836 | 76 820 | 84 502 | 88 727 |
| Index růstu tržeb (provozních výnosů) | 1,00 | 1,82 | 1,13 | 0,57 | 0,71 | 1,30 | 1,10 | 1,10 | 1,05 |

Zdroj: Vlastní zpracování

2. **Prognóza zdola:** Tento přístup nejprve určuje jednotlivé položky nákladů v agregované formě dle poměru k predikovaným tržbám (Tabulka 34).

Tabulka 34 Prognóza ziskové marže zdola

| (v tis. Kč, %) | Minulost | | | | | Plán | | | |
|---|---------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Výkonová spotřeba | | | | | | | | | |
| Výkonová spotřeba a n. na prodané zboží - % z tržeb | 84% | 81% | 80% | 89% | 90% | 82% | 82% | 82% | 82% |
| Výkonová spotřeba a n. na prodané zboží celkem | 54 177 | 94 552 | 105 526 | 67 312 | 48 245 | 56 916 | 62 608 | 68 869 | 72 312 |
| Roční tempo růstu | - | 75% | 12% | -36% | -28% | 18% | 10% | 10% | 5% |
| Průměrné tempo růstu | 5% | | | | | 11% | | | |
| Průměrná inflace | 1,2% | | | | | 1,9% | | | |
| Osobní náklady | | | | | | | | | |
| Index růstu průměrných mezd | - | 1,34 | 1,18 | 0,84 | 1,04 | 1,01 | 1,01 | 1,01 | 1,01 |
| Osobní náklady - % z tržeb | 8% | 5% | 5% | 8% | 12% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Osobní náklady - celkem | 5 280 | 5 438 | 6 963 | 6 071 | 6 305 | 4 585 | 5 043 | 5 548 | 5 825 |
| Roční tempo růstu | - | 3% | 28% | -13% | 4% | -27% | 10% | 10% | 5% |
| Průměrné tempo růstu | 6% | | | | | -1% | | | |
| Odpisy | | | | | | | | | |
| Odpisy - % z tržeb | 2,5% | 1,4% | 1,2% | 1,1% | 5,2% | 1,8% | 1,8% | 1,8% | 1,8% |
| Odpisy - celkem | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 | 1 257 | 1 383 | 1 521 | 1 597 |
| Ostatní provozní náklady | | | | | | | | | |
| Ostatní náklady - % z tržeb (bez rezerv) | 0,7% | 0,8% | 0,4% | 0,8% | 1,2% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Ostatní náklady - celkem | 449 | 966 | 529 | 590 | 645 | 419 | 461 | 507 | 532 |
| Ostatní neprovozní náklady | | | | | | | | | |
| Ostatní náklady - % z tržeb | 0,5% | 2,2% | 2,4% | 0,2% | 4,5% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Ostatní náklady - celkem | 332 | 2 574 | 3 233 | 187 | 2 400 | 1 397 | 1 536 | 1 690 | 1 775 |
| Náklady celkem | 61 855 | 105 208 | 117 867 | 74 961 | 60 400 | 64 574 | 71 031 | 78 134 | 82 041 |
| Tržby (provozní výnosy) | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 | 69 836 | 76 820 | 84 502 | 88 727 |
| Náklady provozní | 61 523 | 102 634 | 114 634 | 74 774 | 58 000 | 63 177 | 69 495 | 76 444 | 80 267 |
| Zisková marže (provozní) | 5% | 13% | 14% | 2% | -8% | 10% | 10% | 10% | 10% |

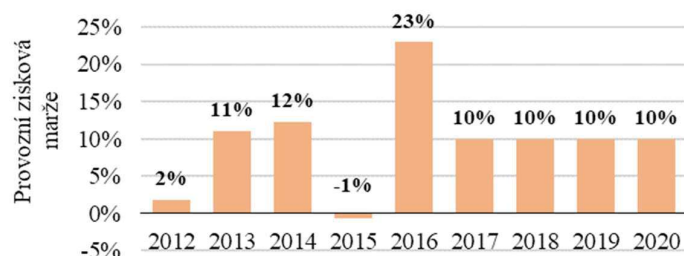
Zdroj: Vlastní zpracování

Pro zjednodušení se tyto podíly předpokládají neměnné během celého predikovaného období. Rozhodující výkonová spotřeba a náklady na prodané zboží v minulosti rostly pomaleji než tržby. V letech 2017 až 2020 se uvažuje větší stálost těchto nákladů s průměrným růstem 11 %. V porovnání s růstem tržeb je tato hodnota opět nižší a je o 9 % vyšší než průměrná

inflace (1,9 %). Podíl výkonové spotřeby (a nákladů na prodané zboží) na tržbách se predikuje jako neměnný ve výši 82 %. Osobní náklady se vyvíjejí jen s malými změnami. Pro prognózy se neuvažuje navyšování počtu zaměstnanců. Je však zohledněn předpokládaný všeobecný růst mezd. Osobní náklady jsou ve všech letech odhadovány jako 7 % z provozních tržeb. Výše odpisů souvisí s plánováním investiční činnosti, která je popsána níže. Odpisy jsou plánovány jako během celého období ve výši 1,8% podílu tržeb na základě minulého vývoje. Stejně tak tomu je u ostatních, ať už provozních či neprovozních, nákladů. Na závěr je z celkových odhadovaných provozních nákladů a již předem predikovaných tržeb vypočtena neměnná zisková marže ve výši 10 %.

Z obou prognóz je tedy získána stejná hodnota ziskové marže pro nacházející roky 2017 až 2020 (Graf 35). Tím je ověřena její reálnost.

Graf 35 Minulý a odhadovaný vývoj ziskové marže společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza pracovního kapitálu

Analýza jednotlivých položek pracovního kapitálu, jejich doby obratu a ukazatelů likvidity je provedena v rámci finanční analýzy (viz kapitola 13). Predikce jednotlivých položek pracovního kapitálu je provedena dle jejich odhadnutých dob obratu a minulé a požadované výše okamžité likvidity (Tabulka 35).

Tabulka 35 Odhady doby obratu a okamžité likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Minulost | | | | | Plán | | | |
|---|---------------------------|------|------|-------|------|---------|------|------|------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Zásoby - doba obratu z tržeb [dny] | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pohledávky krátkodobé - doba obratu z tržeb [dny] | 22,7 | 31,5 | 81,7 | 206,8 | 78,3 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| Krátkodobé závazky - doba obratu z tržeb [dny] | 41,0 | 19,1 | 24,5 | 87,4 | 43,7 | 50 | 50 | 45 | 45 |
| Okamžitá likvidita | 1,65 | 2,40 | 1,03 | -0,03 | 1,23 | 1,26 | 1,26 | 1,26 | 1,26 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Zásoby se i nadále jako v celém minulém období uvažují nulové. Doba obratu pohledávek je odhadována na průměrných 80 dní, doba obratu závazků se v prvních letech uvažuje okolo 50 dní

s následujícím poklesem na 45 dní. Okamžitá likvidita se odhaduje jako průměr minulých let na 1,26, což se je dokonce nad hranici doporučených hodnot. Ověření výše krátkodobého finančního majetku je provedeno plánovaným peněžním tokem ve výkazu CF (viz kapitola 16). Krátkodobé bankovní úvěry a položky časového rozlišení jsou uvažovány neměnné ve výši posledního roku 2016. Výpočet prognózovaného pracovního kapitálu zobrazuje následující tabulka (Tabulka 36). Nadále se očekává kladná hodnota tohoto ukazatele.

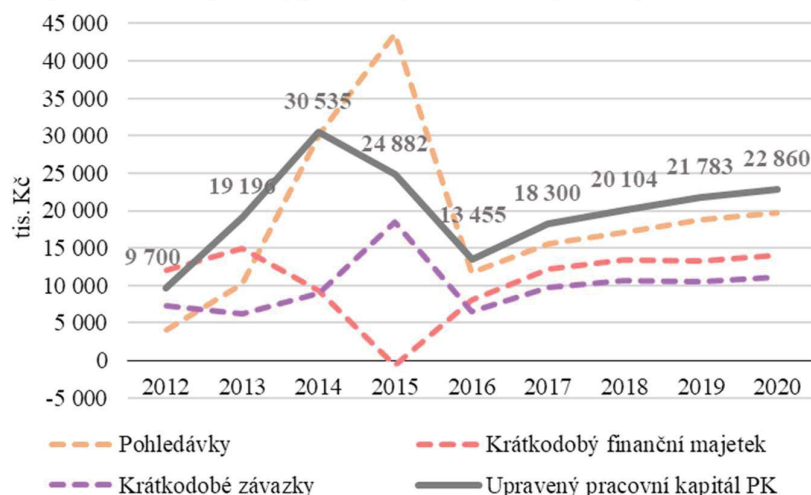
Tabulka 36 Prognóza pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| (v tis. Kč) | Minulost | | | | | Plán | | | |
|-------------------------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Pohledávky | 4 065 | 10 264 | 30 137 | 43 659 | 11 677 | 15 519 | 17 071 | 18 778 | 19 717 |
| Zásoby | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Krátkodobý finanční majetek | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 | 8 033 | 12 221 | 13 443 | 13 309 | 13 974 |
| Časové rozlišení aktivní | 898 | 235 | 135 | 290 | 259 | 259 | 259 | 259 | 259 |
| - Krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 | 9 699 | 10 669 | 10 563 | 11 091 |
| - Časové rozlišení pasivní | 11 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Upravený pracovní kapitál PK | 9 700 | 19 196 | 30 535 | 24 882 | 13 455 | 18 300 | 20 104 | 21 783 | 22 860 |
| Průměrné tempo růstu | - | 97,9% | 59,1% | -18,5% | -45,9% | 36,0% | 9,9% | 8,4% | 4,9% |
| $\Delta PK / \Delta T$ (k_{PK}) | - | 1,19 | 4,50 | 0,43 | 1,57 | 1,20 | 0,99 | 0,84 | 0,99 |
| průměr k_{PK} | 1,92 | | | | | 1,00 | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Co se týká vývoje (Graf 36), v minulosti bylo dosahováno kladného pracovního kapitálu, který zaznamenal mírný pokles v posledním roce. Rostoucí tržby a mírné prodloužení doby úhrady závazků a inkasa pohledávek v letech 2017 až 2020 vyústí v každoroční růst pracovního kapitálu. V porovnání s tržbami (ukazatel náročnosti pracovního kapitálu na tržbách k_{PK}) rostl pracovní kapitál v minulosti dvakrát rychleji než tržby, pro období 2017 až 2020 se však odhaduje stejný růst jako u tržeb.

Graf 36 Minulý a odhadovaný vývoj položek pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza dlouhodobého majetku

Prognóza investic do dlouhodobého majetku je založena na investiční náročnosti (Tabulka 37), která je definována jako poměr čistého přírůstku dlouhodobého majetku nutného na korunu tržeb. Předpokládá se stejný vývoj celkové investiční náročnosti (3 %), dle kterého je odhadnuta výše čistých investic v následujících letech 2017–2020. Součtem hodnot dlouhodobého majetku v předešlém roce a plánovaných čistých investic lze získat odhadovanou hodnotu dlouhodobého majetku v daném roce. Investice do neprovozního majetku se neuvažují a jelikož současný neprovozní majetek je ve formě pozemku, není ani odepisován. Odpisy dlouhodobého majetku vycházejí z minulých hodnot a jsou stanoveny jako 1,8 % z tržeb společnosti. Oceňovaná společnost má účetní odpisy totožné s daňovými. Součtem odpisů a netto investic jsou získány hrubé investice.

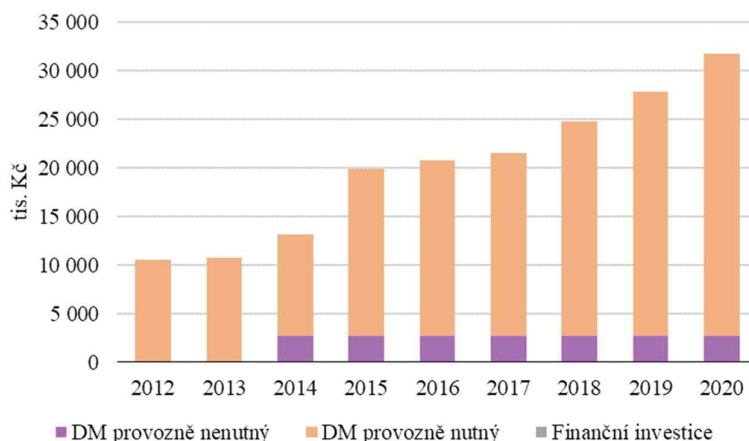
Tabulka 37 Prognóza dlouhodobého majetku společnosti FOUKAL, s.r.o.

| (v tis. Kč, v %) | Minulost | | | | | Plán | | | |
|--|---------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Odpisy | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 | 1 257 | 1 383 | 1 521 | 1 597 |
| Investice do DM (provozně nutný) netto | -292 | 225 | -351 | 6 713 | 953 | 676 | 3 288 | 3 015 | 3 961 |
| Investice do DM brutto | 1 325 | 1 903 | 1 265 | 7 514 | 3 758 | 1 933 | 4 671 | 4 536 | 5 558 |
| Obrat | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 | 69 836 | 76 820 | 84 502 | 88 727 |
| Investice netto/ obrat | 2% | | | | | 3% | | | |
| Investice netto/ odpisy | -0,2 | 0,1 | -0,2 | 8,4 | 0,3 | 0,5 | 2,4 | 2,0 | 2,5 |
| DM | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 | 21 438 | 24 726 | 27 741 | 31 702 |
| DM provozně nenutný | 0 | 0 | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 |
| DM provozně nutný | 10 537 | 10 762 | 10 411 | 17 124 | 18 077 | 18 753 | 22 041 | 25 056 | 29 017 |
| Finanční investice | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza investičních výdajů vychází z předpokladu, že v prvním roce nedojde ani k prosté reprodukci (odpisy budou vyšší než investiční výdaje). Zatímco v následujících letech budou investice do dlouhodobého majetku přesahovat odpisy a bude udržena určitá úroveň každoroční modernizace, která se jeví jako možná z důvodu očekávaného růstu a současně vyššímu stáří majetku. Minulý a odhadovaný vývoj dlouhodobého majetku zobrazuje následující graf (Graf 37).

Graf 37 Minulý a odhadovaný vývoj dlouhodobého majetku společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza financování

Prognóza financování představuje projekci vývoje vlastního a cizího kapitálu (Tabulka 38).

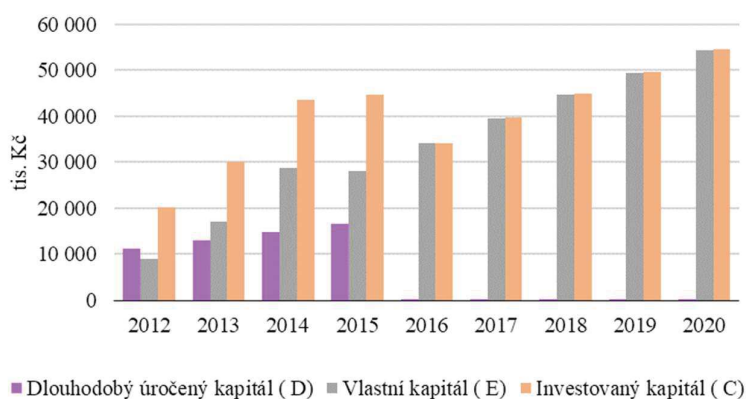
Tabulka 38 Vývoj položek kapitálu

| (v tis. Kč, v %) | Minulost | | | | | Plán | | | |
|--|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | (výpočet dle skutečnosti) | | | | | (Odhad) | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Vlastní kapitál (E) | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 | 39 538 | 44 630 | 49 325 | 54 362 |
| Bankovní úvěry dlouhodobé | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rezervy | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dlouhodobé závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 206 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Dlouhodobý úročený kapitál (D) | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 206 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| Investovaný kapitál (C) | 20 237 | 29 958 | 43 631 | 44 691 | 34 217 | 39 738 | 44 830 | 49 525 | 54 562 |
| Investovaný kapitál (C) upravený o neprovozní majetek | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 | 37 053 | 42 145 | 46 840 | 51 877 |
| Vlastní kapitál (E) upravený o neprovozní majetek | 9 037 | 16 958 | 26 146 | 25 406 | 31 326 | 36 853 | 41 945 | 46 640 | 51 677 |
| Rentabilita investovaného kapitálu | 5,8% | 43,0% | 37,4% | -1,2% | 36,0% | 17,6% | 17,1% | 17,1% | 16,3% |
| Náklady kapitálu WACC | 7,6% | 9,1% | 8,6% | 8,0% | 11,5% | 12,4% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Hodnotové rozpětí | -1,8% | 34,0% | 28,8% | -9,2% | 24,5% | 5,2% | 4,4% | 4,3% | 3,5% |

Zdroj: Vlastní zpracování

V oblasti financování se neočekávají výrazné změny a úvěrové zatížení bude víceméně stejné jako v minulých letech. Veškeré investice do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu budou samofinancovány (tzn. z vlastních zdrojů). Nepředpokládá se žádná změna v položkách základního kapitálu a rezervních či kapitálových fondů. Pouze výsledky hospodaření budou zvyšovat souhrnnou položku vlastního kapitálu. S vyplacením podílů na zisku se díky vysokému akumulovanému zisku počítá v letech 2018, 2019 a 2020 (ve výši 1 mil. Kč, resp. 2. mil. Kč), tak jako tomu bylo v minulých letech. Co se týká dlouhodobých zdrojů (bankovní úvěry a dlouhodobé závazky), ty budou více méně neměnné oproti minulému roku. Tvorby rezerv se neplánují a zůstanou tedy na nulové výši. Úrokové náklady budou i nadále minimální. Minulý a odhadovaný vývoj cizího a vlastního kapitálu zobrazuje následující graf (Graf 38).

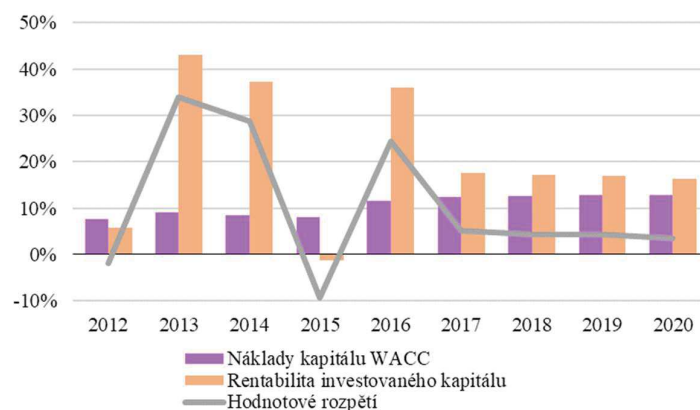
Graf 38 Minulý a odhadovaný vývoj položek kapitulu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro ověření reálnosti předpokladů je proveden výpočet rentability kapitálu jako poměru provozního výsledku hospodaření před zdaněním (EBIT) a součtu vlastního a cizího kapitálu (Graf 39). Výsledkem je průměrná rentabilita kapitálu ve výši 17 %. Při porovnání se zatím odhadnutými náklady kapitálu WACC (průměr 12,5 %) se jeví tato predikce přijatelná s dostatečným hodnotovým rozpětím (průměr 4,5 %).

Graf 39 Minulé a odhadované hodnotové rozpětí společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Takto odhadnuté generátory hodnoty jsou podkladem pro sestavení finančního plánu, kterému bude věnována následující kapitola.

16 Finanční plán a jeho finanční analýza

Finanční plán, jež představuje budoucí vývoj hospodaření společnosti, bude sestaven na období příštích čtyř let pro roky 2017 až 2020. Tato poměrně krátká doba je zvolena z důvodu problematického plánování ve stavebnictví. Finanční plán je zpracován výhradně z veřejně dostupných informací bez spolupráce s managementem společnosti a má formu plánovaných účetních výkazů – tj. rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow s vysvětlujícím komentářem. Veškeré hodnoty jsou uvedené v běžných cenách, tj. v nominálním vyjádření (se zohledněnou inflací). Je uvažována neměnná daňová politika se současnou 19% daní z příjmu právnických osob. Základem výpočtu jsou určené generátory hodnoty ze strategické analýzy uvedené v předešlé kapitole, dále se prognóza opírá o finanční analýzu a samozřejmě o analýzu makroekonomického a mikroekonomického odvětví. Finanční plán je založen na předpokladu budoucího soustavného růstu společnosti (10 %) s mírným zpomalením v dalších letech (5 %). Období po roce 2020 očekává zachování pokračujícího stavu posledního predikovaného roku.

Výkaz zisku a ztráty (Tabulka 39) vychází z prognózovaných tržeb a ziskové marže stanovené v minulé kapitole věnované generátorům hodnoty. Změny či tvorba rezerv a opravných položek se neplánují, jejich výše tedy zůstane stejná jako na konci roku 2016. Nákladové úroky jsou jako v minulých letech nulové. Finanční výsledek hospodaření zůstane i nadále v mírně záporných hodnotách a mimořádný výsledek hospodaření se neuvažuje. Jak bylo uvedeno výše, daňová sazba je za celé sledované období jak minulé, tak prognózované neměnná a to 19 %. Hodnoty jednotlivých položek nákladů byly určeny v rámci prognózy ziskové marže u generátorů hodnoty.

Tabulka 39 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Agregované položky výkazu zisku a ztráty | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|
| (v tis. Kč, v %) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Provozní výnosy (tržby za zboží, služby a výrobky a ost. provozní výnosy) = Tržby | 69 836 | 76 820 | 84 502 | 88 727 |
| Tržby za zboží | 245 | 270 | 297 | 312 |
| | 0,35% | 0,35% | 0,35% | 0,35% |
| Tržby za služby a výrobky | 69 235 | 76 158 | 83 774 | 87 963 |
| | 99,14% | 99,14% | 99,14% | 99,14% |
| Ostatní provozní výnosy | 356 | 391 | 430 | 452 |
| Index růstu provozních výnosů | 1,30 | 1,10 | 1,10 | 1,05 |
| Provozní zisková marže | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Provozní VH před zdaněním (EBIT) | 6 984 | 7 682 | 8 450 | 8 873 |
| Nákladové úroky | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Provozní zisk před daněmi (EBT) | 6 984 | 7 682 | 8 450 | 8 873 |
| Sazba daně z příjmu | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Daň z příjmu | 1 327 | 1 460 | 1 606 | 1 686 |
| Čistý provozní zisk | 5 657 | 6 222 | 6 845 | 7 187 |
| Finanční VH po dani | -130 | -130 | -150 | -150 |
| Mimořádný VH | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Celkový VH (EAT) | 5 527 | 6 092 | 6 695 | 7 037 |
| Vyplacené podíly společníkům | 0 | 1 000 | 2 000 | 2 000 |
| Podíl vyplacených podílů na čistém provozním zisku | 0% | 16% | 29% | 28% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Pomocí plánovaných výkazů zisku a ztráty a předešlých prognóz generátorů hodnot je sestavena následující plánovaná **rozvaha** (Tabulka 40).

Tabulka 40 Plánovaná rozvaha společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Agregované položky rozvahy | | | | |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| AKTIVA (v tis. Kč) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Aktiva celkem | 49 437 | 55 499 | 60 087 | 65 652 |
| Stálá aktiva | 21 438 | 24 726 | 27 741 | 31 702 |
| DHM a DNM | 21 438 | 24 726 | 27 741 | 31 702 |
| Finanční investice | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Oběžná aktiva | 27 740 | 30 514 | 32 087 | 33 691 |
| zásoby | 0 | 0 | 0 | 0 |
| dlouhodobé pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 |
| krátkodobé pohledávky | 15 519 | 17 071 | 18 778 | 19 717 |
| krátkodobý finanční majetek | 12 221 | 13 443 | 13 309 | 13 974 |
| Ostatní aktiva | 259 | 259 | 259 | 259 |
| | | | | |
| PASIVA (v tis. Kč) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Pasiva celkem | 49 437 | 55 499 | 60 087 | 65 652 |
| Vlastní kapitál | 39 538 | 44 630 | 49 325 | 54 362 |
| základní kapitál | 200 | 200 | 200 | 200 |
| kapitálové fondy | 0 | 0 | 0 | 0 |
| fondy tvořené ze zisku | 20 | 20 | 20 | 20 |
| výsledek hospodaření minulých let | 33 791 | 38 318 | 42 410 | 47 105 |
| výsledek hospod. účetního období | 5 527 | 6 092 | 6 695 | 7 037 |
| Cizí zdroje | 9 899 | 10 869 | 10 763 | 11 291 |
| rezervy | 0 | 0 | 0 | 0 |
| dlouhodobé závazky | 200 | 200 | 200 | 200 |
| krátkodobé závazky (i KBÚ) | 9 699 | 10 669 | 10 563 | 11 091 |
| bankovní úvěry dlouhodobé | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ostatní pasiva | 0 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dlouhodobý majetek, položky pracovního kapitálu a investovaného kapitálu jsou výsledkem předešlých projekcí v rámci generátorů hodnoty. U oceňované společnosti se dle finančního plánu neuvažují žádné dlouhodobé pohledávky a finanční investice (DFM). Ostatní aktivní a pasivní položky, jakožto i časová rozlišení, jsou neměnné ve výši posledního roku. Základní kapitál, rezervní a kapitálové fondy budou mít také nadále stejnou hodnotu jako v roce 2016. Hospodářský výsledek minulých let je zvyšován o dosažený zisk snížený o vyplacené podíly na zisku. Dlouhodobé úvěry a závazky nedoznají změn.

Na sestavenou rozvahu navazuje **výkaz peněžních toků** (Příloha 26), jenž je sestaven nepřímou metodou. Finanční prostředky na konci roku z rozvahy se přibližně rovnají výsledku z výkazu peněžních toků, to potvrzuje správnost veškerých výpočtů.

Po sestavení finančního plánu je nezbytné provést jeho **finanční analýzu**. Zde se vyhodnocení zaměřuje především na poměrové ukazatele (Tabulka 41). Ukazatele likvidity budou i nadále dostatečně vysoké a nad hranici doporučených hodnot. Ukazatele rentability oceňované společnosti budou také dosahovat podstatně vyšších hodnot, než je běžné v odvětví a jejich predikce se jeví jako pozitivní. Zadluženost je i nadále uvažována velmi nízká (20 %) se soustavnou klesající tendencí. Ukazatele krytí stejně jako v minulých letech signalizují dostatečnou finanční stabilitu společnosti. Doba obratu pohledávek (80 dní) se i nadále uvažuje vyšší než doba obratu závazků (50 dní). Grafické vyhodnocení finančního plánu v souvislosti s minulým vývojem společnosti je uvedeno v Příloze 27.

Tabulka 41 Finanční analýza finančního plánu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Poměrový ukazatel | mj. | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|--------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| rentabilita | ROA | % | 14,1% | 13,8% | 14,1% | 13,5% |
| | ROE | % | 14,0% | 13,7% | 13,6% | 12,9% |
| | ROCE | % | 17,6% | 17,1% | 17,1% | 16,3% |
| | ROS | % | 7,9% | 7,9% | 7,9% | 7,9% |
| likvidita | Běžná likvidita (3.st) | - | 2,86 | 2,86 | 3,04 | 3,04 |
| | Pohotová likvidita (2.st) | - | 2,86 | 2,86 | 3,04 | 3,04 |
| | Okamžitá likvidita (1.st) | - | 1,26 | 1,26 | 1,26 | 1,26 |
| dluh | Celková zadluženost (debt ratio) | % | 20% | 20% | 18% | 17% |
| | Koef. samofinancování (equity ratio) | % | 80% | 80% | 82% | 83% |
| | Zadluženost VK (debt-equity ratio) | % | 25% | 24% | 22% | 21% |
| | Finanční páka | - | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| krytí | Krytí DM dlouhodobými zdroji | - | 1,85 | 1,81 | 1,79 | 1,72 |
| | Krytí DM vlastním kapitálem | - | 1,84 | 1,80 | 1,78 | 1,71 |
| aktivita | Doba obratu pohledávek | dny | 80 | 80 | 80 | 80 |
| | Doba obratu závazků | dny | 50 | 50 | 45 | 45 |
| | Doba obratu zásob | dny | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Obrat aktiv | - | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,4 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Oceňovanou společnost FOUKAL, s.r.o. lze tedy dle odhadovaného vývoje na základě výše uvedeného finančního plánu pokládat za finančně zdravou. Celkově lze její budoucí predikovaný vývoj vyhodnotit jako velmi pozitivní, stejně tak jako tomu bylo u jejího spíše příznivého vývoje v minulosti (výjimkou byl pouze problematický rok 2015).

17 Určení diskontní míry

Pro výnosové ocenění je vedle plánovaných položek výkazů nezbytné stanovit výši diskontní míry. Jelikož pro ocenění budou využity současně metody entity a equity, je potřeba určit náklady kapitálu v úrovni vlastního i celkového kapitálu. Jelikož byl finanční plán zpracován v běžných cenách (tj. nominálním vyjádření), musí být i diskontní míry vypočítány v nominálních hodnotách a zahrnovat očekávanou inflaci.

Náklady na vlastní kapitál

V prvé řadě budou určeny náklady na vlastní kapitál jakožto základní východisko pro celkové náklady kapitálu. Využity jsou 4 různé způsoby určení výše těchto nákladů: metoda CAPM, dvě obměny stavebnicových metod a průměrné hodnoty r_e v odvětví.

Náklady vlastního kapitálu r_e dle **metody CAPM** jsou určeny součtem bezrizikové míry (r_f) a tržní rizikové přírážky (RMP) se zohledněním tržního nediverzifikovatelného rizika dané společnosti, které zastupuje koeficient β . Bezriziková míra je převzata z dat MPO jako průměrné hodnoty v odvětví. Alternativou pro stanovení bezrizikové míry by byla výnosnost desetiletých státních dluhopisů. Jelikož však tyto sazby dosahují v daných letech obdobné výše (ČNB, 2017) a také z důvodu zohlednění specifičnosti daného trhu, je spíše přihlédnuto k odvětvovým datům MPO. Výše rizikové přírážky v jednotlivých letech vychází z dat profesora Damodarana pro Českou republiku. Je definována jako součet základní rizikové prémie odvozené od historických premií a přírážky za aktuální rating (dle Moody's je rating ČR A1). Výpočet samotného beta koeficientu je proveden pomocí tří různých metod (Tabulka 42). Jednak jsou převzata data profesora Damodarana s uvážením obdobné kapitálové struktury v odvětví (β_L).

Tabulka 42 Dílčí výpočty koeficientu beta společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| β koeficient (oborové hodnoty - prof. Damodaran) | 1,23 | 1,20 | 1,32 | 1,36 | 1,23 | 1,23 | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| β_L (průměr odvětví) | 1,23 | 1,20 | 1,32 | 1,36 | 1,23 | 1,23 | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| β koeficient (oborové hodnoty - metoda analogie) | 1,04 | 0,91 | 1,02 | 1,05 | 0,69 | 0,66 | 0,63 | 0,63 | 0,63 |
| β_{UNLEV} (průměr odvětví) | 0,52 | 0,56 | 0,70 | 0,69 | 0,69 | 0,66 | 0,63 | 0,63 | 0,63 |
| t (daň z příjmu) | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| D/E | 1,24 | 0,77 | 0,57 | 0,65 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| β koeficient (analýza finančního a obchodního rizika) | 1,40 | 1,20 | 1,10 | 1,20 | 0,90 | 1,16 | 1,16 | 1,16 | 1,16 |
| r_{OR} (obchodní riziko) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| r_{FR} (finanční riziko) | 0,3 | 0,1 | 0 | 0,1 | -0,2 | 0,06 | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| D/E | 1,24 | 0,77 | 0,57 | 0,65 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dále je proveden výpočet z hodnoty nezadlužené bety (β_{UNLEV}) opět z dat profesora Damodarana a skutečného zadlužení společnosti. Poslední metodou je stanovení beta dle odhadované výše obchodního a finančního rizika společnosti, jež zvyšují výchozí hodnotu koeficientu $\beta = 1$. Obchodní riziko je stanoveno odhadem (0,1) a finanční riziko je ohodnoceno dle poměru D/E (Tabulka 43).

Tabulka 43 Přírázky za obchodní a finanční riziko

| Obchodní riziko | |
|--|-------|
| Třída systematického obchodního rizika | rOR |
| 1 | -0,5 |
| 2 | -0,25 |
| 3 | 0 |
| 4 | 0,25 |
| 5 | 0,5 |
| Finanční riziko | |
| Zadlužení společnosti = D/E | rFR |
| 0-20 % | -0,2 |
| 20-40 % | -0,1 |
| 40-60 % | 0 |
| 60-80 % | 0,1 |
| 80-100 % | 0,2 |
| 100-120 % | 0,3 |
| 120-140 % | 0,4 |
| > 140 % | 0,5 |

Zdroj: Mařík, 1999, str. 125

Výsledný koeficient beta pro výpočet CAPM je získán zprůměrováním výše uvedených dílčích výsledků, jak znázorňuje následující tabulka (Tabulka 44). Hodnoty tohoto koeficientu okolo 1,2 jsou pro stavebnictví příznačné.

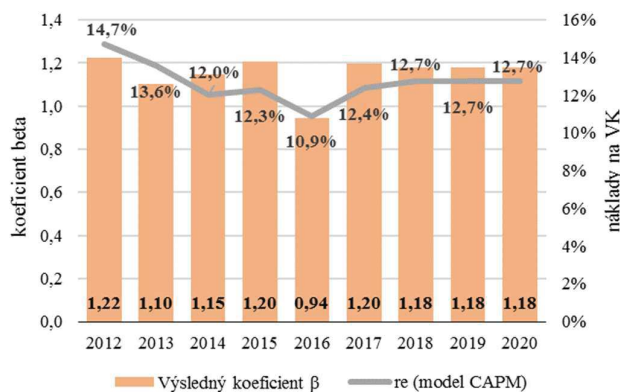
Tabulka 44 Koeficient beta společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Shrnutí koeficientu β | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| β koeficient (oborové hodnoty - prof. Damodaran) | 1,23 | 1,20 | 1,32 | 1,36 | 1,23 | 1,23 | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| β koeficient (oborové hodnoty - metoda analogie) | 1,04 | 0,91 | 1,02 | 1,05 | 0,69 | 0,66 | 0,63 | 0,63 | 0,63 |
| β koeficient (analýza finančního a obchodního rizika) | 1,40 | 1,20 | 1,10 | 1,20 | 0,90 | 1,16 | 1,16 | 1,16 | 1,16 |
| Výsledný koeficient β | 1,22 | 1,10 | 1,15 | 1,20 | 0,94 | 1,20 | 1,18 | 1,18 | 1,18 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro zohlednění velikosti společnosti a její nižší likvidnosti je využita dodatečná riziková přírážka v neměnné výši 3,5 % ve všech minulých i prognózovaných letech. Výsledné hodnoty r_c dle modelu CAPM jsou zobrazeny v následující tabulce (Tabulka 45). Grafické vyhodnocení je patrné z Grafu 40.

Graf 40 Náklady na vlastní kapitál a koeficient beta společnosti FOUKAL, s.r.o. dle CAPM



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 45 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle CAPM

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| r_e (model CAPM) | 14,71% | 13,57% | 12,01% | 12,27% | 10,92% | 12,37% | 12,73% | 12,73% | 12,73% |
| r_f bezriziková míra (průměr odvětví) - MPO | 2,31% | 2,26% | 1,58% | 0,58% | 0,48% | 0,88% | 1,09% | 1,09% | 1,09% |
| RMP (prémie za riziko) - prof. Damodaran | 7,28% | 7,08% | 6,05% | 6,80% | 7,36% | 6,69% | 6,90% | 6,90% | 6,90% |
| β koeficient | 1,22 | 1,10 | 1,15 | 1,20 | 0,94 | 1,20 | 1,18 | 1,18 | 1,18 |
| Ostatní rizikové přírázky (menší společnosti, menší likvidita) | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dalšími použitými metodami stanovení nákladů vlastního kapitálu jsou dvě varianty **stavebnicových modelů**. U prvního modelu (Tabulka 46) je východiskem opět bezriziková míra (r_f) ve výši oborového průměru zveřejňovaného MPO. K bezrizikové míře jsou přičteny jednotlivé přírázky za obchodní riziko (4 %), finanční riziko (2 %) a likviditu společnosti (5 %).

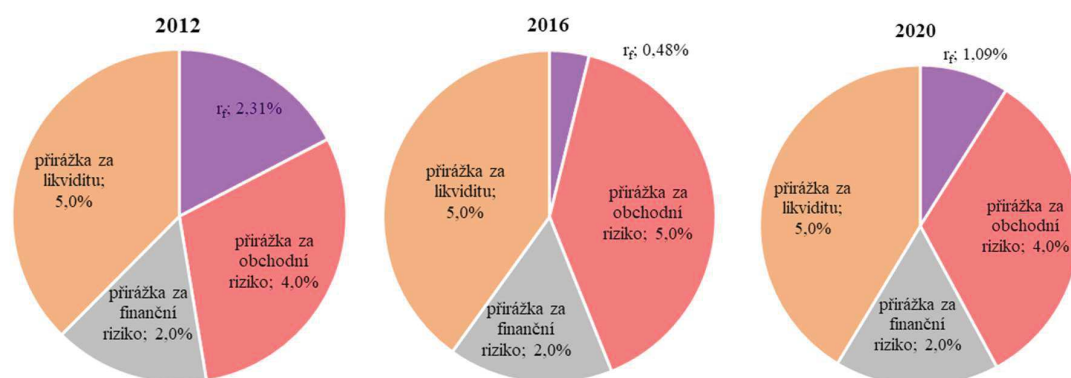
Tabulka 46 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle stavebnicového modelu I

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| r_e (stavebnicový model I) | 13,31% | 13,26% | 12,58% | 11,58% | 12,48% | 11,88% | 12,09% | 12,09% | 12,09% |
| r_f bezriziková míra (průměr odvětví) | 2,31% | 2,26% | 1,58% | 0,58% | 0,48% | 0,88% | 1,09% | 1,09% | 1,09% |
| r_{OR} přírázka za obchodní riziko | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 5,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| r_{FR} přírázka za finanční riziko | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| r_l přírázka za likviditu | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak bylo zjištěno při strategické analýze oceňované společnosti, finanční riziko je podstatně nižší než obchodní, a navíc v roce 2016 bylo dosaženo nejvyššího provozního rizika vůbec. Faktor zvyšující rizikové přírázky je malá velikost společnosti, a naopak určité snížení rizika je viděno v poměrně dlouhé historii společnosti. Přírázka za likviditu (5 %) je stanovena s ohledem na právní formu společnosti spíše vyšší. Obecně platný rámec udávající velikost přírážek r_{OR} a r_{FR} v rozpětí 2–25 % (Kislingerová, 2001, s. 200) je zde splněn.

Graf 41 Rozklad nákladů vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Rozložení bezrizikové míry a jednotlivých přírážek v minulých a plánovaných letech (2012, 2016 a 2020) zobrazují následující grafy (Graf 41).

Druhý stavebnicový model (Tabulka 47) je postaven na nákladech cizího kapitálu, které jsou zvyšovány opět o vybrané přírážky. Stanovení nákladů na cizí kapitál (r_d) bude popsáno níže. Přírážka za riziko (2 %) reflektuje větší rizikovost vlastního kapitálu oproti cizímu bez uvážení konkurence a velikosti společnosti, neboť tyto přírážky jsou vyčísleny samostatně (2 %, resp. 3 %). Opět je aplikována přírážka za menší likvidnost (5 %) z důvodu oceňování neobchodovatelné společnosti.

Tabulka 47 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle stavebnicového modelu II

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| r_e (stavebnicový model II) | 14,60% | 14,41% | 13,38% | 12,80% | 13,73% | 13,00% | 13,40% | 13,45% | 13,45% |
| r_d náklady na cizí kapitál | 2,6% | 2,4% | 1,4% | 0,8% | 0,7% | 1,00% | 1,40% | 1,45% | 1,45% |
| R_p přírážka za riziko | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 3,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| přírážka menší velikost společnosti | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| přírážka za menší likvidnost (neobchodovatelná společnost) | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| přírážka za silnou konkurenci v odvětví | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Posledním využitým přístupem pro stanovení nákladů na vlastní kapitál r_e je převzetí **průměrných hodnot v odvětví** zveřejňovaných MPO pro oddíl Výstavba budov v minulých letech. Výsledné náklady r_e jsou dány součtem nezadlužených průměrných nákladů kapitálu $WACC_U$ a přírážky za dělení produkční síly f_{FINSTR} . $WACC_U$ je potom vypočítáno jako součet bezrizikové míry r_f a přírážek za podnikatelské riziko, finanční stabilitu a za velikost. Prognóza jednotlivých položek je založena na odhadu oceňovatele zohledňující předešlé provedené analýzy. Rozklad a postup výpočtu zobrazuje následující tabulka (Tabulka 48).

Tabulka 48 Náklady na vlastní kapitál společnosti dle odvětvových průměrů

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| r_e (výpočet MPO) | 15,00% | 16,92% | 13,11% | 14,59% | 9,20% | 12,63% | 12,84% | 12,84% | 12,84% |
| $WACC_U$ | 13,02% | 14,27% | 10,42% | 10,82% | 7,41% | 10,00% | 10,21% | 10,21% | 10,21% |
| r_f | 2,31% | 2,26% | 1,58% | 0,58% | 0,48% | 0,88% | 1,09% | 1,09% | 1,09% |
| Riziková přírážka za podnikatelské riziko (r_{POD}) | 5,14% | 6,61% | 4,47% | 5,14% | 4,22% | 4,90% | 4,90% | 4,90% | 4,90% |
| Riziková přírážka za finanční stabilitu ($r_{FINSTAB}$) | 3,73% | 3,47% | 2,82% | 3,79% | 1,52% | 2,79% | 2,79% | 2,79% | 2,79% |
| Riziková přírážka za velikost (r_{LA}) | 1,84% | 1,92% | 1,55% | 1,31% | 1,19% | 1,43% | 1,43% | 1,43% | 1,43% |
| Riziková přírážka za dělení produkční síly (r_{FINSTR}) | 1,98% | 2,65% | 2,69% | 3,78% | 1,78% | 2,63% | 2,63% | 2,63% | 2,63% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledné náklady vlastního kapitálu použité pro další výpočty jsou vypočítány aritmetickým průměrem výše uvedených dílčích výsledků (Tabulka 49).

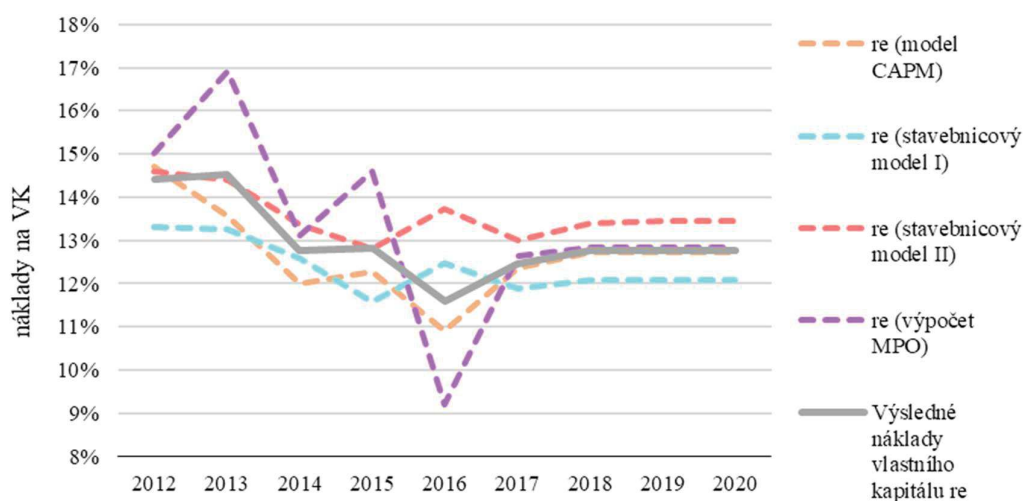
Tabulka 49 Výsledné náklady vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Shrnutí r_e - náklady vlastního kapitálu | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| r_e (model CAPM) | 14,71% | 13,57% | 12,01% | 12,27% | 10,92% | 12,37% | 12,73% | 12,73% | 12,73% |
| r_e (stavebnicový model I) | 13,31% | 13,26% | 12,58% | 11,58% | 12,48% | 11,88% | 12,09% | 12,09% | 12,09% |
| r_e (stavebnicový model II) | 14,60% | 14,41% | 13,38% | 12,80% | 13,73% | 13,00% | 13,40% | 13,45% | 13,45% |
| r_e (výpočet MPO) | 15,00% | 16,92% | 13,11% | 14,59% | 9,20% | 12,63% | 12,84% | 12,84% | 12,84% |
| Výsledné náklady vlastního kapitálu r_e | 14,41% | 14,54% | 12,77% | 12,81% | 11,58% | 12,47% | 12,76% | 12,77% | 12,77% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Co se týká vývoje nákladů na vlastní kapitál (Graf 42) lze pozorovat skokový pokles tohoto ukazatele až do roku 2016. V prognózovaných letech je očekáván mírný nárůst nad hranici 12 %, u které se bude tato hodnota soustavně držet.

Graf 42 Vývoj nákladů vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Náklady na cizí kapitál

Vedle vlastního kapitálu je nezbytné určit také náklady cizího kapitálu r_d . Jak bylo zjištěno ve finanční analýze, společnost nedisponuje žádnými dlouhodobými ani krátkodobými úvěry, a proto není možné využít pro stanovení nákladů cizího kapitálu vážený průměr skutečných úrokových sazeb. Byly tedy využity dva různé způsoby výpočtu těchto nákladů (Tabulka 50).

Tabulka 50 Náklady na cizí kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| r_d náklady na cizí kapitál | 2,42% | 2,70% | 1,17% | 0,99% | 1,03% | 1,10% | 1,30% | 1,40% | 1,40% |
| úroková míra desetiletých státních dluhopisů | 1,92% | 2,20% | 0,67% | 0,49% | 0,53% | 0,60% | 0,80% | 0,90% | 0,90% |
| úrokové krytí, rating | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| přirážka dle úrokového krytí | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% | 0,50% |
| r_d náklady na cizí kapitál | 2,78% | 2,11% | 1,58% | 0,61% | 0,43% | 0,90% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |
| Dlouhodobé úrokové sazby (dle MF ČR) | 2,78% | 2,11% | 1,58% | 0,61% | 0,43% | 0,90% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Prvním je převzetí hodnot dlouhodobých úrokových sazeb v jednotlivých letech od MF ČR. Jelikož je k dispozici prognóza pouze pro roky 2017 a 2018, v dalších letech je pro zjednodušení uvažována stejná výše jako v roce 2018.

Kromě minulých a prognózovaných makroekonomických dat je ke stanovení r_d využita i obměna stavebnicové metody. Východiskem jsou úrokové míry desetiletých státních dluhopisů (ČNB, 2017), které jsou navýšené o přírážku vyčíslenou pomocí ukazatele úrokového krytí. Jelikož oceňovaná společnost nevlastní v celém období žádné úvěry a ani se s nimi v budoucnu nepočítá, je u ní uvažováno nejvyšší možné úrokové krytí spojené s nejpříznivějším ratingem (AAA). Tomuto dle tabulek profesora Damodarana odpovídá doporučená přírážka ve výši 0,5 %. Výsledné náklady cizího kapitálu r_d (Tabulka 51) jsou opět stanoveny aritmetickým průměrem obou dílčích výsledků.

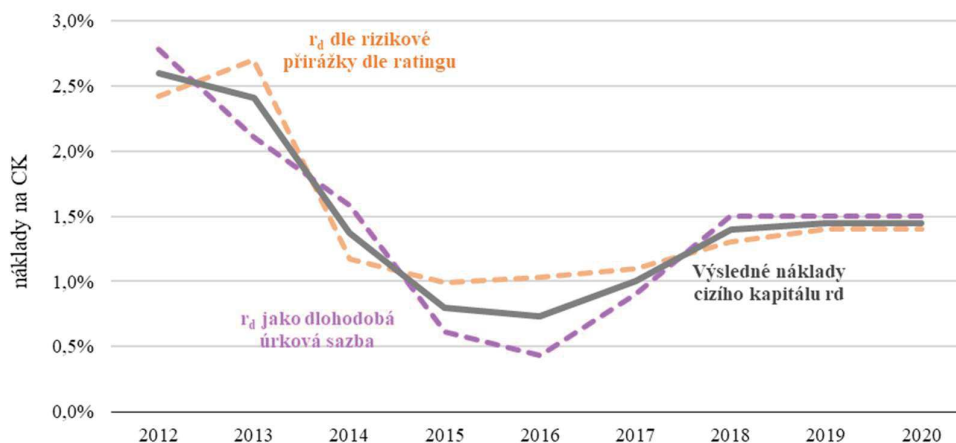
Tabulka 51 Výsledné náklady na cizí kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Shrnutí r_d - náklady cizího kapitálu | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| r_d (dle rizikové přírážky dle ratingu) | 2,42% | 2,70% | 1,17% | 0,99% | 1,03% | 1,10% | 1,30% | 1,40% | 1,40% |
| r_d (dlouhodobé úrokové sazby dle MF ČR) | 2,78% | 2,11% | 1,58% | 0,61% | 0,43% | 0,90% | 1,50% | 1,50% | 1,50% |
| Výsledné náklady cizího kapitálu r_d | 2,60% | 2,41% | 1,38% | 0,80% | 0,73% | 1,00% | 1,40% | 1,45% | 1,45% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Z pohledu vývoje tohoto ukazatele (Graf 43) je rovněž patrný propad v posledním roce 2016. V roce 2017 se taktéž očekává nárůst, v tomto případě na hodnotu 1,4 %, u které se bude držet i v následujících letech.

Graf 43 Vývoj nákladů na cizí kapitál u společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Průměrné vážené náklady kapitálu

Průměrné vážené náklady kapitálu WACC, které představují průměrnou cenu kapitálu pro společnost, zohledňují jednak náklad cizího kapitálu (r_d) s uvážením daňového štítu ($1 - t$), a jednak požadovanou míru výnosu investorů, tj. náklady vlastního kapitálu (r_e). Tyto proměnné jsou již výše určené. Daň z příjmu je během celého období konstantní a odpovídá 19 % dle zákona o dani z příjmu. Zbývá tedy určit váhy, resp. podíly jednotlivých složek kapitálu. Velikost investovaného kapitálu a jeho

vlastních a cizích složek je pro minulé roky prezentována v rámci finanční analýzy (viz kapitola 14), budoucí hodnoty jsou predikovány v sestaveném finanční plánu (viz kapitola 16). Právě z těchto hodnot vychází výpočet vah jednotlivých složek kapitálu (D/C a E/C). Výsledný propočet průměrných nákladů kapitálu WACC zobrazuje následující tabulka (Tabulka 52).

Tabulka 52 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC společnosti FOUKAL, s.r.o.

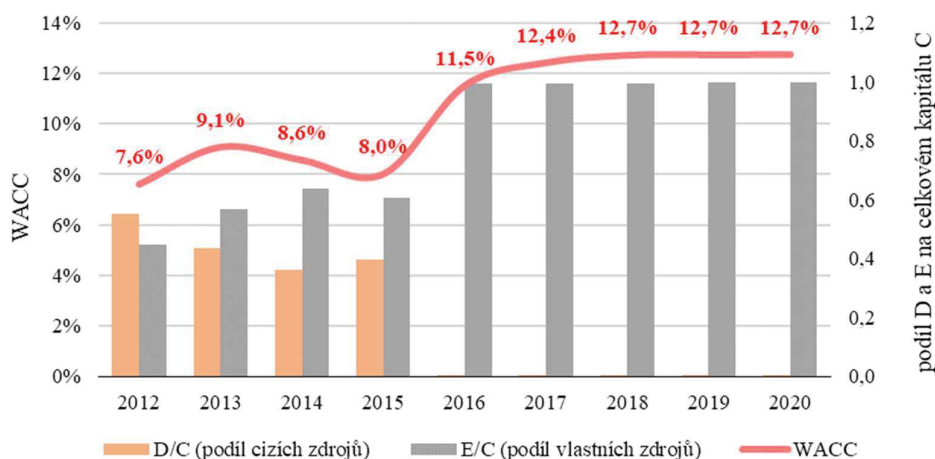
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| WACC | 7,6% | 9,1% | 8,6% | 8,0% | 11,5% | 12,4% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| r_d | 2,60% | 2,41% | 1,38% | 0,80% | 0,73% | 1,00% | 1,40% | 1,45% | 1,45% |
| t | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| D/C (podíl cizího kapitálu) | 0,55 | 0,43 | 0,36 | 0,40 | 0,01 | 0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| r_e | 14,4% | 14,5% | 12,8% | 12,8% | 11,6% | 12,5% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| E/C (podíl vlastního kapitálu) | 0,45 | 0,57 | 0,64 | 0,60 | 0,99 | 0,99 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Ověření správnosti vypočtených diskontních sazeb (r_e , WACC) bude provedeno při samotném ocenění společnosti. Výsledná hodnota vlastního kapitálu v poměru k celkové hodnotě společnosti by měla odpovídat či se blížit zde uvedenému poměru E/C.

Z Grafu 44 je patrný nárůst nákladů kapitálu WACC v roce 2016 způsobený růstem vlastních zdrojů na úkor cizích, které jsou všeobecně levnější. Zatímco v letech 2012 až 2015 se WACC pohybovaly mezi 8 % a 9 %, v roce 2016 se náklady kapitálu vyšplhaly na 11,5 %. Predikce tohoto ukazatele počítají s mírným nárůstem na bezmála 13 % a setrvání v této úrovni i v budoucích letech.

Graf 44 Vývoj průměrných vážených nákladů kapitálu WACC společnosti FOUKAL, s.r.o.



Zdroj: Vlastní zpracování

Tímto jsou určena všechna vstupní data a provedeny veškeré nutné analýzy nezbytné pro ocenění společnosti. Následující kapitola se tedy již věnuje samotnému ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o.

18 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o.

18.1 Základní informace

Cílem je stanovení objektivní hodnoty vlastního kapitálu, tj. hodnoty netto, společnosti FOUKAL, s.r.o. k datu ocenění 1.1.2017. Ocenění je provedeno pouze pro studijní účely a analýzu oceňovacích technik, které jsou běžně uvedené v literatuře pro oceňování jakýchkoliv, nejen stavebních, společností. Podklady pro zpracování ocenění jsou výhradně z veřejně dostupných zdrojů. Při ocenění je východiskem going concern princip počítající s pokračujícím trváním společnosti.

Pro ocenění budou použity metody: účetní hodnota, výnosové metody DCFF a EVA jak v jednofázové, tak ve dvoufázové podobě, metoda kapitalizovaných zisků, kombinované metody, které spojují majetkové a výnosové ocenění, a v neposlední řadě metoda tržního porovnání. Majetkové ocenění založené na substanční hodnotě nebude z důvodu pracnosti a nedostatku interních dat provedeno. Likvidační hodnota nebude rovněž aplikována, a to z důvodu očekávání pokračujícího trvání společnosti. V závěrečném souhrnném ocenění bude kombinací výše uvedených metod stanoven konečný výrok o hodnotě společnosti FOUKAL, s.r.o.

18.2 Předběžné ocenění dle generátorů hodnot

Pomocí již vypočítaných generátorů hodnot je možné provést výchozí odhad hodnoty společnosti. Pro výpočet je nutné určit ziskovou marži po dani a koeficienty náročnosti dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu na tržbách (Tabulka 53).

Tabulka 53 Výchozí data pro výpočet hodnoty společnosti dle generátorů hodnoty

| (v tis. Kč, v %) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------|---------|---------|--------|--------|
| Zisková marže (provozní) | 1,8% | 11,0% | 12,3% | -0,7% | 22,9% |
| Sazba daně z příjmu | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Zisková marže po dani | 1,5% | 8,9% | 9,9% | -0,6% | 18,6% |
| Tržby | 64 491 | 117 326 | 132 736 | 76 018 | 53 720 |
| Přírůstek tržeb | | | -10 771 | | |
| DM | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 |
| Přírůstek DM | | | 10 225 | | |
| Pracovní kapitál upravený PK | 9 700 | 19 196 | 30 535 | 24 882 | 13 455 |
| Přírůstek PK | | | 3 755 | | |
| k_{DM} náročnost DM na tržbách | | | -95% | | |
| k_{PK} náročnost PK na tržbách | | | -35% | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Zisková marže, jež je poměrem provozního hospodářského výsledku a celkových provozních výnosů, je navíc snížena vlivem zdanění o 19 %. Vážený průměr jednotlivých zdaněných ziskových marží zohledňující významnost období je 6,2 %. Koeficienty náročnosti se vypočítávají jako poměr absolutního přírůstku dlouhodobého majetku, resp. pracovního kapitálu mezi lety 2012 a 2016 a přírůstku tržeb také za stejné období. Jelikož tržby na rozdíl majetku a pracovního kapitálu poklesly, jsou tyto koeficienty záporné.

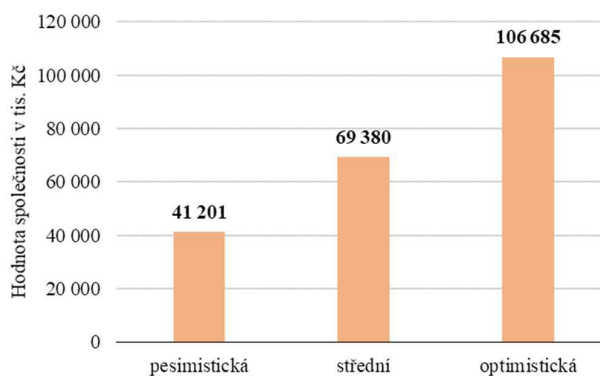
Tabulka 54 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. dle generátorů hodnoty

| Generátory hodnoty | označení | Prognóza | | |
|------------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|----------------|
| | | pesimistická | střední | optimistická |
| Tempo růstu | g | 3% | 5% | 5% |
| Zisková marže po dani | $r_{ZP} \times (1 - t)$ | 5,2% | 6,2% | 7,2% |
| Náročnost DM na tržbách | k_{DM} | -96% | -95% | -94% |
| Náročnost PK na tržbách | k_{PK} | -35% | -35% | -34% |
| Kalkulovaná úroková míra | i_g | 15% | 15% | 12% |
| Sazba daně z příjmu | t | 19% | | |
| Tržby v posledním roce (v tis. Kč) | T_{t-1} | 53 720 | | |
| Hodnota společnosti | H_b | 41 407 | 69 586 | 106 891 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | D | 206 | 206 | 206 |
| Hodnota VK společnosti | H_n | 41 201 | 69 380 | 106 685 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Při ocenění je vycházeno ze tří variant: optimistická, pesimistická a střední (Tabulka 54). Pro každou variantu jsou určeny výše generátorů hodnoty, přičemž hodnoty pro střední (reálnou) variantu odpovídají výše vypočítaným. Tempo růstu (g) je z důvodu opatrnosti zvoleno ve výši 5 %, jelikož se z dlouhodobého výhledu uvažuje zpomalení prognózovaného 10% růstu právě na tuto hranici. Pesimistická varianta počítá s nižším tempem růstu a s vyššími koeficienty náročnosti, optimistická verze naopak. Kalkulovaná úroková míra (15 %) je uvažována spíše vyšší, než jsou současné průměrné náklady kapitálu WACC oceňované společnosti. Důvodem je předpokládaný nárůst těchto nákladů v budoucnu a příklonění se na stranu opatrnosti. Toto ocenění předpokládá zachování těchto generátorů hodnot do nekonečna. Tržby z minulého roku odpovídají celkovým tržbám oceňované společnosti v roce 2016.

Graf 45 Výsledné hodnoty netto společnosti FOUKAL, s.r.o. pro jednotlivé varianty



Zdroj: Vlastní zpracování

Konečný výpočet je proveden dle výše uvedeného vzorce (Vzorec 50), jehož výsledkem je celková hodnota společnosti. Odečtením účetní hodnoty dlouhodobého cizího kapitálu je získána hodnota vlastního kapitálu společnosti, tzn. hodnota netto. Výsledné hodnoty netto pro všechny tři varianty zobrazuje výše uvedený graf (Graf 45). Hodnota vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o.

je v případě střední (reálné) varianty 69 380 tis. Kč. Je však důležité připomenout, že se jedná jen o jednoduché orientační ocenění. V dalších textu budou představeny podrobnější a obecně uznávané metody pro ocenění společnosti.

18.3 Účetní hodnota

Stanovení účetní hodnoty společnosti je bezesporu nejjednodušší ze všech vybraných metod. Účetní hodnota celkového majetku společnosti ke konci roku 2016 a tedy k 1.1.2017 je 40 731 tis. Kč. Účetní hodnota vlastního kapitálu potom představuje 34 011 tis. Kč (Tabulka 55 a Graf 46).

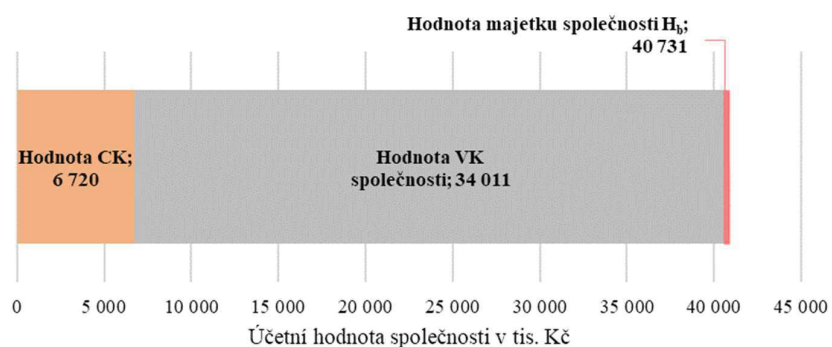
Tabulka 55 Účetní hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017

| Majetkové ocenění - účetní hodnota k 1.1.2017 (v tis. Kč) | |
|---|--------|
| Hodnota majetku | 40 731 |
| Hodnota cizích zdrojů | 6 720 |
| Hodnota vlastní kapitálu | 34 011 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Jak již bylo uvedeno v horizontální analýze rozvahy, účetní hodnota vlastního kapitálu vzrostla od roku 2012 o bezmála 25 mil. Kč, což je velmi pozitivní poznatek. U celkové hodnoty majetku (tj. hodnoty aktiv) je zaznamenán výrazný negativní pokles oproti stavu v roce 2015 (63 137 tis. Kč), avšak celkově se za sledované období 2012 až 2016 tato hodnota zvýšila přibližně o 13 mil. Kč.

Graf 46 Účetní hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017



Zdroj: Vlastní zpracování

18.4 Ocenění metodou DCF pro vlastníky a věřitele (DCFF)

Výnosové ocenění patří mezi vůbec nejběžnější. První výnosovou metodou, která bude pro ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. využita, je přístup založený na diskontovaném cash flow varianta pro vlastníky a věřitele, a to ve dvou obměnách. Nejprve je proveden výpočet prostou jednofázovou metodou, poté bude využita i složitější dvoufázová metoda.

Jednofázová metoda

Základem této metody je výpočet volného peněžního toku FCFF k 1.1.2017 (Tabulka 56). Tento model předpokládá jeho nekonečné trvání v budoucnu, proto se zde uplatňuje výpočet věčné renty, kdy peněžní tok FCFF je diskontován průměrnými náklady kapitálu WACC. Přičtením hodnoty neprovozního majetku ve formě pozemku je získána hodnota společnosti jako celku (59 229 tis. Kč). Po následném odečtení hodnoty cizího kapitálu je výsledkem hodnota společnosti netto (59 023 tis. Kč).

Tabulka 56 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL jednofázovou metodou DCF

| | |
|--|---------------|
| Provozní VH (EBIT) | 12 134 |
| t (daňová sazba) | 19% |
| - Daň z příjmu upravená | 2 305 |
| NOPAT = EBIT po zdanění | 9 829 |
| + Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv) | -16 600 |
| + Odpisy | 2 805 |
| - Investice do DM bruto | 953 |
| - Navýšení PK | -11 427 |
| + Nákladové úroky × t | 0 |
| Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF | 6 508 |
| WACC (rok 2016) | 11,5% |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 |
| H_p (hodnota podniku jako celku) | 59 229 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 |
| H_n (hodnota vlastního kapitálu) | 59 023 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dvoufázová metoda

Zpřesněním předešlého výpočtu je dvoufázový model, jež vychází ze scénáře očekávaného budoucího vývoje společnosti. Pro ocenění je použit sestavený finanční plán. Budoucí vývoj společnosti je zde rozdělen do dvou fází, kdy první fázi tvoří období od roku 2017 až 2019 s explicitním prognózováním jednotlivých toků a druhá fáze s pokračující hodnotou plyne od roku 2020 do nekonečna.

Tabulka 57 Výpočet FCFF společnosti FOUKAL, s.r.o. pro r. 2017–2020

| Výpočet FCFF (v tis. Kč) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|------------|--------------|--------------|--------------|
| Provozní VH (EBIT) | 6 984 | 7 682 | 8 450 | 8 873 |
| t (daňová sazba) | 19% | 19% | 19% | 19% |
| - Daň z příjmu upravená | 1 327 | 1 460 | 1 606 | 1 686 |
| EBIT po zdanění = Peněžní tok z provozu (NOPAT) | 5 657 | 6 222 | 6 845 | 7 187 |
| + Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Odpisy | 1 257 | 1 383 | 1 521 | 1 597 |
| - Investice do DM bruto | 1 933 | 4 671 | 4 536 | 5 558 |
| - Navýšení PK | 4 845 | 1 804 | 1 679 | 1 076 |
| Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF | 136 | 1 130 | 2 150 | 2 150 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Před samotným oceněním je nezbytné nejprve určit diskontní míru a vyjádřit peněžní toky. Diskontní míra použitá pro výpočet současné hodnoty budoucích peněžních toků je v tomto případě stanovena na bázi vážených nákladů kapitálu WACC, které byly vypočítány v minulé kapitole (Kapitola 17).

Peněžní toky pro vlastníky a věřitele vycházejí z finančního plánu společnosti, ale musí být upraveny pro tuto metodu ocenění. Výpočet ukazuje výše zobrazená tabulka (Tabulka 57): provozní výsledek hospodaření se nejprve zdaní a potom zvýší o odpisy, následně se odečtou investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Poté byla diskontováním plánovaných volných peněžních toků odhadnuta hodnota 1. fáze (Tabulka 58). Zde je uvažovaná prognózovaná diskontní sazba, v tomto případě se jedná o průměrné náklady kapitálu WACC ve víceméně konstantní výši.

Tabulka 58 Hodnota 1. fáze dle DCFF

| Výpočet Hodnoty 1. fáze (v tis. Kč, v %) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------------|-------|-------|-------|
| Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF | 136 | 1 130 | 2 150 | 2 150 |
| WACC | 12,4% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Diskontní faktor (odúročitel) | 0,890 | 0,787 | 0,698 | 0,619 |
| Diskontovaný FCF | 121 | 890 | 1 501 | 1 331 |
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 3 843 | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující 2. fáze začne v roce 2021 a poběží až do nekonečna. Pro toto období již není k dispozici plán volného peněžního toku, ale peněžní tok je určen v několika variantách v závislosti na tempu růstu g, jak zobrazuje Tabulka 59.

Tabulka 59 Odhad parametrů pro výpočet FCFF druhé fáze

| | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|
| Investovaný kapitál C (r. 2020) | 51 877 | 51 877 | 51 877 | 51 877 |
| Růst g | 0% | 5% | 10% | 12% |
| Investice netto (r. 2021) | 0 | 2 594 | 5 188 | 6 225 |
| Zisková marže (r. 2021) | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Provozní VH před zdaněním EBIT (r. 2020) | 8 873 | 8 873 | 8 873 | 8 873 |
| Provozní VH před zdaněním EBIT (r. 2021) | 8 873 | 9 316 | 9 760 | 9 937 |
| EBIT po zdanění = NOPAT (r. 2021) | 7 187 | 7 546 | 7 906 | 8 049 |
| FCFF 2021 | 7 187 | 4 952 | 2 718 | 1 824 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Tyto varianty peněžního toku druhé fáze byly diskontovány a výsledkem je soubor pokračujících hodnot v závislosti na g (Tabulka 60).

Tabulka 60 Hodnota 2. fáze dle DCFF

| Výpočet pokračující hodnoty (v tis. Kč, v %) | 2021 | 2021 | 2021 | 2021 |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Tempo růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
| Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF | 7 187 | 4 952 | 2 718 | 1 824 |
| WACC | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Pokračující hodnota PH | 56 445 | 64 047 | 99 468 | 249 047 |
| Diskontní faktor | 0,619 | 0,619 | 0,619 | 0,619 |
| Diskontovaná pokračující hodnota PH | 34 949 | 39 655 | 61 587 | 154 201 |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 34 949 | 39 655 | 61 587 | 154 201 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Následný převod těchto pokračujících hodnot na současnou hodnotu k datu ocenění pomocí diskontního faktoru přináší výslednou hodnotu druhé fáze. Diskontní sazbou jsou opět náklady kapitálu WACC, jež jsou pro zjednodušení uvažované totožné jako v roce 2020. Tempo růstu g v sobě již zahrnuje vliv inflace. Jelikož hodnoty druhých fází dosahují velmi odlišných výsledků, je zřejmé, že volba parametru g má velký vliv na výslednou hodnotu společnosti.

Jak již bylo stanoveno v rámci strategické analýzy, maximální udržitelné tempo růstu pro oceňovanou společnost je 11 %. V budoucnu se očekává pokračující růst společnosti, 5% růst se dle minulých analýz jeví jako zbytečně nízký, 12% růst je naopak příliš optimistický. Pro opatrnější a zároveň příznivější ocenění je vybrána varianta s hodnotou růstu 10 %. Navíc z důvodu poměrně krátké 1. fáze, má druhá fáze velký vliv na výslednou hodnotu a opatrnost je tedy na místě.

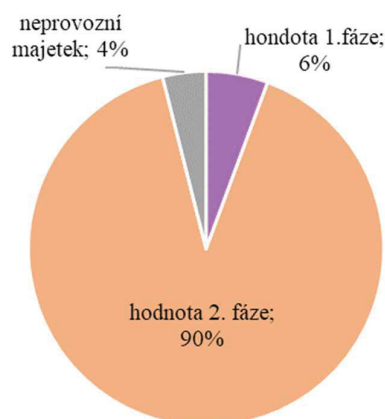
Tabulka 61 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle DCF

| Výsledné ocenění dle zvoleného tempa růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 3 843 | | | |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 34 949 | 39 655 | 61 587 | 154 201 |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 |
| Hodnota společnosti brutto H | 41 476 | 46 183 | 68 114 | 160 728 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 | 206 | 206 | 206 |
| Hodnota VK společnosti (netto) H_n | 41 270 | 45 977 | 67 908 | 160 522 |

Zdroj: Vlastní zpracování

V závěru je proveden součet hodnoty 1. fáze a diskontované pokračující hodnoty pro všechny varianty a následné přičtení neprovozního majetku, který stejně jako v předešlém případě obsahuje pozemek ve výši 2,685 mil. Kč. Výsledkem je hodnota společnosti brutto, pro $g = 10\%$ je to 68 114 tis. Kč (Tabulka 61). Po odečtení dlouhodobého cizího kapitálu lze získat hodnotu vlastního kapitálu, tzn. netto hodnotu společnosti (67 908 tis. Kč). Výslednou hodnotu společnosti v tomto případě tvoří z 90 % pokračující hodnota a hodnota první fáze ovlivňuje celkovou hodnotu jen okrajově (Graf 47).

Graf 47 Skladba hodnoty společnosti dle DCF



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro ověření správné volby výše diskontní míry, tj. WACC je proveden kontrolní přepočít. Pokud se podobá výsledná kapitálová struktura výchozí kapitálové struktuře, jsou náklady kapitálu vhodné zvoleny. Poměr hodnoty vlastního kapitálu k celkové hodnotě společnosti je 99,7 %, u plánované kapitálové struktury je počítáno s poměrem 99,3 %. Jelikož se obě hodnoty víceméně rovnají, náklady kapitálu WACC jsou zvoleny správně.

18.5 Ocenění metodou přidané ekonomické hodnoty EVA

Výnosové ocenění bude také provedeno metodou ekonomické přidané hodnoty EVA. Stejně jako při oceňování pomocí peněžních toků také zde budou využity dva modely.

Jednofázový model

Jednodušší jednofázový model EVA kopíruje jednofázový model DCFF popsáný v předchozí podkapitole. S tím rozdílem, že výchozím parametrem je přidaná hodnota EVA pro rok 2016 (6 200 tis. Kč).

Jejím diskontováním váženými náklady kapitálu WACC, jež jsou pro rok 2016 určeny ve výši 11,5 %, je získána hodnota přidaná trhem MVA. Opět je zde využit výpočet založený na věčné rentě, tzn. nekonečném trvání dané hodnoty EVA. Přičtením neprovozního majetku je získáno ocenění společnosti jako celku (88 086 tis. Kč). Hodnota vlastního kapitálu se poté pohybuje na 87 880 tis. Kč (Tabulka 62).

Tabulka 62 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle jednofázové metody EVA entity

| | |
|---|---------------|
| Provozní VH (EBIT k 1.1.2017) | 12 134 |
| t (daňová sazba) | 19% |
| - Daň z příjmu upravená | 2 305 |
| NOPAT = EBIT po zdanění | 9 829 |
| NOA = C | 31 532 |
| WACC (rok 2016) | 11,5% |
| EVA | 6 200 |
| MVA = diskontovaná EVA | 53 869 |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 |
| H_b (hodnota podniku jako celku) | 88 086 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 |
| H_n (hodnota vlastního kapitálu) | 87 880 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše uvedený výpočet pracuje s hodnotou EVA entity. Pokud je pro obdobný výpočet použita metoda EVA equity, je nezbytné pracovat místo s provozním hospodářským výsledkem s čistým ziskem EAT, místo celkového investované kapitálu využít pouze kapitál vlastní a diskontní sazba musí být na úrovni nákladů vlastního kapitálu r_c . Výsledné ocenění je totožné jako v minulém případě (Tabulka 63).

Tabulka 63 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle jednofázové metody EVA equity

| | |
|--|---------------|
| EAT (upravené) | 9 921 |
| Náklady vlastního kapitálu r_e | 11,6% |
| EVA | 6 200 |
| MVA = diskontovaná EVA | 53 869 |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 |
| VK upravený (k 1.1.2017) | 31 326 |
| H_n (hodnota vlastního kapitálu) | 87 880 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 |
| H_b (hodnota podniku jako celku) | 88 086 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dvoufázový model

Rovněž u výnosové metody EVA je proveden dvoufázový model ocenění. Jako v předešlém případě se jedná o období 2017–2020, kde budou hodnoty explicitně prognózovány, a v následném období od roku 2021 je uvažována pokračující hodnota. Nejprve je nezbytné provést výpočet ukazatele EVA pro budoucí roky (Tabulka 64).

Tabulka 64 Výpočet EVA společnosti FOUKAL, s.r.o. pro r. 2017–2020

| Výpočet EVA | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------|--------------|------------|------------|------------|
| Provozní VH (EBIT) | 6 984 | 7 682 | 8 450 | 8 873 |
| t (daňová sazba) | 19% | 19% | 19% | 19% |
| - Daň z příjmu upravená | 1 327 | 1 460 | 1 606 | 1 686 |
| = Peněžní tok z provozu (NOPAT) | 5 657 | 6 222 | 6 845 | 7 187 |
| WACC | 12,4% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Investovaný kapitál C | 37 053 | 42 145 | 46 840 | 51 877 |
| Náklady kapitálu (WACC × C) | 4 599 | 5 357 | 5 962 | 6 605 |
| EVA = NOPAT - Náklady kapitálu | 1 058 | 866 | 883 | 582 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Jsou využity hodnoty z již prezentovaného finančního plánu. Východiskem je stejně jako v případě DCF provozní výsledek hospodaření, který se zdaňuje. Výsledkem je čistý provozní zisk po zdanění NOPAT, od kterého se následně odečte součin predikovaných nákladů kapitálu WACC a investovaného kapitálu. Výsledná EVA je v jednotlivých letech diskontována. Tím je zjištěna hodnota 1. fáze, jak zobrazuje následující tabulka (Tabulka 65).

Tabulka 65 Hodnota 1. fáze dle metody EVA

| Výpočet Hodnoty 1. fáze | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|--------------|-------|-------|-------|
| EVA = NOPAT - Náklady kapitálu | 1 058 | 866 | 883 | 582 |
| WACC | 12,4% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Diskontní faktor | 0,890 | 0,787 | 0,698 | 0,619 |
| Diskontovaná EVA | 941 | 681 | 616 | 360 |
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 2 599 | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Následná pokračující hodnota je opět vypočítána v různých variantách dle očekávaného růstu g. I zde je volen jednak nulový růst a dále 5%, 10%, 12% růst. Pro jednotlivá tempa růstu jsou nejprve vypočítány příslušné hodnoty EVA dle odhadovaných parametrů (Tabulka 66), jelikož se zde nelze spokojit s prostým navýšením minulé hodnoty tohoto ukazatele procentním růstem z důvodu nepřesnosti.

Tabulka 66 Odhad parametrů pro výpočet EVA druhé fáze

| | | | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| NOPAT (r. 2020) | 7 187 | 7 187 | 7 187 | 7 187 |
| Růst g | 0% | 5% | 10% | 12% |
| NOPAT (r. 2021) | 7 187 | 7 546 | 7 906 | 8 049 |
| Investovaný kapitál C = NOA (r. 2020) | 51 877 | 51 877 | 51 877 | 51 877 |
| WACC | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| EVA (r. 2021) | 582 | 941 | 1 300 | 1 444 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Výpočet pokračující hodnoty je shodný jako u metody DCFF. Jak zobrazuje Tabulka 67, ocenění druhé fáze v různých variantách vede k velmi odlišným výsledkům. Opět se, z již výše uvedených důvodů a zachování porovnatelnosti, ocenění přikloní k 10% růstu.

Tabulka 67 Hodnota 2. fáze dle DCFF

| Výpočet pokračující hodnoty (v tis. Kč, v %) | 2021 | 2021 | 2021 | 2021 |
|--|--------------|--------------|---------------|----------------|
| Tempo růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
| EVA = NOPAT - Náklady kapitálu | 582 | 941 | 1 300 | 1 444 |
| WACC | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% |
| Pokračující hodnota PH | 4 569 | 12 170 | 47 591 | 197 171 |
| Diskontní faktor | 0,619 | 0,619 | 0,619 | 0,619 |
| Diskontovaná pokračující hodnota PH | 2 829 | 7 535 | 29 467 | 122 081 |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 2 829 | 7 535 | 29 467 | 122 081 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota společnosti (brutto) je vypočtena součtem hodnoty 1. a 2. fáze a také přičtením hodnoty investovaného kapitálu C k datu ocenění 1.1.2017 a hodnoty neprovozního majetku (Tabulka 68).

Tabulka 68 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle metody EVA

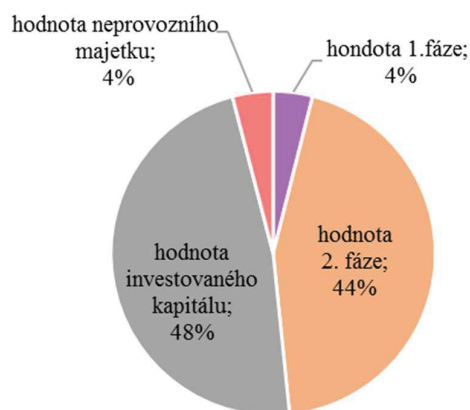
| Výsledné ocenění dle zvoleného tempa růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 2 599 | | | |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 2 829 | 7 535 | 29 467 | 122 081 |
| Hodnota investovaného kapitálu C či NOA (k 1.1.2017) | 31 532 | 31 532 | 31 532 | 31 532 |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 |
| Hodnota společnosti brutto H | 39 644 | 44 351 | 66 282 | 158 896 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 | 206 | 206 | 206 |
| Hodnota VK společnosti (netto) H_n | 39 438 | 44 145 | 66 076 | 158 690 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro získání hodnoty vlastního kapitálu je proveden odpočet dlouhodobých úročených zdrojů D. Hodnota vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. pro 10% růst je 66 076 tis. Kč. Výsledek by měl být shodný s oceněním dle DCF (67 908 tis. Kč), z důvodu zjednodušení účetních úprav v rámci výpočtu ukazatele EVA, je však patrný mírný rozdíl.

Skladbu výsledné hodnoty zobrazuje následující graf (Graf 48), ze kterého je zřejmé, že 2. fáze zde tvoří pouze 44 % celkové hodnoty společnosti. Největší vliv má hodnota investovaného kapitálu C (48 %). Poměr vypočtené hodnoty vlastního kapitálu a celkové hodnoty společnosti (99,7 %) opět odpovídá plánované kapitálové struktuře ($E/C = 99,3 \%$) a potvrzuje správnost výpočtu diskontní míry.

Graf 48 Skladba hodnoty společnosti dle metody EVA



Zdroj: Vlastní zpracování

Jako další varianta ocenění metodou přidané hodnoty je uvedeno dvoufázové ocenění pomocí EVA equity, ve kterém se počítá s čistým ziskem EAT a diskontní mírou v úrovni nákladů na vlastní kapitál. Výpočet je uveden v Příloze 28 a přináší hodnotu společnosti ve výši 62 302 tis. Kč. Hodnota vlastních zdrojů společnosti je potom tímto modelem stanovena na 62 508 tis. Kč. Výsledky jsou opět mírně odlišné od předchozích z důvodu zjednodušení výpočtů a účetních úprav.

18.6 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků

Vedle výnosových metod založených na peněžních tocích a EVA bude provedeno ocenění pomocí kapitalizace zisku, konkrétně paušální metodou. Podkladem jsou stejně jako u předešlých metod provedené analýzy účetních výkazů. Výsledky hospodaření je však nezbytné upravit o nepravdivé a mimořádné položky (mimořádné výnosy a náklady, prodej DM). Zjednodušením je rovnost daňových a účetních odpisů oceňované společnosti a skutečnost, že veškeré rezervy jsou tvořeny či rozpouštěny dle skutečné potřeby a nikoliv účelově.

Nejprve je nutné stanovit upravený výsledek hospodaření Z_U (Tabulka 69). Základem pro výpočet je výsledek hospodaření před daní, který se zvyšuje o odpisy a upravuje o položky neprovozní (finanční výnosy, mimořádné náklady a výnosy, prodej DM).

Tabulka 69 Výpočet upraveného zisku společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Výpočet upraveného zisku Z_U (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------------|---------------|---------------|-----------|---------------|
| VH před zděním | 1 047 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |
| + Odpisy | 1617 | 1678 | 1616 | 801 | 2805 |
| - Finanční výnosy | -5 | -3 | -3 | -1 | -1 |
| + ZC z prodeje DM | 0 | 256 | 0 | 0 | 22 |
| - Tržby z prodeje DM | -249 | -496 | -33 | 0 | -62 |
| + Mimořádné náklady | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Mimořádné výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Upravený zisk Z_U | 2 410 | 14 194 | 17 740 | 58 | 14 898 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Jelikož se jeví jako výhodnější provést výpočet ve stálých cenách je potřebné tyto upravené výsledky hospodaření očistit od vlivu inflace vydělením bazickým indexem k roku 2016. Ten je stanoven z meziročních cenových indexů, které zveřejňuje ČSÚ (ČSÚ, 2017).

Z jednotlivých upravených výsledků hospodaření Z_U je vypočítán trvale dosažitelný zisk e_z jako vážený průměr, kde jednotlivé váhy jsou určeny dle stáří období (tzn. rok 2016 má největší váhu a rok 2012 má nejnižší váhu). Tento trvale dosažitelný zisk je nutné snížit o daň z příjmu a výši odpisů v posledním roce (tj. roce 2016), tím je získán konečný trvale dosažitelný zisk e_z určený k rozdělení (Tabulka 70).

Tabulka 70 Výpočet trvale dosažitelné úrovně zisku společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Výpočet trvale dosažitelné úrovně zisku e_z | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|--------------|--------|--------|--------|--------|
| Upravený zisk Z_U | 2 410 | 14 194 | 17 740 | 58 | 14 898 |
| Cenový index řetězový | 103,3% | 101,4% | 100,4% | 100,3% | 100,7% |
| Cenový index bazický k roku 2016 | 97,3% | 98,6% | 99,0% | 99,3% | 100,0% |
| Upravený zisk Z_U upravený o inflaci | 2 478 | 14 394 | 17 918 | 58 | 14 898 |
| Váhy | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| $Z_U \times$ váhy | 2 478 | 28 787 | 53 753 | 234 | 74 490 |
| Trvale dosažitelná úroveň zisku e_z s odpisy a daní | 10 649 | | | | |
| Daň 19 % | -2023 | | | | |
| Odpisy v roce 2016 | -2 805 | | | | |
| Trvale dosažitelná úroveň zisku e_z | 5 821 | | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Kapitalizační míra pro tuto metodu je uvažována na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Je jí ovšem nutné očistit o vliv inflace, jelikož výpočet je prováděn ve stálých cenách. Očekávaná míra dlouhodobé inflace je odhadnuta jako průměr predikcí MF ČR ve výši 1,8 %. Kapitalizováním trvale dosažitelného zisku e_z a přičtením hodnoty neprovozního majetku je dospěno k hodnotě vlastního kapitálu společnosti, tzn. hodnoty netto 62 202 tis. Kč, jak zobrazuje Tabulka 71.

Tabulka 71 Hodnota VK společnosti FOUKAL, s.r.o. dle kapitalizovaných zisků

| | |
|--|---------------|
| Trvale dosažitelná úroveň zisku e_z | 5 821 |
| Kapitalizační míra = r_e | 11,6% |
| Dlouhodobá inflace - odhad | 1,8% |
| Kapitalizační míra upravená o inflaci | 9,8% |
| Hodnota DM neprovozního | 2 685 |
| Hodnota VK společnosti H_n | 62 202 |

Zdroj: Vlastní zpracování

18.7 Ocenění kombinovanými metodami

Z důvodu vzájemného porovnání byly vybrány všechny nepoužívanější kombinované metody. Nejprve je proveden prostý propočít **metodou střední hodnoty** (Tabulka 72), která je založena na aritmetickém průměru majetkové hodnoty a výnosové hodnoty. Výnosová hodnota je určena metodou kapitalizovaných zisků, zatímco majetkové ocenění je z důvodu nedostatku informací použito v úrovni účetní hodnoty netto. Hodnota VK společnosti je touto metodou stanovena na 48 106 tis. Kč.

Tabulka 72 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle střední metody

| Výpočet metodou střední hodnoty (v tis. Kč) | |
|--|---------------|
| Majetková hodnota - účetní hodnota netto H_u | 34 011 |
| Výnosová hodnota - metoda kapitalizovaných zisků H_v | 62 202 |
| Rozdíl | 83% |
| Hodnota VK společnosti H_n | 48 106 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Obdobou je **metoda vážené střední hodnoty**. Váhy jsou určeny rozdílem obou hodnot jako 1 pro majetkovou stránku a 5 pro výnosové ocenění podle stanovených tabulek v literatuře (Tabulka 73).

Tabulka 73 Určení vah majetkové a výnosové hodnoty dle jejich rozdílu

| Rozdíl (R) = majetková – výnosová hodnota | Váhy hodnot | | Součet $v_1 + v_2$ |
|--|--------------|-------------|-----------------------|
| | Váha majetku | Váha výnosu | |
| | v_1 | v_2 | |
| > 40 % | 1 | 5 | 6 |
| 40–30 % | 1 | 4 | 5 |
| 30–20 % | 1 | 3 | 4 |
| 20–10 % | 1 | 2 | 3 |
| 10–0 % | 1 | 1 | 2 |
| < 0 % | 1 | 1 | 2 |

Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 239

Ocenění je v tomto případě logicky vyšší. Vlastní zdroje společnosti jsou metodou vážené střední hodnoty ohodnoceny na 48 106 tis. Kč, jak zobrazuje následující tabulka (Tabulka 74).

Tabulka 74 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle vážené střední metody

| Výpočet metodou vážené střední hodnoty (v tis. Kč) | |
|--|---------------|
| Majetková hodnota - účetní hodnota netto H_U | 34 011 |
| Výnosová hodnota - metoda kapitalizovaných zisku H_v | 62 202 |
| Rozdíl | 83% |
| váha majetku v_1 | 1 |
| váha výnosu v_2 | 5 |
| Hodnota VK společnosti H_n | 57 503 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Poslední kombinovaná metoda, která je použita, je **metoda superzisku** (Tabulka 75). Nejprve je proveden výpočet superzisku jako rozdíl čistého zisku EAT a kapitalizované majetkové hodnoty. Jako majetková hodnota je opět místo hodnoty substance netto použita účetní hodnota netto. Kapitalizační míra se pro výpočet superzisku uvažuje ve výši bezrizikové míry pro odvětví v roce 2016 (0,48 %). Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti (hodnota netto společnosti) je vypočtena jako součet majetkové hodnoty a kapitalizovaného superzisku. V tomto případě je kapitalizační míra vyšší, jelikož je superzisk spjatý s vyšším rizikem, a proto je zvolena míra na úrovni nákladů kapitálu r_e pro rok 2016.

Tabulka 75 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle metody superzisku

| Výpočet metodou superzisku (v tis. Kč) | |
|--|----------------|
| EAT | 9 921 |
| Majetková hodnota - účetní hodnota netto H_U | 34 011 |
| bezriziková míra výnosnosti i_F | 0,48% |
| superzisk | 9 758 |
| výnosová míra $i_K = r_e$ | 11,6% |
| Hodnota VK společnosti H_n | 118 271 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Tímto oceněním je vypočítána poměrně vysoká hodnota vlastního kapitálu 118 mil. Kč. Jedná se o nejvyšší ocenění ze všech doposud použitých metod.

18.8 Ocenění porovnáním

Poslední skupinou oceňovacích metod jsou metody tržní, u společnosti FOUKAL, s.r.o. bude aplikováno ocenění dle tržního porovnání. Pro porovnání bylo využito dat prof. Damodarana a jeho veřejné databáze dostupné na internetu. Byly vybrány 4 tržní multiplikátory, jež zachycují poměr Enterprise value EV k EBIT, EBITDA, investovanému kapitálu a tržbám. Násobitelé se vztahují k společnostem ve stavebním odvětví (Construction/Engineering) ve Východní Evropě a byla odvozena ze vzorku 170 společností. Vybrané multiplikátory byly upraveny o srážku v úrovni 15 %. Tato srážka je výsledkem uvážení rizik oceňované společnosti. Jako pozitivní je zhodnocena ziskovost a finanční situace společnosti, naopak jako riziková se jeví malá velikost společnosti, její neobchodovatelnost a nižší diverzifikace produkce.

Výchozí a upravené multiplikátory EV jsou zobrazeny v následující tabulce (Tabulka 76).

Tabulka 76 Výchozí a upravené multiplikátory pro tržní ocenění

| Multiplikátory dle prof. Damodaran (Easten Europe, Construction Engeneering k 01/2017) | |
|--|-------|
| EV/EBIT | 14,87 |
| EV/EBITDA | 8,2 |
| EV/ Investovaný Kapitál | 1,67 |
| EV/Sales | 0,73 |
| Úprava (přirážky/srážky) dle finančních a obchodních rizik | |
| Velikost společnosti | -20% |
| Ziskovost | 10% |
| Diverzifikace | -5% |
| Finanční situace (likvidita, zadluženost) | 15% |
| Neobchodovatelnost | -10% |
| Celkem | -10% |
| Upravené multiplikátory | |
| EV/EBIT | 13,38 |
| EV/EBITDA | 7,38 |
| EV/ Investovaný Kapitál | 1,50 |
| EV/Sales | 0,66 |

Zdroj: Vlastní zpracování a data profesora Damordana, 2017

Finanční ukazatele oceňované společnosti nezbytné pro výpočet jsou zprůměrovány pomocí váženého průměru, kde váha období je opět určena dle jeho stáří. Jejich průměrné hodnoty zobrazuje následující tabulka (Tabulka 77).

Tabulka 77 Výpočet průměrných ukazatelů společnosti pro tržní porovnání

| Rok | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Průměrný ukazatel |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Váha | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| EBIT | 1 168 | 12 759 | 16 160 | -737 | 12 134 | 8 859 |
| Odpisy | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 | 1 803 |
| EBITDA | 2 785 | 14 437 | 17 776 | 64 | 14 939 | 10 663 |
| Investovaný kapitál C | 20 237 | 29 958 | 43 631 | 44 691 | 34 217 | 37 393 |
| Tržby | 64 174 | 116 314 | 132 427 | 75 736 | 53 404 | 84 270 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Vynásobením výše uvedených průměrných ukazatelů oceňované společnosti (EBIT, EBITDA, investovaný kapitál a tržby) s upravenými multiplikátory je získán soubor hodnot EV, z něhož je vypočítána průměrná hodnota. Jelikož samotný ukazatel enterprise value EV je součtem tržní hodnoty VK a účetní hodnoty CK s odpočtem finančních prostředků (cash), nelze pro ocenění společnosti pouze převzít tuto hodnotu.

Tabulka 78 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. určená tržním porovnáním

| Hodnota v tis. Kč | |
|---|---------------|
| EV dle EBIT | 118 563 |
| EV dle EBITDA | 78 689 |
| EV dle C | 56 202 |
| EV dle tržeb | 55 365 |
| EV průměr | 77 205 |
| - CK (k datu ocenění) | -6 720 |
| + Finanční prostředky (cash) | 8 033 |
| Hodnota VK společnosti H_n | 78 518 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Početními úpravami je získána hodnota společnosti netto (78 518 tis. Kč) odpovídající tržní hodnotě VK společnosti, jak zobrazuje Tabulka 78.

19 Souhrnné ocenění a vyhodnocení

Pro dílčí ocenění bylo využito 12 různých přístupů oceňování společnosti spadajících do 4 různých skupin (majetkové, výnosové, tržní, kombinované) a pomocné ocenění dle generátorů hodnoty.

Tabulka 79 Výsledné ocenění hodnoty netto společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017

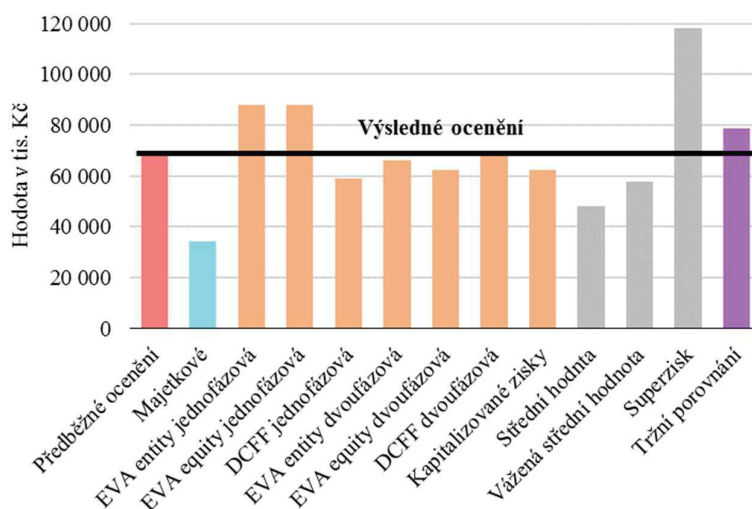
| Dílčí výsledky ocenění | Rozdíl (v tis. Kč, %) | |
|---|-----------------------|---------------|
| Předběžné ocenění dle generátorů hodnoty | 69 400 tis. Kč | 100 0% |
| Majetkové ocenění - účetní hodnota | 34 100 tis. Kč | -35 200 -103% |
| Výnosové ocenění - metoda EVA entity jednofázová | 87 900 tis. Kč | 18 600 21% |
| Výnosové ocenění - metoda EVA equity jednofázová | 87 900 tis. Kč | 18 600 21% |
| Výnosové ocenění - metoda DCFE jednofázová | 59 100 tis. Kč | -10 200 -17% |
| Výnosové ocenění - metoda EVA entity dvoufázová | 66 100 tis. Kč | -3 200 -5% |
| Výnosové ocenění - metoda EVA equity dvoufázová | 62 400 tis. Kč | -6 900 -11% |
| Výnosové ocenění - metoda DCFE dvoufázová | 68 000 tis. Kč | -1 300 -2% |
| Výnosové ocenění - metoda kapitalizovaných zisků | 62 300 tis. Kč | -7 000 -11% |
| Kombinované metody ocenění - střední hodnoty | 48 200 tis. Kč | -21 100 -44% |
| Kombinované metody ocenění - vážená střední hodnota | 57 600 tis. Kč | -11 700 -20% |
| Kombinované metody ocenění - metoda superzisku | 118 300 tis. Kč | 49 000 41% |
| Tržní ocenění - porovnání se srovnatelnými společnostmi | 78 600 tis. Kč | 9 300 12% |
| Výsledné ocenění | 69 300 tis. Kč | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Přehled jednotlivých výsledků hodnot netto společnosti FOUKAL, s.r.o. se zaokrouhlením na statisíce Kč zobrazuje následující tabulka (Tabulka 79). Výsledné ocenění je z důvodu velkého počtu dílčích výsledků určeno jejich prostým aritmetickým průměrem. Hodnota vlastního kapitálu společnosti

FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 je odhadnuta na **69,3 mil. Kč**. Hodnota společnosti jako celku, jež je navýšena o hodnotu cizího kapitálu k datu ocenění (206 tis. Kč), je stanovena na 69,5 mil. Kč.

Graf 49 Dílčí výsledky a výsledné ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017



Zdroj: Vlastní zpracování

Co se týká porovnání jednotlivých dílčích výsledků (Graf 49), nejbližší výsledné hodnotě je předběžné ocenění dle generátorů hodnot, rozdíl je zde zanedbatelný. Naopak největší odchylka je u ocenění účetní hodnotou a metodou superzisku.

Účetní hodnota je vůbec nejnižší ze všech a více než o polovinu nižší než výsledné ocenění. Tento výsledek se navíc nejeví jako nejvíce správný právě kvůli zkreslení historickými hodnotami.

Oceněním kombinovanou metodou superzisku bylo dosaženo naopak vůbec nejvyšší hodnoty ze všech. Metoda DCFE a metoda EVA má dosahovat přibližně stejných výsledků ocenění. Zde jsou vidět drobné nerovnosti způsobené nedokonalou úpravou účetních výkazů při výpočtu EVA. Také samotná volba výpočtového modelu přináší velký rozdíl v dílčích výsledcích, kde jednofázová metoda přinášela v případě EVA vyšší hodnoty společnosti a u DCFE naopak nižší výsledky než dvoufázové propočty. Tyto metody jsou považovány obecně za nejvíce přesné a spolehlivé. Také metoda kapitalizovaných zisků se jeví jako objektivní a přináší obdobnou hodnotu společnosti jako dvoufázové výnosové metody.

Metoda tržního porovnání má již nižší spolehlivost z důvodu použití obecných multiplikátorů pro území celé východní Evropy. Avšak vhodným zohledněním faktorů oceňované společnosti pomocí srážek a přírážek bylo dosaženo obdobného výsledku, jako u výnosových metod. Ocenění dle tržního porovnání je jen o málo vyšší než výsledná zvolená hodnota.

Použité kombinované metody spojující jednak majetkové ocenění (pouze účetní hodnotou, jelikož hodnota substance je v tomto případě těžko určitelná) a výnosové (metoda kapitalizovaných zisků) dosahují nejvíce odlišných výsledků. Důvodem je velký rozdíl mezi majetkovým a výnosovým oceněním, který při větším zohlednění majetkového ocenění přináší nižší hodnotu. Metoda superzisku naopak, jak již bylo zmíněno výše, vypočítala nejvyšší hodnotu společnosti vůbec. Důvod lze spatřovat ve velmi nízké bezrizikové míře v roce ocenění.

20 Závěr

Teoretická část seznamuje čtenáře se základní problematikou oceňování společností a nastiňuje nezbytné kroky pro provedení „správného“ ocenění. Nejprve jsou definovány základní pojmy a předpisy z oblasti oceňování, dále jsou popsány důvody a postup oceňování spolu s nejdůležitějšími podklady upravující tuto oblast. Následuje popis samotného procesu ocenění: provedení analýzy makroekonomického a mikroekonomického okolí, strategická analýza, finanční analýza a analýzy rizik oceňované společnosti. Konečnou část teoretického textu tvoří popis jednotlivých oceňovacích metod a stanovení výsledné hodnoty společnosti.

Praktická část diplomové práce začíná představením oceňované společnosti. Jsou zde uvedeny základní informace o historii i současné situaci společnosti FOUKAL, s.r.o.

Představení společnosti je následované analýzou jejího finančního zdraví na základě minulých dosažených výsledků v letech 2012 až 2016. Je provedena vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, a především výpočet poměrových ukazatelů společnosti. Finanční analýza hodnotí oceňovanou společnost jako zdravou s vynikajícími ukazateli rentability, likvidity i zadluženosti. Problematický byl pouze rok 2015, který přinesl zhoršení ve všech zmíněných ukazatelích. V posledním roce 2016 ovšem došlo k opětovnému zlepšení finanční situace, slabinou jsou pouze klesající výnosy. Ze srovnání s oborovými hodnotami, je zřejmé, že společnost FOUKAL, s.r.o. jednoznačně převyšuje odvětví ve všech ohledech. Aplikované predikční modely a přidaná hodnota EVA jen potvrzují předešlé závěry.

Makroekonomické okolí, které zde představuje trh celé České republiky, je zhodnoceno pomocí minulých a predikovaných makroekonomických ukazatelů. Dle prognóz MF ČR se v následujících letech počítá s trvalým růstem HDP. Makroekonomické okolí společnosti FOUKAL, s.r.o. představuje český stavební trh zaměřující se na výstavbu budov. Tento relevantní trh je nejprve popsán z hlediska charakteristických znaků, jejichž hodnocení přináší lehce podprůměrné hodnocení atraktivnosti odvětví (48 %). Poté je určena velikost příslušného odvětví pomocí minulých dosahovaných tržeb z dat MPO a provedena predikce vývoje odvětví počítající s mírným růstem oproti minulým letům.

Následná strategická analýza doplňuje předešlé analýzy vnějšího okolí. Hodnocení konkurenční síly společnosti FOUKAL, s.r.o. přináší pozitivní výsledek (58 %) a signalizuje možnost budoucího růstu společnosti. Závěry předešlých rozborů vyhodnocuje SWOT analýza. Z hlediska rizikovosti je podstatnější provozní riziko, které je způsobeno nestálostí tržeb společnosti v minulých letech. Dále se strategická analýza zabývá rozбором a prognózou generátorů hodnot, které slouží jako základ pro sestavení finančního plánu.

Finanční plán společnosti FOUKAL, s.r.o. pro období 2017 až 2020 vychází z předešlých poznatků a je založen na předpokladu konstantního růstu tržeb.

Pro co největší přesnost výnosových ocenění jsou vypočítány náklady kapitálu. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál (r_e) je aplikováno více metod, které jsou nakonec zprůměrované. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) poté vycházejí z předešlých výpočtů.

Po výše popsaných přípravných pracích přichází na řadu samotné ocenění společnosti. Využití zde nachází účetní hodnota, výnosové metody DCF a EVA, metoda kapitalizovaných zisků, kombinované metody a ocenění porovnáním. Jednotlivé dílčí výsledky z použitých metod oceňování jsou na závěr

zprůměrovány a je stanovena výsledná hodnota společnosti. Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 je odhadnuta na **69 300 tis. Kč**.

Je nezbytné připomenout, že oceňování je velmi komplexní a subjektivní proces, kdy výsledná hodnota značně záleží na zkušenostech a úsudku oceňovatele. Jelikož jsou mé zkušenosti z praxe nulové a čerpám pouze z teoreticky nabytých znalostí a z veřejně dostupných dat o společnosti, je nutné brát výslednou hodnotu společnosti pouze jako orientační pro účely této práce. Navíc ocenění dle výše popsaných metod nemusí odpovídat ocenění při reálném prodeji. I přes to však přináší výše provedené ocenění určitý obrázek o hodnotě, které zkoumaná společnost k datu ocenění dosahuje.

21 Seznam tabulek

| | |
|--|-----|
| Tabulka 1 Dělení celkového rizika | 27 |
| Tabulka 2 Příklady hodnot beta koeficientů při skutečném zadlužení..... | 29 |
| Tabulka 3 Vyhodnocení Z skóre | 40 |
| Tabulka 4 Ukazatele Quick testu | 40 |
| Tabulka 5 Quick test – bodové ohodnocení ukazatelů..... | 41 |
| Tabulka 6 Výpočet věcné tržní hodnoty společnosti | 52 |
| Tabulka 7 Agregované položky rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 74 |
| Tabulka 8 Horizontální analýza majetku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 75 |
| Tabulka 9 Agregované položky pasiv rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 77 |
| Tabulka 10 Náklady společnosti FOUKAL, s.r.o. | 78 |
| Tabulka 11 Výnosy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 79 |
| Tabulka 12 Agregované položky výkazu zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o. | 81 |
| Tabulka 13 Výpočet různých úrovní zisku spol. FOUKAL, s.r.o..... | 82 |
| Tabulka 14 Pracovní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. | 83 |
| Tabulka 15 Výpočet investovaného kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 85 |
| Tabulka 16 Ukazatele rentability společnosti FOUKAL, s.r.o. | 87 |
| Tabulka 17 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o. včetně doporučených hodnot..... | 88 |
| Tabulka 18 Výpočet ukazatelů zadluženosti společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 91 |
| Tabulka 19 Ukazatele krytí stálých aktiv společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 91 |
| Tabulka 20 Výpočty ukazatelů aktivity společnosti FOUKAL, s.r.o. | 92 |
| Tabulka 21 Výpočet Ekonomické přidané hodnoty EVA společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 95 |
| Tabulka 22 Finanční poměrové ukazatele odvětví a společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2010–2016 | 98 |
| Tabulka 23 Minulé a prognózované makroekonomické ukazatele ČR..... | 101 |
| Tabulka 24 Tržby v odvětví a podíl na trhu společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 102 |
| Tabulka 25 Hodnocení atraktivity odvětví..... | 103 |
| Tabulka 26 Minulý vývoj tržeb v odvětví..... | 104 |
| Tabulka 27 Predikce vývoje tržeb v odvětví..... | 105 |
| Tabulka 28 Diagram konkurenční síly a vnitřního potenciálu společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 107 |
| Tabulka 29 Hodnocení perspektivnosti společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 108 |
| Tabulka 30 Provozní a finanční riziko společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 110 |
| Tabulka 31 Ověření tempa růstu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 111 |
| Tabulka 32 Minulé a predikované tržby společnosti FOUKAL, s.r.o. | 113 |
| Tabulka 33 Prognóza ziskové marže shora..... | 114 |
| Tabulka 34 Prognóza ziskové marže zdola..... | 114 |
| Tabulka 35 Odhady doby obratu a okamžité likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 115 |
| Tabulka 36 Prognóza pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 116 |
| Tabulka 37 Prognóza dlouhodobého majetku společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 117 |
| Tabulka 38 Vývoj položek kapitálu | 118 |
| Tabulka 39 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 120 |
| Tabulka 40 Plánovaná rozvaha společnosti FOUKAL, s.r.o. | 121 |
| Tabulka 41 Finanční analýza finančního plánu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 122 |
| Tabulka 42 Dílčí výpočty koeficientu beta společnosti FOUKAL, s.r.o. | 123 |
| Tabulka 43 Přírážky za obchodní a finanční riziko | 124 |

| | |
|---|-----|
| Tabulka 44 Koeficient beta společnosti FOUKAL, s.r.o. | 124 |
| Tabulka 45 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle CAPM..... | 125 |
| Tabulka 46 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle stavebnicového modelu I.. | 125 |
| Tabulka 47 Náklady na vlastní kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. dle stavebnicového modelu II. | 126 |
| Tabulka 48 Náklady na vlastní kapitál společnosti dle odvětvových průměrů..... | 126 |
| Tabulka 49 Výsledné náklady vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 127 |
| Tabulka 50 Náklady na cizí kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 127 |
| Tabulka 51 Výsledné náklady na cizí kapitál společnosti FOUKAL, s.r.o. | 128 |
| Tabulka 52 Průměrné vážené náklady kapitálu WACC společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 129 |
| Tabulka 53 Výchozí data pro výpočet hodnoty společnosti dle generátorů hodnoty | 130 |
| Tabulka 54 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. dle generátorů hodnoty | 131 |
| Tabulka 55 Účetní hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 | 132 |
| Tabulka 56 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL jednofázovou metodou DCFF | 133 |
| Tabulka 57 Výpočet FCFF společnosti FOUKAL, s.r.o. pro r. 2017–2020 | 133 |
| Tabulka 58 Hodnota 1. fáze dle DCFF | 134 |
| Tabulka 59 Odhad parametrů pro výpočet FCFF druhé fáze..... | 134 |
| Tabulka 60 Hodnota 2. fáze dle DCFF | 134 |
| Tabulka 61 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle DCFF | 135 |
| Tabulka 62 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle jednofázové metody EVA entity..... | 136 |
| Tabulka 63 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle jednofázové metody EVA equity..... | 137 |
| Tabulka 64 Výpočet EVA společnosti FOUKAL, s.r.o. pro r. 2017–2020 | 137 |
| Tabulka 65 Hodnota 1. fáze dle metody EVA | 137 |
| Tabulka 66 Odhad parametrů pro výpočet EVA druhé fáze..... | 138 |
| Tabulka 67 Hodnota 2. fáze dle DCFF | 138 |
| Tabulka 68 Ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. dle metody EVA | 138 |
| Tabulka 69 Výpočet upraveného zisku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 140 |
| Tabulka 70 Výpočet trvale dosažitelné úrovně zisku společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 140 |
| Tabulka 71 Hodnota VK společnosti FOUKAL, s.r.o. dle kapitalizovaných zisků..... | 141 |
| Tabulka 72 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle střední metody | 141 |
| Tabulka 73 Určení vah majetkové a výnosové hodnoty dle jejich rozdílů | 141 |
| Tabulka 74 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle vážené střední metody | 142 |
| Tabulka 75 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. dle metody superzisku | 142 |
| Tabulka 76 Výchozí a upravené multiplikátory pro tržní ocenění..... | 143 |
| Tabulka 77 Výpočet průměrných ukazatelů společnosti pro tržní porovnání..... | 143 |
| Tabulka 78 Hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. určená tržním porovnáním | 144 |
| Tabulka 79 Výsledné ocenění hodnoty netto společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 | 144 |

22 Seznam grafů

| | |
|---|----|
| Graf 1 Vývoj a procentuální rozdělení majetku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 75 |
| Graf 2 Odpisy a DM společnosti FOUKAL, s.r.o. | 76 |
| Graf 3 Vývoj a procentuální rozdělení majetku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 77 |
| Graf 4 Náklady společnosti FOUKAL, s.r.o. | 78 |
| Graf 5 Průměrné procentuální složení nákladů spol. FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 | 79 |

| | |
|---|-----|
| Graf 6 Výnosy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 80 |
| Graf 7 Tržby, výkonová spotřeba a přidaná hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. | 80 |
| Graf 8 Vývoj jednotlivých položek výsledku hospodaření spol. FOUKAL, s.r.o. | 81 |
| Graf 9 Vývoj výsledků hospodaření společnosti FOUKAL, s.r.o. | 83 |
| Graf 10 Vývoj pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 84 |
| Graf 11 Vývoj investovaného kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 85 |
| Graf 12 Vývoj peněžních prostředků společnosti FOUKAL, s.r.o. | 86 |
| Graf 13 Vývoj jednotlivých položek rentability společnosti FOUKAL, s.r.o. | 88 |
| Graf 14 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti FOUKAL, s.r.o. včetně doporučených hodnot | 89 |
| Graf 15 Vývoj zadluženosti a koeficientu samofinancování společnosti FOUKAL, s.r.o. | 90 |
| Graf 16 Zadluženost vlastního kapitálu a účinek finanční páky spol. FOUKAL, s.r.o. | 90 |
| Graf 17 Vývoj ukazatelů krytí společnosti FOUKAL, s.r.o. | 92 |
| Graf 18 Vývoj doby obratu pohledávek a závazků společnosti FOUKAL, s.r.o. | 93 |
| Graf 19 Z scóre společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012 až 2016 | 93 |
| Graf 20 Index důvěryhodnosti společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012 až 2016 | 94 |
| Graf 21 Bodové hodnocení společnosti FOUKAL, s.r.o. dle Kralickova Quick testu | 94 |
| Graf 22 Vývoj ekonomické přidané hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. | 95 |
| Graf 23 Vývoj rentability a nákladů vloženého kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 96 |
| Graf 24 Průměrná majetková a finanční struktura odvětví v letech 2010–2016 | 97 |
| Graf 25 Průměrné zastoupení výnosů a nákladů odvětví v letech 2010–2016 | 97 |
| Graf 26 Vývoj výsledků hospodaření v odvětví v letech 2010–2016 | 98 |
| Graf 27 Minulý vývoj a prognóza HDP a inflace v ČR v letech 2011–2020 | 100 |
| Graf 28 Minulý vývoj úrokových sazeb v ČR v letech 2011–2018 | 100 |
| Graf 29 Minulý a odhadovaný vývoj tržeb v odvětví | 105 |
| Graf 30 SWOT analýza společnosti FOUKAL, s.r.o. | 109 |
| Graf 31 Vývoj provozní a finanční páky společnosti FOUKAL, s.r.o. | 110 |
| Graf 32 Tempo růstu společnosti FOUKAL, s.r.o. v souvislosti s růstem HDP a odvětvím | 111 |
| Graf 33 Minulý a odhadovaný tržní podíl společnosti FOUKAL, s.r.o. | 112 |
| Graf 34 Odhadovaný vývoj tržeb a tržního podílu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 112 |
| Graf 35 Minulý a odhadovaný vývoj ziskové marže společnosti FOUKAL, s.r.o. | 115 |
| Graf 36 Minulý a odhadovaný vývoj položek pracovního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 116 |
| Graf 37 Minulý a odhadovaný vývoj dlouhodobého majetku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 117 |
| Graf 38 Minulý a odhadovaný vývoj položek kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 118 |
| Graf 39 Minulé a odhadované hodnotové rozpětí společnosti FOUKAL, s.r.o. | 119 |
| Graf 40 Náklady na vlastní kapitál a koeficient beta společnosti FOUKAL, s.r.o. dle CAPM | 124 |
| Graf 41 Rozklad nákladů vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 125 |
| Graf 42 Vývoj nákladů vlastního kapitálu společnosti FOUKAL, s.r.o. | 127 |
| Graf 43 Vývoj nákladů na cizí kapitál u společnosti FOUKAL, s.r.o. | 128 |
| Graf 44 Vývoj průměrných vážených nákladů kapitálu WACC společnosti FOUKAL, s.r.o. | 129 |
| Graf 45 Výsledné hodnoty netto společnosti FOUKAL, s.r.o. pro jednotlivé varianty | 131 |
| Graf 46 Účetní hodnota společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 | 132 |
| Graf 47 Skladba hodnoty společnosti dle DCFF | 135 |
| Graf 48 Skladba hodnoty společnosti dle metody EVA | 139 |
| Graf 49 Dílčí výsledky a výsledné ocenění společnosti FOUKAL, s.r.o. k 1.1.2017 | 145 |

23 Seznam vzorců

| | | |
|-----------|--|----|
| Vzorec 1 | Výpočet očekávaných výnosů | 27 |
| Vzorec 2 | Výpočet požadované výnosové míry r_e | 28 |
| Vzorec 3 | Výpočet prémie za riziko R_p | 28 |
| Vzorec 4 | Výpočet zadluženého koeficientu β_L | 29 |
| Vzorec 5 | Výpočet koeficientu β pomocí analýzy rizika | 29 |
| Vzorec 6 | Výpočet míry provozního rizika..... | 30 |
| Vzorec 7 | Výpočet míry finančního rizika..... | 31 |
| Vzorec 8 | Výpočet celkového specifického rizika..... | 31 |
| Vzorec 9 | Výpočet míry kombinovaného rizika | 31 |
| Vzorec 10 | Absolutní a relativní změna dle horizontální analýzy | 33 |
| Vzorec 11 | Výpočet podílu zastoupení dle vertikální analýzy..... | 33 |
| Vzorec 12 | Výpočet (čistého) pracovního kapitálu..... | 33 |
| Vzorec 13 | Výpočet zisku před zdaněním EBT | 34 |
| Vzorec 14 | Výpočet zisku před zdaněním a úroky EBIT..... | 34 |
| Vzorec 15 | Výpočet zisku před zdaněním, úroky a odpisy EBITDA | 34 |
| Vzorec 16 | Výpočet celkové rentability ROA s EBIT | 35 |
| Vzorec 17 | Výpočet celkové rentability ROA s EAT | 35 |
| Vzorec 18 | Výpočet rentability vlastního kapitálu ROE..... | 35 |
| Vzorec 19 | Výpočet rentability vloženého kapitálu ROCE | 35 |
| Vzorec 20 | Výpočet rentability tržeb ROS | 35 |
| Vzorec 21 | Výpočet nákladovosti | 36 |
| Vzorec 22 | Výpočet běžné likvidity..... | 36 |
| Vzorec 23 | Výpočet pohotové likvidity | 36 |
| Vzorec 24 | Výpočet okamžité likvidity | 36 |
| Vzorec 25 | Výpočet celkové zadluženosti (debt ratio) | 37 |
| Vzorec 26 | Výpočet koeficientu samofinancování (equity ratio) | 37 |
| Vzorec 27 | Výpočet zadluženosti vlastního kapitálu (debt-equity ratio)..... | 37 |
| Vzorec 28 | Výpočet finanční páky a jejího ziskového účinku..... | 37 |
| Vzorec 29 | Výpočet krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji | 37 |
| Vzorec 30 | Výpočet krytí stálých aktiv vlastními zdroji | 38 |
| Vzorec 31 | Výpočet ukazatele úrokového krytí..... | 38 |
| Vzorec 32 | Výpočet obrátu aktiv a jejich relativní vázanosti | 38 |
| Vzorec 33 | Výpočet obrátu a doby obrátu pohledávek | 38 |
| Vzorec 34 | Výpočet obrátu a doby obrátu závazků | 38 |
| Vzorec 35 | Výpočet obrátu a doby obrátu zásob | 39 |
| Vzorec 36 | Výpočet Z score pro obchodovatelné společnosti | 39 |
| Vzorec 37 | Výpočet Z score pro neobchodovatelné společnosti | 39 |
| Vzorec 38 | Výpočet indexu důvěryhodnosti IN 95..... | 40 |
| Vzorec 39 | Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA..... | 41 |
| Vzorec 40 | Výpočet investovaného kapitálu C..... | 42 |
| Vzorec 41 | Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA hodnotovým rozpětím | 42 |
| Vzorec 42 | Výpočet ekonomické přidané hodnoty EVA equity..... | 42 |
| Vzorec 43 | Výpočet výnosnosti čistých provozních aktiv RONA (ROIC) | 42 |
| Vzorec 44 | Výpočet tempa růstu tržeb g..... | 46 |

| | |
|---|----|
| Vzorec 45 Prognóza tržeb T_{t+1} | 46 |
| Vzorec 46 Výpočet provozní ziskové marže r_{ZP} | 48 |
| Vzorec 47 Výpočet položek pracovního kapitálu z jejich obrátek a doby obratu..... | 48 |
| Vzorec 48 Výpočet koeficientu náročnosti dlouhodobého majetku na tržbách..... | 49 |
| Vzorec 49 Výpočet trvale udržitelné míry růstu g^* | 49 |
| Vzorec 50 Předběžné ocenění společnosti pomocí generátorů hodnoty | 49 |
| Vzorec 51 Výpočet likvidační hodnoty společnosti | 52 |
| Vzorec 52 Výpočet nákladů vlastního kapitálu re dle CAPM | 55 |
| Vzorec 53 Výpočet nákladů vlastního kapitálu re stavebnicovou metodou | 56 |
| Vzorec 54 Výpočet nákladů vlastního kapitálu re pro odvětví dle MPO | 56 |
| Vzorec 55 Výpočet hodnoty společnosti netto metodou kapitalizovaných zisků (věčná renta)..... | 59 |
| Vzorec 56 Výpočet trvale udržitelného zisku e_z paušální metodou..... | 60 |
| Vzorec 57 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF u nezadluž. společnosti . | 61 |
| Vzorec 58 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele FCFF u zadluž. společnosti | 61 |
| Vzorec 59 Výpočet hodnoty společnosti dle jednofázového modelu DCFF | 61 |
| Vzorec 60 Výpočet hodnoty společnosti dle dvoufázového modelu DCFF | 62 |
| Vzorec 61 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti (hodnota netto)..... | 62 |
| Vzorec 62 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky FCFE u nezadlužené společnosti | 63 |
| Vzorec 63 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky FCFE u zadlužené společnosti..... | 63 |
| Vzorec 64 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti dle jednofázového modelu DCFF..... | 63 |
| Vzorec 65 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti dle dvoufázového modelu DCFF..... | 63 |
| Vzorec 66 Výpočet hodnoty společnosti pomocí metody EVA entity | 63 |
| Vzorec 67 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti pomocí metody EVA equity a entity | 64 |
| Vzorec 68 Výpočet hodnoty společnosti dle dvoufázového modelu metody EVA entity | 64 |
| Vzorec 69 Výpočet hodnoty netto společnosti metodou střední hodnoty..... | 65 |
| Vzorec 70 Výpočet hodnoty netto společnosti metodou vážené střední hodnoty..... | 65 |
| Vzorec 71 Výpočet hodnoty netto společnosti Nageliho metodou vážené střední hodnoty | 65 |
| Vzorec 72 Výpočet superzisku | 66 |
| Vzorec 73 Výpočet hodnoty netto společnosti metodou superzisku | 66 |
| Vzorec 74 Výpočet hodnoty netto metodou superzisku v případě omezeného trvání superzisku..... | 66 |
| Vzorec 75 Výpočet hodnoty netto (akcie) tržním porovnáním multiplikátory ve formě equity..... | 68 |
| Vzorec 76 Výpočet hodnoty netto (akcie) tržním porovnáním multiplikátory ve formě entity..... | 68 |

24 Seznam obrázků

| | |
|--|----|
| Obrázek 1 Rovnovážná cena na funkčním a nefunkčním trhu..... | 14 |
| Obrázek 2 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy | 16 |
| Obrázek 3 Postup při oceňování společnosti | 18 |
| Obrázek 4 Přehled metod pro oceňování | 21 |
| Obrázek 5 Analýza vývoje potenciálu společnosti | 23 |
| Obrázek 6 Postavení společnosti v rámci makroprostředí | 24 |
| Obrázek 7 Příčinné souvislosti u provozního rizika | 30 |
| Obrázek 8 Analýza vnitřního potenciálu..... | 44 |
| Obrázek 9 Princip generátorů hodnoty | 46 |
| Obrázek 10 Odvození prognózy tržeb..... | 47 |
| Obrázek 11 Postup sestavení finančního plánu a vazby mezi jednotlivými výkazy | 50 |
| Obrázek 12 Klíčové složky výnosových metod oceňování | 53 |
| Obrázek 13 Modely DCF dle výsledné hodnoty a diskontní míry..... | 54 |
| Obrázek 14 Metody pro určení nákladů na vlastní kapitál..... | 55 |
| Obrázek 15 Příímka kapitálového trhu a linie efektivity | 56 |
| Obrázek 16 Výpočet průměrných nákladů kapitálu společnosti WACC | 57 |
| Obrázek 18 Schéma dvoufázové metody | 62 |
| Obrázek 17 Tvary diskontních modelů..... | 62 |
| Obrázek 19 Vztah mezi MVA, EVA a NOA | 64 |
| Obrázek 20 Postup souhrnného ocenění | 70 |
| Obrázek 21 Logo společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 72 |

25 Použitá literatura

- BAŘINOVÁ, Dagmar a Iveta VOZŇÁKOVÁ. *Vyhodnocení a využití účetních výkazů pro manažery, společníky a akcionáře*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005. Účetnictví a daně (Grada). ISBN 80-247-1115-X.
- ČERNÁ, A., J. DOSTÁL, H. SŮVOVÁ, E. ŠPAČEK a K. HUBÁLEK. *Finanční analýza*. Praha: Bankovní institut, 1997. ISBN není uvedeno.
- DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- FERNANDÉZ, Pablo. *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuation*. Navarra, 2007. Working Paper IESE Business School – University of Navarra.
- GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.
- KALOUDA, František. *Finanční analýza a řízení podniku*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2015. ISBN 978-80-7380-526-5.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KUBÍČKOVÁ, Dana a Jana KOTĚŠOVCOVÁ. *Finanční analýza*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2006. ISBN 80-86754-57-X.
- MÁČE, Miroslav. *Finanční analýza obchodních a státních organizací: praktické příklady a použití*. 1. vyd. Praha: Grada, 2006. Finanční řízení. ISBN 80-247-1558-9.
- MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha: Grada, 2008. ISBN 8024724324.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- MAŘÍK, Miloš a Jan DĚDIČ. *Akvizice a oceňování podniků*. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1992. ISBN 80-7079-938-2.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.
- PILAŘOVÁ, Ivana a Jana PILÁTOVÁ. *Účetní závěrka, základ daně a finanční analýza podnikatelských subjektů roku 2013*. 6. vydání. Praha: 1. VOX, 2013. Účetnictví (VOX). ISBN 978-80-87480-20-5.
- REILLY, Robert F. Consider the asset-based approach in the construction company valuation. *Construction Accounting and Taxation*. 2016, 2016 (September/October), 13-26.
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozšířené vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.

SASSINE, Edmond. *The Valuation of Construction Companies*. USA, Massachusetts, 2004. Master of Science Thesis. Massachusetts Institute of Technology. Vedoucí práce Prof. Fred Moavenzadeh.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

SŮVOVÁ, Helena. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1999. Bankovnictví. ISBN 80-7265-027-0.

ŠTEKER, Karel a Milana OTRUSINOVÁ. *Jak číst účetní výkazy: základy českého účetnictví a výkaznictví*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4702-6.

TOMEK, Aleš. *Finanční řízení ve stavebním podniku*. Praha, 2000. Studijní texty pro předměty 126FIR a 126FIM.

EVS. *European Valuation Standards*. Eighth edition. Tegova, 2016. ISBN 978-90-819060-1-2.

IDW. *Standard SI*. Institut der Wirtschaftsprüfer, 2007.

IFRS 13. *Fair Value Measurement*. International Financial Reporting Standards, 2013.

IVS. *International Valuation Standards 2017*. International Valuation Standards Council, 2017. ISBN 978-0-9931513-0-9.

OCE. *Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění*. Verze 1.1. ČNB, 2014.

US PAP. *BVS Business Valuation Standards*. American Society of Appraisers, 2009.

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 455/1991 Sb., živnostenský zákon

Zákon č. 563/1991 o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů

Vyhláška č. 500/2002 Sb. provádějící zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví

26 Internetové zdroje

ČKOM. *Česká komora odhadců majetku* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://www.ckom.cz/index.php/ckom>

ČSKOM. *Česká společnost certifikovaných odhadců majetku* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://www.cskom.cz/>

ČNB: *ARAD systém časových řad* [online]. 2017 [cit. 2017-10-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=375&p_strid=AEB&p_lang=CS

- ČSÚ: *Veřejná databáze – Statistiky* [online]. 2017 [cit. 2017-10-12]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=statistiky>
- DAMODARAN. *Aswath Damodaran Data* [online]. 2017 [cit. 2017-09-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DUFFY, Anthony. How much is your construction company worth? *The Bonadio Group* [online]. 2013 [cit. 2017-08-19]. Dostupné z: <https://www.bonadio.com/news-events/articles/how-much-your-construction-company-worth>
- EJUSTICE: *Veřejný rejstřík a Sbíрка listin* [online]. 2017 [cit. 2017-09-07]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
- EJUSTICE. *Účetní závěrky: Foukal s.r.o.* [online]. 2017 [cit. 2017-09-07]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma.vysledky?subjektId=291845&typ=PLATNY>
- FOUKAL. *FOUKAL, s.r.o.: O nás* [online]. 2017 [cit. 2017-09-07]. Dostupné z: <http://www.foukal.com/o-nas/>
- GIRESI, Jessica L. Valuation of a Construction Company – What is different? *Withium* [online]. 2017 [cit. 2017-08-19]. Dostupné z: <https://www.withum.com/kc/valuation-construction-of-a-company-different/>
- IMAA: INSTITUTE OF MERGERS AND ACQUISITIONS & ALLIANCES. *M&A Statistics* [online]. 2017 [cit. 2017-03-07]. Dostupné z: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- IOM. *Institut oceňování majetku* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://iom.vse.cz/>
- IVCS. *The IVSC* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <https://www.ivsc.org/about>
- KAESSNER, Joe. The Capitalization of Earnings Method for Construction Firms. *FIM* [online]. 2015 [cit. 2017-08-19]. Dostupné z: <https://www.fminet.com/fmi-quarterly/article/2015/12/the-capitalization-of-earnings-method-for-construction-firms/>
- KOTECHA, Vimal. Valuation of a Construction Company – What is different? *Richter* [online]. 2016 [cit. 2017-08-19]. Dostupné z: <https://www.richter.ca/en/News-and-Media/News-and-Insights/The-valuation-of-your-construction-company>
- MISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Ministr a ministerstvo: Analytické materiály a statistiky* [online]. 2017 [cit. 2017-09-22]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>
- MISTERSTVO FINANČÍ. *Přehled makroekonomických informací, ukazatelů, výhledů a predikcí.* [online]. 2017 [cit. 2017-09-29]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika>
- NACE-CZ. *CZ NACE: NACE kódy* [online]. 2017 [cit. 2017-09-22]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/nace/f-stavebnictvi/>
- RICS. *Royal Institution of Chartered Surveyors* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://www.rics.org/cz/about-rics>
- TEGOVA. *About TEGoVA* [online]. 2017 [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://www.tegova.org/en>

27 Seznam použitých zkratek

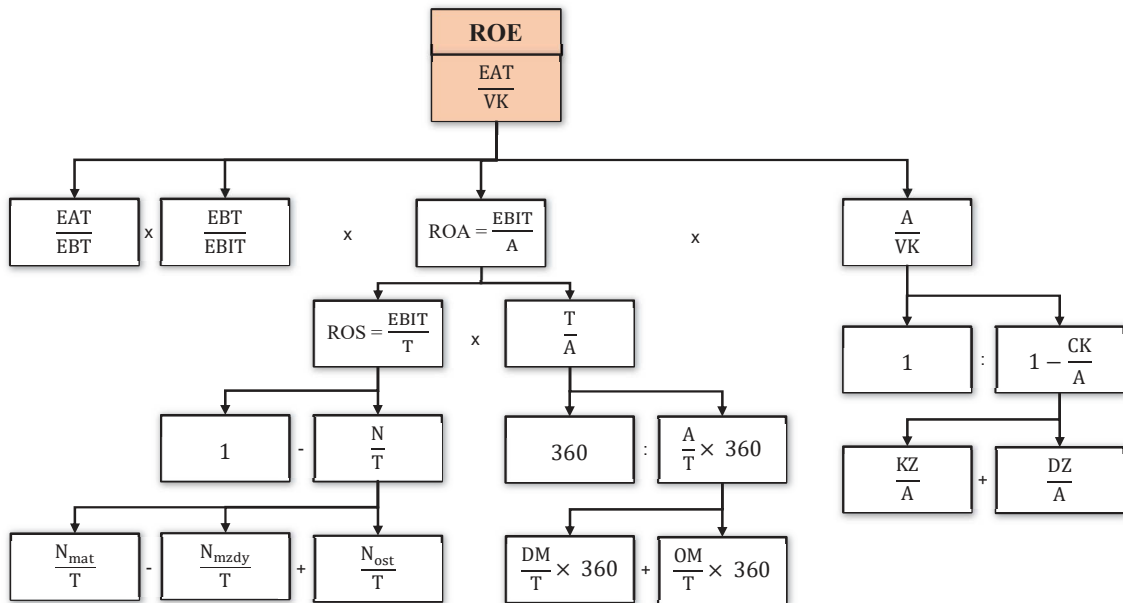
| | |
|-----------------|--|
| A | aktiva, resp. majetek společnosti |
| β | beta koeficient nediverzifikovatelného rizika |
| β_L | beta koeficient zohledňující kapitálovou strukturu |
| β_{UNLEV} | beta koeficient nezohledňující kapitálovou strukturu |
| C | investovaný kapitál |
| CAPM | model oceňování kapitálových aktiv |
| CF | cash flow, peněžní tok |
| ČPK | čistý pracovní kapitál |
| ČSÚ | Český statistický úřad |
| D | cizí investovaný kapitál, dlouhodobé cizí zdroje |
| DCF | diskontované cash flow, diskontovaný peněžní tok |
| DCFE | diskontovaný peněžní tok pro vlastníky a věřitele |
| DCFF | diskontovaný peněžní tok pro vlastníky a věřitele |
| DM | dlouhodobý majetek |
| DNM | dlouhodobý nehmotný majetek |
| DHM | dlouhodobý hmotný majetek |
| DFM | dlouhodobý finanční majetek |
| E | vlastní investovaný kapitál, vlastní zdroje |
| EAT | čistý zisk |
| EBT | zisk před zdaněním |
| EBIT | zisk před zdaněním a úroky |
| EBITDA | zisk před zdaněním, úroky a odpisy |
| EV | enterprise value |
| EVA | ekonomická přidaná hodnota |
| g | tempo růstu |
| FCFE, FCE | volný peněžní tok pro vlastníky |
| FCFF, FCF | volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele |
| H | hodnota společnosti, hodnota brutto |
| H_b | hodnota společnosti, hodnota brutto |
| H_n | hodnota vlastního kapitálu společnosti, hodnota netto |
| H_L | likvidační hodnota společnosti |
| H_s | hodnota substance |
| H_U | hodnota účetní |
| H_V | hodnota výnosová |
| HDP | Hrubý domácí produkt |
| i | diskontní míra |
| i_F | bezriziková úroková míra, bezriziková kapitalizační míra |
| i_k | kapitalizační míra |
| k_{DM} | koeficient náročnosti dlouhodobého majetku na tržbách |
| k_{PK} | koeficient náročnosti pracovního kapitálu na tržbách |
| KBÚ | krátkodobé bankovní úvěry |
| KFM | krátkodobý finanční majetek |
| KZ | krátkodobé závazky |
| MF ČR | Ministerstvo financí České republiky |

| | |
|------------|---|
| MPO | Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky |
| MVA | tržní přidaná hodnota |
| N | celkové náklady |
| NOA | čistá provozní aktiva |
| NOPAT | provozní zisk po zdanění (net operating profit after tax) |
| NOPBT | čistý provozní zisk před daní (net operating profit before tax) |
| OM | oběžný majetek |
| P | cena akcie, cena dluhopisu |
| PK | pracovní kapitál |
| PH | pokračující hodnota |
| r_d | náklady na cizí kapitál |
| r_e | náklady vlastního kapitálu |
| r_f | bezriziková míra |
| r_{FR} | míra/ přírážka finančního rizika |
| r_{OR} | míra/ přírážka obchodního rizika |
| r_l | přirážka za likviditu |
| r_m | míra průměrné výnosnosti trhu |
| r_r | reálná výnosová míra |
| r_{inf} | očekávaná míra inflace |
| R_p | přirážka za riziko |
| r_{ZP} | zisková marže |
| RMP | tržní riziková přírážka |
| ROA | rentabilita celkového kapitálu |
| ROE | rentabilita vlastního kapitálu |
| ROS | rentabilita tržeb |
| ROC | rentabilita nákladů |
| ROCE, ROIC | rentabilita investované kapitálu |
| t | sazba daně z příjmu |
| T | tržby |
| VH | výsledek hospodaření |
| VK | vlastní kapitál |
| WACC | průměrné vážené náklady kapitálu |
| $WACC_U$ | nezadlužené průměrné vážené náklady kapitálu |
| ZC | zůstatková cena |
| Z_U | upravený výsledek hospodaření |
| σ_x | směrodatná odchylka |
| $E(x)$ | střední hodnota |

28 Přílohy

| | |
|--|-----|
| Příloha 1 Rozklad ukazatele ROE | 160 |
| Příloha 2 Matice pro posouzení perspektivnosti společnosti | 160 |
| Příloha 3 Schéma postupu při iteračním výpočtu kapitálové struktury..... | 161 |
| Příloha 4 Tržní multiplikátory a jejich výpočet..... | 162 |
| Příloha 5 Rozvaha společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 v tis. Kč..... | 163 |
| Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 v tis. Kč..... | 165 |
| Příloha 7 Vertikální analýza rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 166 |
| Příloha 8 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti FOUKAL, s.r.o. | 166 |
| Příloha 9 Horizontální analýza rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o. | 167 |
| Příloha 10 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti FOUKAL, s.r.o. | 167 |
| Příloha 11 Výkaz peněžních toků společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012-2016..... | 168 |
| Příloha 12 Rozklad ukazatele ROE společnosti FOUKAL, s.r.o. dle Du Pontovy analýzy..... | 169 |
| Příloha 13 Výpočet Z scóre společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 | 169 |
| Příloha 14 Výpočet Indexu důvěryhodnosti společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 | 170 |
| Příloha 15 Výpočet celkové známky společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 dle Kralickova Quick testu..... | 170 |
| Příloha 16 Výpočet Ekonomické přidané hodnoty EVA společnosti FOUKAL, s.r.o. | 171 |
| Příloha 17 Agregovaná rozvaha odvětví v letech 2010–2016..... | 171 |
| Příloha 18 Agregovaný výkaz zisku a ztráty odvětví v letech 2010–2016 | 172 |
| Příloha 19 Vývoj položek rozvahy odvětví v letech 2010–2016 | 172 |
| Příloha 20 Ukazatel čistého pracovního kapitálu odvětví v letech 2010–2016..... | 172 |
| Příloha 21 Vývoj tržeb, nákladů a přidané hodnoty v odvětví v letech 2010–2016..... | 173 |
| Příloha 22 Ukazatel EVA v odvětví v letech 2010–2016 | 173 |
| Příloha 23 Finanční poměrové ukazatele v odvětví v letech 2010–2016..... | 174 |
| Příloha 24 Porovnání finančních ukazatelů společnosti FOUKAL a odvětví v r. 2016..... | 175 |
| Příloha 25 Hodnocení nepřímých faktorů konkurenční síly společnosti FOUKAL, s.r.o..... | 176 |
| Příloha 26 Plánovaný výkaz peněžního toku společnosti FOUKAL, s.r.o. | 177 |
| Příloha 27 Grafické vyhodnocení finančního plánu..... | 178 |
| Příloha 28 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. dle dvoufázové EVA equity (v tis. Kč).. | 181 |

Příloha 1 Rozklad ukazatele ROE



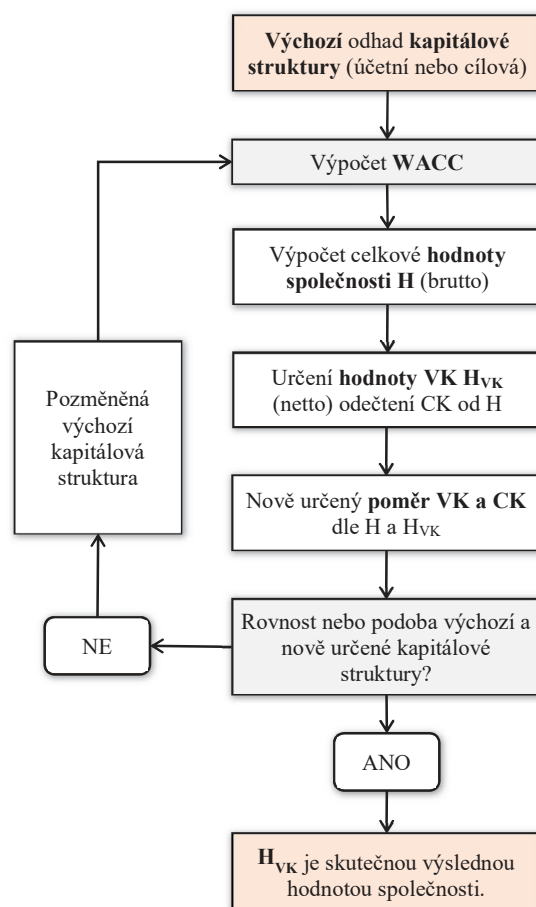
Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 93

Příloha 2 Matice pro posouzení perspektivnosti společnosti

| | | | | |
|------------------|---------|---|---|--|
| KONKURENČNÍ SÍLA | Velká | 3 Společnosti, které by měly změnit zaměření svého podnikání | 2 Společnosti s dobrou perspektivou | 1 Společnosti s jednoznačnou perspektivou |
| | Střední | 6 Společnosti, které by měly změnit zaměření svého podnikání | 5 Společnosti s přijatelnou perspektivou | 4 Společnosti s dobrou perspektivou |
| | Malá | 9 Společnosti téměř bez perspektivy | 8 Společnosti s malou perspektivou | 7 Společnosti s omezenou perspektivou |
| | | Nízká | Střední | Vysoká |
| ATRAKTIVITA TRHU | | | | |

Zdroj: Mařík, 2011, str. 94

Příloha 3 Schéma postupu při iteračním výpočtu kapitálové struktury



Zdroj: Mařík, 2011, s. 211

Příloha 4 Tržní multiplikátory a jejich výpočet

| Multiplikátor | Výpočet |
|----------------------------------|--|
| Násobitele výnosové | |
| P / E | $= \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{EPS}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií}}{\text{EAT}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{EAT}}$ |
| P / CPS | $= \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{CPS}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií}}{\text{CF}} = \frac{\text{tržní kapita lizace}}{\text{EAT} + \text{odpisy} + \Delta \text{ rezerv}}$ |
| Enterprise Value / EBIT | $= \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBIT}}$ |
| Enterprise Value / EBITDA | $= \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBITDA}}$ |
| Enterprise Value / Tržby | $= \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{Tržby}}$ |
| Násobitelé majtkové | |
| P / BV | $= \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{BV}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií}}{\text{VK}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{VK}}$ |
| P / BV of assets | $= \frac{\text{tržní cena akcie}}{A} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií}}{A} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{A}$ |
| Dividendové násobitelé | |
| dividendový výnos | $= \frac{\text{DPS}}{\text{cena akcie}}$ |
| Násobitelé prodeje | |
| P / sales per share | $= \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{tržby na akcii}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet akcií}}{T} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{T}$ |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z Kislingerová, 2001, s. 242

Příloha 5 Rozvaha společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 v tis. Kč

| | AKTIVA | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| | AKTIVA CELKEM | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| A. | Pohledávky za upsaný základní kapitál | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. | Dlouhodobý majetek | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 762 |
| B. I. | Dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 163 |
| 1 | Zřizovací výdaje | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Software | 0 | 0 | 0 | 0 | 163 |
| 4 | Ocenitelná práva | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Jiný dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 | Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. II. | Dlouhodobý hmotný majetek | 10 537 | 10 762 | 13 096 | 19 809 | 20 599 |
| 1 | Pozemky | 1 054 | 1 054 | 3 739 | 3 739 | 3 739 |
| 2 | Stavby | 7 202 | 6 692 | 7 279 | 10 054 | |
| 3 | Samostatné hmotné movité věci a soubory hmotných movitých věcí | 2 281 | 3 016 | 2 078 | 6 016 | 16 860 |
| 4 | Pěstičské celky trvalých porostů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Dospělá zvířata a jejich skupiny | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Jiný dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 | Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 9 | Oceňovací rozdíl k nabytému majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. III. | Dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Podíly - ovládaná osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba, podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Jiný dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Požizovaný dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 | Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. | OBĚŽNÁ AKTIVA | 16 161 | 25 183 | 39 415 | 43 038 | 19 710 |
| C. I. | Zásoby | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Materiál | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Nedokončená výroba a polotovary | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Výrobky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Zboží | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Poskytnuté zálohy na zásoby | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. II. | Dlouhodobé pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Pohledávky z obchodních vztahů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Pohledávky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Pohledávky za společníky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Dlouhodobé poskytnuté zálohy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Dohadné účty aktivní | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 | Jiné pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 | Odložená daňová pohledávka | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. III. | Krátkodobé pohledávky | 4 065 | 10 264 | 30 137 | 43 659 | 11 677 |
| 1 | Pohledávky z obchodních vztahů | 3 022 | 9 570 | 29 312 | 41 358 | |
| 2 | Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 3 | Pohledávky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 4 | Pohledávky za společníky | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 5 | Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 0 | 0 | 0 | 0 | 11 677 |
| 6 | Stát - daňové pohledávky | 1 043 | 690 | 771 | 2 257 | |
| 7 | Krátkodobé poskytnuté zálohy | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 8 | Dohadné účty aktivní | 0 | 4 | 54 | 44 | |
| 9 | Jiné pohledávky | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| C. IV. | Krátkodobý finanční majetek | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 | 8 033 |
| 1 | Peníze | 4 002 | 3 062 | 2 675 | 2 432 | |
| 2 | Účty v bankách | 8 094 | 11 857 | 6 603 | -3 053 | 8 033 |
| 3 | Krátkodobé cenné papíry a podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Požizovaný krátkodobý finanční majetek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| D. I. | Časové rozlišení | 898 | 235 | 135 | 290 | 259 |
| 1 | Náklady příštích období | 898 | 235 | 135 | 290 | 259 |
| 2 | Komplexní náklady příštích období | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Příjmy příštích období | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| PASIVA | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| | PASIVA CELKEM | 27 596 | 36 180 | 52 646 | 63 137 | 40 731 |
| A. | VLASTNÍ KAPITÁL | 9 037 | 16 958 | 28 831 | 28 091 | 34 011 |
| A. I. | Základní kapitál | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 1 | Základní kapitál | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 2 | Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Změny základního kapitálu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A. II. | Kapitálové fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Ážio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Ostatní kapitálové fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách obchodních korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Rozdíly z přeměn obchodních korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Rozdíly z ocenění při přeměnách obchodních korporací | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A. III. | Fondy ze zisku | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 1 | Rezervní fond | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 2 | Statutární a ostatní fondy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A. IV. | Výsledek hospodářství minulých let | 7 976 | 6 417 | 15 540 | 28 612 | 23 870 |
| 1 | Nerozdělený zisk minulých let | 7 976 | 6 417 | 15 540 | 28 612 | 23 870 |
| 2 | Neuhrazená ztráta minulých let | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Jiný výsledek hospodářství minulých let | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| A. V. 1 | Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-) | 841 | 10 321 | 13 071 | -741 | 9 921 |
| 2 | Rozhodnuto o zálohách na výplatu podílu na zisku (-) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. | CIZÍ ZDROJE | 18 548 | 19 209 | 23 815 | 35 046 | 6 720 |
| B. I. | Rezervy | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 0 |
| 1 | Rezervy podle zvláštních právních předpisů | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 0 |
| 2 | Rezerva na důchody a podobné závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Rezerva na daň z příjmů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Ostatní rezervy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. II. | Dlouhodobé závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 206 |
| 1 | Závazky z obchodních vztahů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Závazky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 4 | Závazky ke společníkům | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 5 | Dlouhodobé přijaté zálohy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 6 | Vydané dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 7 | Dlouhodobé směnky k úhradě | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 8 | Dohadné účty pasivní | 0 | 0 | 0 | 0 | 206 |
| 9 | Jiné závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 10 | Odložený daňový závazek | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. III. | Krátkodobé závazky | 7 348 | 6 209 | 9 015 | 18 446 | 6 514 |
| 1 | Závazky z obchodních vztahů | 6 637 | 3 514 | 5 863 | 14 758 | |
| 2 | Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 3 | Závazky - podstatný vliv | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 4 | Závazky ke společníkům | 30 | 30 | 24 | 18 | |
| 5 | Závazky k zaměstnancům | 185 | 180 | 342 | 319 | |
| 6 | Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění | 135 | 140 | 186 | 167 | 6 514 |
| 7 | Stát - daňové závazky a dotace | 19 | 2 120 | 668 | 23 | |
| 8 | Krátkodobé přijaté zálohy | 221 | 231 | 1 911 | 98 | |
| 9 | Vydané dluhopisy | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 10 | Dohadné účty pasivní | 121 | -6 | 21 | 3 063 | |
| 11 | Jiné závazky | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| B. IV. | Bankovní úvěry a výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Bankovní úvěry dlouhodobé | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Krátkodobé bankovní úvěry | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Krátkodobé finanční výpomoci | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C. I. | Časové rozlišení | 11 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Výdaje příštích období | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Výnosy příštích období | 11 | 13 | 0 | 0 | 0 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 v tis. Kč

| | Položka | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------|---|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| I. | Tržby za prodej zboží | 16 | 66 | 32 | 673 | 412 |
| A. | Náklady vynaložené na prodané zboží | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + | Obchodní marže | 16 | 66 | 32 | 673 | 412 |
| II. | Výkony | 64 158 | 116 248 | 132 395 | 75 063 | 52 992 |
| 1 | Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 64 158 | 116 248 | 132 395 | 75 063 | 52 992 |
| 2 | Změna stavu zásob vlastní činnosti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Aktivace | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| B. | Výkonová spotřeba | 54 177 | 94 552 | 105 526 | 67 312 | 48 245 |
| 1 | Spotřeba materiálu a energie | 16 119 | 21 110 | 21 994 | 12 877 | 10 990 |
| 2 | Služby | 38 058 | 73 442 | 83 532 | 54 435 | 37 255 |
| + | Přidaná hodnota | 9 997 | 21 762 | 26 901 | 8 424 | 5 159 |
| C. | Osobní náklady | 5 280 | 5 438 | 6 963 | 6 071 | 6 305 |
| 1 | Mzdové náklady | 3 913 | 4 064 | 5 316 | 4 480 | 4 668 |
| 2 | Odměny členům orgánů obchodní korporace | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění | 1 231 | 1 268 | 1 541 | 1 493 | 1 541 |
| 4 | Sociální náklady | 136 | 106 | 106 | 98 | 96 |
| D. | Daně a poplatky | 109 | 123 | 129 | 127 | 163 |
| E. | Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 |
| III. | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu | 274 | 913 | 61 | 101 | 130 |
| 1 | Tržby z prodeje dlouhodobého majetku | 249 | 496 | 33 | 0 | 62 |
| 2 | Tržby z prodeje materiálu | 25 | 417 | 28 | 101 | 68 |
| F. | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu | 0 | 256 | 0 | 0 | 22 |
| 1 | Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 0 | 256 | 0 | 0 | 22 |
| 2 | Prodaný materiál | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| G. | Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 1 800 | 1 800 | 1 800 | 1 800 | -16 600 |
| IV. | Ostatní provozní výnosy | 43 | 99 | 248 | 181 | 186 |
| H. | Ostatní provozní náklady | 340 | 587 | 400 | 463 | 460 |
| V. | Převod provozních výnosů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| I. | Převod provozních nákladů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| * | Provozní výsledek hospodaření | 1 168 | 12 892 | 16 302 | -556 | 12 320 |
| VI. | Tržby z prodeje cenných papírů a podílů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| J. | Prodané cenné papíry a podíly | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VII. | Výnosy z dlouhodobého finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | Výnosy z podílů v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 3 | Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| VIII. | Výnosy z krátkodobého finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| K. | Náklady z finančního majetku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| IX. | Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| L. | Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| M. | Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| X. | Výnosové úroky | 5 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| N. | Nákladové úroky | 0 | 0 | 0 | 5 | 0 |
| XI. | Ostatní finanční výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| O. | Ostatní finanční náklady | 126 | 136 | 145 | 182 | 187 |
| XII. | Převod finančních výnosů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P. | Převod finančních nákladů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| * | Finanční výsledek hospodaření | -121 | -133 | -142 | -186 | -186 |
| Q. | Daň z příjmů za běžnou činnost | 206 | 2 438 | 3 088 | 0 | 2 213 |
| 1 | -splatná | 206 | 2 438 | 3 088 | 0 | 2 213 |
| 2 | -odložená | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ** | Výsledek hospodaření za běžnou činnost | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| XIII. | Mimořádné výnosy | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| R. | Mimořádné náklady | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| S. | Daň z příjmů z mimořádné činnosti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 1 | -splatná | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2 | -odložená | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| * | Mimořádný výsledek hospodaření | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| T. | Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *** | Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) | 841 | 10 321 | 13 072 | -742 | 9 921 |
| **** | Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) | 1 047 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o

Příloha 7 Vertikální analýza rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o.

| AKTIVA v tis. Kč, % | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|------------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| Aktiva celkem | 27 596 | 100% | 36 180 | 100% | 52 646 | 100% | 63 137 | 100% | 40 731 | 100% |
| Pohledávky za upsaný kapitál | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Stálá aktiva | 10 537 | 38% | 10 762 | 30% | 13 096 | 25% | 19 809 | 31% | 20 762 | 51% |
| dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 163 | 0% |
| dlouhodobý hmotný majetek | 10 537 | 38% | 10 762 | 30% | 13 096 | 25% | 19 809 | 31% | 20 599 | 51% |
| dlouhodobý finanční majetek | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Oběžná aktiva | 16 161 | 59% | 25 183 | 70% | 39 415 | 75% | 43 038 | 68% | 19 710 | 48% |
| zásoby | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| dlouhodobé pohledávky | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| krátkodobé pohledávky | 4 065 | 15% | 10 264 | 28% | 30 137 | 57% | 43 659 | 69% | 11 677 | 29% |
| krátkodobý finanční majetek | 12 096 | 44% | 14 919 | 41% | 9 278 | 18% | -621 | -1% | 8 033 | 20% |
| Časové rozlišení | 898 | 3% | 235 | 1% | 135 | 0% | 290 | 0% | 259 | 1% |

| PASIVA v tis. Kč, % | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|---------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| Pasiva celkem | 27 596 | 100% | 36 180 | 100% | 52 646 | 100% | 63 137 | 100% | 40 731 | 100% |
| Vlastní kapitál | 9 037 | 33% | 16 958 | 47% | 28 831 | 55% | 28 091 | 44% | 34 011 | 84% |
| základní kapitál | 200 | 1% | 200 | 1% | 200 | 0% | 200 | 0% | 200 | 0% |
| kapitálové fondy | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| fondy tvořené ze zisku | 20 | 0% | 20 | 0% | 20 | 0% | 20 | 0% | 20 | 0% |
| VH minulých let | 7 976 | 29% | 6 417 | 18% | 15 540 | 30% | 28 612 | 45% | 23 870 | 59% |
| VH účetního období | 841 | 3% | 10 321 | 29% | 13 071 | 25% | -741 | -1% | 9 921 | 24% |
| Cizí zdroje | 18 548 | 67% | 19 209 | 53% | 23 815 | 45% | 35 046 | 56% | 6 720 | 16% |
| rezervy | 11 200 | 41% | 13 000 | 36% | 14 800 | 28% | 16 600 | 26% | 0 | 0% |
| dlouhodobé závazky | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 206 | 1% |
| krátkodobé závazky | 7 348 | 27% | 6 209 | 17% | 9 015 | 17% | 18 446 | 29% | 6 514 | 16% |
| bankovní úvěry a výpomoci | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Časové rozlišení | 11 | 0% | 13 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 8 Vertikální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti FOUKAL, s.r.o.

| NÁKLADY A VÝNOSY v tis. Kč | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|-----------------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| Celkem náklady | 63 655 | 100% | 107 008 | 100% | 119 667 | 100% | 76 761 | 100% | 43 800 | 100% |
| Výk.spotř. a nákl. na prod. zboží | 54 177 | 85% | 94 552 | 88% | 105 526 | 88% | 67 312 | 88% | 48 245 | 110% |
| Osobní náklady | 5 280 | 8% | 5 438 | 5% | 6 963 | 6% | 6 071 | 8% | 6 305 | 14% |
| Daně a poplatky | 315 | 0% | 2 561 | 2% | 3 217 | 3% | 127 | 0% | 2 376 | 5% |
| Odpisy DNM a DHM | 1 617 | 3% | 1 678 | 2% | 1 616 | 1% | 801 | 1% | 2 805 | 6% |
| Změna stavu rezerv,opr.položek | 1 800 | 3% | 1 800 | 2% | 1 800 | 2% | 1 800 | 2% | -16 600 | -38% |
| Jiné provozní náklady, prodej DM | 340 | 1% | 843 | 1% | 400 | 0% | 463 | 1% | 482 | 1% |
| Prodané cenné papíry a vklady | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Náklady z FM | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Úroky Jiné finanční náklady | 126 | 0% | 136 | 0% | 145 | 0% | 187 | 0% | 187 | 0% |
| Mimořádné náklady | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Celkem výnosy | 64 496 | 100% | 117 329 | 100% | 132 739 | 100% | 76 019 | 99% | 53 721 | 123% |
| Výkony a prodej zboží a aktivace | 64 174 | 100% | 116 314 | 99% | 132 427 | 100% | 75 736 | 99% | 53 404 | 122% |
| Jiné provozní výnosy, prodej DM | 317 | 0% | 1 012 | 1% | 309 | 0% | 282 | 0% | 316 | 1% |
| Tržby z cenných papírů a vkladů | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Výnosy z DFM a KFM | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Úroky a Jiné finanční výnosy | 5 | 0% | 3 | 0% | 3 | 0% | 1 | 0% | 1 | 0% |
| Mimořádné výnosy | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% | 0 | 0% |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 9 Horizontální analýza rozvahy společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Δ 2012/2013 | | Δ 2013/2014 | | Δ 2014/2015 | | Δ 2015/2016 | |
|------------------------------|-------------|------|-------------|------|-------------|-------|-------------|--------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| AKTIVA v tis. Kč, % | | | | | | | | |
| Aktiva celkem | 8 584 | 31% | 16 466 | 46% | 10 491 | 20% | -22 406 | -35% |
| Pohledávky za upsaný kapitál | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Stálá aktiva | 225 | 2% | 2 334 | 22% | 6 713 | 51% | 953 | 5% |
| dlouhodobý nehmotný majetek | 0 | | 0 | | 0 | | 163 | - |
| dlouhodobý hmotný majetek | 225 | 2% | 2 334 | 22% | 6 713 | 51% | 790 | 4% |
| dlouhodobý finanční majetek | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Oběžná aktiva | 9 022 | 56% | 14 232 | 57% | 3 623 | 9% | -23 328 | -54% |
| zásoby | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| dlouhodobé pohledávky | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| krátkodobé pohledávky | 6 199 | 152% | 19 873 | 194% | 13 522 | 45% | -31 982 | -73% |
| krátkodobý finanční majetek | 2 823 | 23% | -5 641 | -38% | -9 899 | -107% | 8 654 | -1394% |
| Časové rozlišení | -663 | -74% | -100 | -43% | 155 | 115% | -31 | -11% |

| | Δ 2012/2013 | | Δ 2013/2014 | | Δ 2014/2015 | | Δ 2015/2016 | |
|-----------------------------------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|-------|-------------|--------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| PASIVA v tis. Kč, % | | | | | | | | |
| Pasiva celkem | 8 584 | 31% | 16 466 | 46% | 10 491 | 20% | -22 406 | -35% |
| Vlastní kapitál | 7 921 | 88% | 11 873 | 70% | -740 | -3% | 5 920 | 21% |
| základní kapitál | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| kapitálové fondy | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| fondy tvořené ze zisku | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| výsledek hospodaření minulých let | -1 559 | -20% | 9 123 | 142% | 13 072 | 84% | -4 742 | -17% |
| výsledek hospod. účetního období | 9 480 | 1127% | 2 750 | 27% | -13 812 | -106% | 10 662 | -1439% |
| Cizí zdroje | 661 | 4% | 4 606 | 24% | 11 231 | 47% | -28 326 | -81% |
| rezervy | 1 800 | 16% | 1 800 | 14% | 1 800 | 12% | -16 600 | -100% |
| dlouhodobé závazky | 0 | | 0 | | 0 | | 206 | |
| krátkodobé závazky | -1 139 | -16% | 2 806 | 45% | 9 431 | 105% | -11 932 | -65% |
| bankovní úvěry a výpomoci | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Časové rozlišení | 2 | 18% | -13 | -100% | 0 | | 0 | |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 10 Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti FOUKAL, s.r.o.

| | Δ 2012/2013 | | Δ 2013/2014 | | Δ 2014/2015 | | Δ 2015/2016 | |
|-----------------------------------|-------------|-------|-------------|------|-------------|-------|-------------|--------|
| | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % | absolutně | v % |
| NÁKLADY A VÝNOSY v tis. Kč | | | | | | | | |
| Výkony a prodej zboží a aktivace | 52 140 | 81% | 16 113 | 14% | -56 691 | -43% | -22 332 | -29% |
| Výk.spotř. a nákl. na prod. zboží | 40 375 | 75% | 10 974 | 12% | -38 214 | -36% | -19 067 | -28% |
| Přidaná hodnota | 11 765 | 118% | 5 139 | 24% | -18 477 | -69% | -3 265 | -39% |
| Osobní náklady | 158 | 3% | 1 525 | 28% | -892 | -13% | 234 | 4% |
| Daně a poplatky | 2 246 | 713% | 656 | 26% | -3 090 | -96% | 2 249 | 1771% |
| Odpisy DNM a DHM | 61 | 4% | -62 | -4% | -815 | -50% | 2 004 | 250% |
| Změna stavu rezerv,opr.položek | 0 | | 0 | | 0 | | -18 400 | -1022% |
| Jiné provozní výnosy, prodej DM | 695 | 219% | -703 | -69% | -27 | -9% | 34 | 12% |
| Jiné provozní náklady, prodej DM | 503 | 148% | -443 | -53% | 63 | 16% | 19 | 4% |
| Provozní VH | 11 724 | 1004% | 3 410 | 26% | -16 858 | -103% | 12 876 | -2316% |
| Tržby z cenných papírů a vkladů | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Prodané cenné papíry a vklady | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Výnosy z DFM a KFM | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Náklady z FM | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Úroky a Jiné finanční výnosy | -2 | -40% | 0 | | -2 | -67% | 0 | |
| Úroky Jiné finanční náklady | 10 | 8% | 9 | 7% | 42 | 29% | 0 | |
| Finanční VH zdaněný | -12 | 10% | -9 | 7% | -44 | 31% | 0 | |
| VH za běžnou činnost | 9 480 | 1127% | 2 751 | 27% | -13 814 | -106% | 10 663 | -1437% |
| Mimořádné výnosy | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Mimořádné náklady | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| Mimořádný VH | 0 | | 0 | | 0 | | 0 | |
| HV za účetní období | 9 480 | 1127% | 2 751 | 27% | -13 814 | -106% | 10 663 | -1437% |
| HV za před zdaněním | 11 712 | 1119% | 3 401 | 27% | -16 902 | -105% | 12 876 | -1735% |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

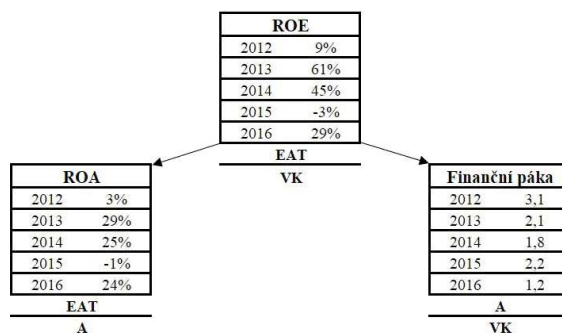
Příloha 11 Výkaz peněžních toků společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012-2016

| (v tis. Kč) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--------|--------|---------|---------|---------|
| Finanční majetek na počátku roku | 5 274 | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 |
| HV za účetní období před zdaněním | 1 047 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |
| Odpisy | 1 617 | 1 678 | 1 616 | 801 | 2 805 |
| Úprava o nepenežní operace | 1 546 | 1 557 | 1 764 | 1 794 | -16 641 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek | 1 800 | 1 800 | 1 800 | 1 800 | -16 600 |
| Zisk/ ztráta z prodeje DM | -249 | -240 | -33 | 0 | -40 |
| Výnosy z dividend a podílů na zisku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vyučtované nákladové a výnosové úroky | -5 | -3 | -3 | -6 | -1 |
| ZS zásob | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS krátkodobých pohledávek | -909 | -6 199 | -19 873 | -13 522 | 31 982 |
| ZS krátkodobých závazků | 5 028 | -1 139 | 2 806 | 9 431 | -11 932 |
| ZS krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS aktivního časového rozlišení a dohadných účtů aktivních | 140 | 663 | 100 | -155 | 31 |
| ZS pasivního časového rozlišení a dohadných účtů pasivní | 8 | 2 | -13 | 0 | 0 |
| Zaplacené úroky | 0 | 0 | 0 | -5 | 0 |
| Přijaté úroky | 5 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| Daň z příjmu za běžnou činnost | -206 | -2 438 | -3 088 | 0 | -2 213 |
| CF z provozní činnosti | 8 276 | 6 886 | -525 | -2 397 | 16 167 |
| ZS základního kapitálu | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS kapitálových fondů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS fondů ze zisku | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS dlouhodobých závazků | 0 | 0 | 0 | 0 | 206 |
| ZS dlouhodobých úvěrů | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výplata podílů na zisku | -400 | -2 400 | -1 200 | 0 | -4 000 |
| CF z finanční činnosti | -400 | -2 400 | -1 200 | 0 | -3 794 |
| ZS pohledávek za upsaný VK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS DM brutto | -1 325 | -1 903 | -3 950 | -7 514 | -3 758 |
| Výnosy z prodeje DM | 249 | 496 | 33 | 0 | 62 |
| Výdaje s prodejem DM | 0 | -256 | 0 | 0 | -22 |
| CF z investiční činnosti | -1 076 | -1 663 | -3 917 | -7 514 | -3 718 |
| CF celkem | 6 800 | 2 823 | -5 642 | -9 911 | 8 655 |
| Finanční prostředky na konci roku | 12 100 | 15 000 | 9 300 | -600 | 8 100 |
| Finanční prostředky na konci roku dle rozvahy | 12 096 | 14 919 | 9 278 | -621 | 8 033 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 12 Rozklad ukazatele ROE společnosti FOUKAL, s.r.o. dle Du Pontovy analýzy

| Ukazatel | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| ROE | 9% | 61% | 45% | -3% | 29% |
| ROS | 1% | 9% | 10% | -1% | 19% |
| Obrátka aktiv | 2,33 | 3,21 | 2,52 | 1,20 | 1,31 |
| ROA zdaněná | 3% | 29% | 25% | -1% | 24% |
| Finanční páka | 3,05 | 2,13 | 1,83 | 2,25 | 1,20 |



Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 13 Výpočet Z scóre společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016

| Altmanův test | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|
| $Z_{obch} = 3,3 \times X1 + 1,0 \times X2 + 0,6 \times X3 + 1,4 \times X4 + 1,2 \times X5$ | | | | | |
| $Z_{neobch} = 3,107 \times X1 + 0,998 \times X2 + 0,42 \times X3 + 0,847 \times X4 + 0,717 \times X5$ | | | | | |
| Ukazatel | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| X1 (EBIT/A) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| X2 (T/A) | 2 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| X3 (VK nebo tržní cena akcií/CK) | 0 | 1 | 1 | 1 | 5 |
| X4 (zadržené výděvky/A) | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| X5 (PK/A) | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Výsledný index Z_{neobch} | 3,2 | 5,4 | 4,8 | 2,2 | 5,3 |

| Obchodovatelné | |
|----------------|---------|
| Indexy | Hodnota |
| X1 | 3,3 |
| X2 | 1,0 |
| X3 | 0,6 |
| X4 | 1,4 |
| X5 | 1,2 |

| Vyhodnocení Z | |
|---------------|------------|
| Síťace | Hodnota |
| dobrá | > 2,99 |
| šedá zóna | 1,8 - 2,99 |
| bankrot | < 1,81 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 14 Výpočet Indexu důvěryhodnosti společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016

| IN index důvěryhodnosti (stavebnictví) | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|
| IN ₉₅ = A × V1 + B × V2 + C × V3 + D × V4 + E × V5 - F × V6 | | | | | |
| Ukazatel | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| A (A/CK) | 1 | 2 | 2 | 2 | 6 |
| B (EBIT/úroky) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| C (EBIT/A) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| D (T/A) | 2 | 3 | 3 | 1 | 1 |
| E (OM/KZ a KBÚ) | 2 | 4 | 4 | 2 | 3 |
| F (závatky po splatnosti/T) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výsledný index IN₉₅ | 1,78 | 2,36 | 2,20 | 1,37 | 2,99 |

| Stavebnictví | |
|--------------|---------|
| Váhy | Hodnota |
| V1 | 0,34 |
| V2 | 0,11 |
| V3 | 5,74 |
| V4 | 0,35 |
| V5 | 0,10 |
| V6 | 16,54 |

| Vyhodnocení IN | |
|----------------|---------|
| Sitace | Hodnota |
| dobrá | > 2 |
| šedá zóna | 1 - 2 |
| bankrot | < 1 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 15 Výpočet celkové známky společnosti FOUKAL, s.r.o. v letech 2012–2016 dle Kralickova Quick testu

| Kralickuv Quick test | | | | | |
|-------------------------|------|------|------|------|--------|
| Ukazatel | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| A - kvóta VK | 33% | 47% | 55% | 44% | 84% |
| B - doba spláčení dluhu | -1 | -2 | 0 | 6 | 0 |
| C - CF v % výkonu | 6,6% | 3,7% | 3,2% | 4,5% | -24,3% |
| D - ROA | 4% | 35% | 31% | -1% | 30% |

| Ukazatel | Výborný (1) | Velmi dobrý (2) | Průměrný (3) | Špatný (4) | Ohrožen insolvenčí (5) |
|----------|-------------|-----------------|--------------|------------|------------------------|
| A | > 30 % | > 20 % | > 10 % | > 0 % | negativní |
| B | < 3 roky | < 5 let | < 12 let | > 12 let | > 30 let |
| C | > 10 % | > 8 % | > 5 % | > 0 % | negativní |
| D | > 15 % | > 12 % | > 8 % | > 0 % | negativní |

| Výsledné hodnocení | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|
| A | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| B | 1 | 1 | 1 | 3 | 1 |
| C | 1 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| D | 4 | 1 | 1 | 5 | 1 |
| Celková známka | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 3,3 | 2,0 |

| Celková známka | |
|----------------|--------|
| Sitace | Známka |
| dobrá | < 2 |
| šedá zóna | 2 - 3 |
| špatná | > 3 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 16 Výpočet Ekonomické přidané hodnoty EVA společnosti FOUKAL, s.r.o.

| (v tis. Kč, %) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NOPAT bez vlivu rezerv | 848 | 10 335 | 13 090 | -597 | 9 829 |
| VH za běžnou činnost (provozní a finanční) | 1 047 | 12 759 | 16 160 | -742 | 12 134 |
| + nákladové úroky | 0 | 0 | 0 | 5 | 0 |
| Daň | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| C - Investovaný kapitál = NOA čistá provozní aktiva | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| DM (provozně nutný) | 10 537 | 10 762 | 10 411 | 17 124 | 18 077 |
| PK | 9 700 | 19 196 | 30 535 | 24 882 | 13 455 |
| NOA | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| VK upravený | 9 037 | 16 958 | 26 146 | 25 406 | 31 326 |
| dlouhodobý CK (vč. rezerv) | 11 200 | 13 000 | 14 800 | 16 600 | 206 |
| C - Investovaný kapitál upravený | 20 237 | 29 958 | 40 946 | 42 006 | 31 532 |
| ROIC (obměna ROCE) = NOPAT/C | 4,2% | 34,5% | 32,0% | -1,4% | 31,2% |
| WACC | 7,6% | 9,1% | 8,6% | 8,0% | 11,5% |
| r_d | 2,60% | 2,41% | 1,38% | 0,80% | 0,73% |
| t (daň z příjmu) | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| D/C | 0,55 | 0,43 | 0,36 | 0,40 | 0,01 |
| r_c | 14,41% | 14,54% | 12,77% | 12,81% | 11,58% |
| E/C | 0,45 | 0,57 | 0,64 | 0,60 | 0,99 |
| WACC × C | 1 538 | 2 719 | 3 504 | 3 362 | 3 629 |
| EVA = NOPAT - WACC × C = ROIC - WACC | -690 | 7 616 | 9 586 | -3 959 | 6 200 |
| Profitability index (ROIC/WACC) | 0,55 | 3,80 | 3,74 | -0,18 | 2,71 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 17 Agregovaná rozvaha odvětví v letech 2010–2016

| AKTIVA (v tis. Kč) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Δ2010/2016 |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Aktiva celkem | 100 830 766 | 102 814 800 | 91 265 838 | 88 110 358 | 99 148 901 | 92 290 871 | 93 756 769 | -7 073 997 |
| Stálá aktiva | 39 795 182 | 41 384 844 | 31 651 385 | 31 425 955 | 43 432 250 | 43 690 859 | 41 377 433 | 1 582 250 |
| dlouhodobý hmotný + nehmotný majetek | 27 486 000 | 28 088 132 | 17 771 544 | 19 166 351 | 16 283 812 | 17 647 560 | 15 150 163 | -12 335 837 |
| dlouhodobý finanční majetek | 12 309 182 | 13 296 712 | 13 879 842 | 12 259 604 | 27 148 438 | 26 043 299 | 26 227 270 | 13 918 087 |
| Oběžná aktiva | 60 429 300 | 60 737 544 | 58 472 391 | 55 590 198 | 55 001 693 | 47 932 936 | 51 796 940 | -8 632 360 |
| zásoby | 8 442 640 | 9 027 716 | 8 389 025 | 7 836 980 | 6 134 747 | 6 540 401 | 10 999 042 | 2 556 402 |
| dlouhodobé + krátkodobé pohledávky | 34 650 139 | 35 089 269 | 34 546 474 | 33 320 981 | 33 214 428 | 24 812 711 | 24 971 630 | -9 678 509 |
| krátkodobý finanční majetek | 17 336 521 | 16 620 559 | 15 536 892 | 14 432 237 | 15 652 519 | 16 579 825 | 15 826 267 | -1 510 254 |
| Časové rozlišení | 606 283 | 692 412 | 1 142 062 | 1 094 204 | 714 958 | 667 075 | 582 397 | -23 887 |
| PASIVA (v tis. Kč) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Δ2010/2016 |
| Pasiva celkem | 100 830 766 | 102 814 800 | 91 265 838 | 88 110 358 | 99 148 901 | 92 290 871 | 93 756 769 | -7 073 997 |
| Vlastní kapitál | 33 686 083 | 34 074 160 | 32 069 139 | 31 414 863 | 37 586 313 | 41 102 811 | 47 318 399 | 13 632 316 |
| základní kapitál | 22 020 399 | 22 978 933 | 21 124 159 | 20 585 757 | 29 416 817 | 28 249 861 | 24 140 874 | 2 120 475 |
| fondy + VH min. let | 9 746 172 | 9 447 059 | 9 885 425 | 8 584 049 | 7 488 425 | 11 263 752 | 20 682 471 | 10 936 299 |
| výsledek hospod. účetního období | 1 919 512 | 1 648 168 | 1 059 556 | 2 245 056 | 681 071 | 1 589 198 | 2 495 054 | 575 542 |
| Cizí zdroje | 65 008 042 | 66 492 662 | 56 958 432 | 54 227 751 | 59 590 523 | 50 078 835 | 45 007 674 | -20 000 368 |
| rezervy | 3 650 428 | 3 484 175 | 3 319 143 | 906 474 | 3 743 117 | 3 527 393 | 3 516 300 | -134 127 |
| dlouhodobé závazky | 10 700 015 | 11 138 626 | 10 325 220 | 13 128 197 | 15 405 675 | 14 570 982 | 13 154 791 | 2 454 776 |
| krátkodobé závazky | 34 528 813 | 35 429 263 | 34 403 795 | 31 898 001 | 32 607 574 | 31 980 460 | 24 329 950 | -10 198 863 |
| bankovní úvěry a výpomoci | 16 128 787 | 16 440 597 | 8 910 275 | 8 295 079 | 7 834 156 | 5 677 729 | 4 006 633 | -12 122 154 |
| Ostatní pasiva | 2 136 641 | 2 247 978 | 2 238 266 | 2 467 744 | 1 972 065 | 1 109 224 | 1 430 696 | -705 945 |

Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Příloha 18 Agregovaný výkaz zisku a ztráty odvětví v letech 2010–2016

| Výnosy a náklady (v tis. Kč) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Δ2010/2016 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tržby za prodej zboží | 1 171 832 | 928 473 | 942 350 | 2 610 248 | 1 507 869 | 293 826 | 224 505 | 947 326 |
| Náklady vynaložené na prodané zboží | 866 211 | 734 086 | 688 368 | 2 267 829 | 1 429 796 | 356 437 | 186 019 | 680 192 |
| Obchodní marže | 305 621 | 194 386 | 253 982 | 342 419 | 78 073 | -62 611 | 38 486 | 267 134 |
| Výkony | 71 547 114 | 71 826 922 | 68 298 696 | 65 627 453 | 66 548 421 | 63 658 605 | 53 553 464 | 17 993 651 |
| Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb | 72 213 742 | 71 151 310 | 69 068 257 | 64 712 448 | 68 536 711 | 64 055 683 | 54 835 994 | 17 377 748 |
| Změna stavu zásob vlastní činnosti | -1 156 928 | -109 637 | -1 150 928 | 167 105 | -2 330 442 | 96 960 | -776 512 | -380 416 |
| Aktivace | 490 301 | 785 249 | 381 368 | 747 900 | 342 152 | -494 038 | -506 018 | 996 319 |
| Výkonová spotřeba | 59 841 072 | 60 900 145 | 58 154 139 | 55 734 059 | 56 690 914 | 54 079 716 | 47 821 752 | 12 019 320 |
| Přidaná hodnota | 12 011 663 | 11 121 163 | 10 398 539 | 10 235 813 | 9 935 580 | 9 516 279 | 5 770 198 | 6 241 466 |
| Osobní náklady | 7 789 781 | 7 277 629 | 7 341 674 | 6 244 512 | 6 209 220 | 6 292 200 | 6 090 417 | 1 699 364 |
| Provozní výsledek hospodaření | 3 414 625 | 3 160 875 | 1 615 391 | 2 911 240 | 1 326 338 | 1 216 371 | 1 040 352 | 2 374 273 |
| Finanční výsledek hospodaření | 643 772 | 805 873 | -42 359 | -91 906 | -208 686 | 899 927 | 2 315 473 | -1 671 701 |
| Daň z příjmů za běžnou činnost | 851 341 | 706 834 | 598 195 | 758 091 | 460 972 | 595 969 | 860 771 | -9 430 |
| VH za účetní období (+/-) | 1 919 512 | 1 648 168 | 1 059 556 | 2 245 056 | 681 071 | 1 589 198 | 2 495 054 | -575 542 |
| VH před zdaněním (+/-) | 2 770 853 | 2 355 002 | 1 657 751 | 3 003 147 | 1 142 043 | 2 185 167 | 3 355 825 | -584 972 |

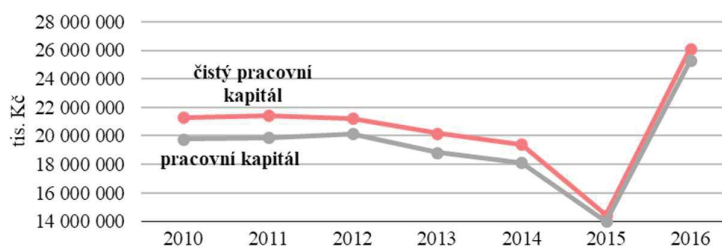
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Příloha 19 Vývoj položek rozvahy odvětví v letech 2010–2016



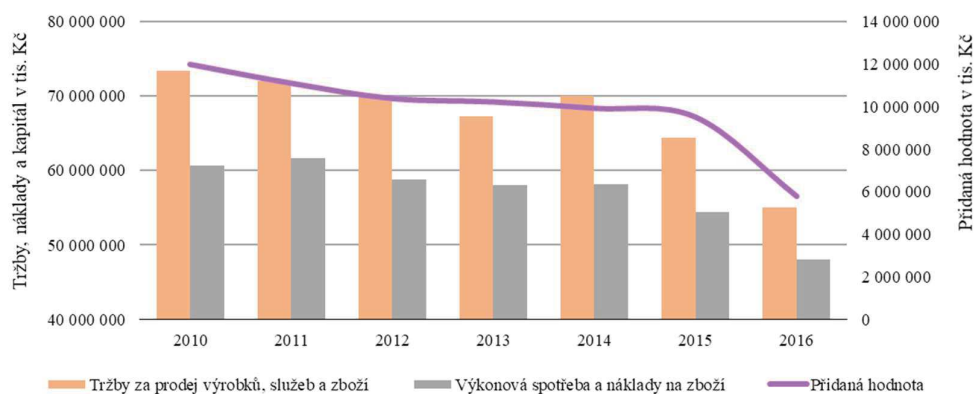
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Příloha 20 Ukazatel čistého pracovního kapitálu odvětví v letech 2010–2016



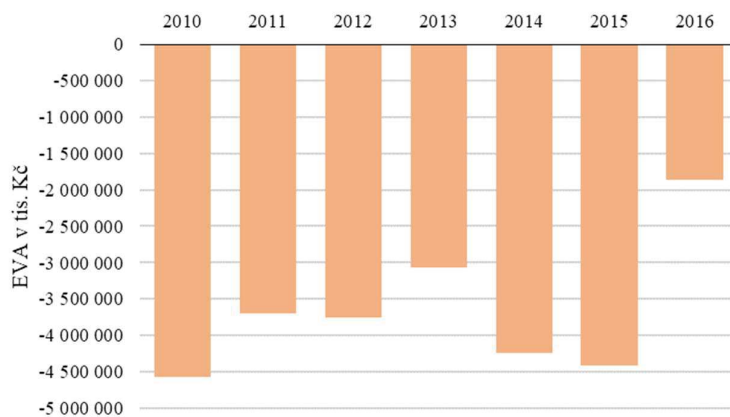
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Příloha 21 Vývoj tržeb, nákladů a přidané hodnoty v odvětví v letech 2010–2016



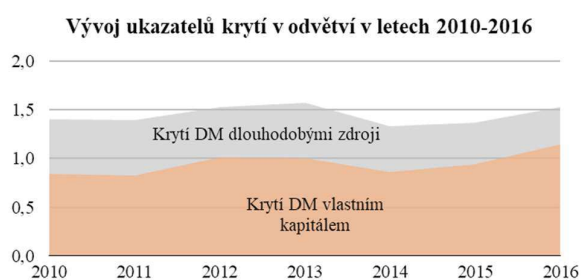
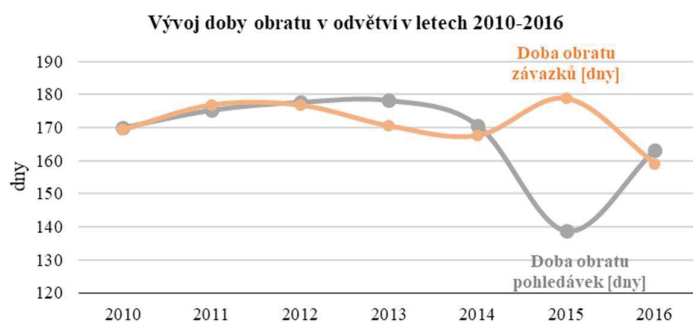
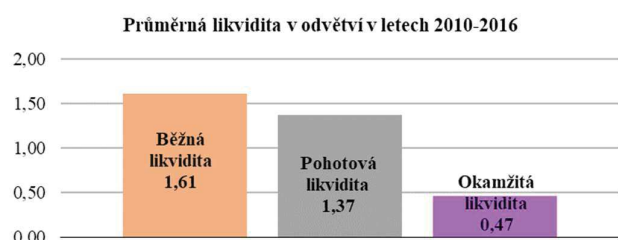
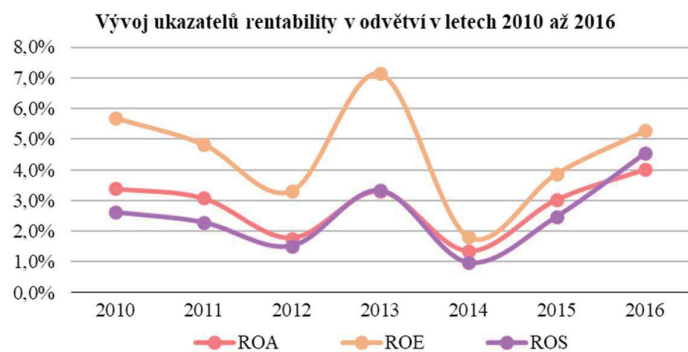
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu

Příloha 22 Ukazatel EVA v odvětví v letech 2010–2016



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu

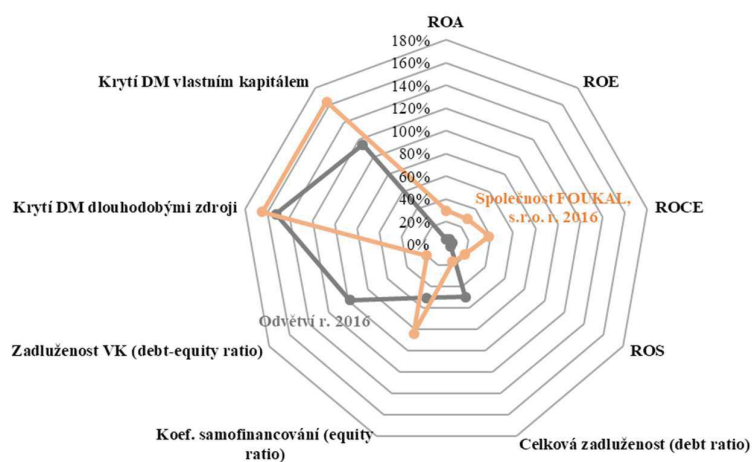
Příloha 23 Finanční poměrové ukazatele v odvětví v letech 2010–2016



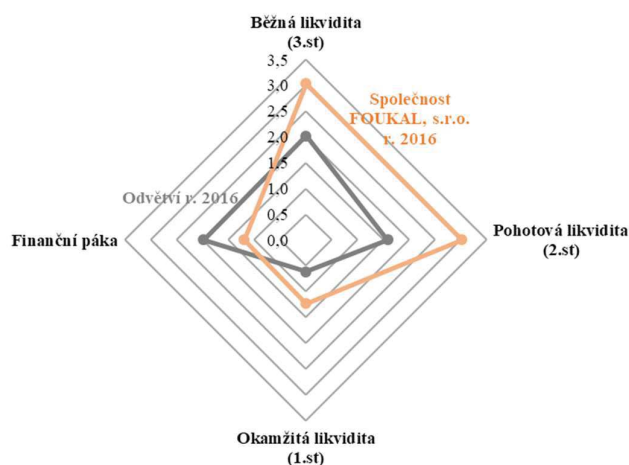
Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR

Příloha 24 Porovnání finančních ukazatelů společnosti FOUKAL a odvětví v r. 2016

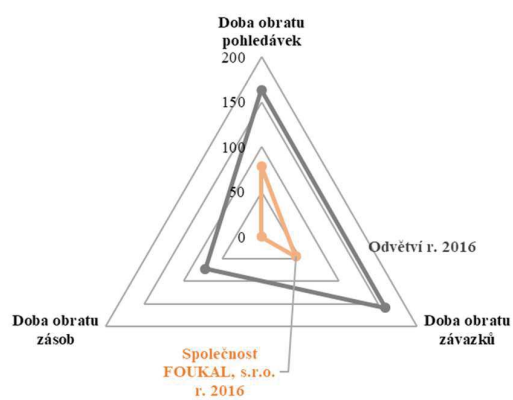
Rentabilita, zadluženost a krytí



Likvidita a finanční páka



Doba obratu



Zdroj: Vlastní zpracování, data ze statistik Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, z účetních výkazů společnosti FOUKAL, s.r.o.

Příloha 25 Hodnocení nepřímých faktorů konkurenční síly společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Kritéria | špatné | Profil konkurenční výhody | | | | | | | dobré | |
|---|----------------|---------------------------|---|--------------------------|----|---|-----------------------|---|-------|--------------|
| | | Konkurence má převahu | | Srovnatelné s konkurencí | | | Společnost má převahu | | | |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | | |
| NEPŘÍMÉ FAKTORY | | | | | | | | | | |
| a. Management společnosti | | | | | | | | | | |
| schopnost tvořit vize, strategie | žádné | | | | ● | | | | | jasné |
| schopnosti prognózovat, ocenit rizika | žádné | | | ● | | | | | | mimořádná |
| stylu řízení (hodnoty, vymezení kompetencí) | nejasně | | | | ● | | | | | jasné |
| osobnostní vlastnosti a předpoklady (osobní kvalifikace, schopnost se učit, znalosti a zkušenosti, schopnost rozhodovat atd.) | nedostatečné | | | | ● | | | | | vysoké |
| vyváženosti ekonomických a technických hledisek | jednostrannost | | | ● | | | | | | vícstrannost |
| Četnost bodů | | 0 | 0 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 | | |
| Body × četnost | | 0 | 0 | 6 | 12 | 0 | 0 | 0 | | |
| Ziskový počet bodů | | | | | | | | | | 18 |
| Průměr | | | | | | | | | | 3,6 |
| b. Zaměstnanci | | | | | | | | | | |
| kvalifikace pracovníků | nízká | | | | | ● | | | | vysoká |
| závislost na klíčových odbornostech | velká | | | ● | | | | | | žádná |
| fluktuační pracovníků | vysoká | | | | ● | | | | | nízká |
| prostředí ve společnosti (atmosféra, výkonnost, spokojenost atd.) | nepříznivé | | | | ● | | | | | příznivé |
| vývoj osobních nákladů (přiměřenost k produktivitě) | nepřiměřené | | | | ● | | | | | přiměřené |
| Četnost bodů | | 0 | 0 | 1 | 3 | 1 | 0 | 0 | | |
| Body × četnost | | 0 | 0 | 3 | 12 | 5 | 0 | 0 | | |
| Ziskový počet bodů | | | | | | | | | | 20 |
| Průměr | | | | | | | | | | 4,0 |
| c. Inovace, výzkum a vývoj | | | | | | | | | | |
| inovační sílu (patenty, nové produkty a podíl na trhu a na celkových tržbách, zlepšování reklamaci) | malé | | | ● | | | | | | vysoké |
| organizaci výzkumu a vývoje (strategie výzkumných prací, náklady na výzkum a vývoj, motivace k inovacím) | žádný | | | ● | | | | | | vysoký |
| Četnost bodů | | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| Body × četnost | | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| Ziskový počet bodů | | | | | | | | | | 6 |
| Průměr | | | | | | | | | | 3,0 |
| d. Dlouhodobý majetek a investice | | | | | | | | | | |
| přiměřenost vybavení dlouhodobým majetkem | nedostatečné | | | | ● | | | | | optimální |
| technická úroveň majetku | zastaralá | | | ● | | | | | | modernější |
| stáří a opotřebení majetku | značné | | | ● | | | | | | nízké |
| údržba majetku | nedostatečná | | | | ● | | | | | dostatečná |
| využitelnost kapacit | nedostatečná | | | | ● | | | | | optimální |
| rozhodování o investicích (kritéria rozhodování, přiměřenost, vyhodnocení) | neodborné | | | ● | | | | | | odborné |
| investorský controlling (plnění rozpočtu, kontrola skutečných dosažených v | žádný | | | ● | | | | | | značný |
| Četnost bodů | | 0 | 0 | 4 | 3 | 0 | 0 | 0 | | |
| Body × četnost | | 0 | 0 | 12 | 12 | 0 | 0 | 0 | | |
| Ziskový počet bodů | | | | | | | | | | 24 |
| Průměr | | | | | | | | | | 3,4 |
| e. Finanční situace oceňované společnosti - finanční analýza | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | ● | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

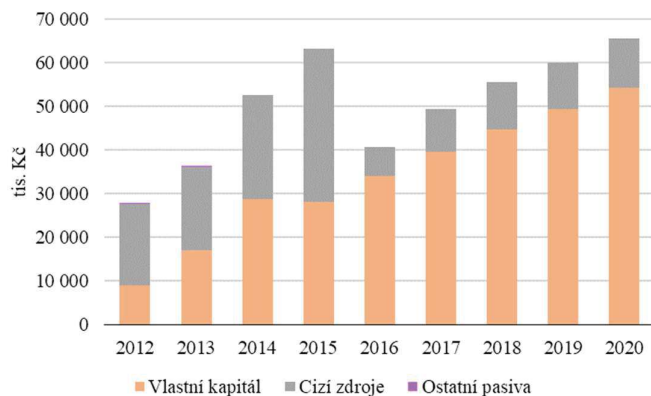
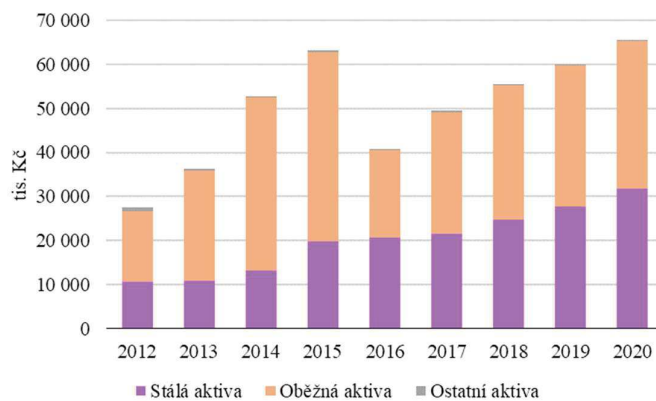
Příloha 26 Plánovaný výkaz peněžního toku společnosti FOUKAL, s.r.o.

| Plánovaný výkaz CF | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (v tis. Kč) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Finanční majetek na počátku roku | 8 033 | 12 221 | 13 443 | 13 309 |
| HV za účetní období před zdaněním | 6 984 | 7 682 | 8 450 | 8 873 |
| Odpisy | 1 257 | 1 383 | 1 521 | 1 597 |
| Úprava o nepenežní operace | -41 | -41 | -41 | -41 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zisk/ ztráta z prodeje DM | -40 | -40 | -40 | -40 |
| Výnosy z dividend a podílů na zisku | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vyučované nákladové a výnosové úroky | -1 | -1 | -1 | -1 |
| ZS zásob | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS krátkodobých pohledávek | -3 842 | -1 552 | -1 707 | -939 |
| ZS krátkodobých závazků | 3 185 | 970 | -107 | 528 |
| ZS krátkodobých úvěrů a fin. výpomocí | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS aktivního časového rozlišení a dohadných účtů aktivních | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS pasivního časového rozlišení a dohadných účtů pasivní | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zaplacené úroky | -2 | -2 | -2 | -2 |
| Přijaté úroky | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Daň z příjmu za běžnou činnost | -1 327 | -1 460 | -1 606 | -1 686 |
| CF z provozní činnosti | 6 217 | 6 983 | 6 512 | 8 333 |
| ZS základního kapitálu | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS kapitálových fondů | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS fondů ze zisku | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS dlouhodobých závazků | -6 | 0 | 0 | 0 |
| ZS dlouhodobých úvěrů | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Výplata podílu na zisku včetně daně 15 % | 0 | -1 150 | -2 300 | -2 300 |
| CF z finanční činnosti | -6 | -1 150 | -2 300 | -2 300 |
| ZS pohledávek za upsaný VK | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ZS DM brutto | -1 933 | -4 671 | -4 536 | -5 558 |
| Výnosy z prodeje DM | 50 | 50 | 50 | 50 |
| Výdaje s prodejem DM | -10 | -10 | -10 | -10 |
| CF z investiční činnosti | -1 893 | -4 631 | -4 496 | -5 518 |
| CF celkem | 4 318 | 1 202 | -284 | 515 |
| Finanční prostředky na konci roku | 12 400 | 13 500 | 13 200 | 13 900 |
| Finanční prostředky na konci roku dle rozvahy | 12 221 | 13 443 | 13 309 | 13 974 |

Zdroj: Vlastní zpracování

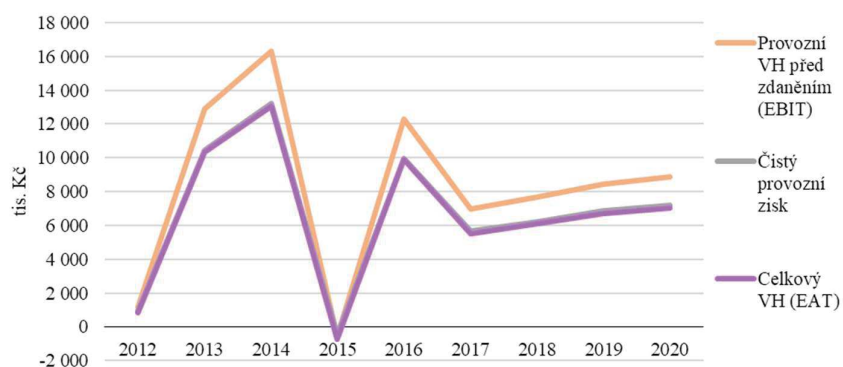
Příloha 27 Grafické vyhodnocení finančního plánu

Vývoj položek rozvahy



Zdroj: Vlastní zpracování

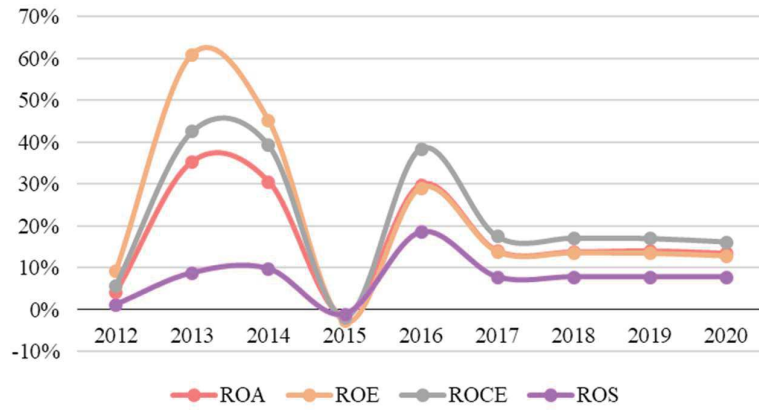
Vývoj výsledků hospodaření



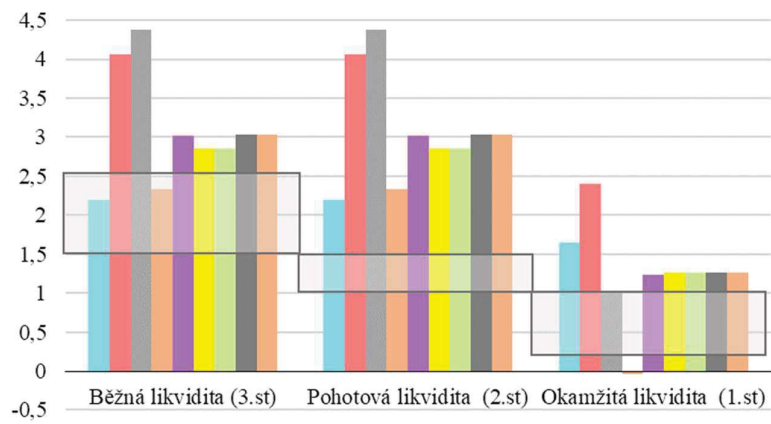
Zdroj: Vlastní zpracování

Poměrové ukazatele

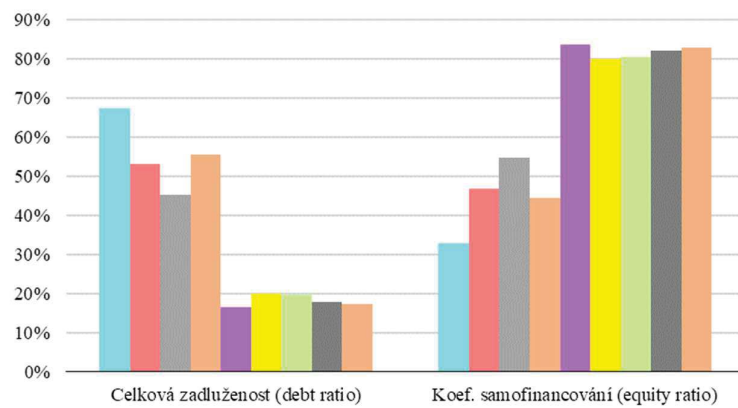
Ukazatele rentability

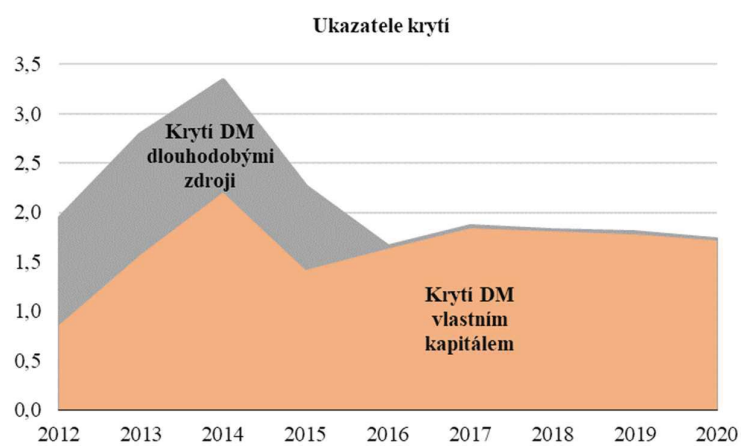
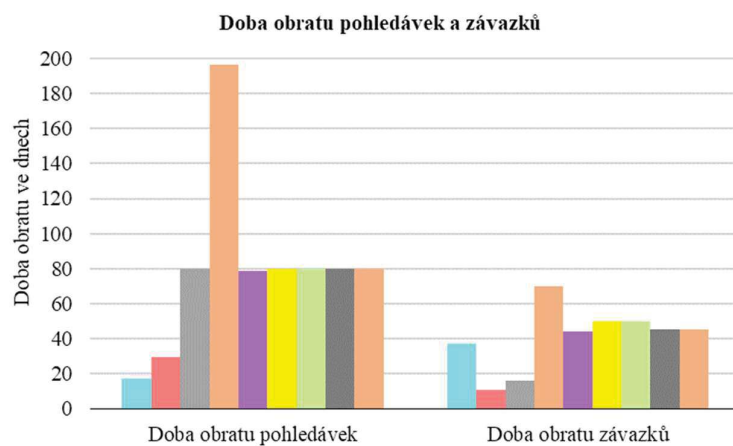


Ukazatele likvidity



Ukazatele zadluženosti





Zdroj: Vlastní zpracování

Příloha 28 Výpočet hodnoty společnosti FOUKAL, s.r.o. dle dvoufázové EVA equity (v tis. Kč)

| Výpočet EVA | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| EAT | 5 654 | 6 219 | 6 842 | 7 184 |
| r_e | 12,5% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| VK upravený (snížený o DM neprovozní) | 36 853 | 41 945 | 46 640 | 51 677 |
| Náklady kapitálu ($r_e \times VK$) | 4 596 | 5 353 | 5 958 | 6 602 |
| EVA = EAT - Náklady kapitálu | 1 058 | 866 | 883 | 582 |

| Výpočet Hodnoty 1. fáze | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| EVA = EAT - Náklady kapitálu | 1 058 | 866 | 883 | 582 |
| r_e | 12,5% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| Diskontní faktor | 0,889 | 0,786 | 0,697 | 0,618 |
| Diskontovaná EVA | 940 | 681 | 616 | 360 |
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 2 598 | | | |

| Odhad parametrů pro druhou fázi | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|
| EAT (r. 2020) | 7 184 | 7 184 | 7 184 | 7 184 |
| Růst g | 0% | 5% | 10% | 12% |
| EAT (r. 2021) | 7 184 | 7 543 | 7 902 | 8 046 |
| VK upravený (r. 2020) | 50 677 | 51 677 | 51 677 | 51 677 |
| r_e | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| EVA (r. 2021) | 710 | 941 | 1 301 | 1 444 |

| Výpočet pokračující hodnoty | 2021 | 2021 | 2021 | 2021 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|
| Tempo růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
| EVA = EAT - Náklady kapitálu | 710 | 941 | 1 301 | 1 444 |
| r_e | 12,8% | 12,8% | 12,8% | 12,8% |
| Pokračující hodnota PH | 5 557 | 12 108 | 46 869 | 186 369 |
| Diskontní faktor | 0,548 | 0,548 | 0,548 | 0,548 |
| Diskontovaná pokračující hodnota PH | 3 047 | 6 638 | 25 693 | 102 167 |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 3 047 | 6 638 | 25 693 | 102 167 |

| Výsledné ocenění dle zvoleného tempa růstu | 0% | 5% | 10% | 12% |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Hodnota 1. fáze (tis. Kč) | 2 598 | | | |
| Hodnota 2. fáze (tis. Kč) | 3 047 | 6 638 | 25 693 | 102 167 |
| Hodnota VK upraveného (NOA) | 31 326 | 31 326 | 31 326 | 31 326 |
| Neprovozní majetek (k 1.1.2017) | 2 685 | 2 685 | 2 685 | 2 685 |
| Hodnota VK společnosti (netto) H_n | 39 655 | 43 246 | 62 302 | 138 775 |
| Dlouhodobé cizí zdroje (úročené) | 206 | 206 | 206 | 206 |
| Hodnota společnosti brutto H | 39 861 | 43 452 | 62 508 | 138 981 |

Zdroj: Vlastní zpracování