

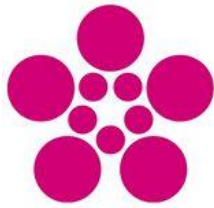
**JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

Ekonomická fakulta

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2016

Bc. Klára Talířová



**Ekonomická Jihočeská univerzita
Fakulta v Českých Budějovicích
Faculty University of South Bohemia
of Economics in České Budějovice**

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Diplomová práce

Stanovení hodnoty podniku

Vypracovala: Bc. Klára Talířová

Vedoucí práce: Ing. Antonín Šmejkal, Ph.D.

České Budějovice 2016

Prohlášení

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci na téma Stanovení hodnoty podniku jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

Místo a datum:

.....

V Českých Budějovicích dne 7. 4. 2016

Bc. Klára Talířová

Poděkování

Děkuji vedoucímu diplomové práce Ing. Antonínu Šmejkalovi, Ph.D. za odbornou pomoc a užitečné rady při zpracovávání diplomové práce.

Obsah

1. Úvod	9
2. Základní pojmy	10
2.1. Oceňování podniku	10
2.2. Podnik	10
2.3. Hodnota podniku	11
2.3.1. Tržní hodnota	11
2.3.2. Subjektivní hodnota	11
2.3.3. Objektivizovaná hodnota	12
2.3.4. Kolínská škola	12
2.4. Důvody oceňování podniku	12
2.5. Znalci a odhadci	13
3. Postup při oceňování	14
3.1. Sběr vstupních dat	16
3.2. Strategická analýza	16
3.2.1. Analýza vnějšího potenciálu	17
3.2.2. Analýza vnitřního potenciálu	18
3.2.3. Prognóza tržeb	18
3.3. Finanční analýza	19
3.3.1. Horizontální a vertikální analýza	19
3.3.2. Poměrová analýza	20
3.3.3. Analýza pracovního kapitálu	23
3.3.4. Rozklad ukazatele ROE	24
3.3.5. Bonitní a bankrotní modely	25
3.4. Finanční plán	26
3.5. Analýza generátorů hodnoty	27
3.5.1. Tržby	27
3.5.2. Provozní zisková marže	28
3.5.3. Pracovní kapitál	28
3.5.4. Investice do dlouhodobého majetku	28
4. Metody oceňování podniku	29
4.1. Metody založené na stavových veličinách	29
4.1.1. Metoda účetní hodnoty	29
4.1.2. Metoda substanční, věcné hodnoty	29
4.1.3. Metoda likvidační hodnoty	31

4.2.	Výnosové metody.....	31
4.2.1.	Metoda kapitalizace zisku.....	31
4.2.2.	Modely založené na EVA.....	32
4.2.3.	Metoda diskontovaného cash flow.....	32
4.2.4.	Metody stanovení diskontní míry.....	33
4.3.	Kombinované metody.....	34
4.3.1.	Schmalenbachova metoda – metoda střední hodnoty.....	34
4.3.2.	Metoda vážené střední hodnoty.....	34
4.3.3.	Metoda nadzisku a superzisku.....	35
4.4.	Metody založené na analýze trhu.....	35
4.4.1.	Přímé ocenění dat z kapitálového trhu.....	35
4.4.2.	Metoda tržního porovnání.....	35
5.	Cíl a metodika.....	36
5.1.	Cíl diplomové práce.....	36
5.2.	Hypotézy.....	36
5.3.	Metodika.....	36
6.	Případová studie.....	40
6.1.	Základní informace o vybraném podniku.....	40
6.1.1.	Vývoj podniku.....	40
6.1.2.	Předmět činnosti.....	42
6.2.	Ocenění podniku dle metody EVA.....	43
6.2.1.	Úprava pro výpočet NOA (čistá provozní aktiva).....	43
6.2.2.	Úprava pro výpočet NOPAT (čistý provozní zisk po zdanění).....	46
6.2.3.	Úprava pro výpočet WACC (vážené průměrné náklady na kapitál).....	49
6.2.4.	Výpočet EVA (ekonomická přidaná hodnota).....	51
6.2.5.	Závěr výpočtu dle metody EVA.....	52
6.3.	Ocenění podniku dle metody diskontovaného cash flow.....	53
6.3.1.	Úprava pro výpočet FCFF (volný tok hotovosti ve společnosti).....	53
6.3.2.	Výpočet DCF.....	54
6.3.3.	Závěr k výpočtu dle metody DCF.....	55
7.	Závěr.....	56
I.	Summary.....	58
II.	Seznam zdrojů.....	59
	Knižní zdroje.....	59
	Odborné články.....	60

Internetové zdroje.....	60
III. Seznam schémat.....	61
IV. Seznam tabulek.....	61
V. Seznam grafů	61
VI. Seznam obrázků.....	61
VII. Seznam příloh	62
VIII. Přílohy	63

1. Úvod

Oceňování podniku je složitá disciplína, která vzniká syntézou několika podnikohospodářských oborů. Využívá poznatky z podnikové ekonomiky, managementu, účetnictví, finančního plánování, finanční analýzy, daní a samotných metod oceňování. V České republice je oceňování podniku poměrně mladým oborem, jelikož se jím ekonomové začali zabývat až po roce 1989 v souvislosti s prvními privatizacemi a z toho vyplývající potřebou znát tržní hodnotu podniků.

Dnes se oceňování podniku využívá nejčastěji při prodeji podniku, koupi, vytvoření společného podniku nebo určení odměn managementu. Velmi důležitým momentem při oceňování je stanovení jeho účelu, od kterého se odvíjí následující činnosti a především metody, které budou při oceňování využity. Vhodné určení využívané metody může pro podnik znamenat konkurenční výhodu, proto je tato část velmi důležitá a neměla by být zanedbána. Běžně jsou využívány tři skupiny metod, do kterých patří metody tržní, výnosové a majetkové.

Jelikož v České republice není žádný zákon nebo předpis závazný při oceňování, je nejdůležitějším aspektem samotné uvážení odborníků a ekonomická teorie. Výsledky oceňování mohou být tedy velmi subjektivní a jejich kvalita závisí z velké části na kvalitě zpracovávaných informací a zkušenostech oceňovatele.

Teoretická část této diplomové práce se bude věnovat uvedení čtenáře do problematiky oceňování. V první části budou představeny základní pojmy, které souvisí s hodnotou podniku a jejím určováním. Dále se práce bude zabývat postupem, který se při oceňování používá a nakonec i samotnými metodami. Tato část diplomové práce bude vycházet zejména z odborné literatury.

Praktická část diplomové práce bude obsahovat případovou studii provedenou na konkrétním podniku. V této části bude demonstrován postup při oceňování na konkrétních datech. Poté budou aplikovány dvě nejvhodnější metody a proveden výpočet.

V závěru této diplomové práce budou shrnuty výsledky získané z obou metod a také bude provedena jejich vzájemná komparace. Tato část bude obsahovat návrhy a doporučení vyplývající ze získaných výsledků pro další směřování společnosti.

2. Základní pojmy

2.1. Oceňování podniku

Při správném oceňování podniku je nutné jako první formulovat východiska, ze kterých oceňování vychází a hladiny, na kterých se podnik oceňuje. Z tohoto důvodu následuje osvětlení základních pojmů, které oceňování provázejí.

2.2. Podnik

Podnik je základním pojmem, jehož definice prochází neustálým vývojem. Srpová, Řehoř a kol. (2010) popisují podnik jako: „*ekonomicky a právně samostatnou jednotku, která existuje za účelem podnikání. S ekonomickou samostatností, která je projevem svobody v podnikání, souvisí odpovědnost vlastníků za konkrétní výsledky podnikání. Právní samostatností rozumíme možnost podniku vstupovat do právních vztahů s jinými tržními subjekty, uzavírat s nimi smlouvy, ze kterých pro ně vyplývají jak práva, tak povinnosti.*“

Legislativa uvádí momentálně nejaktuálnější definici v novém obchodním zákoníku, který je v platnosti od 1. 1. 2014 a nevyužívá pojem podnik, ale pojem obchodní závod, který definuje v § 502 takto: „*Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ (Zákon č. 89/2012 Sb. Dostupný [online] na: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>)

Dle českého právního systému je patrné, že je podnik převážně viděn jako soubor věcí. Evropský právní systém nahlíží na tento pojem z jiného úhlu. Nařízení komise (ES) č. 800/2008 definuje podnik: „*Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům patří zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající řemeslné či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, která běžně vykonávají hospodářskou činnost.*“ (Nařízení komise (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008)

Pro potřeby oceňovatele je důležité vnímat i závazky všeho druhu, jelikož jsou nedílnou součástí podnikání. Většinou je podnik brán jako funkční celek, jehož úkolem je produkování zisku. Z tohoto důvodu jsou jako prioritní považovány výnosové metody. (Mařík, 2011)

V České republice mezi nejvýznamnější předpisy, dle kterých se podniky oceňují, patří:

- Zákon o oceňování majetku 151/1997 Sb.,
- Vyhlášky Ministerstva financí ČR a
- Metodický pokyn České národní banky. (Krabec, 2009)

2.3. Hodnota podniku

Mezi hodnotou podniku a jeho cenou je na rozdíl od jiného zboží obvykle rozdíl. Cena, za kterou se podnik prodává, vzniká pomocí mnoha faktorů, které na ni působí. Mezi tyto faktory patří například psychologické faktory, časová tíseň, vztahy mezi prodávajícím a kupujícím nebo také obratnost při jednání o ceně. (Kislingerová, 1999)

Hodnota podniku se dle Maříka (2011) rozděluje do čtyř základních kategorií:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota a
- kolínská škola.

2.3.1. Tržní hodnota

Pomocí tržní hodnoty se dozvídáme, jakou cenu by byl ochoten zaplatit průměrný zájemce na trhu. Je to tedy částka, která je mezi kupujícím a prodávajícím směněna za daný majetek po dodání náležitých informací bez jakéhokoliv nátlaku. Nejčastěji se tržní hodnota využívá při vstupu firmy na burzu nebo při prodeji celého podniku nebo jen jeho části.

2.3.2. Subjektivní hodnota

Subjektivní hodnota, která se také nazývá hodnotou investiční, je taková, která je pro daného investora nebo skupinu investorů posléze využívána pro stanovování investičního cíle. Investiční hodnota vychází ze základních představ manažerů daných oceňovaných podniků, díky kterým jsou skoro výhradně odhadovány nastávající peněžní toky. Daný subjekt, který oceňování provádí, hodnotí také alternativní možnosti investice, na jejichž základě je stanovena diskontní míra. Pro stanovení subjektivní hodnoty se převážně používá metoda výnosová.

2.3.3. Objektivizovaná hodnota

Objektivizovanou hodnotu je schopen zhodnotit pouze profesionál, zatímco subjektivní hodnotu si častokrát finančně vzdělanější osoba dokáže vypočítat i sama. Během stanovení objektivizované hodnoty se využívají všeobecně uznávaná data a standarty. Cílem je dosáhnout obecně přijatelné hodnoty a nejvíce se tato hodnota využívá během zjišťování bonity a při přidělování úvěru.

2.3.4. Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivní hodnotě daného prodávajícího a stejně tak na subjektivní hodnotě daného kupujícího. Obecně se dá Kolínská škola charakterizovat názorem, že ocenění by mělo být modifikováno v závislosti k obecným funkcím, které ocenění má pro uživatele výsledků. Mezi tyto funkce patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

2.4. Důvody oceňování podniku

Každé oceňování začíná určitým důvodem pro tuto činnost. Oceňování může sloužit potřebám managementu, majitele podniku nebo potřebám samotného podniku. Dále může ocenění vzniknout pro potřeby třetí strany, kterou v tomto případě může být například stát, banka nebo pojišťovny.

Dle Kislingerové (2001) patří k nejčastějším motivům pro oceňování podniku tyto důvody:

- prodej nebo koupě podniku nebo pouze jeho částí,
- zvýšení nebo snížení základního kapitálu z důvodu zvýšení nebo snížení počtu společníků, konkurzu nebo likvidace,
- fúze, akvizice či dělení,
- transformace společnosti do jiné právní formy,
- sanace nebo likvidace podniku,
- restrukturalizace,
- pojištění nebo
- placení různých druhů daní.

Z některých z těchto případů můžeme přesně určit, z jakého důvodu je ocenění vyžadováno. Například může souviset přímo s určitou službou, kterou subjekt poskytuje

nebo naopak z charakteru subjektu, který jej zadává, nevyplývá. Z tohoto důvodu jsou důležité přesné informace o okolnostech, za jakých je odhad zpracováván.

2.5. Znalci a odhadci

Oceňováním se zajímají znalci a odhadci, kteří mají velmi odlišné podmínky pro svou práci v různých zemích. Profese znalců a odhadců představuje ve většině zemí volnou činnost a díky tomu nemusí dodržovat žádné speciální podmínky.

V České republice se v problematice oceňování majetku pohybují znalci i odhadci a mezi těmito profesemi jsou určité rozdíly.

Znalci mají v prostředí České republiky bohatou historii a jsou evidováni u Krajského soudu. Po složení zkoušek jmenuje znalce do funkce předseda krajského soudu nebo ministr spravedlnosti. Práce znalců spočívá v předložení soudu svého názoru, který je podložený odbornými zkušenostmi v dané problematice. Soudu tak znalec objasňuje detailněji řešený problém, ale soud poté rozhoduje sám. (Kislingerová, 2001)

Odhadci se při své práci řídí novelou Živnostenského zákona č. 130/2008 Sb., která je v platnosti od 1. 7. 2008. Činnost odhadce je koncesovanou živností s podmínkami pro udělení danými živnostenským zákonem.

Znalci a odhadci jsou většinou seskupeni do různých spolků. V České republice je 12 takových spolků a mezi největší patří například Česká komora odhadců majetku, která sdružuje odhadce a snaží se o prohlubování jejich kvalifikace a zvyšování kvality jimi poskytovaných služeb. (Česká komora odhadců majetku, 2008)

Dalším významným občanským sdružením je Asociace znalců a odhadců České republiky, která má více než 600 členů. Hlavním záměrem je sdružovat soudní znalce pocházející z různých oborů a odhadce majetku. Mezi její činnosti patří také neustále zvyšování odborné úrovně svých členů pomocí rozmanitých konferencí, školení nebo sympózií, v rámci kterých jsou také členi každoročně přezkušováni. (Asociace znalců a odhadců ČR, 1992)

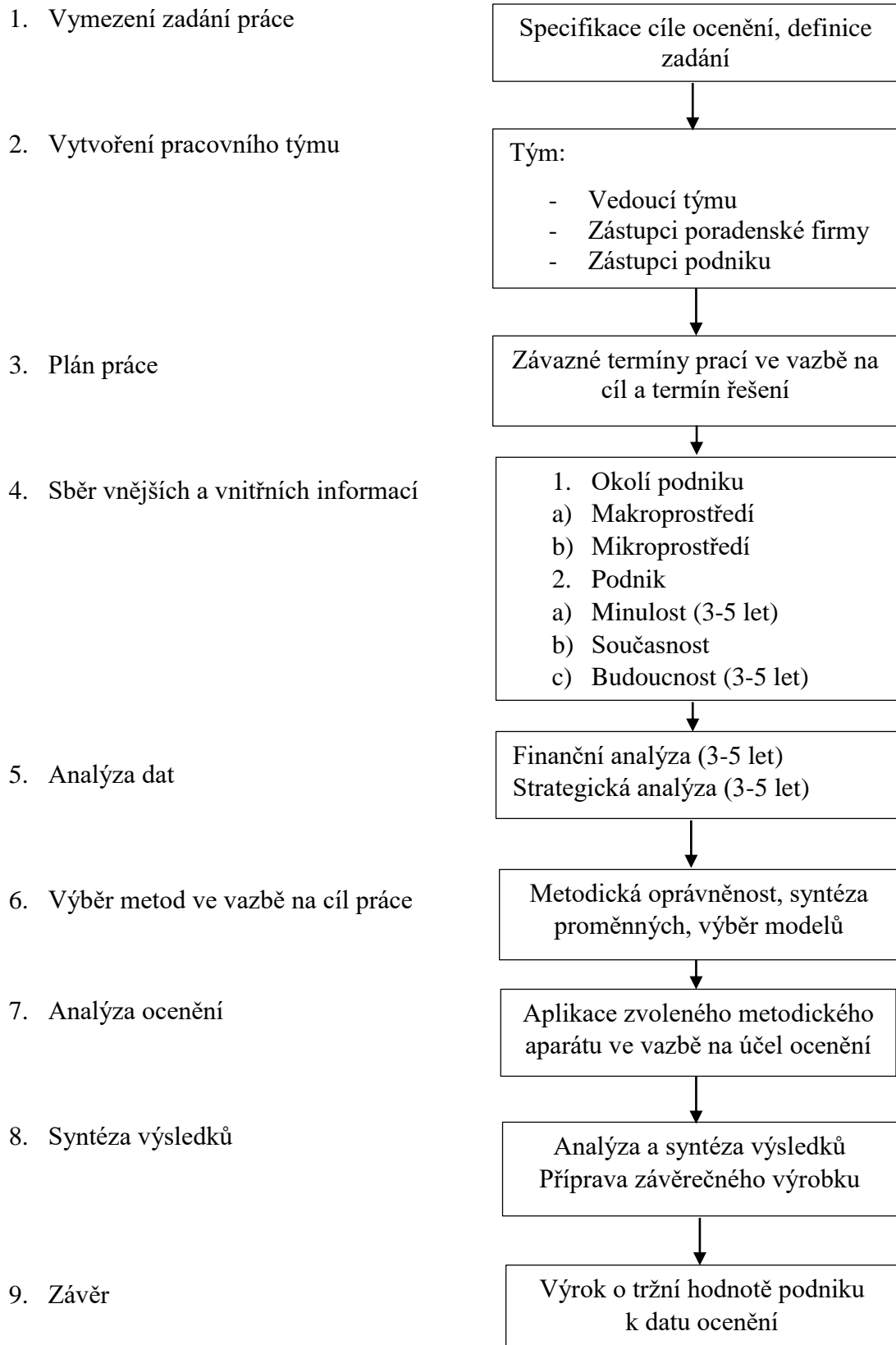
3. Postup při oceňování

Ještě než oceňovatel se samotným oceňováním začne, je důležité si stanovit účel oceňování a hodnotu, která by měla být výsledkem. Vymezení těchto cílů je slibným začátkem pro správný výběr modelu, který bude následně využíván. Postup při oceňování podniku probíhá často v těchto dvou bodech.

- Nejdříve musí být zpracována finanční a strategická analýza podniku pro posouzení celkového stavu podniku, konkurenčních sil, postavení na trhu a také schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit a tvořit hodnotu. Bez odpovědí na tyto otázky nelze s oceňováním začít.
- Na základě výsledků těchto analýz lze teprve vybrat nejvhodnější metoda ocenění. (Mařík, 2011)

Procesu oceňování podniku se účastní skupina odborníků, která obsahuje vedoucího týmu, jehož prací je rozdávání úkolů a řízení práce, a dále specialisty a asistenty, kteří dané úkoly řeší. Je velmi důležité, aby se na oceňování účastnili také zástupci top managementu, kteří jsou schopni dodat zásadní informace z fungování podniku. Tým a jeho práce je řízena časovým harmonogramem, který se stanoví na začátku prací a závisí na konečném termínu řešení. (Kislingerová, 1999)

Schéma č. 1.: Postup při oceňování podniku



Zdroj: Kislingerová, 1999

3.1. Sběr vstupních dat

První získaná data jsou především identifikační data podniku, jako je název, předmět podnikání, právní forma, řídicí struktura, historie podniku nebo majetkové podíly. Dalším zdroje informací jsou účetní výkazy za 3-5 let, mezi které patří výroční zpráva, podnikové zprávy a zprávy auditorů. Dále se strategická analýza zaměřuje na velikost podniku a jeho vývoj a vymezení trhu, na kterém podnik působí, segmentaci a faktory charakterizující vývoj trhu a atraktivitu relevantního trhu. Dalším krokem je získání informací o hlavních konkurentech, substitutech výrobků a produktech daného podniku. Důležitou součástí je také zkoumání bariér do daného odvětví nebo poměru sil k odběratelům a dodavatelům. Tým oceňovatelů musí mít informace o marketingu, odbytu, reklamě a cenové politice. V oblasti dodavatelů a výroby se oceňovatelé zajímají o charakter výroby, řízení kvality nebo dlouhodobý majetek. Dále je seznámen se strukturou dodávek a dodavateli. Posledními informacemi je průzkum struktury pracovníků, atmosféra na pracovišti a fluktuace pracovníků. (Mařík, 2011)

3.2. Strategická analýza

Díky strategické analýze je možné nalézt mezi podnikem a podnikovým okolím. Během strategické analýzy se systematicky identifikují všechny vnitřní i vnější faktory, které působí na podnik a také souvislosti mezi nimi. Jeden z nejdůležitějších úkolů takové strategie je příprava podniku na nastávající situaci. Z tohoto důvodu není strategická analýza založena pouze na základě předvídání budoucnosti, ale také se jí snaží aktivně ovlivnit svými zájmy. (Sedláčková, 2000)

Cílem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu, závislého na vnějším i vnitřním potenciálu. Vnitřní potenciál může být vymezen silnými a slabými stránkami podniku. Analýza vnitřního potenciálu klade důraz na zjišťování konkurenční výhody. Vnější potenciál představují rizika a šance nabízené firmě podnikatelským prostředím. (Mařík, 2011)

Schéma č. 2.: Potencionál podniku



Zdroj: Mařík, 2011

Prvním krokem strategické analýzy je analýza vnějšího potenciálu, při které se určí, analyzuje a prognózuje relevantní trh. Další krok analyzuje konkurenci podniku a jeho vnitřní potencionál. Díky těmto krokům lze vytvořit kvalitní prognóza tržeb.

3.2.1. Analýza vnějšího potenciálu

Tato analýza se zajímá především o vymezení relevantního trhu. Relevantní trh je vymežován z hlediska území, zákazníků, produktu a konkurentů. Trh se volí tak, aby se získaly základní informace a daném trhu, posoudila atraktivita a poté prognózovat další vývoj. (Mařík, 2011)

Základními daty, která se zjišťují o trhu, je například velikost trhu vyjádřená v hodnotových a hmotných jednotkách, vývoj trhu během času nebo segmentace trhu. Pro určení velikosti trhu mohou být použity statistiky spotřeby domácího produktu nebo prodejů v odvětví a trhu, které poskytuje Český statistický úřad. Základem pro prognózování tržeb a jejich budoucí tempo daného podniku je zjistit dosavadní tempo rozvoje trhu.

V dalším kroku se analyzuje atraktivita trhu, což slouží k rozpoznání příležitostí a rizik daného trhu a také nám poskytuje informace k určení rizikové přírážky diskontní míry.

Dle Maříka (2011) můžeme za kritéria atraktivity považovat:

- růst a velikost trhu,
- intenzitu přímé konkurence,

- průměrnou rentabilitu, substituci a bariéry vstupu,
- strukturu nebo charakter zákazníků a
- citlivost trhu vůči konjunktře.

Posledním bodem analýzy vnějšího potenciálu je sestavení prognózy vývoje trhu. Postup při této prognóze závisí na typu ocenění:

- subjektivní ocenění – individuální názor konkrétního investora,
- objektivizované ocenění – současný stav a tendence dalšího vývoje,
- tržní ocenění – názor odborné veřejnosti.

Při sestavování prognózy vývoje trhu je důležité hledět na fiskální politiku státu, tempo růstu domácího produktu, peněžní nabídku a její vývoj, úrokové sazby a jejich vývoj, inflaci, devizové kurzy a politické a neekonomické šoky. Makroekonomické analýzy sestavují různé instituce. Například je to Český statistický úřad nebo Česká národní banka. Tato část přebírá převážně již zpracované informace a správně je interpretuje na konkrétním podniku. (Kislingerová, 1999)

3.2.2. Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potencionálu, která je také nazývána analýzou konkurence, odhaduje budoucnost vývoje tržních podílů. Na začátku je stanovena vývojová řada tržních podílů a také tržní podíl podniku pomocí fyzických jednotek. Ke stanovení velikosti trhu se v praxi využívají kvalifikované odhady. Dále jsou identifikováni hlavní konkurenti a informace o nich a jejich hospodaření. Pomocí této analýzy je posouzeno v jaké míře má podnik schopnost využívat šance, které plynou z rozvoje trhu, schopnost čelit konkurentům a dalším možným hrozbám. Nakonec je potřeba vytvořit vyhodnocení konkurenční síly podniku oproti hlavním konkurentům, konkurenční strategie a konkurenčních výhod daného podniku. (Mařík, 2011)

3.2.3. Prognóza tržeb

Výsledky předchozích kroků pomůžou k sestavení prognózy tržeb. Tempo růstu tržeb daného podniku se získá vynásobením růstu trhu, který ukáže analýza a prognóza trhu a růst tržního podílu, který ukáže analýza vnitřního potencionálu. Dále je dobré provést také analýzu vývoje tržeb k porovnání současného a prognózovaného tempa a případnému ujasnění rozdílů.

Dalšími postupy, díky kterým je možné plánovat tržby, jsou:

- odhad založen na znalostech a zkušenostech marketingových pracovníků,
- extrapolace a trendové křivky na základě dat z historie,
- korelační a regresní analýza.

Výše tržeb je ovlivněna velkým počtem externích vlivů. Externí vlivy představují rizikové faktory, jelikož na ně nemůže podnik nijak působit. Z tohoto důvodu je důležité být obezřetní během plánování tržeb. V této situaci jsou často doporučovány variantní scénáře tržeb, ke kterým se podnik dostane při příznivém a nepříznivém vývoji. Také je důležité, aby byla firma připravena na různé nepředpokládané situace. (Fotr, 1999)

3.3. Finanční analýza

Díky finanční analýze je možné zkoumat a hodnotit finanční výkonnost podniku. Pro potřeby finanční analýzy jsou používány interní informační zdroje (např. výkazy peněžních toků a zisků a ztrát nebo rozvahy) a externí informační zdroje (např. údaje z obchodního rejstříku, statistického úřadu atd.). Důležité je, že téměř všechna využívaná data jsou data historická. (Synek, Kislingerová, 2010)

Dle Kislingerové (2010) lze analýzy prováděné během finanční analýzy rozdělit do těchto následujících skupin:

- horizontální a vertikální analýza,
- poměrová analýza,
- analýza pracovního kapitálu,
- rozklad ukazatele ROE,
- bonitní a bankrotní modely.

3.3.1. Horizontální a vertikální analýza

Díky horizontální a vertikální analýze je možné sledovat účetní údaje z finančních výkazů, které lze při běžných okolnostech za statické veličiny.

Horizontální analýza umožňuje sledování vývoje daných údajů v čase. Nejčastěji jsou to meziroční změny, které lze sledovat díky absolutním rozdílům nebo indexům. Často se však využívají indexy, jelikož lze díky nim získat na vývoj daného ukazatele relativní pohled.

Díky vertikálně analýze je možné nahlédnout do struktury finančních výkazů pomocí sledování procentuálního rozložení daných veličin oproti nadřazené veličině.

Příkladem je vertikální analýza rozvah, ve které je nadřazenou veličinou bilanční suma, ke které se porovnávají složky rozvahy na straně pasiv i aktiv. (Kislingerová, 2010)

3.3.2. Poměrová analýza

Poměrová analýza nesleduje vývoj dané veličiny pouze v čase nebo vztahu k jediné veličině, ale porovnává položky mezi sebou. Díky tomu se finanční situace podniku ukazuje v odlišných souvislostech. K dlouhodobé existenci podniku je důležité, aby byl rentabilní, protože to přináší užitek vlastníkům, zadlužený v přiměřené míře a likvidní. Jedině v tomto případě je dodržena zásada going concern. (Růčková, 2011)

Nejběžnější poměrové ukazatele se rozřazují do těchto skupin:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity a
- ukazatele kapitálového trhu.

Ukazatele rentability (ziskovosti, výnosnosti) ukazují, v jaké míře jsou zhodnoceny zdroje a jaká je celková účinnost podniku. Dalším jejich úkolem je poměřovat čistý efekt a hodnotu zdrojů daného efektu. S pomocí ukazatelů rentability je možné sledovat kombinovaný vliv aktivity, likvidity a zadluženosti podniku v rámci jeho zisku. (Sedláček, 2009)

Tabulka č. 1.: Ukazatele rentability

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

Zdroj: Sedláček, 2009

Během hodnocení rentability se dle Sedláčka (2009) často využívají tyto kategorie zisku známé pod anglickými zkratkami:

- EBIDA - zisk před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací (earings before interest, taxes, depreciation and amoritation)
- EBIT – zisk před úroky a zdaněním (earings before interest and taxes)
- EBT – zisk před zdaněním (earings before taxes)
- EAT – zisk po zdanění (earings after taxes)

Ukazatele aktivity slouží k měření schopnosti podniku využívat vlastní zdroje. Dá se použít pro jednotlivá i celková aktiva. Ukazatele aktivity nám ukazují způsob hospodaření s aktivy podniku. Následující tabulka zachycuje ukazatele aktivity a jejich výpočet.

Tabulka č. 2.: Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec
Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
Obrat zásob	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$
Obrat pohledávek	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Pohledávky}}$
Doba obratu aktiv	$\frac{\text{Aktiva}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$
Doba obratu zásob	$\frac{\text{Zásoby}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$
Doba obratu pohledávek	$\frac{\text{Pohledávky}}{\frac{\text{Tržby}}{360}}$

Zdroj: Kislíngrová, Hnilica, 2005

Ukazatele zadluženosti či finanční stability ukazují vztah mezi vlastními a cizími zdroji financování firmy. Pomocí těchto ukazatelů se měří, do jaké míry podnik využívá dluhy pro financování. Zadluženost není zásadně negativní charakteristikou podniku, i když je vysoká. Jestliže firma funguje dobře, může naopak vyšší finanční páka kladně ovlivnit rentabilitu vlastního kapitálu. Ukazatele zadluženosti prezentuje následující tabulka.

Tabulka č. 3.: Ukazatele zadluženosti

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

Zdroj: Mařík, 2011

Věřitelé většinou preferují nižší ukazatel zadluženosti. Doplnkem celkové zadluženosti je kvóta vlastního kapitálu. Jestliže sečteme tyto ukazatele, dostaneme vždy 1. (Sedláček, 2009)

Celkem by zadluženost neměla být vyšší než 70% a většinou se pohybuje v rozmezí 30 a 60%. Úrokové krytí by mělo být co nejvyšší. Minimálně by hodnota úrokového krytí měla činit 1, jelikož při této hodnotě znamená všechen pokles v zisku ztrátu. Obecně ukazatele zadluženosti nemají nějakou obecně danou platnou hodnotu. Většinou je spíše důležitá struktura aktiv. Ukazatele zadluženosti nemohou být využívány jako univerzální ukazatele, jelikož nelze stejnou hodnotu ukazatele v rozdílných podnicích brát jako ukazatel stejné stability. (Grünwald, Holečková, 2009)

Ukazatele likvidity ukazují jak je podnik schopen uspokojovat své běžné závazky. Všechny ukazatele likvidity by měly být pro dobro podniku co nejvyšší, aby byl schopný co nejrychleji uhrazovat své závazky. Tyto ukazatele rozdělujeme na tři hlavní druhy. Prvním druhem je běžná likvidita, který vypočítáme, když vydělíme oběžná aktiva krátkodobými závazky. Hodnota tohoto ukazatele může být stejná jako odvětvový průměr a její přijatelná hodnota je mezi 1,5 a 2,5. Přísnějším ukazatelem likvidity je rychlá likvidita, kterou lze získat součtem finančního majetku a krátkodobých pohledávek a následným vydělením tohoto výsledku krátkodobými závazky. Běžná hodnota tohoto ukazatele se pohybuje mezi 1 a 1,5. Posledním druhem likvidity je likvidita pohotová, která se vypočítá vydělením finančního majetku krátkodobými závazky. Běžnou hodnotou tohoto ukazatele je 0,5. V následující tabulce jsou tyto tři druhy likvidity přehledně představeny. (Grünwald, Holečková, 2009)

Tabulka č. 4.: Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec
Běžná likvidita	$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
Rychlá likvidita	$\frac{\text{Krátkodobé pohledávky} + \text{peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
Pohotová likvidita	$\frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$

Zdroj: Grünwald, Holečková, 2009

Skupina **ukazatelů kapitálového trhu** do jisté míry překonává nedostatky ostatních ukazatelů. Díky tomu, že se v ukazatelích kapitálového trhu objevuje hodnota akcie, je možné zjistit, jak podnik hodnotí trh. V tabulce jsou představeny hlavní ukazatele z této skupiny.

Tabulka č. 5.: Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatel	Vzorec
Ukazatel P/E	$\frac{\text{Cena akcie}}{\text{Zisk na 1 akci}}$
Obrat aktiv	$\frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Účetní cena akcie}}$

Zdroj: Kislingerová, Hnilica, 2005

3.3.3. Analýza pracovního kapitálu

Při nejširším pojetí je jako pracovní kapitál brán oběžný majetek. K analýze pracovního kapitálu potřebujeme ale čistý pracovní kapitál, který je možné vypočítat odečtením krátkodobých dluhů od oběžných aktiv. Z tohoto výpočtu je tedy zřejmé, že lze čistý pracovní kapitál brát jako součást dlouhodobého majetku, která kryje oběžná aktiva a financuje každodenní provoz podniku.

Analýza pracovního kapitálu zkoumá čistý pracovní kapitál a jeho výši k objasnění strategií řízení nakládání s pracovním kapitálem. Tato strategie může být agresivní, konzervativní nebo umírněná. Jestliže je strategie agresivní, je pomocí krátkodobých zdrojů financována také část oběžných a trvalých aktiv. Při aplikaci konzervativní strategie je čistý pracovní kapitál vyšší než trvalá složka oběžných aktiv a zároveň nižší než nejvyšší částka oběžných aktiv. Umírněná strategie funguje tak, že

podnik využívá dlouhodobé zdroje pro placení trvalých oběžných aktiv. (Režňáková, 2010)

3.3.4. Rozklad ukazatele ROE

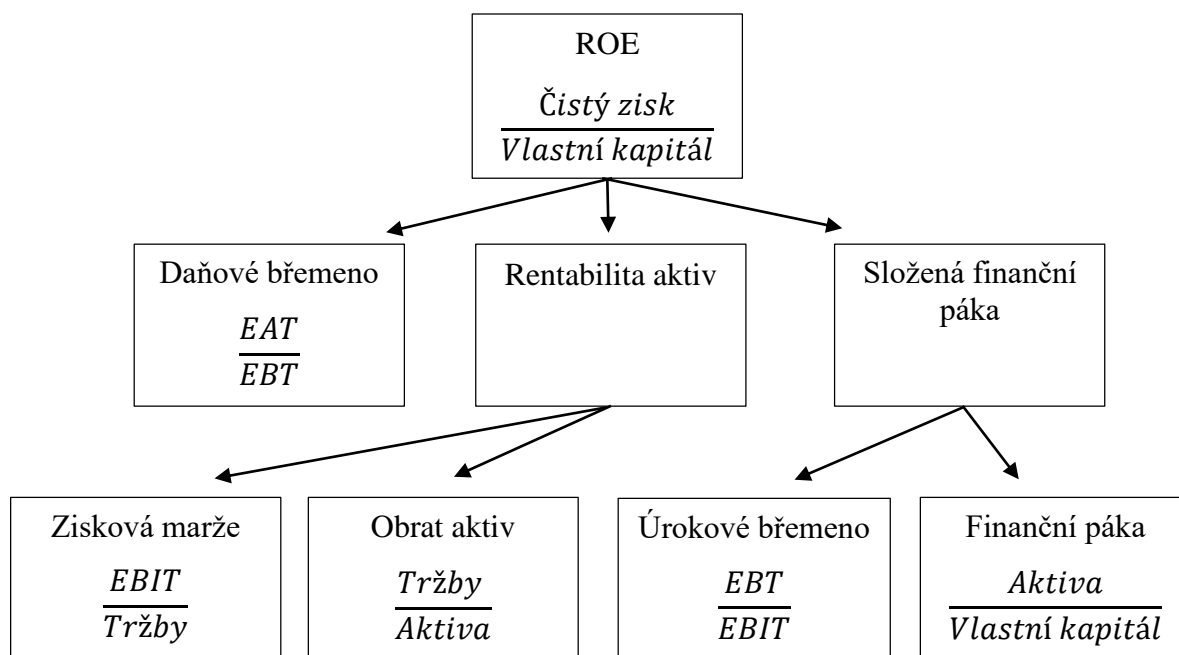
ROE je jedním z nejsledovanějších ukazatelů výkonnosti podniku. Z tohoto důvodu se zjišťuje jeho výše a druh prvků, které jeho výši ovlivňují. Často se také zjišťují prvky, které mohou za pokles či růst ROE. Následující vzorec je vzorec pro rozklad ROE. (Kislingerová, 2001)

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} * \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}} * \frac{\text{Aktiva}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

$$= ROA * \text{index finanční páky}$$

Při další možnosti rozkladu se využívá zisk před zdaněním a úroky místo pouze čistého zisku. Následující schéma ukazuje, jak v tomto případě vypadá rozklad.

Schéma č. 3.: Rozklad ukazatele ROE



Zdroj: Kislingerová, 2001

Díky provedení rozkladu je možné sledovat vliv samotných prvků na vrcholový ukazatel. Často se pro tento účel využívá logaritmická metoda. V této metodě se nejdříve zlogaritmuje přirozeným logaritmem ten ukazatel, u něhož je sledován vliv na vrcholový ukazatel. Poté toto číslo vydělí dalším přirozeným ukazatelem samotného vrcholového ukazatele. (Kislingerová, 2001)

3.3.5. Bonitní a bankrotní modely

Úkolem těchto modelů je pomocí daného čísla vyjádřit celkové zdraví firmy. Principem je, že je výsledná hodnota porovnávána s údaji o opravdovém stavu podniku. Různé modely jsou odlišné svými vstupy i výslednou interpretací hodnot. Bonitní modely slouží k ohodnocení výkonnosti firmy a slouží především investorům. Bankrotní modely sledují spíše schopnost firmy dostávat svým závazkům a jejich výstupy jsou určeny věřitelům firmy. (Synek, 2009)

Altamanův model vznikl roku 1968 a v průběhu dalších let byl několikrát aktualizován a upravován pro jednotlivé situace. Původně byl tento model vytvořen pro podmínky Amerického trhu, proto není jisté, že bude tento model dostatečně spolehlivý i na ostatních trzích. Jednou z nejaktuálnějších verzí je verze ZETA. Pro výpočet verze ZETA je následující vzorec.

$$ZETA = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,998 * X5$$

X₁ – čistý pracovní kapitál/aktiva

X₂ – nerozdělený zisk z minulých let/aktiva

X₃ – EBIT/ aktiva

X₄ – tržní hodnota vlastního jmění/účetní hodnota celkových závazků

X₅ – tržby/aktiva

Výsledky jsou interpretovány dle následující tabulky.

Tabulka č. 6.: Interpretace hodnot ZETA

Hodnota	Interpretace
< 1,2	Bankrot
1,2 až 2,9	Šedá zóna
> 2,9	Prosperita

Zdroj: Synek, 2009

Podniky nacházející se v šedé zóně se mohou v dalších dvou letech dostat buď do jedné skupiny, zatím je jejich vývoj blíže nespecifikovatelný.

V roce 1995 byl manželi Neimaierovi vyvinut bankrotní **model IN95**. Několika modifikacemi vznikl v roce 2005 index IN05, který se momentálně používá. Konstrukce tohoto indexu je následující.

$$IN05 = 0,13 * X1 + 0,04 * X2 + 3,97 * X3 + 0,21 * X4 + 0,09 * X5$$

X1 – Finanční páka

X2 – Úrokové krytí

X3 – Produkční síla

X4 – Obrat aktiv

X5 – Běžná likvidita

V tomto modelu je vidět podobná logika, ale ukazatele a jejich váhy jsou jiné. Model je přizpůsoben pro prostředí českého trhu, a proto je pro české podniky vhodnější. Spolehlivost, že společnost míří k bankrotu, se uvádí 67%, a naopak že má podnik tvořit do budoucna hodnotu je 86%. Dle následující tabulky se hodnoty zařazují do jednotlivých kategorií. (Synek, 2009)

Tabulka č. 7.: Interpretace hodnot IN05

Hodnota	Interpretace
< 0,9	Směr bankrotu
0,9 až 1,6	Šedá zóna
> 1,6	Tvorba hodnoty

Zdroj: Synek, 2009

3.4. Finanční plán

Základen pro ocenění výnosovými metodami je sestavení finančního plánu. Finanční plán vychází z plánu podnikového a ten by měl mít základ v dlouhodobé koncepci podniku, tedy z jeho vize nebo strategie. Finanční plán tvoří soustava plánů, mezi které patří například:

- **plán prodeje**, který je členěn tak, aby bylo umožněno odhadovat budoucí vývoj,
- **plán produkce** a odhady budoucích nákladů,

- **plán kapacity**, který na plán produkce navazuje a promítá se do plánu investic, plánu pracovního kapitálu, plánu údržby a obnovy a plánu odpisů,
- plán pracovních sil, který má dopad na osobní náklady,
- **plán provozních peněžních toků**, ze kterého se sestavuje celkový peněžní tok,
- **plánová rozvaha**, která je posledním sestavovaným dokumentem.

(Mařík, 2011)

Na začátku tvorby finančního plánu je důležité se rozhodnout o druhu agregovaných položek v jednotlivých výkazech. Finanční plány se většinou sestavují v podobném členění jako účetní výkazy.

Konkrétní strukturu výkazu zisku a ztráty nebo rozvahy obvykle volí oceňovatel dle svých schopností podepřít jednotlivé hodnoty přesvědčivými argumenty.

Finanční plán obsahuje mimo jiné také vyhodnocení finanční analýzy, která slouží jako východisko posouzení rizika, především finančního a provozního, které je důležité pro hodnocení diskontní míry.

Dále se ve finančním plánování přihlíží k riziku. Všechna nadcházející rizika nelze promítnout pouze v diskontní míře. Většinou se kalkuluje část rizik ve finančním plánu. Jedna z možností jak kalkulovat riziko je rozvíjet možné komplexy vnějších podmínek nebo pravděpodobnější reakce firmy, který je oceňována. (Mařík, 2011)

3.5. Analýza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se dají vyjádřit jako souhrn základních podnikohospodářských veličin, díky kterým se v souhrnu určuje hodnota podniku. Vyvozování těchto veličin má obvykle návaznost na daný typ oceňování podniku.

3.5.1. Tržby

Budoucí tržby vychází ze strategické analýzy, ale tento výsledek není vždy konečný. Tato prognóza je korigována kapacitními možnostmi. Úvahy jsou většinou zachyceny pomocí analýzy vnitřního potenciálu daného podniku a pomocí finančního plánu, ve kterém jsou informace o schopnosti financování tohoto podniku. (Kislingerová, Hnilica, 2005)

3.5.2. Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována poměrem korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a tržeb. Provozní zisky po této úpravě je možné dále využívat k výpočtu různých výnosových veličin, na kterých se zakládá vlastní ocenění. (Petřík, 2009)

3.5.3. Pracovní kapitál

Při oceňování podniku se tento ukazatel většinou využívá ve své modifikované podobě. Nejčastější formou této modifikace je pracovní kapitál vypočtený odčtením krátkodobého cizího kapitálu od oběžných aktiv.

3.5.4. Investice do dlouhodobého majetku

Jedná se zejména o dlouhodobý majetek provozně nutný. Analýzy minulosti je vhodným východiskem především u velkých společností. Díky delší časové řadě a známých tendencích technického vývoje a cen, může být odvozena závislost investičního majetku a výkonů. Pro nezkreslené představy potřeb investic je nutné doplnit analýzu minulého vývoje o míru využití kapacit. (Kislingerová, Hnilica, 2005)

4. Metody oceňování podniku

Tato kapitola představuje metody, které se využívají ke stanovení hodnoty společnosti. Každý podnik je odlišný jak ve své kapitálové struktuře, tak v majetkové výstavbě, proto je nutná existence mnoha metod oceňování. Většinou při rozhodování o nejhodnější metodě závisí hlavně na odbornosti a zkušenostech samotného odhadce.

Ve většině případech je model ocenění matematickým modelem, který zpracovává vstupní data a na tomto základě poté vychází výsledný odhad. Je velmi důležité vkládat do modelu přesná data, aby byl výsledek co nejpřesnější. (Kislingerová, 2001)

V následující části práce jsou popsány jednotlivé metody ocenění.

4.1. Metody založené na stavových veličinách

Při tomto druhu ocenění je zjišťována majetková podstata podniku, která je substituční hodnotou. Pomocí substituční hodnoty se označují veškeré varianty oceňování stavových veličin. Jestliže jsou od souhrnu samostatně oceněných částí majetku odečteny individuální oceněné závazky, dostaneme majetkovou hodnotu podniku. Majetkové ocenění se člení dle předpokladů, které jsou využívány pro ocenění. (Mařík, 2011)

4.1.1. Metoda účetní hodnoty

Je to metoda, která využívá historické ceny a díky tomu může sledovat, za jakou cenu se majetek skutečně pořídil. Proti metodě účetní hodnoty existuje v praxi mnoho výhrad, jelikož může být výsledná hodnota ovlivněna různými účetními technikami. Zákon o účetnictví stanovuje všem podnikatelským subjektům zhotovit účetní uzávěrku a rozvahu. Rozvaha je tedy využívána k souhrnnému vyjádření hodnoty podniku. (Kislingerová, 1999)

Pro oceňovatele je účetní hodnota výchozí informací. Při vyšší účetní hodnotě než hodnotě výnosové by měla být vypočtena likvidační hodnota. Většinou je to varovným signálem, že likvidační hodnota bude vyšší než výnosová. Jedním z největších negativ v této metodě je rozdílná cena pořízení majetku a reálná cena k danému datu ocenění. (Mařík, 2011)

4.1.2. Metoda substanční, věcné hodnoty

Nedostatky účetní hodnoty jsou řešeny v této metodě. Tato metoda se v podstatě zajímá o to, za kolik by se dal podnik vybudovat znovu. Pro potřeby ocenění je potřebné

tedy zjistit reprodukční ceny obdobného majetku, které jsou sníženy opotřebením. Od této hodnoty se odečtou dluhy a dostaneme netto substituční hodnotu.

Pouze u provozně nutného majetku se hledá reprodukční cena. U majetku nepotřebného pro provoz podniku se hledá naopak cena, která je vhodná pro odprodej tohoto majetku. Mezinárodní oceňovací standardy vymezují reprodukční náklady a od této hodnoty se odečítá opotřebení. (Kislingerová, 2001)

Substanční hodnota se zjišťuje těmito metodami:

- indexová metoda – historická cena, upravená pomocí indexů pro datum ocenění,
 - přímé zjišťování cen – ceny jsou odvozeny pomocí podkladů od výrobce,
 - oceňování dle zvolené jednotky – ceny jsou přepočteny na jednotku,
 - funkční zjišťování ceny – zjištění nákladů na jednotlivé procesy.
- (Kislingerová, 2001)

Když je dokončeno přehodnocování položek pasiv a aktiv pomocí jedné z těchto metod, stanoví se substanční tržní hodnota, což si můžeme prohlédnout v následujícím schématu.

Schéma č. 4.: Stanovení substanční tržní hodnoty

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

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

Zdroj: Kislingerová, 1999

Metoda substanční hodnoty je doplňkem výnosového ocenění. Tato metoda se využívá v případě, kdy nemá podnik pevně stanovený podnikatelský záměr nebo má narušené zdraví. (Kislingerová, 1999)

4.1.3. Metoda likvidační hodnoty

V této metodě je zjištěna hodnota majetku k danému datu, kdy je předpokládán konec činnosti podniku. Do tohoto data jsou rozprodána jednotlivá aktiva a splaceny celkové závazky a odměna likvidátora.

Likvidační hodnota je používána hlavně u podniků, které mají omezenou životnost, a používá se nejčastěji v kombinaci s výnosovým oceněním. Nejdříve se vypočítá hodnota výnosů od začátku až do konce existence, ke které se přičte likvidační hodnota. Likvidační hodnota se také využívá u ztrátových podniků, jelikož vychází záporná. Jestliže má podnik potíže, doporučuje se stanovit likvidační i výnosovou metodu.

Jestliže je likvidace dobrovolná, likvidační hodnota bude vyšší v delším časovém horizontu. Pro vlastníky je likvidační hodnota zajímavá, když je hodnota výnosové metody nižší. V tomto případě je výhodnější rozprodat podnik než v tomto podnikání pokračovat. (Mařík, 2011)

4.2. Výnosové metody

4.2.1. Metoda kapitalizace zisku

Tento model bývá označován jako nejjednodušší nebo základní model, který přímo stanovuje hodnotu podniku. Oproti metodě diskontovaných peněžních toků u této metody není potřebné plánování volných peněžních toků dlouhodobě.

Velmi důležitým krokem u tohoto modelu je důkladné zanalyzování výkazu zisku a ztráty a rozvahy v posledních třech až pěti letech. V druhém kroku se upravují minulé zisky mimořádnými a neopakujícími se finančními operacemi. Dále se upravují odpisy a vylučují se vlivy metodických změn a hospodářské výsledky jsou přepočteny k danému datu ocenění pomocí úrokové míry a inflace. Základ pro oceňování je tedy zisk upravený po daních.

Metoda kapitalizace funguje hlavně na historických úrovních zisku, a proto lze hodnotu podniku určit od hodnoty udržitelné úrovně zisku podniku. Tržní hodnota společnosti se stanoví diskontováním rozdílů výnosu a nákladů. (Kislingerová, 1999)

4.2.2. Modely založené na EVA

Další výnosovou oceňovací metodou, která nemá základy v cash flow, ale v ukazateli EVA, což je přidaná ekonomická hodnota. Vzorec pro tento ukazatel je následovný.

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

NOPAT – zisk z operativní činnosti podniku po zdanění

C – investovaný kapitál

WACC – průměrné náklady na kapitál (Maříková, Mařík, 2001)

4.2.3. Metoda diskontovaného cash flow

Tyto modely jsou v praxi jedny z nejvyužívanějších. Základní hodnotou pro tyto modely jsou budoucí výnosy, převedené z pohledu investora do současné hodnoty. Předpoklady pro tyto modely jsou: efektivní kapitálové trhy, kapitálovou strukturu podniku tvoří pouze vlastní jmění a dluh, daň z příjmu je jediná existující, CF je perpetuita. (Kislingerová, 1999)

Metody diskontovaného cash flow pracují s různými peněžními toky, které jsou rozdělovány dle toho, komu je tento tok určen:

- FCFF – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,
- FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky,
- DDM – dividenda,
- EVA. (Mařík, 2011)

Při výběru z těchto modelů se zvažuje jak spolehlivě je potřeba zvažovat budoucí výnosy, posuzovat růstovou míru, promítnout tyto skutečnosti v mírách investic a porovnat je s úrovní odpisů.

Model stabilního růstu

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

q_n – tempo růstu do nekonečna

Model s konstantním růstem

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

Dvoufázový propočet

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_0 (1 + q)^t}{(1 + r)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=m} \frac{CF_t}{(1 + r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r - q_m)(1 + r)^m}$$

CF – cash flow

q – tempo růstu

t – počet let

r – diskontní míra

n, m – období (Vochozka, Mulač, 2012)

4.2.4. Metody stanovení diskontní míry

Diskontní míra má za úkol převádět budoucí výnosy na současné, vyjadřovat očekávané výnosnosti investic v čase a je zohledněna i míra rizika spojená s investicemi do koupi akcií podniku. V metodě diskontní míry je využíván faktor času i rizika a je všeobecně platné, že čím je riziko vyšší, tím je vyšší i výnos. (Mařík, 2011)

WACC – Průměrné náklady kapitálu pracují s úrokem a to je cena za využití kapitálu s daným výnosem. Výsledek závisí na poměru využívání k financování potřeb cizí a vlastní kapitál. Důležité je, že WACC odráží očekávaný výnos investorů i míru rizika. (Kislingerová, 1999)

Je velice důležitý správný **odhad tempa růstu** g , ve kterém g značí tempo růstu, které se dá využít do nekonečna. Jakákoliv odchylka ve volbě tempa růstu může znamenat

narušení rovnováhy. Jestliže je tempo růstu stanoveno chybně, zvyšuje se riziko, které plyne z investic do oceňovaného podniku.

Existují tři postupy, podle kterých se dá stanovit g a žádný z nich není lepší než jiný. Většinou se získá více výsledných hodnot a na tomto základě je provedena syntéza. Tři postupy k nalezení parametru g jsou:

- z historických dat,
- z vnitřních parametrů fungování podniku,
- z názoru kvalifikovaných analytiků. (Kislingerová, 1999)

4.3. Kombinované metody

4.3.1. Schmalenbachova metoda – metoda střední hodnoty

Tato metoda je označována jako „metoda obchodníků a praktiků“. Základem této metody je vložení statků a výkonu do podniku a budoucí výnos. Všechny tyto složky jsou stejně důležité.

V tomto případě se hodnota podniku počítá pomocí prostého aritmetického průměru hodnoty výnosu a substanční hodnoty. Hodnota výnosu se stanovuje pomocí metody kapitalizace zisku a substanční hodnoty na úrovni netto. Tuto metodu nelze využít u podniků, jejichž výnos není přímo navázán na matkové bázi. Většinou platí, že goodwill je tvořen nižší hodnotou substance než hodnotou výnosu. Jestliže tato východiska neplatí, může podnik začít uvažovat o likvidaci. (Kislingerová, 1999)

4.3.2. Metoda vážené střední hodnoty

Tato metoda umožňuje kombinovat výpočet tržní hodnoty na základech váhy tokových a stavových veličin. Dle metody vážené střední hodnoty se hodnota podniku počítá takto:

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

S – hodnota stanovená substanční hodnotou

V – hodnota z výnosové metody

v – koeficient váhy substanční hodnoty (Kislingerová, 1999)

Nejčastějším používaným koeficientem je $v = 0,5$, který se v případě odůvodněného rizika může upravit na $v = 0,7$. Jestliže v rozvaze převažuje hmotný investiční majetek, je využita vyšší váha hodnoty substance.

4.3.3. Metoda nadzisku a superzisku

„Výchozí myšlenkou je, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu.“ Rozdíl v zisku, který má vlastník možnost získat pomocí investovaného kapitálu bez rizika a ziskem, který vyprodukuje podnik, se nazývá kapitalizovaný nadzisk. (Vochozka, Mulač, 2012)

4.4. Metody založené na analýze trhu

4.4.1. Přímé ocenění dat z kapitálového trhu

Tato metoda se dá použít u podniků s běžně obchodovatelnými akciemi, tedy, u kterých je tržní cena k dispozici. Jestliže vynásobíme tuto tržní cenu akcie a počtem akcií získáme tržní kapitalizaci. Tržní kapitalizace je často srovnávána s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti jsou tyto hodnoty odlišné. Výpočet je vhodnější stavět na základě průměrné ceny akcie v určitém období.

4.4.2. Metoda tržního porovnání

Toto ocenění se dá aplikovat u firem běžně obchodovaných na burze a to se hodnotí jako přednost této metody. Tržní hodnota aktiv se odvozuje pomocí informací o daných cenách podobných aktiv. V různých případech je obtížné najít dokonale srovnatelný podnik, jehož cena by byla k dispozici. Nejlepší podmínky k provedení této metody se nacházejí v USA, kde je dostatečné množství podniků na trhu. Tržní porovnání při této metodě probíhá ve čtyřech variantách:

- metoda srovnatelných podniků,
- metoda srovnání s obdobnými podniky,
- metoda srovnatelných transakcí a
- metoda odvětvových multiplikátorů. (Mařík, 2011)

5. Cíl a metodika

5.1. Cíl diplomové práce

Cílem této diplomové práce je v první části charakteristika pojmů, které souvisí se stanovením hodnoty podniku. Dalším cílem je popis metod a postupů, které se pro oceňování podniků využívají a jejich praktické seřazení. Cílem praktické části je provedení reálného ocenění podniku na vybraném podniku a to pomocí více metod. Pro stanovení hodnoty tohoto podniku byly vybrány dvě metody. První vybranou metodou je metoda ekonomické přidané hodnoty EVA a druhou metodou je metoda diskontovaného cash flow, která je hojně využívána. Po provedení výpočtů a zhodnocení výsledků obou metod budou tyto výsledky vzájemně porovnány.

5.2. Hypotézy

Pro potřeby této diplomové práce jsou stanoveny hypotézy, které vznikly na základě seznámení se s výkazy oceňované společnosti, rozhovorů s managementem společnosti a informací z teoretické části.

1. Hodnota podniku stanovená pomocí metody diskontovaného cash flow i metody ekonomické přidané hodnoty bude kladná.
2. Hodnota podniku vypočtená metodou diskontovaného cash flow a metodou ekonomické přijaté hodnoty bude vzhledem k odlišné koncepci rozdílná.

5.3. Metodika

Teoretická část této diplomové práce obsahuje poznatky, které se týkají teoretických východisek oceňování podniku. V této části je popsán postup, který se při oceňování využívá a také analýzy, které se během oceňování vypracovávají. Poslední část literární rešerše uvádí konkrétní metody stanovení hodnoty podniku. Zdrojem informací v teoretické části je odborná literatura.

Základním pramenem informací pro případovou studii jsou účetní uzávěrky firmy Altamire Č. Budějovice s.r.o. za roky 2011 – 2015, které jsou zdrojem finančních informací a základem pro vypracování predikce vývoje pro roky 2016 - 2020. Neméně důležitým zdrojem pro vypracování predikce byla prognóza vývoje inflace, úrokových sazeb a HDP dle České národní banky a prognóza vývoje cen energií dle internetového portálu www.cenyenergie.cz. Dalším zdrojem použitých informací je rozhovor s jednatelem společnosti, externí účetní společnosti a osobní zkušenosti. Společnost

Altamire Č. Budějovice s.r.o. byla pro případovou studii vybrána z důvodu snadného přístupu k informacím z pozice jejího zaměstnance a také jelikož je to zajímavá rozvíjející se firma.

Případová studie využívá výpočtů dle dvou metod z důvodu následné možné komparace výsledků. Jelikož budou výsledky této studie sloužit majiteli společnosti převážně pro informativní účely o stavu společnosti, byly vybrány dvě často využívané metody převážně z důvodu spolehlivosti svých výsledků. Výsledky těchto dvou metod pravděpodobně nebudou totožné z důvodu odlišností při výpočtech jednotlivými metodami. Jelikož je finanční zdraví firmy v daném období velmi dobré, předpokládá se, že budou oba dva výsledky kladné.

První vybranou metodou je metoda ekonomické přidané hodnoty EVA. Základním vzorcem pro výpočet dle této metody je:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

NOPAT – provozní výsledek hospodaření ($NOPAT = EBIT * (1 - t)$)

C – celkový investovaný kapitál

($C = \text{pasiva} - \text{krátkodobé závazky z obchodního styku}$)

WACC – vážený průměr nákladů kapitálu

Položky NOPAT a C budou vypočteny dle daných vzorců. Chybějící položka WACC bude vypočtena dle následujícího vzorce.

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

r_d – náklady na cizí kapitál

t – sazba daně z příjmů právnických osob

D – cizí kapitál

C – dlouhodobě investovaný kapitál

r_e – náklady na vlastní kapitál

E – vlastní kapitál

Náklady na cizí kapitál vznikají z úroků, které jsou stanoveny smluvními podmínkami úvěrových dohod. Oproti tomu náklady na vlastní kapitál mohou být vypočteny pomocí metody CAPM, která se počítá tímto vzorcem.

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

r_e – náklady na vlastní kapitál

r_f – bezriziková úroková míra

β – tržní riziko

$(r_m - r_f)$ – prémie za riziko, kde r_m = očekávaný výnos trhu

Bezriziková úroková míra bude určena pomocí výnosů státních dluhopisů s dobou splatnosti do deseti let, které budou získány z údajů, které poskytuje Česká národní banka. Koeficient tržního rizika beta bude určen dle hodnoty získané z internetových stránek www.damodaran.com, kde jsou všechny koeficienty uváděny pro situaci s nulovým zadlužením. V případě vybrané firmy nemusí být tento koeficient přepočten, jelikož funguje ve všech zkoumaných letech bez zadlužení. Prémie za tržní riziko vychází vždy z ratingu dané země, který bude získán z webových stránek ratingové agentury S & P a následně přepočten k získání číselného vyjádření tržní premie.

Druhou metodou výpočtu je metoda diskontovaného cash flow, kde budeme využívat variantu entity (FCFF – free cash flow to firm). V této variantě se hodnota podniku určuje na základě peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Výchozím ukazatelem ke stanovení FCFF je výsledek hospodaření po zdanění (NOPAT) k jehož výpočtu pomůže hospodářský výsledek před odpisy a úroky (EBIT). FCFF bude vypočteno dle následujícího postupu.

Tržby - náklady (bez nákladových úroků) = EBIT

EBIT - daně (EBIT * t) + odpisy = Cash flow z operací

Cash flow z operací - změna provozně nutného pracovního kapitálu - investice (trvalé kapitálové výdaje) = FCFF

Dalším důležitým krokem je stanovení investic do provozně nutného pracovního kapitálu, které budou vypočteny dle následujícího vzorce.

Oběžná aktiva (provozně nutná) + aktivní časové rozlišení – krátkodobé závazy neúročené – pasivní časové rozlišení = Pracovní kapitál (provozně nutný)

Rozdílem pracovního kapitálu za běžný a předchozí rok je změna pracovního kapitálu. Po odečtení investic do provozně nutného dlouhodobého majetku za běžný rok od těchto investic za rok minulý dostaneme hodnotu investic do trvalých aktiv.

Ke stanovení hodnoty podniku pomocí metody diskontovaného cash flow s využitím varianty eternity bude využit dvoufázový propočet, který vychází z představy, že lze dobu existence firmy rozdělit do dvou fází. V první fázi je období, ve kterém oceňovatel vypracovává prognózu volných peněžních toků pro daná léta, v druhé fázi se nachází období od první fáze do nekonečna. Výpočet bude proveden dle následujícího vzorce.

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

První část vzorce vyjadřuje hodnotu společnosti při první fázi, ve které je potřeba zjistit FCFF a WACC ve sledovaném období. Hodnotu WACC lze využít z předchozího výpočtu při metodě EVA. V druhé části vzorce je vyjádřena hodnota podniku v další fázi.

6. Případová studie

6.1. Základní informace o vybraném podniku

Obchodní jméno:	Altamire Č. Budějovice s.r.o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Hůry, č. p. 75, PSČ 373 71
Identifikační číslo:	26056321
Základní kapitál:	200 000,- Kč
Předmět podnikání:	tryskání, nátěry, metalizace
Způsob jednání:	Společnost zastupuje jednatel samostatně.

6.1.1. Vývoj podniku

1992 ●

Firma vznikla v roce 1992 jako Altamire konsorcium pro povrchové úpravy. Jejím první sídlo se nacházelo v prostorách Jaderné elektrárny Temelín, kde se firma soustředila na požadavky výstavby jaderné elektrárny. Na tyto práce byly kladeny nejpřísnější požadavky kvality.

1995 ●

V roce 1995 začala firma působit jako Altamire sdružení pro povrchové úpravy a rozšířila svou působnost i mimo Jadernou elektrárnu Temelín.

2002 ●

Od roku 2002 je firma společností s ručením omezeným a její oficiální název zní Altamire Č. Budějovice s.r.o. V tomto roce také firma přesunula místo své působnosti do blízkosti Českých Budějovic, kde se dále rozvíjí dodnes.

2006 ●

V roce 2006 získala firma certifikát systému managementu jakosti dle ČSN EN ISO 9001:2001 a díky recertifikacím je jeho držitelem dodnes. Poslední recertifikace proběhla na konci roku 2015.

2013 ●

Od roku 2013 probíhají ve firmě rozsáhlé přestavby pracoviště, které pomáhají ke zlepšení kvality její práce. Firma tak mění celkový vzhled a rozšiřuje své kapacitní možnosti. Na konci roku 2014 je vystavěna nová přístupová komunikace z ulice Slévárenské, díky které se zákazníci mohou do sídla firmy dostat pohodlněji.

2016 ●

V současné době firma zaměstnává 7 manuálních a 3 administrativní pracovníky. Po většinu své existence zaměstnávala firma do 10 pracovníků, proto obvykle preferuje individuální přístup ke každému z nich.

Obrázky č. 1.: Sídlo firmy Altamire Č. Budějovice s.r.o.



Zdroj: vlastní zpracování

6.1.2. Předmět činnosti

Firma se zabývá tryskáním, vysokotlakým mytím, nátěry a nástřiky a metalizací.

Obrázky č. 2.: Předmět činnosti





Zdroj: vlastní zpracování

6.2. Ocenění podniku dle metody EVA

První metodou, která byla zvolena pro případovou studii, je metoda ekonomické přidané hodnoty EVA. Tento koncept je vhodný hlavně kvůli možnosti identifikace a účinného řízení ve finančních, investičních a provozních činnostech, které významně ovlivňují konkurenceschopnost a výkonnost podniku. Využívání tohoto měřítka vyžaduje vyhledání zdrojů tvorby hodnoty, kterými jsou generátory hodnoty. V našem případě to znamená, že bude jako první vypočtena součást NOA tedy čistá provozní aktiva, dále NOPAT tedy provozní výsledek po zdanění a WACC tedy vážený průměr nákladů kapitálu. Po těchto výpočtech bude vypočten samotný ukazatel EVA a nakonec budou shrnuty výsledky.

6.2.1. Úprava pro výpočet NOA (čistá provozní aktiva)

Prvním krokem při výpočtu čistých operativních aktiv je úprava rozvahy. Jelikož model EVA vychází z ekonomického modelu, je nutné upravit účetní model o několik položek, které jsou pro tento ukazatel důležité. Prvním krokem je aktivace položek, které nejsou vykazovány v aktivech, a druhým krokem je vyčlenění neoperativních aktiv.

Aktivace položek

V této části budou aktivovány položky, které nejsou vykazovány v rozvaze, ale mají významný dopad na výdělečnou činnost podniku.

- Leasing

Běžně se v této části využívá položka leasingu u společností, které mají v daném období aktivní různé smlouvy finančního leasingu např. v případě dopravních prostředků. V našem případě ale žádné takové smlouvy aktivní nejsou, proto se tato položka nevyužívá.

Vyčlenění neoperativních aktiv

V tomto kroku je důležité určit aktiva s operativním charakterem, která jsou důležitá pro základní výdělečné činnosti podniku. V tomto případě je potřebné uvažovat s následujícími položkami:

- Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek je vyloučen v případě, kdy je strategickou rezervou nebo kdy dosahuje vyšší částky než je v provozu nutné. Výši peněžních prostředků, které jsou nezbytné pro provoz, odhadneme pomocí ukazatele hotovostní likvidity, který by neměl přesáhnout hodnotu 0,7. Tato aktiva byla zanalyzována jako částečně provozně nepotřebná, proto budou pomocí následující tabulky vyloučena.

Tabulka č. 8.: Hotovostní likvidita

	2016	2017	2018	2019	2020
Peněžní prostředky	8 012	11 541	15 205	19 007	22 948
Krátkodobé závazky	1845,973	1898,306	1952,123	2007,466	2064,378
Ukazatel likvidity	4,340131	6,079822	7,789182	9,468038	11,11628
Max 0,7	1292,181	1328,814	1366,486	1405,226	1445,064
Vyloučení	6 720	10 213	13 839	17 602	21 503
Operativní aktiva	1 292	1 329	1 366	1 405	1 445

Zdroj: vlastní zpracování

- Dlouhodobý finanční majetek

Kritériem pro vyloučení dlouhodobého finančního majetku je účel daných finančních investic spolu s charakterem spojení podniků vytvořeného pomocí těchto investic. Jelikož firma Altamire Č. Budějovice s.r.o. žádný dlouhodobý finanční majetek nemá, nemusíme tuto položku zahrnovat do výpočtů.

- Další aktiva nevyužívaná k operativním činnostem

Do této části patří především nevyužité nebo pronajaté pozemky, nadbytečné zásoby nebo budovy, které se vylučují. V analyzované společnosti žádná taková aktiva nejsou, proto se nebude provádět žádná úprava.

Neúročený cizí kapitál

Aktiva po úpravě se snižují o pasiva, která se neúročí. Mezi tyto pasiva patří především položky krátkodobých závazků, časové rozlišení, nezpлатněné dlouhodobé závazky nebo rezervy s charakterem skutečných závazků. V následující tabulce můžeme vidět vývoj neúročeného cizího kapitálu ve společnosti Altamire Č. Budějovice s.r.o. v predikovaných letech.

Tabulka č. 9.: Neúročený cizí kapitál v čase

	2016	2017	2018	2019	2020
Rezervy	20	20	20	20	20
Dlouhodobé závazky neúročené	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	1845	1898	1952	2007	2064
Časové rozlišení pasiv	0	0	0	0	0
Celkem	1865	1918	1972	2027	2084

Zdroj: vlastní zpracování

Shrnutí změn aktiv vedoucích k výpočtu NOA

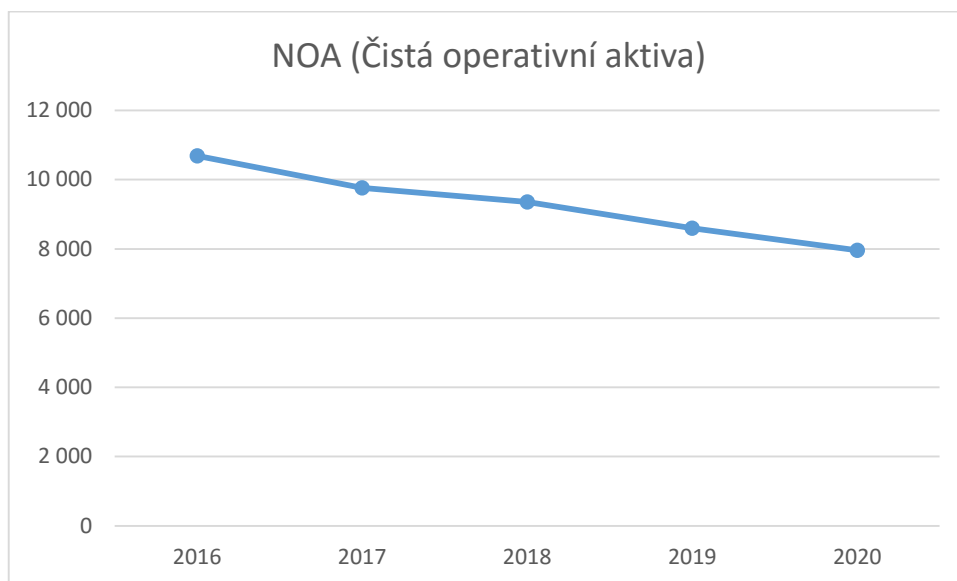
V následující tabulce jsou zobrazeny veškeré úpravy aktiv potřebné pro výpočet čistých operativních aktiv.

Tabulka č. 10.: Vymezení NOA

	2016	2017	2018	2019	2020
Aktiva celkem	19 274	21 896	25 170	28 230	31 545
(-) neoperativní aktiva	6 720	10 213	13 839	17 602	21 503
peněžní prostředky	6 720	10 213	13 839	17 602	21 503
nedokončené investice	0	0	0	0	0
(+) operativní aktiva	0	0	0	0	0
(-) neúročené závazky	1865,973	1918,306	1972,123	2027,466	2084,378
NOA (Čistá operativní aktiva)	10 688	9 765	9 359	8 601	7 957

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 1.: Vývoj NOA (Čistých operativních aktiv)



Zdroj: vlastní zpracování

6.2.2. Úprava pro výpočet NOPAT (čistý provozní zisk po zdanění)

Důležitou zásadou při určování NOPAT je dosažení symetrie mezi ukazateli NOA a NOPAT. Při určování NOPAT se běžně vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti.

Postup výpočtu NOPAT

- VH z běžné činnosti před zdaněním

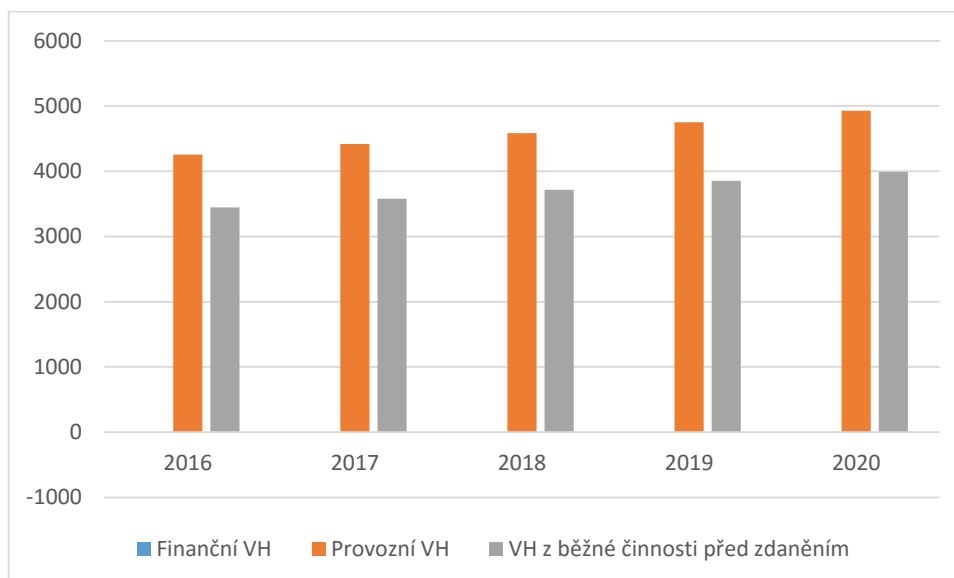
Obsahem výsledku z běžné činnosti je výsledek hospodaření z finanční a provozní činnosti. Výsledek hospodaření z mimořádné činnosti je tedy vyloučen a to znamená, že jsou také vyloučeny jednorázové náhodné položky. V následující tabulce je zobrazen vývoj výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním v predikovaných letech.

Tabulka č. 11.: Výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním

	2016	2017	2018	2019	2020
Finanční VH	-3	-3	-3	-3	-3
Provozní VH	4254,213	4417,151	4583,35	4752,95	4926,091
VH z běžné činnosti před zdaněním	3 448	3 580	3 714	3 851	3 991

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 2.: Vývoj VH z běžné činnosti před zdaněním



Zdroj: vlastní zpracování

- Vyloučení nákladových úroků

Jako první se z nákladů vylučují úroky, které se platí z úvěrů a také úroky související s leasingem. Jelikož firma Altamire Č. Budějovice s.r.o. ani jednu z těchto položek nemá, nemusí být v rámci tohoto bodu provedeny žádné úpravy.

- Vyloučení mimořádných položek

Dále jsou vylučovány mimořádné položky, mezi které patří položky, které se svou výší neopakují. V situaci zkoumané společnosti bude vyloučen výsledek hospodaření, který se týká prodeje dlouhodobého hmotného majetku.

- Vliv změn vlastního kapitálu

Toto jsou odpisy, které souvisí s majetkem, který byl pořízen na leasing. Jelikož nemá analyzovaná společnost žádný majetek pořízený na leasing, nebyla tato položka vyloučena při výpočtu NOA a nebude tudíž vyloučena ani při výpočtu NOPAT.

- Úprava daní

Při výpočtu NOPAT je nutné upravit skutečnou daň na úrovni účetního hospodářského výsledku. V následující tabulce je zobrazena predikovaná sazba daně ve zkoumaných letech.

Tabulka č. 12.: Úprava daní pro NOPAT

	2016	2017	2018	2019	2020
Daň z příjmu za běžnou činnost	803	835	866	899	932
Sazba daně z příjmů za daná období	19	19	19	19	19

Zdroj: vlastní zpracování

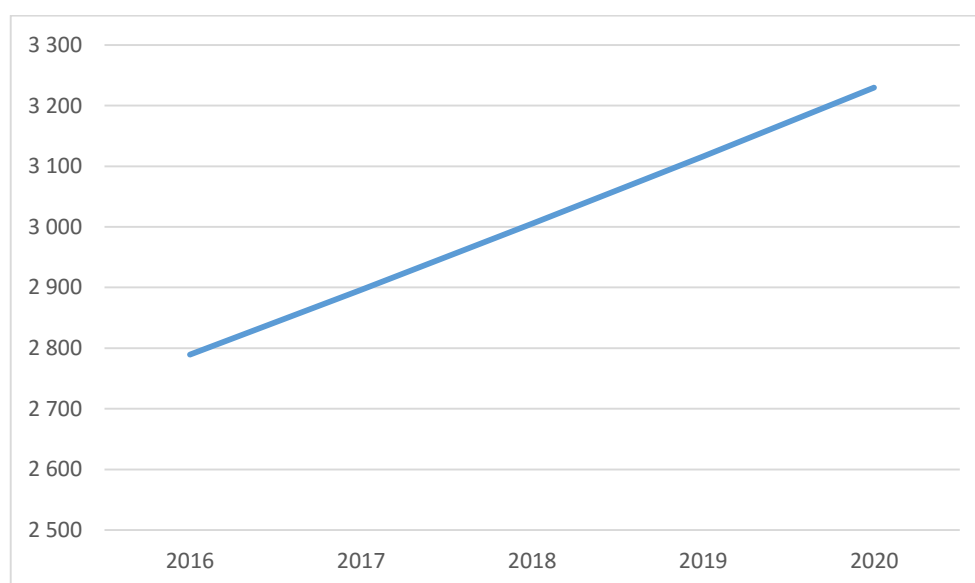
Shrnutí úprav výnosů a nákladů pro výpočet NOPAT

V následující tabulce jsou zobrazeny provedené změny, díky kterým mohl být vypočten čistý provozní zisk.

Tabulka č. 13.: Vymezení NOPAT

	2016	2017	2018	2019	2020
VH z běžné činnosti před zdaněním	3 448	3 580	3 714	3 851	3 991
(-) mimořádné položky	4	4	4	4	4
Upravený VH (NOPAT před zdaněním)	3 444	3 576	3 710	3 847	3 987
Původně placená daň	803	835	866	899	932
Vypočtená daň na úrovni NOPAT	654	679	705	731	758
Čistý provozní zisk po zdanění (NOPAT)	2 789	2 896	3 005	3 116	3 230

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 3.: Vývoj NOPAT (Čistého provozního zisku po zdanění)

Zdroj: vlastní zpracování

6.2.3. Úprava pro výpočet WACC (vážené průměrné náklady na kapitál)

V předchozím kroku byla zjištěna kapitálová struktura, nyní je nutné přidat k různým druhům kapitálu související náklady. Jelikož se na v celkové kapitálu promítá jak cizí, tak vlastní kapitál, zkoumáme vážené průměrné náklady.

Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady kapitálu, které jsou podnikem získány formou dluhu, se vyjadřují úrokem, který musí podnik zaplatit. Již bylo zmíněno, že analyzovaná společnost funguje bez cizího kapitálu, tudíž tato položka nebude výpočty ovlivňovat.

Určení nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál představují výnos, který očekává vlastník společnosti při podstoupeném riziku. Nejběžnějším modelem pro výpočet těchto nákladů je model CAPM, jehož fungování bylo vysvětleno v metodice práce.

Tabulka č. 14.: Náklady na vlastní kapitál

	2016	2017	2018	2019	2020
Bezriziková úroková míra r_f v %	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Beta koeficient (tržní riziko)	1,52	1,52	1,52	1,52	1,52
Riziková prémie $r_m - r_f$ v %	7,05	7,05	7,05	7,05	7,05
$r_e = \text{CAPM} - \text{výpočet v \%}$	11,29	11,29	11,29	11,29	11,29

Zdroj: vlastní zpracování

Základem pro stanovení bezrizikové úrokové míry byly výnosy desetiletého státního dluhopisu, které poskytuje Česká národní banka.

Beta koeficient ukazuje jaká je citlivost mezi výnosností trhu a hodnotou oceňovaného podniku. Pro stanovení tohoto koeficientu byla vybrána metoda analogie, jejíž principem je využití známého beta koeficientu daného odvětví. Takový koeficient je většinou zaznamenán pro nulové zadlužení, proto v našem případě nemusel být nijak přepočítán a je pouze upraven kvůli působení krátkodobých závazků. Koeficient byl získán z webových stránek www.damodaran.com. Ve všech letech je koeficient beta odhadnut jako kladný a většinou také větší než jedna a to je známkou toho, že při růstu výnosnosti trhu rostou také výnosy společnosti.

Riziková prémie ukazuje jak je rizikový trh, na kterém se společnost vyskytuje a je stanovena na základě ratingu dané země. V našem případě je touto zemí Česká republika, která má rating A1. Pro výpočet bylo využito číselné vyjádření rizikové prémie dle profesora Damodarana a předpoklad, že se takto bude vyvíjet i dále.

V závěru tabulky jsou vypočítány náklady na vlastní kapitál dle modelu CAPM. Výsledkem je hodnota 11,29%. Takto nízké číslo je především způsobeno nulovou zadlužeností sledovaného podniku.

Shrnutí úprav pro výpočet WACC

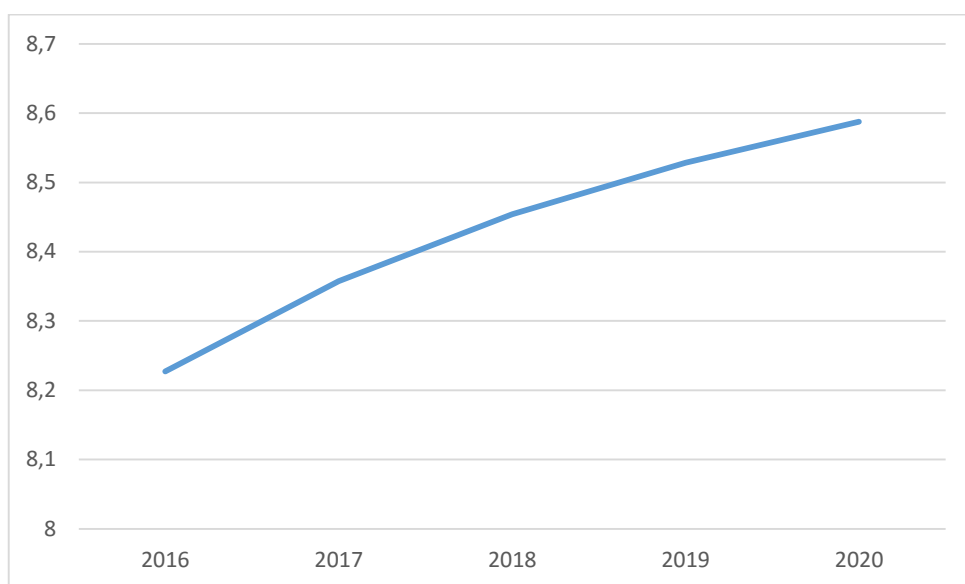
Posledním potřebným komponentem pro výpočet metody EVA je vážený průměr nákladů kapitálu. Postup výpočtu je popsán v metodice práce a jeho výsledky jsou zaznamenány v následující tabulce.

Tabulka č. 15.: Vymezení WACC

	2016	2017	2018	2019	2020
r_d	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$(1 - t)$	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
D/C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
r_e	11,29	11,29	11,29	11,29	11,29
E/C	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94
WACC	8,227059	8,357519	8,454117	8,528484	8,587471

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 4.: Vývoj WACC (Vážených průměrných nákladů na kapitál)



Zdroj: vlastní zpracování

6.2.4. Výpočet EVA (ekonomická přidaná hodnota)

V následující tabulce je zobrazen výpočet ekonomické přidané hodnoty pomocí dříve vypočtených komponentů. Závěrečný výpočet je proveden dle vzorce:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

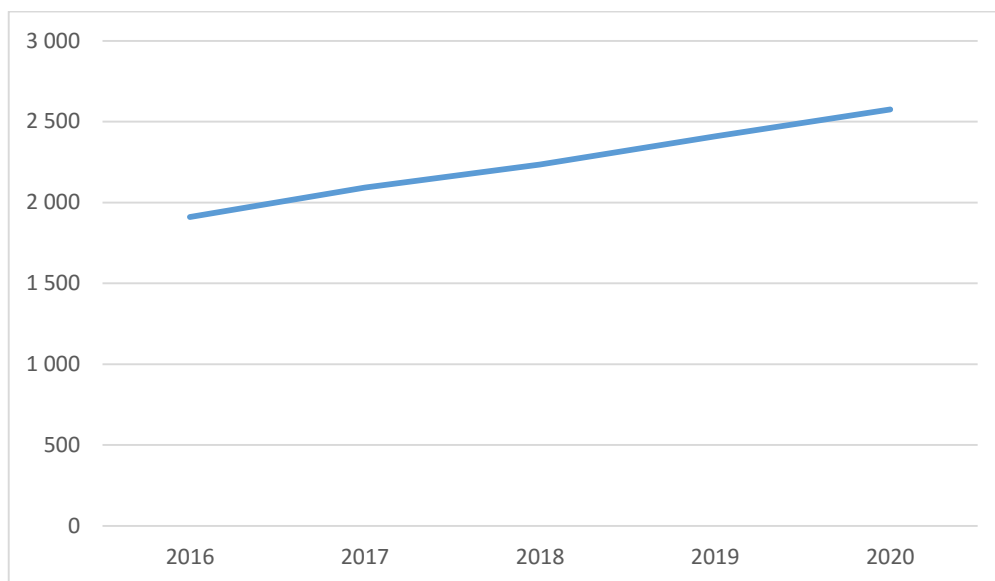
Tabulka č. 16.: Výpočet EVA

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	2 789	2 896	3 005	3 116	3 230
NOA (C)	10 688	9 765	9 359	8 601	7 957
WACC	0,0822706	0,08227	0,08227	0,08227	0,08227
EVA	1 910	2 093	2 235	2 408	2 575
Diskontovaná EVA	216	236	252	272	291

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota podniku dle metody ekonomické přidané hodnoty EVA je po sečtení ekonomických přidaných hodnot v jednotlivých letech 11 173 tis. Kč.

Graf č. 5.: Vývoj EVA (Ekonomické přijaté hodnoty)



Zdroj: vlastní zpracování

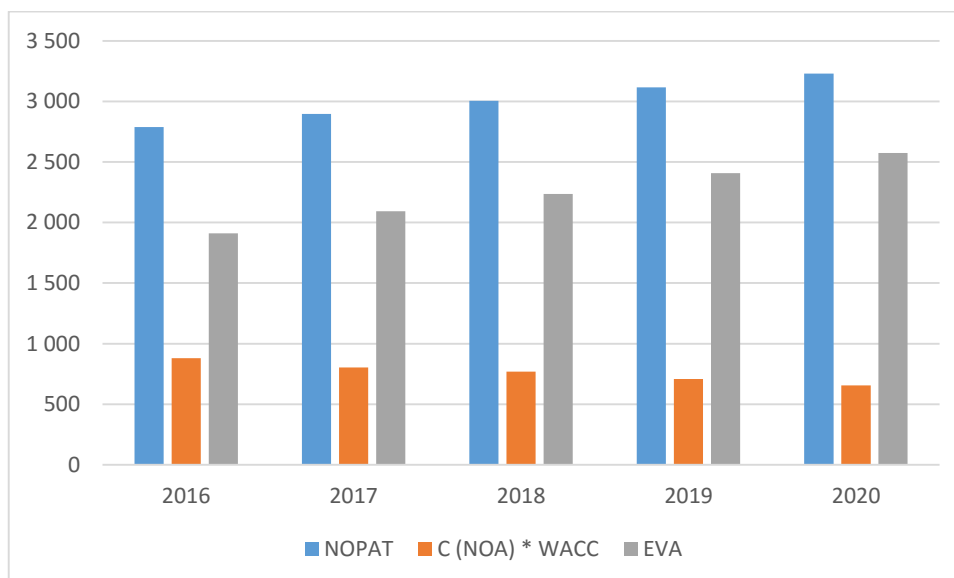
6.2.5. Závěr výpočtu dle metody EVA

Z předchozí tabulky a grafu je zřejmé, že při výpočtu metodou ekonomické přidané hodnoty jsou v daném období všechny výsledky kladné, což znamená, že podnik ve všech letech vytváří hodnotu a dokonce můžeme sledovat pozitivní vývoj. Hodnota podniku vypočtena k 31. 12. 2015 je ve výši 11 173 tis. Kč.

Hodnota podniku je při výpočtu touto metodou ovlivněna provozním ziskem, který se také v tomto období v každém dalším roce zvyšuje a jeho výše není v případě analyzované firmy ovlivněna žádnými úvěry nebo finančními leasingy. Výše provozního zisku může být také přímo ovlivněna managementem firmy, operativními aktivy nebo náklady na kapitál.

V následujícím grafu je zobrazen vývoj jednotlivých součástí ukazatele EVA.

Graf č. 6.: Vývoj součástí ukazatele EVA



Zdroj: vlastní zpracování

V tomto grafu můžeme sledovat pozitivní vývoj ukazatele EVA. Nejnižší hodnotu můžeme sledovat v prvním roce a naopak nejvyšší hodnota se objevuje v roce posledním a dá se v tomto směru předpokládat i další pozitivní vývoj.

V grafu můžeme dále sledovat korelaci vývoje ukazatele EVA a ukazatele NOPAT. Ukazatel celkových nákladů na kapitál, představující požadovaný výnos investorů, je v tomto období naopak mírně klesající.

6.3. Ocenění podniku dle metody diskontovaného cash flow

Druhou metodou, která bude využita pro stanovení hodnoty podniku, je metoda diskontovaného cash flow, která je zaměřená na věřitele a vlastníky v podobě entity. Prvním krokem výpočtu bude stanovení volných peněžních toků FCFF, které budou diskontovány pro získání brutto hodnoty podniku. V druhé fázi výpočtu se odečte cizí kapitál ke dni oceňování a tak bude získána hodnota vlastního kapitálu.

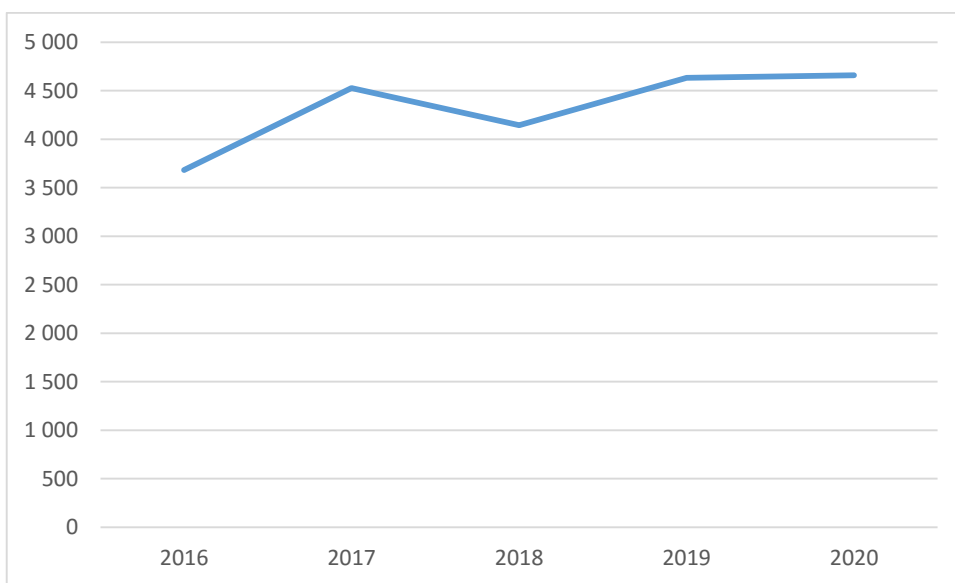
6.3.1. Úprava pro výpočet FCFF (volný tok hotovosti ve společnosti)

Z této hodnoty by měli být správně uspokojeni jak nároky vlastníků, tak věřitelů. V následující tabulce je zaznamenán postup při výpočtu tohoto ukazatele.

Tabulka č. 17.: Vymezení FCFF

	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT	4 251	4 414	4 580	4 750	4 923
Daň z příjmu (%)	19%	19%	19%	19%	19%
Daň z příjmu (-)	807,7304	838,6886	870,2665	902,4905	935,3872
Odpisy (+)	640	619	598	577	558
Cash flow z operací	4 084	4 194	4 308	4 425	4 545
Změna provozně nutného pracovního kapitálu (-)	601,5081	-15,7	-16,1451	-16,6028	-17,0735
Investice (trvalé kapitálové výdaje) (-)	-198	-316	181	-193	-98
FCFF	3 681	4 526	4 143	4 634	4 660

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 7.: Vývoj FCFF (Volného toku hotovosti ve společnosti)

Zdroj: vlastní zpracování

6.3.2. Výpočet DCF

Často využívaným výpočtem pro tuto metodu je dvoufázový výpočet, který rozděljuje existenci podniku do dvou období. První období slouží pro vypracování prognózy volných peněžních toků v jednotlivých letech. Druhá fáze obsahuje období, které začíná koncem fáze první a vede do nekonečna. V této situaci jsou již veškeré hodnoty pro výpočet získány z predikce vývoje v následujících pěti letech, proto bude stačit k výpočtu pouze první část.

Výpočet hodnoty podniku

Pro výpočet budou využity dva ukazatele. Prvním je volný tok hotovosti ve společnosti pro věřitele i vlastníky. Díky tomu musí být také diskontní míra přizpůsobena skutečnosti, že jsou peněžní toky určeny věřitelům i vlastníkům. Diskontní míra využívá tedy hodnotu průměrných nákladů na kapitál, jejichž hodnotu můžeme využít z předchozího výpočtu pomocí metody ekonomické přidané hodnoty. Hodnota podniku v bude vypočtena dle vzorce, který byl popsán v metodice práce.

Tabulka č. 18.: Hodnoty pro výpočet

	2016	2017	2018	2019	2020
FCFF	3 681	4 526	4 143	4 634	4 660
WACC	0,0822706	0,08227	0,08227	0,08227	0,08227

Zdroj: vlastní zpracování

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} = 13\,529 \text{ tis. Kč}$$

6.3.3. Závěr k výpočtu dle metody DCF

Základem pro výpočet hodnoty podniku dle této metody byla predikce vývoje v pětiletém období v letech 2016-2020. Zjištěná hodnota 13 529 tis. Kč je považována za hodnotu tržní a je to hodnota, kterou podnik přinese vlastníkům a věřitelům. Při tomto ocenění je výsledek pro podnik výhodnější, jelikož je jeho hodnota mírně vyšší než při prvním výpočtu. Z tohoto hlediska je tedy pro vlastníky výhodné dál držet podnik při stejném výkonu.

7. Závěr

Tato diplomová práce se soustředila na problematiku stanovení hodnoty podniku ve vybrané společnosti. Pro tuto činnost byly vybrány dvě metody z důvodu jejich častého využívání a přesnosti výsledků. První z těchto metod byla metoda diskontovaného cash flow a druhou metoda ekonomické přidané hodnoty. Základem pro výpočet hodnoty podniku dle těchto metod byly účetní uzávěrky vybrané firmy za pětileté období od roku 2011 do roku 2015. Na základě těchto dat byla vytvořena predikce na následující pětileté období a z těchto dat byly vypočteny výsledky.

Teoretická část práce se soustředila na objasnění základních pojmů, které se problematiky oceňování týkají. První část se dostává od základních informací jako je definování hodnoty podniku, důvody oceňování nebo osob, které se oceňováním zabývají, až k popisu konkrétních metod a jejich výhod nebo naopak nedostatků.

Praktická část práce byla zaměřena na stanovení hodnoty konkrétního podniku. Pro tento účel byla vybrána firma Altamire Č. Budějovice s.r.o. a to převážně z důvodu jednoduchého přístupu k potřebným informacím, znalosti daného prostředí a zajímavému vývoji firmy v posledních letech. Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) je v běžné praxi velmi oblíbená, jelikož její výsledky jasně ukazují, jestli podnik hodnotu vykazuje nebo ne. Základem tohoto ukazatele je úprava účetních výkazů a velkou výhodou této metody je to, že výpočet obsahuje i cenu vlastního kapitálu. Velmi oblíbenou metodou, která se využívá ve většině českých firmách, je metoda diskontovaného cash flow při využití peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Ocenění pomocí této metody vzniklo k 31. 12. 2015.

Díky studiu dané problematiky při vypracovávání teoretické části a konzultaci s vedením vybraného podniku mohly vzniknout dvě hypotézy, jejichž pravdivost či nepravdivost prokazovala praktická část práce na základě výpočtů dle jednotlivých metod.

Hypotéza č. 1. Hodnota podniku stanovená pomocí metody diskontovaného cash flow i metody ekonomické přidané hodnoty bude kladná – byla potvrzena. Tato hypotéza byla pomocí výpočtů ověřena jako pravdivá, jelikož oba dva výsledky vyšly v kladných hodnotách. Tento předpoklad byl založen na pečlivém prostudování účetních výkazů firmy za několik posledních let a kladného zhodnocení jejího finančního zdraví.

Hypotéza č. 2. Hodnota podniku vypočtená metodou diskontovaného cash flow a metodou ekonomické přijaté hodnoty bude vzhledem k odlišné koncepci rozdílná – byla potvrzena. Druhá hypotéza této práce byla také zhodnocena jako pravdivá, jelikož výsledky výpočtů obou metod se opravdu mírně liší. Předpokladem pro tuto hypotézu byla rozdílnost výpočtů při jednotlivých metodách. Tato rozdílnost je způsobena odlišným principem, na kterém metody fungují. Při výpočtu ukazatele EVA se vychází z ekonomického modelu, při kterém dochází k úpravě výkazů, zatímco při metodě diskontovaného cash flow se diskontují peněžní toky, které jsou určeny vlastníkům a věřitelům.

Obě vybrané metody jsou metodami výnosovými a důvodem jejich výběru byla oblíbenost jejich využívání na českém trhu. V podmínkách českého trhu může v některých situacích při určování hodnoty podniku dojít ke zkreslování reality. Někdy může docházet k obtížnému určení bezrizikové úrokové sazby potřebné k odhadu nákladů vlastního kapitálu a jiným problémům.

Problémy se také mohou vyskytnout při samotném výpočtu pomocí výnosových metod. Jednou z nejtěžších disciplín je určení budoucího vývoje společnosti. V této práci veškeré domněnky vycházely z analýzy předchozího vývoje a z předpokladu stálého vývoje i do budoucna. Ve firmě Altamire Č. Budějovice s.r.o. probíhala v posledních letech rozsáhlá investiční činnost, jejíž výše je v tomto tempu do budoucna neudržitelná při tomto tempu růstu zisku a tržeb, proto jsou v predikci vývoje investice sníženy na minimum, zatímco objem tržeb a zisku je postupně navyšován ve stejném tempu jako doposud.

Oceňování je z velké části disciplínou, která také závisí na individuální interpretaci skutečností a zkušenostech oceňovatele. Z tohoto důvodu může při výpočtech dojít k odlišnostem a není zde žádná jednoznačná metoda, která by byla z daných metod nejlepší.

Firma Altamire Č. Budějovice s.r.o. zaznamenala v roce 2015 vysoký nárůst tržeb a zisku, za který může z velké části vděčit vybudování nové přístupové komunikace, která umožnila zákazníkům pohodlnější přístup do sídla firmy a především vjezd větších vozidel, která mohou přivážet také větší konstrukce, pro které byl dříve přístup díky špatnému stavu komunikace znemožněn. Důležitým momentem bylo také zvětšení kapacity firmy díky rozsáhlým přestavbám pracoviště. Firma by měla v následujících letech snížit investiční činnost nebo zvážít financování z cizích zdrojů, jelikož v této výši jsou investice do budoucna neúnosné, jelikož nekorespondují s tempem růstu výkonů.

I. Summary

This diploma thesis was focused on determination of the company value in the chosen company. For this purpose was chosen two mostly used methods on the Czech market. First one was method of discounted cash flow and the second one was method of the economic added value. Main sources for all the calculation were annual reports and financial statements for the period of five last years from 2011 to 2015. These basis were used for developing a prediction for the following five year period till 2020.

The theoretical part of this diploma thesis is focused on the main problems, which are related with the value determination. First part gets from the basic information as is definition of the company value, main reasons for the value determination or valuator and other persons which are related with this topic, to the description of the specific methods and their pros and cons.

The practical part of the thesis is focused on value determination in the chosen company, which was company Altamire Č. Budějovice s.r.o. Main reason for choosing this company was easy access to the information, decent knowledge of the company and interesting development in the few last years. Method of the economic added value is really common and used, because its reliable results, which clearly shows if the company exhibits the value or not. Main operation is alternation of the annual reports. Second chosen method which is also frequently used is method of discounted cash flow when using of the cash flow for both the owners and creditors. Determination of the company value by this method is created to the date of 31. 12. 2015.

Key words: company value, valuator, methods of evaluation, revenue methods, EVA, DCF, financial plan

II. Seznam zdrojů

Knižní zdroje

- Fotr, J. (1999) *Strategické finanční plánování*. (1st ed.) Praha: Grada Publishing
- Grünwald, R., Holečková, J. (2009) *Finanční analýza a plánování podniku*. (1st ed.) Praha: Ekopress
- Kislingerová, E. (1999) *Oceňování podniku*. (1st ed.) Praha: C. H. Beck
- Kislingerová, E. (2001) *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání* (2nd ed.) Praha: C. H. Beck
- Kislingerová, E. (2010) *Manažerské finance: proces ocenění - základní metody a postupy*. (3rd ed.) Praha: C. H. Beck
- Kislingerová, E., Hnilica, J. (2005) *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C. H. Beck
- Krabec, T. (2009) *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. (1st ed.) Praha: Grada
- Mařík, M. (2011) *Metody oceňování podniku: proces oceňování – základní metody a postupy*. (3rd ed.) Praha: Ekopress
- Maříková, P., Mařík, M. (2001) *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota*. (1st ed.) Praha: Ekopress
- Petrík, T. (2009) *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. (2nd ed.) Praha: GRADA Publishing, a.s.
- Růčková, P. (2011) *Finanční analýza*. (4th ed.) Praha: GRADA Publishing, a.s.
- Režňáková, M. (2010) *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: GRADA Publishing, a.s.
- Sedláček, J. (2009) *Finanční analýza podniku*. (1st ed.) Brno: Computer Press
- Sedláčková, H. (2000) *Strategická analýza*. (1st ed.) Praha: C. H. Beck
- Srpová, J., Řehoř, V. (2010) *Základy podnikání. Teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. Grada Publishing, a.s.
- Synek, M., Kislingerová, E. (2010) *Podniková ekonomika: proces ocenění - základní metody a postupy*. (5th ed.) Praha: C. H. Beck
- Synek, M., Kopráně, H., Kubálková, M. (2009) *Manažerské výpočty a ekonomická analýza*. (1st ed.) Praha: C. H. Beck
- Vochozka, M., Mulač, P. (2012) *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, a.s.

Odborné články

Kislingerová, E. (2005) Hodnota podniku, její měření a řízení. Acta Oeconomica Pragensia, Vol. 13, No. 4 (October, 2005)

Mařík, M., Maříková, P. (2008) Kapitalizované čisté výnosy a reziduální zisky jako alternativa diskontovaných peněžních toků. Český finanční a účetní časopis, Vol. 3, No. 2 (March, 2008)

Internetové zdroje

BUSINESS CENTER. Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. [15. 12. 2015]

<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>

Nářízení komise (ES) č. 800/2008 ze dne 6. srpna 2008 kterým se v souladu s články 87 a 88 Smlouvy o ES prohlašují určité kategorie podpory za slučitelné se společným trhem (obecné nařízení o blokových výjimkách) <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:214:0003:0047:cs:PDF>

<http://www.mfcr.cz>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.damodaran.com>

<http://www.managementmania.com>

<http://www.standardandpoors.com>

<http://www.justice.cz>

<http://www.ckom.cz>

<http://www.azo.cz>

<http://www.cenyenergie.cz>

III. Seznam schémat

Schéma č. 1.: Postup při oceňování podniku	20
Schéma č. 2.: Potencionál podniku	21
Schéma č. 3.: Rozklad ukazatele ROE	22
Schéma č. 4.: Stamovení substanční tržní hodnoty	23

IV. Seznam tabulek

Tabulka č. 1.: Ukazatele rentability	20
Tabulka č. 2.: Ukazatele aktivity	21
Tabulka č. 3.: Ukazatele zadluženosti	22
Tabulka č. 4.: Ukazatele likvidity	23
Tabulka č. 5.: Ukazatele kapitálového trhu	23
Tabulka č. 6.: Interpretace hodnot ZETA	25
Tabulka č. 7.: Interpretace hodnot IN05	26
Tabulka č. 8.: Hotovostní likvidita	44
Tabulka č. 9.: Neúročený cizí kapitál v čase	45
Tabulka č. 10.: Vymezení NOA	45
Tabulka č. 11.: Výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním	46
Tabulka č. 12.: Úprava daní pro NOPAT	48
Tabulka č. 13.: Vymezení NOPAT	48
Tabulka č. 14.: Náklady na vlastní kapitál	49
Tabulka č. 15.: Vymezení WACC	50
Tabulka č. 16.: Výpočet EVA	51
Tabulka č. 17.: Vymezení FCFF	54
Tabulka č. 18.: Hodnoty pro výpočet	55

V. Seznam grafů

Graf č. 1.: Vývoj NOA (Čistých operativních aktiv)	46
Graf č. 2.: Vývoj VH z běžné činnosti před zdaněním	47
Graf č. 3.: Vývoj NOPAT (Čistého provozního zisku po zdanění)	48
Graf č. 4.: Vývoj WACC (Vážených průměrných nákladů na kapitál)	51
Graf č. 5.: Vývoj EVA (Ekonomické přijaté hodnoty)	52
Graf č. 6.: Vývoj součástí ukazatele EVA	53
Graf č. 7.: Vývoj FCFF (Volného toku hotovosti ve společnosti)	54

VI. Seznam obrázků

Obrázky č. 1.: Sídlo firmy Altamire Č. Budějovice s.r.o.	42
Obrázky č. 2.: Předmět činnosti	42

VII. Seznam příloh

Příloha č. 1.: Rozvaha v letech 2011-2015 - Aktiva.....	63
Příloha č. 2.: Rozvaha v letech 2011-2015 - Pasiva	64
Příloha č. 3.: Výkaz zisku a ztráty v letech 2011-2015	65
Příloha č. 4.: Predikce rozvahy v letech 2016-2020 - Aktiva	66
Příloha č. 5.: Predikce rozvahy v letech 2016-2020 - Pasiva	67
Příloha č. 6.: Predikce výkazu zisku a ztráty v letech 2016-2020	68

VIII. Přílohy

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

Aktiva	2011	2012	2013	2014	2015
AKTIVA CELKEM	5 318	7 066	9 602	10 882	16742
Dlouhodobý majetek	1 206	2 098	4 335	7 577	10750
Dlouhodobý nehmotný majetek	15	0	0	0	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	15	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	1 191	2 098	4 335	7 577	10750
Stavby	5	4	1 241	1 199	1157
Samostatné věci movité	1 123	835	1 783	1 395	2391
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	55	52	1 211	1 169	4093
Nedokončený majetek	8	1 207	100	0	3093
Drobný hmotný majetek	0	0	0	3 814	16
Oběžná aktiva	3 624	4 892	5 169	3 263	5873
Zásoby	60	92	92	94	94
Materiál	60	92	92	94	91
Dlouhodobé pohledávky	110	204	196	236	111
Pohledávky z obchodního styku	110	202	192	192	67
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	2	4	44	44
Krátkodobé pohledávky	1 330	1 037	1 171	1 316	1058
Pohledávky z obchodního styku	1 118	817	894	1 219	916
Pohledávky stát daňové	11	52	265	92	135
Ostatní poskytnuté zálohy	195	163	1	1	1
Jiné pohledávky	6	5	11	4	6
Krátkodobý finanční majetek	2 124	3 559	3 710	1 617	4610
Peníze	80	432	357	98	46
Účty v bankách	2 044	3 127	3 353	1 519	4564
Ceniny	0	0	0	0	0
Časové rozlišení	488	76	98	42	119

Zdroj: vlastní zpracování

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

Pasiva	2011	2012	2013	2014	2015
PASIVA CELKEM	5 318	7 066	9 602	10 882	16742
Vlastní kapitál	4 470	6 359	7 921	9 508	13043
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Kapitálové fondy	1	1	1	1	1
Ostatní kapitálové fondy	1	1	1	1	1
Rezervní fondy a ost. fondy ze zisku	20	20	20	20	20
Rezervní fond	20	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	2 583	4 250	6 138	7 699	9287
Nerozdělený zisk minulých let	2 583	4 250	6 138	7 699	9287
Výsledek hospodaření běžného úč. obd.	1 666	1 888	1 562	1 588	3535
Cizí zdroje	840	705	1 681	1 374	3699
Krátkodobé závazky	840	705	1 681	1 374	3699
Závazky z obchodního styku	98	272	1 282	813	2717
Závazky ke společníkům	159	9	9	109	226
Závazky k zaměstnancům	138	143	186	161	196
Závazky ze sociálního zab. a zdrav. poj.	87	77	86	66	110
Stát - daňové závazky a dotace	227	72	25	153	403
Dohadné účty pasivní	116	124	58	68	12
Jiné závazky	15	8	35	4	35
Časové rozlišení	8	2	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

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

Položka	2011	2012	2013	2014	2015	
II.	Výkony	12 347	11 933	10 266	10 682	15109
II.1	Tržby za prodej výrobků, zboží a služeb	12 347	11 933	10 266	10 682	15109
B.	Výkonová spotřeba	5 648	5 847	4 677	4 799	5788
B.1	Spotřeba materiálu a energie	3 414	3 490	3 128	3 054	3539
B.2.	Služby	2 234	2 357	1 549	1 745	2249
+	Přidaná hodnota	6 699	6 086	5 589	5 883	9321
C	Osobní náklady	3 270	3 356	3 596	3 279	4479
C.1	Mzdové náklady	2 370	2 506	2 756	2 514	3362
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení	752	733	751	624	961
C.4.	Sociální náklady	148	117	89	141	156
D.	Daně a poplatky	28	43	22	23	19
E.	Odpisy N a HDM	1 099	306	289	532	663
III.	Tržby z prodeje dlouh.majetku a materiálu	1	201	256	21	5
III.2	Tržby z prodeje materiálu	1	5	8	1	5
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	1	3	7	1	5
F.2	Prodaný materiál	1	3	7	1	5
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	0	-20	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	44	11	26	4	346
H.	Ostatní provozní náklady	114	261	84	112	185
*	Provozní výsledek hospodaření	2232	2 349	1 873	1 961	4321
X.	Výnosové úroky	15	21	11	5	5
O.	Ostatní finanční náklady	9	3	9	9	10
*	Finanční výsledek hospodaření	6	26	2	-4	-5
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	572	487	313	369	781
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1 666	1 888	1 562	1 588	3535
**	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	1 666	1 888	1 562	1 588	3535
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	2 238	2 375	1 875	1 957	4316

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 4.: Predikce rozvahy v letech 2016-2020 - Aktiva

	Aktiva	2016	2017	2018	2019	2020
	AKTIVA CELKEM	19274	21896	25170	28230	31545
B.	Dlouhodobý majetek	9911	8976	8559	7789	7134
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek					
B.I.6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek					
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	9911	8976	8559	7789	7134
B.II.2	Stavby	1059	969	887	812	743
B.II.3	Samostatné věci movité	1778	1322	1355	1007	749
B.II.6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	7074	6685	6317	5970	5642
B.II.7	Nedokončený majetek					
B.II.9	Drobný hmotný majetek					
C.	Oběžná aktiva	9363	12920	16611	20441	24411
C.I.	Zásoby	94	94	94	94	94
C.I.1.	Materiál	94	94	94	94	94
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	197	197	197	197	197
C.II.1	Pohledávky z obchodního styku	153	153	153	153	153
C.II.5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	44	44	44	44	44
C.III.	Krátkodobé pohledávky	1060	1087	1115	1143	1172
C.III.1	Pohledávky z obchodního styku	942	969	996	1024	1053
C.III.6.	Pohledávky stát daňové	111	111	111	111	111
C.III.7.	Ostatní poskytnuté zálohy	1	1	1	1	1
C.III.9.	Jiné pohledávky	6	6	6	6	6
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	8012	11541	15205	19007	22948
C.IV.1	Peníze	50	50	50	50	50
C.IV.2	Účty v bankách	7962	11491	15155	18957	22898
C.IV.5	Ceniny	0	0	0	0	0
D.	Časové rozlišení	165	165	165	165	165

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 5.: Predikce rozvahy v letech 2016-2020 - Pasiva

	Pasiva	2016	2017	2018	2019	2020
	PASIVA CELKEM	18337	21969	25737	29643	33692
A.	Vlastní kapitál	16491	20070	23784	27636	31627
A.I.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.I.1.	Základní kapitál	200	200	200	200	200
A.II.	Kapitálové fondy	1	1	1	1	1
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	1	1	1	1	1
A.III.	Rezervní fondy a ost. fondy ze zisku	20	20	20	20	20
A.III.1.	Rezervní fond	20	20	20	20	20
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	12822	16270	19849	23563	27415
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	12822	16270	19849	23563	27415
A.V.	Výsledek hospodaření běžného úč. obd.	3448	3580	3714	3851	3991
B.	Cizí zdroje	1846	1898	1952	2007	2064
B.III.	Krátkodobé závazky	1846	1898	1952	2007	2064
B.III.1.	Závazky z obchodního styku	1153	1185	1219	1253	1289
B.III.4.	Závazky ke společníkům	114	117	120	124	127
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	183	188	194	199	205
B.III.6.	Závazky ze sociálního zab. a zdrav. poj.	95	97	100	103	106
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	196	201	207	213	219
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	84	86	89	91	94
B.III.11.	Jiné závazky	21,57602	22,1877	22,81672	23,46358	24,12877
C.	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha č. 6.: Predikce výkazu zisku a ztráty v letech 2016-2020

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	
II.	Výkony	15537	15978	16431	16897	17376
II.1	Tržby za prodej výrobků, zboží a služeb	15537	15978	16431	16897	17376
B.	Výkonová spotřeba	5952	6121	6294	6473	6656
B.1	Spotřeba materiálu a energie					
B.2.	Služby					
+	Přidaná hodnota	9585	9857	10136	10424	10719
C	Osobní náklady	4606	4737	4871	5009	5151
C.1	Mzdové náklady					
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení					
C.4.	Sociální náklady					
D.	Daně a poplatky	27	27	27	27	27
E.	Odpisy N a HDM	640	619	598	577	558
III.	Tržby z prodeje dlouh.majetku a materiálu	4	4	4	4	4
III.2	Tržby z prodeje materiálu	4	4	4	4	4
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	3	3	3	3	3
F.2	Prodaný materiál					
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	0	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	86	86	86	86	86
H.	Ostatní provozní náklady	151	151	151	151	151
*	Provozní výsledek hospodaření	4254	4417	4583	4753	4926
X.	Výnosové úroky	5	5	5	5	5
O.	Ostatní finanční náklady	8	8	8	8	8
*	Finanční výsledek hospodaření	-3	-3	-3	-3	-3
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	803	835	866	899	932
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3448	3580	3714	3851	3991
**	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	3448	3580	3714	3851	3991
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	4251	4414	4580	4750	4923

Zdroj: vlastní zpracování