Ekonomická fakulta
Fakulty of Economics
Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
University of South Bohemia in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Ekonomická fakulta
Katedra účetnictví a financí

Diplomová práce

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

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

Vypracovala:
Bc. Petra Nováková

České Budějovice 2014

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci 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.

V Českých Budějovicích, 29. března 2014

……

Děkuji Ing. Antonínu Šmejkalovi, Ph. D. za odborné vedení a užitečné rady při zpracování diplomové práce.
Rovněž bych ráda poděkovala Ing. Tomášovi Suchánkovi, finančnímu řediteli analyzované společnosti, za poskytnutí potřebných informací.

Obsah

1 Úvod 4

2 Vymezení problematiky oceňování podniku a hodnoty podniku 6

2.1 Problematika oceňování podniku v ČR 6

2.2 Definice podniku 6

2.3 Hodnota podniku 6

2.3.1 Hodnota podniku obecně 7

2.3.2 Tržní hodnota 8

2.4 Znalci a odhadci 8

3 Přehled metod pro oceňování podniku 10

3.1 Základní metody oceňování 10

3.2 Volba metody ocenění 11

4 Postup při oceňování podniku 12

4.1 Sběr vstupních dat 13

4.2 Strategická analýza 14

4.2.1 Vymezení, struktura a účel strategické analýzy 14

4.2.2 Postup strategické analýzy 14

4.3 Finanční analýza 15

4.3.1 Horizontální a vertikální analýza 15

4.3.2 Poměrová analýza 16

4.3.3 Ukazatel výkonnosti 19

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná 20

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty 21

4.5.1 Tržby 21

4.5.2 Provozní zisková marže 21

4.5.3 Pracovní kapitál 21

4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku 22
5 Metody oceňování podniku založené na stavových veličinách 23
5.1 Metoda účetní hodnoty 23
5.2 Metoda substanční, věcné hodnoty 23
5.3 Metoda likvidační hodnoty 24
6 Výnosové metody 25
6.1 Metoda kapitalizace zisku 25
6.1.1 Analýza minulosti 25
6.1.2 Postup při aplikaci metody kapitalizace zisku 25
6.2 Modely diskontu cash flow (DCF) 26
6.2.1 Vymezení peněžních toků 26
6.2.2 Základní tvary modelů DCF 26
6.3 Metody stanovení diskontní míry 27
6.3.1 Průměrné náklady kapitálu (WACC – weighted average cost of capital) 27
6.3.2 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu 27
6.4 Odhad tempa růstu (q) 28
6.5 Dividendové diskontní modely (DDM) 28
6.6 Metody založené na EVA 29
6.7 Ostatní výnosové metody 29
7 Kombinované metody oceňování 30
7.1 Schmalenbachova metoda, metoda střední hodnoty 30
7.2 Metoda vážené střední hodnoty 30
7.3 Metody nadzisku, superzisku 30
8 Metody relativního oceňování 31
8.1 Postup při aplikaci metod relativního oceňování 31
9 Cíl a metodika práce 33
10 Případová studie 38

10.1 Základní informace o zvoleném podniku 38
10.1.1 Profil společnosti CORAX, s.r.o. 38
10.1.2 Profil nabízených služeb společnosti CORAX, s.r.o. 39
10.2 Vstupní data a volba metody 40
10.3 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody EVA 40
10.3.1 Úprava NOA – čistých operativních aktiv 40
10.3.2 Úprava NOPAT – čistého provozního zisku po zdanění 42
10.3.3 Výpočet WACC – vážených průměrných nákladů na kapitál 45
10.3.4 Výpočet EVA – ekonomické přidané hodnoty 47
10.3.5 Závěr k ocenění metodou EVA 48
10.4 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody diskontovaného cash flow (DCF entity) 49
10.4.1 Vymezení FCFF 50
10.4.2 Dvoufázová metoda výpočtu DCF 50
10.4.3 Hodnota vlastního kapitálu podniku 53
10.4.4 Závěr k ocenění metodou DCF 54
11 Závěr 55
12 Summary 58
Seznam použité literatury 59

1 Úvod

K tomu, aby společnosti dlouhodobě existovaly a splňovaly tak going concern princip, se musí neustále měnit a přizpůsobovat globalizující světové ekonomice. Tím se stanou silnějšími a výkonnějšími a snadněji uspějí v prostředí, které dnes přináší náročnou a tvrdou konkurenci. Podniky, které chtějí v takovém prostředí dlouhodobě obstát, neustále soupeří o svou budoucnost. Budoucnost ovšem znamená trvalé přehodnocování podnikatelských služeb, produktů a technologií. Je jisté, že změna je v konkurenčním prostředí to jediné, na co se podniky mohou spolehnout.

Pojem hodnota podniku a její měření je významná zejména pro vlastníky a věřitele z pohledu dlouhodobé existence a rozvoje podniku. V současnosti přestávají k měření hodnoty podniku stačit tradiční ukazatele finanční analýzy založené na účetních výkazech a účetním hospodářském výsledku. Důvodem je, že takto stanovené ukazatele nezahrnují časovou hodnotu peněz, míru rizika, vliv inflace a další. Nedostatky tradičních ukazatelů odstraňují moderní ukazatele, které jsou v současné době mezi investory stále oblíbenější.

Základním cílem podniku je zvyšování jeho tržní hodnoty. V dnešní době existuje mnoho různých metod vedoucích ke stanovení hodnoty podniku a každá z těchto metod má své výhody a nedostatky. Je tedy nutné zamyslet se nad tím, jaký přístup ke stanovení hodnoty podniku zvolit, a z jakého důvodu. Pro podnik může být správná volba vhodného přístupu ke stanovení hodnoty podniku konkurenční výhodou, proto je velmi důležitá a zároveň velice složitá, neboť ve většině případů jde o subjektivní pocit oceňovatele.

Cílem této diplomové práce je vymezit pojem oceňování a hodnota podniku. Zhodnotit různé přístupy k měření hodnoty podniku v kontextu historického vývoje a shrnout metody a postupy používané pro oceňování podniku. Posledním a hlavním cílem je stanovit hodnotu vybraného podniku pomocí několika metod a provést jejich komparaci.

Teoretická část se zabývá vymezením pojmů souvisejících s hodnotou podniku a jejím měřením. Dále podává informace o přístupech vhodných ke stanovení hodnoty podniku a postupu při oceňování podniku. Tato část vychází především z odborné literatury.

Případová studie je věnována vybranému podniku. Jsou zde popsány skutečnosti předcházející volbě metod použitých pro výpočet hodnoty podniku. Hlavním aspektem při výběru byla dostupnost informací potřebných pro samotný výpočet a struktura trhu, na kterém se analyzovaný podnik pohybuje. Poté jsou metody aplikovány na zvolený podnik.

V závěru diplomové práce jsou shrnuty výsledky jednotlivých přístupů oceňování podniku a je provedena jejich komparace. Součástí jsou také návrhy a doporučení pro zvolenou společnost s cílem nastínit alternativy ovlivnění ekonomických výsledků společnosti k lepšímu.

2 Vymezení problematiky oceňování podniku a hodnoty podniku

2.1 Problematika oceňování podniku v ČR

Problematika oceňování podniku v České republice souvisí s transformací ekonomiky, zejména s transformací vlastnických vztahů. Hodnotu podniku je třeba znát nejen z pohledu účetního, ale také z pohledu tržního, který je zajímavý především pro investory, vlastníky a věřitele (banky). (E. Kislingerová, 2001)

Pro správné ocenění podniku je nutné formulovat základní východiska pro oceňování a základní hladiny, na kterých lze podnik ocenit. Dále je třeba stanovit, co je vlastně podnik a hodnota podniku. Základní východiska jsou pak předpokladem pro jednotlivé oceňovací metody. (M. Mařík, 2011)

2.2 Definice podniku

Podnik je v literaturách definován různě, největší význam má ovšem definice uváděná v zákoně obchodních korporací, který pojem podnik nahrazuje pojmem obchodní korporace. Tento zákon definuje obchodní korporace jako obchodní společnosti a družstva. (Zákon o obchodních korporacích. Dostupný [online] na: http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchodni-korporace/cast1h1.aspx)

Při oceňování podniku je nutné vzít v úvahu také rozsah závazků všeho druhu, neboť je to součást podnikání. Je žádoucí pohlížet na podnik z ekonomického hlediska jako na funkční celek, kde účelem je dosažení zisku. Z toho lze vyvodit prioritu výnosových metod. (M. Mařík, 2011)

2.3 Hodnota podniku

Je nutné definovat hodnotu podniku na obecné úrovni a na úrovni trhu.

2.3.1 Hodnota podniku obecně

Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku, zahrnuje hodnotu pro vlastníky i věřitele.

Hodnota netto – je hodnota ocenění na úrovni vlastníků, oceňuje se tedy vlastní kapitál. (Ekonomické analýzy. Dostupné [online] na: http://www.ekonomicke-analyzy.cz/zasady.html)

V první řadě by měl oceňovatel určit objektivní hodnotu podniku. Podnik, tak jak je definován, má řadu objektivních vlastností, ovšem hodnota podniku k nim nepatří. Samozřejmě má podnik určitý majetek, na který bylo třeba vynaložit určité náklady a tyto náklady lze určit nebo odhadnout. Stejně tak je možné určit výnosy, kterých podnik dosáhl. Problém je v tom, že náklady ani výnosy nejsou určující pro stanovení hodnoty podniku.

Hodnotu podniku je tedy nutno chápat v ekonomickém smyslu. Hodnota v ekonomickém slova smyslu je vztah mezi subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností, a to:

- lidské potřeby jsou neomezené,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezené. (S. Boetzel, A. Schwilling, 1999)

Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří **užitnou hodnotu**, která je různá pro různé vlastníky. Jestliže má statek svou užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může docházet ke směně a má tedy **směnnou hodnotu**, která v peněžním vyjádření vede k tržní ceně. Hodnota podniku také závisí na budoucím užitku, je tedy dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na současnou hodnotu.

Závěrem lze tedy říci, že hodnota podniku není objektivní vlastností podniku, protože je založena na budoucím vývoji. Jedná se tedy o odhad. Jestliže hodnota není objektivní vlastnost, nelze jednoznačně hodnotu určit. Hodnota bude záviset na subjektu, z jehož hlediska je určována a na účelu ocenění.

Hodnota je v podstatě tržní hodnota, což je v podstatě ekonomický pojem označující cenu, na které by se dohodli kupující s prodávajícím. (M. Mařík, 2011)

2.3.2 Tržní hodnota

Existuje-li určitý trh s podniky a na tomto trhu existuje více prodávajících i kupujících, jsou vytvořeny podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je tedy tržní cena, která je označována jako tržní hodnota. (I. Neumaierová, I. Neumaier, 2002)
Mezinárodní oceňovací standardy vypracovala mezinárodní organizace pro oceňování (IVSC). Standardy definují tržní hodnotu takto:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“

Tržní hodnota předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Oceňování na trhu je obecně založeno na informacích o majetku. Oceňovatel tedy musí udělat průzkum trhu. (M. Mařík, 2011)

2.4 Znalci a odhadci

Oceňováním se zabývají znalci a odhadci. V jednotlivých zemích se podmínky pro výkon této funkce liší. Ve většině zemí tato profese představuje volnou živnost. Vykonavatel tedy nemusí splňovat žádné zvláštní požadavky, pouze obecné požadavky stanovené Živnostenským zákonem.
V podmínkách České republiky se problematikou oceňování zabývají jak znalci, tak odhadci a mezi nimi je značný rozdíl.

Znalci v současné době podléhají zákonu o znalcích a tlumočnících a Vyhlášce ministerstva spravedlnosti k zákonu o znalcích a tlumočnících. Po složení zkoušky jsou jmenováni buď ministrem spravedlnosti, nebo předsedou krajského soudu. Znalec pouze předkládá u soudu svůj názor podložený odborností a zkušenostmi, ale rozhoduje soud. Každý znalec je povinen vést deník o vykonané práci. Státní správa ručí za to, že občané i právní subjekty najdou znalce, když jej budou potřebovat.

Odhadci jsou podnikatelé a v České republice jejich činnost podléhá živnostenskému zákonu a obchodnímu zákoníku. Jedná se o živnost koncesovanou, přičemž podmínky pro udělení koncese jsou vyjmenovány živnostenským zákonem. Smluvní vztahy podléhají výhradně obchodnímu zákoníku. Cena za služby je tedy stanovena na základě smlouvy a odhadce nese plnou odpovědnost za výrok.

Profese odhadce patří ve vyspělých zemích k nejprestižnější profesi, a to zejména z toho důvodu, že pracují především pro finanční sektor. (E. Kislingerová, 2001)

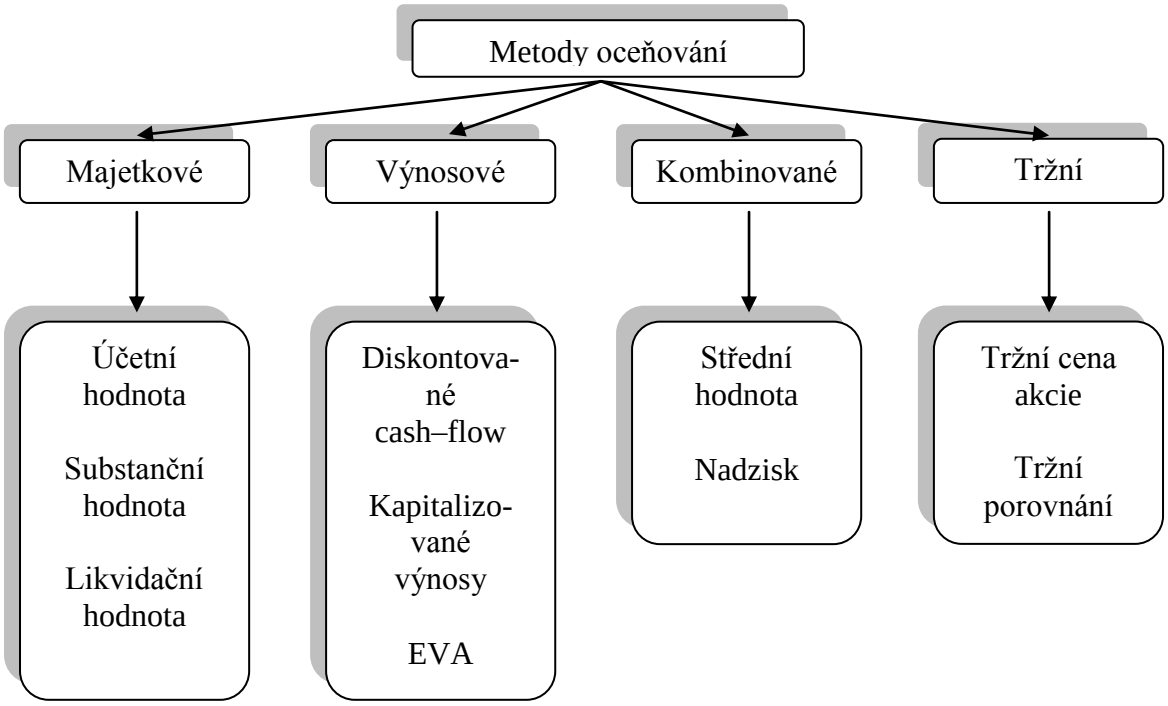
3 Přehled metod pro oceňování podniku

3.1 Základní metody oceňování

Všeobecně neexistuje správná metoda ocenění podniku. Oceňovatel se rozhoduje na základě účelu, pro který je podnik oceňován. Dalším významným aspektem rozhodování jsou informace, které má oceňovatel k dispozici a jak je schopen je analyzovat a pracovat s nimi. Zároveň zohledňuje charakter aktiv, kterými podnik disponuje. Pro ověření správnosti závěrů se používá více metod a teprve analýzou výsledku lze dospět k jednoznačnému závěru.

Cílem ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní hodnoty. V zásadě lze tyto metody členit do čtyř skupin (viz schéma 2), které se dále dělí na podskupiny. (M. Mařík, 2011)

Schéma 1: Základní členění oceňovacích metod



Zdroj: M. Vochozka, P. Mulač a kol., 2012

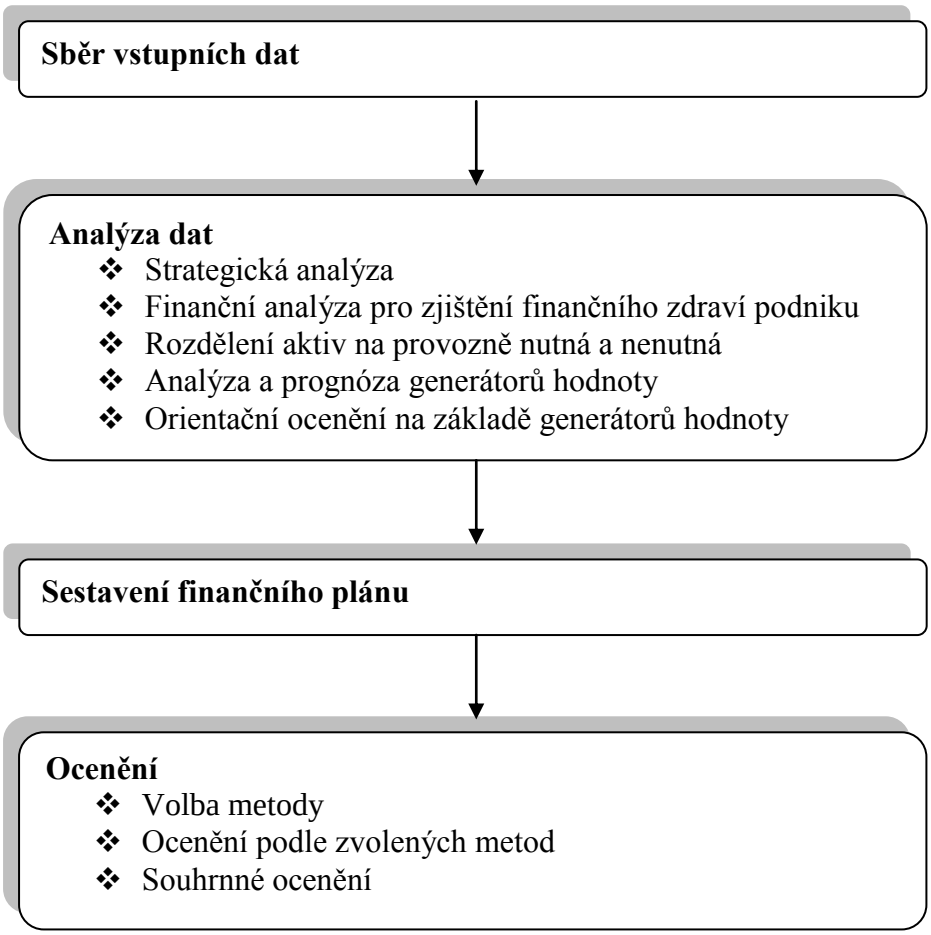
3.2 Volba metody ocenění

Daná metoda by měla odpovídat zvolenému cíli, kvůli němuž oceňovatel podnik oceňuje. Je-li například cílem subjektivní ocenění, bylo by vhodné použít metodu diskontovaných peněžních toků, která bude založena na peněžních tocích očekávaných určitým subjektem. Nebo chce-li podnik stanovit svou tržní hodnotu, dala by se rovněž použít metoda diskontovaných peněžních toků, ale základem budou peněžní toky očekávané trhem, či metoda založena na tržním principu. Při objektivizovaném ocenění lze využít metodu kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované nebo majetkové metody. (M. Mařík, 2011)

4 Postup při oceňování podniku

Vhodný postup při oceňování podniku znázorňuje schéma 2:

Schéma 2: Postup při oceňování podniku



Zdroj: E. Kislingerová, 2001

Uvedený postup je pouze všeobecný a v praxi bude záležet na různých aspektech při oceňování hodnoty podniku. Kroky budou mít různou podobu, hloubku i váhu v návaznosti na zvolenou metodu, ale vždy bude platit, že *strategická analýza* by měla být provedena v každém případě. Stejně tak *finanční analýza* by měla být provedena v každém případě, ovšem může být trochu modifikována. Například největší váhu by měla finanční analýza v případě použití tržních metod, naopak nejmenší váhu při použití majetkových metod. Vždy je také správné provést *rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná*, pokud to umožňují dostupné informace. Výjimkou by mohlo být ocenění na

základě tržních metod, přesto by bylo k prospěchu alespoň vyčíslit hodnotu majetku. Oceňovatel by se měl dále zabývat *analýzou a prognózou generátorů hodnoty* v případě, že se předpokládá pokračování podniku a tudíž se prokazuje dlouhodobá perspektiva podniku.

Pokud bude využita některá z výnosových metod, je nutno zpracovat komplexní *finanční plán*. V ostatních případech by mohl v oceňovacím posudku zcela chybět.

U každého ocenění bez výjimky se bude vyskytovat *volba metody,* a to s patřičným odůvodněním. Zvolených metod bude několik, proto bude třeba na závěr vyvodit *ocenění souhrnné.* (M. Mařík, 2011)

4.1 Sběr vstupních dat

K ocenění hodnoty podniku je nutné mít potřebné informace o podniku.

Jde o získání základních dat o podniku, jako jsou informace identifikující podnik, název, právní forma a IČO podniku, jeho předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů v podniku, základní řídící struktura a informace týkající se historie podniku.

Ekonomická data získaná z účetních výkazů za poslední období, z výročních zpráv, zpráv auditorů a rovněž z podnikových plánů, pokud existují. (Certifikační ústav. Dostupný [online] na: http://cu.vse.cz/ocenovani-podniku/metodicky-postup-podniky/)

Další skupinou mohou být data o trhu, na němž se oceňovaný podnik pohybuje, o konkurenční struktuře, bariér vstupů do odvětví, o hlavních produktech, o cenách a cenové politice, informace o hlavních odbytových cestách a jejich hodnocení, o reklamě, o výzkumu a vývoji. Další významné informace při oceňování hodnoty podniku mohou být v oblasti výroby a dodavatelů. Například úroveň technologie, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob.

V neposlední řadě oceňovatelé zjišťují data také o pracovnících oceňovaného podniku. Jde o strukturu pracovníků, kvalifikaci pracovníků, situaci na trhu práce, atmosféru na pracovištích, fluktuaci pracovníků, produktivitu práce a personální náklady. (M. Mařík, 2011)

Všechny zmíněné informace, které bude mít oceňovatel k dispozici, mu pomohou lépe vybrat metody pro ocenění podniku, a čím více informací bude o podniku mít, tím lépe se bude při volbě metod rozhodovat.

4.2 Strategická analýza

Strategická analýza by měla být při výběru metod oceňování stěžejní fází.

4.2.1 Vymezení, struktura a účel strategické analýzy

Základem strategické analýzy je nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím. Strategie je závislá na vnějším a vnitřním potenciálu podniku.

Vnější potenciál představuje šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí. Při analýze vnitřního prostředí jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál je vyjádřen souhrnem silných a slabých stránek s důrazem na konkurenční výhody podniku. Analýza vnitřního potenciálu podniku je tedy analýza konkurenceschopnosti podniku. Strategická analýza je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění, proto by měla být konkrétní výsledky. (H. Sedláčková, K. Buchta, 2006)

4.2.2 Postup strategické analýzy

V praxi je nutné přistoupit k větším či menším zjednodušením zmíněných analýz, z důvodu horších informačních zajištění.

1. **Prognóza relevantního trhu (analýza vnějšího potenciálu)**

Prognóza relevantního trhu musí umožnit získat základní data o trhu a určit jeho atraktivitu tak, aby bylo možné zpracovat prognózu dalšího vývoje.

K základním datům patří odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase a případná segmentace trhu. Analýza atraktivity trhu přispívá k lepšímu poznání šancí a rizik a poskytuje podklady pro stanovení rizikové přirážky pro diskontní míru. Na analýzu navazuje prognóza relevantního trhu, přičemž postup je modifikován dle typu ocenění:

- Subjektivní ocenění – prognóza vychází z názoru konkrétního oceňovatele nebo investora.
- Objektivizované ocenění – prognóza vychází ze současného stavu či z tendencí dalšího vývoje.
- Tržní ocenění – prognóza vychází z názorů odborné veřejnosti.

2. **Analýza konkurence**

Cílem analýzy konkurenční síly je odhad vývoje tržních podílů podniku do budoucnosti. Oceňovatel nejprve stanoví tržní podíl oceňovaného podniku, identifikuje konkurenty, analyzuje vnitřní potenciál podniku a hlavní faktory jeho konkurenční síly a nakonec provede prognózu tržních podílů.

3. **Závěry k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb**

Prognóza tržeb je jednak vyvozena z výsledků předchozích kroků a dále z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku za minulost. Perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu a konkurenční silou. Zároveň by měl oceňovatel zjistit dosavadní růst tržeb a průměrný růst za předchozí roky. Tempo růstu se následně porovná s dosavadním růstem tržeb.

Na závěr je třeba podotknout, že v praxi může dojít k případům, kdy je jakákoliv prognóza nemožná. Potom je povinností oceňovatele tuto skutečnost do posudku uvést. Zvážit, zda je vhodné se snažit oceňovat růstové možnosti (zda nepoužít pouze paušální metodu). Pokud se oceňovatel přesto pokusí o odhad budoucího vývoje, měl by upozornit na to, že růstové možnosti stojí jen na jeho subjektivních odhadech. Při výpočtu výnosového ocenění se doporučuje zvýšit diskontní sazbu, jako odraz vyššího rizika. (M. Mařík, 2011)

4.3 Finanční analýza

Jelikož je finanční analýza považována za nejdůležitější nástroj finančního řízení, neobejde se bez ní ani ocenění podniku.

4.3.1 Horizontální a vertikální analýza

Výchozím bodem je tzv. vertikální a horizontální analýza finančních výkazů. Oba postupy umožňují vidět absolutní údaje v určitých souvislostech. Prostřednictvím horizontální analýzy lze sledovat zkoumané veličiny v časové posloupnosti, nejčastěji ve vztahu k minulému období. V případě vertikální analýzy lze sledovat strukturu výkazu ke smysluplné veličině. (A. Knápková, D. Pavelková, K. Šteker, 2012)

4.3.2 Poměrová analýza

Na rozdíl od vertikální a horizontální analýzy, které sledují vývoj jedné veličiny v čase nebo ve vztahu k jedné veličině, poměrová analýza dává položky do poměru vzájemně mezi sebou. To umožňuje ukázat finanční situaci podniku v dalších souvislostech. Aby mohl podnik dlouhodobě existovat, musí být rentabilní, neboli přinášet užitek vlastníkům, likvidní a přiměřeně zadlužený. Jedině tak může být zajištěna zásada going concern. (P. Růčková, 2011)

Ukazatelé rentability

V praxi patří ukazatelé rentability k nejsledovanějším ukazatelům. Nejobecnější tvar tohoto ukazatele je:

$$\frac{výnos}{vlastní\ kapitál}$$

Při dosazování čitatele a jmenovatele do vzorce je nutné zamyslet se nad tím, zda mezi veličinami existuje rozumný vztah. Následující tabulka zobrazuje vzorce ukazatelů rentability.

Tabulka 1: Ukazatelé rentability

Ukazatelé rentability	Vzorec
ROA – Rentabilita celkových aktiv	EBIT /A
Rentabilita tržeb	EBIT/T nebo ČZ/T
Obrat celkových aktiv	T/A
ROCE – Rentabilita kapitálu	EBIT/(VK + DM)
ROE – Rentabilita vlastního kapitálu	ČZ/VK
Finanční páka	A/VK
Rentabilita vlastních finančních zdrojů	CF/VK

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity měří úspěšnost podniku v oblasti využití aktiv. Je nutné hodnotit stav a vývoj ukazatelů ve vztahu k odvětví. Ukazatelé aktivity poměřují tokové veličiny ve vztahu ke stavovým veličinám, proto lze ukazatele vyjádřit jako:

- rychlost obratu – vyjadřuje počet obrátek nejčastěji za rok, během kterého bylo dosaženo daných tržeb
- doba obratu – vyjadřuje počet dní, po který trvá jedna obrátka

Následující tabulka ukazuje ukazatele aktivity a způsob jejich výpočtu.

Tabulka 2: Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity	Vzorce
Obrat aktiv	T/A
Obraz zásob	T/ZÁSOBY
Doba obratu aktiv	A/(T/360)
Doba obratu zásob	ZÁSOBY/(T/360)
Doba inkasa pohledávek	POHLEDÁVKY/(T/360)
Doba úhrady krátkodobých závazků	KZ/(T/360)

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

Ukazatelé zadluženosti

Tato skupina ukazatelů sleduje vtah mezi cizími a vlastními zdroji. Zadluženost nemusí být negativní charakteristikou firmy, byť je vysoká. Pokud jde o dobře fungující firmu, může vysoká finanční páka naopak přispívat k rentabilitě vlastního kapitálu. Pro analýzu zadluženosti je důležité sledovat přílohu k účetní závěrce, kde se podrobně vyskytují informace o majetku, který byl pořízen na leasing a současně využívat ukazatelů na bázi výsledovky, poněvadž právě tyto aktiva se objevují pouze jako náklady ve výkazu zisků a ztrát.

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy uvádí následující tabulka.

Tabulka 3: Ukazatelé zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti	Vzorce
Equity Ratio	VK/A
Debt Ratio I.	CZ/A
Debt Ratio II.	(CZ+OP)/A
Debit Equity Ratio	CZ/VK
Úrokové krytí I.	EBIT/ÚROKY
Úrokové krytí II.	(EBIT+ODPISY)/ÚROKY

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

Ukazatelé likvidity

Ukazatele likvidity lze rozlišit na ukazatele klasické, které jsou v následující tabulce uvedeny na prvních třech místech a ukazatel kapitalizace, který měří krytí dlouhodobého majetku. Pokud se tento ukazatel pohybuje kolem jedné, je dlouhodobý majetek kryt dlouhodobými zdroji a je-li ukazatel vyšší než jedna, pak je ke krytí dlouhodobého majetku použit i jiný než dlouhodobý kapitál. Literatury doporučují, aby se tento ukazatel pohyboval spíše kolem jedné.

Tabulka 4: Ukazatelé likvidity

Ukazatelé likvidity	Vzorce
Celková likvidita	OA/KZ
Běžná likvidita	(Kr.Pohledávky+FM)/KZ
Peněžní likvidita	FM/KZ
Ukazatel kapitalizace	DM/Dl.Kapitál

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

Ukazatelé produktivity práce

Ukazatelé produktivity práce zachycují výkonnost podniku ve vtahu k nákladům na zaměstnance. Skupinu ukazatelů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 5: Ukazatelé produktivity práce

Ukazatelé produktivity práce	Vzorce
Osobní náklady k přidané hodnotě	ostatní pasiva/přidaná hodnota
Produktivita práce z přidané hodnoty	přidaná hodnota/počet pracovníků
Produktivita práce z tržeb	(přidaná hodnota+tržby)/počet prac.
Průměrná mzda	mzda/počet pracovníků

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

Ukazatelé kapitálového trhu

Tato skupina ukazatelů překonává do jisté míry nedostatky předchozích ukazatelů. Do ukazatelů kapitálového trhu vstupuje hodnota akcie a tím je možné určit, jak společnost hodnotí trh. Následující tabulka podává přehled o ukazatelích a způsobech výpočtu.

Tabulka 6: Ukazatelé kapitálového trhu

Ukazatelé kapitálového trhu	Vzorce
Vlastní kapitál na akcii	VK/počet akcií
EPS – Účetní zisk na akcii	Z/počet akcií
PE – Návratnost akcie ze zisku	P/Z
Market Ratio	P*počet akcií/VK
DV – Dividendový výnos	Div./P
Výplatní poměr	dividenda na akcii/EPS

Zdroj: E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005

4.3.3 Ukazatel výkonnosti

Výkaz zisků a ztrát zahrnuje pouze náklady explicitní týkající se účetně zachycených nákladů. Firma je ovšem financována jak ze zdrojů vlastních, tak cizích. Ovšem v účetnictví se objevují jen náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál se do nákladů účetně nezapočítávají. Zahrnout do výsledku hospodaření také implicitní náklady se snaží ukazatel ekonomické přidané hodnoty EVA. Zápis ukazatele EVA (Economic Value Added) je následující:

$$EVA = NOPAT - C * WACC,$$

kde NOPAT je provozní výsledek hospodaření po zdanění,
C je investovaný kapitál,
WACC jsou průměrné náklady na kapitál.

Provozní výsledek hospodaření po zdanění bohužel nelze srovnávat s naším provozním výsledkem hospodaření z výkazu zisku a ztrát. Doporučeným postupem je vycházet z přidané hodnoty, od které jsou odečteny osobní náklady, daně a poplatky a odpisy. Dalším problémem je, že se musí jednat o výsledek hospodaření bez vlivu financování, proto jsou náklady na cizí a vlastní kapitál zohledněny odděleně (C * WACC). (R. Nývltová, P. Marinič, 2010)

4.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Podnik potřebuje držet aktiva v určité velikosti a struktuře včetně rezerv. Aktiva pro základní „business“ jsou označována jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní jsou označována jako provozně nenutná. Zároveň by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s provozně nenutnými aktivy.
Důvody pro rozčlenění majetku mohou být následující:

- Část majetku není využívána a neplynou z něj žádné příjmy (např. nevyužité pozemky, dlouhodobě držené akcie atd.).
- Vyčlenit by se měla aktiva, která určité příjmy přinášejí, ale rizika spojená s těmito příjmy jsou odlišná od rizika hlavního provozu.
- K ocenění obou skupiny aktiv se používají jiné metody. Provozně potřebná aktiva zůstávají součástí podniku a lze je tedy ocenit například výnosovou metodou nebo z pohledu jejich znovu pořízení. Aktiva nesloužící k hlavnímu provozu jsou oceňovány samostatně.

Pro ocenění neprovozních aktiv přicházejí v úvahu následující možnosti:

- Aktiva, která přinášejí výnos, lze ocenit výnosovou metodou (např. obligace).
- Aktiva, která je účelné pronajmout je základem výnosové ocenění na principu obvyklého nájemného (např. nevyužitá část administrativní budovy).
- Ostatní aktiva je vhodné ocenit na úrovni výnosu z prodeje aktiva, tedy tržní hodnotou k datu ocenění.

Zjištěná hodnota se na konci oceňování přičte k hodnotě provozní části podniku. (M. Vochozka, P. Mulač, 2012)

4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou souhrnem základním podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku.

4.5.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb je výsledkem strategické analýzy, ovšem výsledky nemusí být definitivní. Prognózu je možné korigovat kapacitními možnostmi. Úvahy by měly být zachyceny v analýze vnitřního potenciálu oceňovaného podniku a ve finančním plánu, který obsahuje informace o tom, co je podnik schopen financovat. (E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005)

4.5.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována jako poměr:

$$\frac{korigovaný\ provozní\ výsledek\ hospodaření\ před\ zdaněním}{tržby}$$

Takto upravené provozní zisky se dále použijí pro výpočet volných peněžních toků, ekonomické přidané hodnoty a jiných výnosových veličin, na kterých bude založeno vlastní ocenění.

Provozní zisková marže je druhým klíčovým generátorem, proto je velice nepostačující projektovat výsledek hospodaření mechanicky pouze jako rozdíl mezi odhadnutým vývojem tržeb a nákladů. Projekce provozní ziskové marže musí vycházet z jejího vývoje za minulost. (T. Petřík, 2009)

4.5.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby ocenění podniku je nutné tento ukazatel určitým způsobem modifikovat. Obvyklý tvar používaný v rámci finanční analýzy:

$$Pracovní\ kapitál = Oběžná\ aktiva - Krátkodobý\ cizí\ kapitál$$

Pracovní kapitál používaný jako nástroj pro sestavení finančního plánu, musí obsahovat následující modifikace:

- Od oběžných aktiv místo krátkodobého cizího kapitálu odečte neúročený cizí kapitál. V praxi to znamená odečtení krátkodobých závazků bez běžných bankovních úvěrů.
- Uvedené veličiny se započítávají pouze v rozsahu provozně nutném. Tedy v takové výši, kterou vyžaduje základní činnost podniku. (M. Režňáková, 2010)

4.5.4 Investice do dlouhodobého majetku

V tomto případě je třeba zdůraznit, že se jedná pouze o dlouhodobý majetek provozně nutný. Zejména u větších společností platí, že vhodným východiskem je analýza minulosti. Je-li k dispozici delší časová řada a jsou-li známy tendence v technickém vývoji a cenách, je možné odvodit závislost investičního majetku na výkonech. Aby nebyly zkresleny představy o potřebách investic, je potřeba analýzu minulého vývoje doplnit o míru využití kapacit. (E. Kislingerová, J. Hnilica, 2005)

5 Metody oceňování podniku založené na stavových veličinách

5.1 Metoda účetní hodnoty

Na základě právních norem je každá podnikatelská jednotka povinna vést účetnictví a bez ohledu na právní formu podnikání je povinna sestavit účetní závěrku.

Metoda účetní hodnoty podává informace o tzv. vnitřní hodnotě. Účetní hodnota totiž vyjadřuje rozsah investovaného kapitálu. Pro investory je žádoucí, aby aktuální tržní cena akcie na kapitálovém trhu (P) byla vyšší, než účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii (BV – book value). Uvedený vztah lze zapsat takto:

$$BV < P.$$

Metoda účetní hodnoty se pro přímé hodnocení akcií používá jen výjimečně, ovšem účetní hodnota je jednou z informací, kterou je třeba brát v úvahu při oceňování podniku a dále s ní pracovat. (E. Kislingerová, 2001)

5.2 Metoda substanční, věcné hodnoty

Metoda substanční, věcné hodnoty patří mezi velmi oblíbenou metodu mezi investory, protože poskytuje věrohodné a snadno kontrolovatelné výsledky. Podává investorovy informace o finanční situaci a rizicích spojených s provozem hodnoceného podniku.

Podstatou metody je reakce na nedostatky předchozí metody, především na princip historické ceny. Těžiště metody spočívá v části aktiv, která jsou nazývána stálá (věcná, fixní). Druhou složku představuje oběžný majetek, u něhož je zkoumáno, zda částky uváděné v účetnictví jsou schopny reálné přeměny v pohotové, likvidní prostředky.

Metoda substance se také zabývá pasivy. Jde zejména o to, aby byly vyjádřeny potenciální závazky, které by v případě realizace směny znamenaly zatížení nákladů pro nového majitele podniku. (E. Kislingerová, 2001)

Metoda substanční hodnoty se v prvním kroku opírá o informace z účetnictví podniku. Odhadce probírá jednotlivé majetkové části a oceňuje je z pohledu going concern. Výsledkem je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty podniku. Hodnota substance

znamená, kolik by investor musel zaplatit, kdyby chtěl podobný podnik zřídit znovu. (T. Krabec, 2009)

5.3 Metoda likvidační hodnoty

Všechny oceňovací metody jsou založeny na principu going concern, který souvisí s nepřetržitým provozem podniku. V praxi existují podniky, které mají jisté problémy se zajištěním existence podniku, a v těchto případech nastává situace, zda je lepší pokračovat v činnosti nebo raději činnost ukončit a likvidovat aktiva podniku. (E. Kislingerová, 2001)

Likvidační hodnota je suma prodejních cen jednotlivých aktiv, snížená o odměnu likvidátora. Likvidační hodnota tvoří spodní hranici hodnoty podniku a je-li současné hodnota nižší než likvidační hodnota, pak je hodnota likvidační oceněním podniku. (B. Poláček, J. Attl, 2006)

Podstata metody spočívá e zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, ke kterému se předpokládá ukončení činnosti podniku. Jednotlivá aktiva budou rozprodána a budou splaceny veškeré závazky včetně odměny likvidátora.

Aplikace metody likvidační hodnoty se může stát velmi zajímavou pro vlastníky v případě, že je likvidační hodnota větší, než hodnota stanovená výnosovou metodou a likvidační zůstatek je kladný. V tomto případě vlastníci dostanou více, než kdyby byl podnik dále v chodu. (E. Kislingerová, 2001)

6 Výnosové metody

6.1 Metoda kapitalizace zisku

Metoda kapitalizace zisku představuje základní model, jímž lze přímo stanovit hodnotu podniku. Metoda je založena na minulé výkonnosti podniku, základní myšlenkou tedy je, že hodnotu podniku lze odvodit od hodnoty trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Teoretické předpoklady pro uplatnění modelu v praxi spočívají v nekonečně dlouhé době trvání firmy, důvěrné znalosti výsledků firmy v minulosti (alespoň pět let) a posledním základním předpokladem je, že investice jsou uvažovány do výše odpisů. (M. Vochozka, P. Mulač, 2012)

6.1.1 Analýza minulosti

Úkol spočívá ve velmi podrobné analýze výkazu zisků a ztrát, kde je základem časová řada 3 – 5 let podle předmětu činnosti. Odhadce tedy vytvoří časovou řadu a poté získá trvale udržitelný zisk, tj. zisk vykázaný v účetnictví je korelován. Korekce spočívá v:

- Prověření, zda podnik v minulosti prováděl pravidelnou údržbu a opravy stálých aktiv. Dále prověřit, zda podnik používá lineární nebo jiný způsob odepisování. Podstatnou složkou je vyloučení těch výnosů, které přímo nesouvisí s předmětem činnosti, např. mimořádné, jednorázové výnosy.
- Odhadce musí definovat všechny vlivy, které vznikly v souvislosti s uplatňováním účetních metod, především opravné položky a rezervy.

6.1.2 Postup při aplikaci metody kapitalizace zisku

1. Expert vybere období (ne více než 3 – 5 let) a identifikuje zisk.
2. Trvale dosažitelný zisk může stanovit pomocí následujícího postupu:

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

kde z_i je velikost zisku v období i,

q_i je váha v období i,

i je počet období. (M. Mařík, 2011)

6.2 Modely diskontu cash flow (DCF)

Modely DCF patří v praxi k nejužívanějším modelům a jejich užití se stále rozšiřuje. Podstatou je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Metoda pracuje na určitých předpokladech:

- kapitálové trhu jsou efektivní,
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik, z pohledu going concern principu. (R. Nývltová, P. Marinič, 2010)

6.2.1 Vymezení peněžních toků

Metody DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky, které se rozlišují podle toho, pro koho je peněžní tok určen:

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF – free cash flow to the firm),
- volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – free cash flow to the equity),
- dividenda (DDM – dividend discount model),
- EVA. (M. Mařík, 2011)

6.2.2 Základní tvary modelů DCF

Při výběru vhodného modelu je třeba zvažovat možnost spolehlivě určit budoucí výnos, posouzení růstové míry jednak v relaci k nominální růstové míře hospodářství jako celku a jednak v relaci v oboru z pohledu času, promítnutí těchto skutečností do míry investic a jejich porovnání s úrovní odpisů.

Model pro stabilní růst

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

kde q_n je tempo růstu do nekonečna.

Model s konstantním růstem

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

Dvoufázový propočet

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

kde CF je cash flow,
q je tempo růstu,
t je počet let,
r je diskontní míra,
n, m je období.

(M. Vochozka, P. Mulač, 2012)

6.3 Metody stanovení diskontní míry

Úkolem diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou investicí do nákupu akcií podniku. V diskontní míře se odráží faktor času i faktor rizika a všeobecně platí, že čím vyšší je riziko, tím vyšší je výnos. (M. Mařík, 2011)

6.3.1 Průměrné náklady kapitálu (WACC – weighted average cost of capital)

WACC pracuje s úrokem, což je cena za použití kapitálu a s požadovaným výnosem. Celkový výsledek je závislý na poměru, v jakém podnik používá k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál. Klíčovou myšlenkou je, že WACC musí odrážet jak očekávaný výnos investorů, tak míru rizika. (S.P. Shannon, R.J. Grabowski, 2010)

6.3.2 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu

Ve struktuře pasiv, vedle cizích zdrojů, používá podnik pro financování svých potřeb vlastní kapitál.

Odhad nákladů na vlastní kapitál obsahuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika. Při odhadech se model opírá o podobné investice se shodnou

mírou rizika. Investice do akciového kapitálu je rizikovější než uložení kapitálu do banky (bez rizika), míra výnosu musí být vyšší než bezrizikový výnos v bance.

Pro odhad požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu lze použít například tyto metodické postupy:

- Gordonův růstový model,
- model CAPM,
- model APT,
- ostatní modely.

6.4 Odhad tempa růstu (q)

Tempo růstu musí být pro podnik správně stanoveno, protože každá odchylka znamená porušení rovnováhy, které se promítá do výsledné finanční situace. V případě chybně stanoveného tempa růstu roste míra rizika plynoucí z investice.

Existují tři základní přístupy stanovení tempa růstu, jedná se o odvození parametru q:

- od historických dat,
- od vnitřních parametrů fungování podniku,
- od kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku.

Platí, že žádný z přístupu nedává lepší výsledky než druhý, přesto je výhodné získat více výsledných hodnot různými způsoby a pak provést syntézu. (M. Mařík, 2011)

6.5 Dividendové diskontní modely (DDM)

Dividendové diskontní modely pracují v čitateli s hodnotou volného cash flow pro akcionáře (FCFE). Ve vyspělých ekonomikách jsou DDM v praxi hojně využívané. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je založen na výnosu akcionáře ve tvaru dividendy. (A. Damoradan, 2010)

Dividenda je vyplácena ze zisku podniku po zdanění a představuje výnos akcionáře. V České republice bohužel existuje mnoho podniků, které dividendy nevyplácejí, a u těchto podniků nelze metody DDM provést. (M. Mařík, 2011)

Aby mohly být využity dividendové diskontní modely, musí mít podnik založenou dividendovou politiku a s tím spojený výplatní a aktivační poměr, musí v podniku existovat vysoká míra závislosti mezi úrovní dividendy a FCFE a musí se podnik vyznačovat ustálenou strukturou financování (tj. stabilní finanční páka).

Základní verze dividendových diskontních modelů jsou založeny především na rozdílných předpokladech budoucího růstu:

- Gordonův růstový model,
- dvoustupňový dividendový diskontní model,
- H model,
- třístupňový dividendový diskontní model. (A. Damoradan, 2010)

6.6 Metody založené na EVA

Ukazatel EVA je zkratkou pro přidanou ekonomickou hodnotu a je odrazem snahy investorů odkrýt podniky, které by byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství.

Ukazatel EVA lze měřit následující rovnicí:

$$EVA = NOPAT - WACC * C,$$

kde NOPAT je provozní hospodářský výsledek po zdanění,
WACC jsou vážené kapitálové náklady,
C je investovaný kapitál. (R. Nývltová, P. Marinič, 2010)

6.7 Ostatní výnosové metody

Ostatní výnosové metody jsou určeny pro podniky, které disponují relativně malým vybavením aktivy, a jejich hodnota spočívá především v růstových příležitostech na trhu v budoucnosti. Jedná se zejména o podniky působící v oborech s vyspělými technologiemi, biotechnologiemi, výpočetní technikou nebo v oblasti komunikační techniky a technologie. U takových firem je zbytečné se zabývat klasickými aparáty, jako je zejména diskont cash flow. (M. Mařík, 2011)

7 Kombinované metody oceňování

7.1 Schmalenbachova metoda, metoda střední hodnoty

Podstatou Schmalenbachovy metody je základní teze, že hodnota podniku je vytvářena vloženými statky a výkony, i budoucím výnosem. Obě složky jsou považovány za rovnocenné a stejně důležité. Základní vzorec pro výpočet hodnoty podniku vychází z prostého aritmetického průměru majetkové, substanční hodnoty a hodnoty výnosu.

Jedná se o hodnotu výnosu stanovenou metodou kapitalizace zisku a hodnota substance je uvedena ve formě netto, tj. tržní hodnota vlastního jmění. (T. Krabec, 2009)

Hlavním předpokladem je vázanost výnosů na majetkovou bázi. Schmalenbach vychází z myšlenky, že každý podnik je nadán jen určitým výkonovým potenciálem, protože jsou v něm trvale uspořádány určité statky. Jedná se o smysluplný systém, nikoli o náhodný soubor. (M. Vochozka, P. Mulač, 2012)

7.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda vážené střední hodnoty kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin.

Vyšší váha hodnotě substance je přidělena těm podnikům, kterým ve struktuře aktiv převažuje podíl hmotného investičního majetku. Váhy je rovněž možné stanovit pomocí rozdílu mezi hodnotou substance a výnosů. (M. Mařík, 2011)

7.3 Metody nadzisku, superzisku

Metody jsou analogií metody střední hodnoty, ale zabývají se nadziskem nebo superziskem. Základním předpokladem je, že firma musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni bezrizikového výnosu.

Metoda definuje nadzisk nebo superzisk jako rozdíl mezi ziskem, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku. (M. Vochozka, P. Mulač, 2012)

8 Metody relativního oceňování

Podstata metod spočívá v odvození hodnoty kapitálu nebo aktiv firmy z dostupných srovnatelných aktiv. O relativní oceňování se jedná, protože je potřeba nalézt podnik, který bude srovnatelný s daným podnikem, převést hodnotu srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru a porovnat standardizovanou hodnotu se srovnatelným aktivem.

Prvním krokem při využití tržních multiplikátorů je definovat příslušné ukazatele, jejich popis, analýza a vlastní provedení propočtu. V praxi jsou používány zejména ukazatelé P/E (price earnings ratio), P/CF (price to cash flow) a P/BV (price to book value).

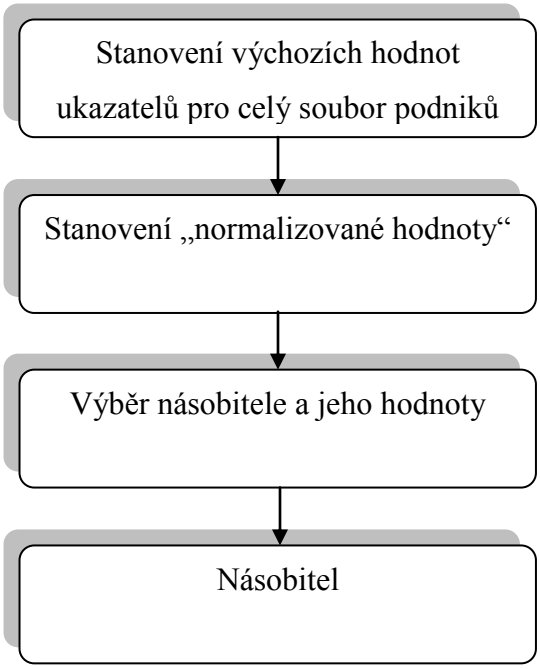
Vedle výběru tržních multiplikátorů je důležité i vymezení srovnatelných podniků. Soubor by měl obsahovat minimálně 6 – 8 podniků. Podniky by měly být srovnatelné z hlediska předmětu, oboru, velikosti (kapitál, tržby, pracovníci apod.), historie a kapitálové struktury.

Bez podrobných informací nelze tuto metodu použít. V České republice lze získat potřebné informace jen velmi obtížně. (M. Mařík, 2011)

8.1 Postup při aplikaci metod relativního oceňování

Postup aplikace metod relativního oceňování znázorňuje schéma 3:

Schéma 3: Postup při relativním oceňování



Zdroj: M. Mařík, 2011

Hodnoty vychází z historických dat v rozmezí 3 – 5 let. Normalizované hodnoty se vypočítají jako vážený aritmetický průměr těchto hodnot. Výběr násobitele je nutné podřídit hledisku co nejmenší směrodatné odchylky a rozptylu. Při identifikaci vnějších vlivů je vhodné použít ukazatel eliminující vliv parametru, například ukazatel EBIT. Výsledek se vynásobí zvoleným násobitelem a tím se získá orientační propočet hodnoty podniku. (M. Mařík, 2011)

9 Cíl a metodika práce

Cíl diplomové práce

Charakterizovat pojmy v oblasti oceňování a stanovení hodnoty podniku. Zhodnotit různé přístupy k měření hodnoty podniku v kontextu historického vývoje. Shrnout metody a postupy používané pro oceňování podniku. U vybraného podniku stanovit jeho hodnotu pomocí několika metod a provést jejich komparaci. U vybraného podniku bude stanovena jeho hodnota pomocí dvou metod. Vybrána bude metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) a výnosová metoda diskontovaného cash flow s využitím peněžních toků pro vlastníky i věřitele. V závěru bude provedena jejich komparace.

Hypotézy diplomové práce

Pro diplomovou práci jsou stanoveny hypotézy vycházející z poznatků z teoretické části a z informací získaných od managementu podniku. Cílem je tyto hypotézy potvrdit nebo vyvrátit pomocí případové studie na zvolený podnik.

H1…Hodnota vybraného podniku vyjde dle ekonomické přidané hodnoty a metody diskontovaného cash flow odlišně z důvodu rozdílného postupu při výpočtu.

H2…Podnik vykazuje ve sledovaném období kladný výsledek hospodaření. Výsledek ekonomické přidané hodnoty bude tedy pravděpodobně kladný.

Metodika diplomové práce

Analyzovaný podnik je zvolen podle jeho velikosti, obratu a sídla společnosti. Společnost má povinnost auditu, proto je snadné získat účetní výkazy z webových stránek www.justice.cz. Jako zdroj finančních informací pro výpočty jsou použity výroční zprávy a účetní závěrky v letech 2008 – 2012. Dalšími významnými zdroji informací jsou webové stránky a konzultace s pracovníky top managementu vybraného ekonomického subjektu.

Případová studie je zaměřena na koncept EVA a metodu diskontovaného cash flow. Ekonomická přidaná hodnota je zvolena na základě snadného získání informací a bude vypočtena pomocí ekonomického modelu. Výnosová metoda diskontovaného cash flow je vybrána z důvodu její oblíbenosti a časnosti použití v praxi.

Výpočet ukazatele EVA bude proveden dle základního vzorce:

$$EVA = NOPAT - C * WACC,$$

kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění,
C je investovaný kapitál,
WACC jsou vážené průměrné náklady na kapitál.

Komponenty NOPAT a C budou upraveny o určité položky pro potřeby konečného výpočtu ekonomické přidané hodnoty a komponenta WACC bude spočtena dle následujícího vzorce:

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

kde r_d jsou náklady na cizí kapitál,
t je sazba daně z příjmu,
D je úročený cizí kapitál,
r_f jsou náklady na vlastní kapitál,
E je vlastní kapitál,
C je celkový zpoplatněný kapitál, platí C = D + E.

Náklady na cizí kapitál jsou úroky z úvěrů, jsou tedy stanoveny smluvně dle podmínek určených úvěrovými dohodami. Náklady na vlastní kapitál budou vypočteny pomocí modelu CAPM, jehož vzorec je:

$$CAPM = r_f + \beta * (r_m - r_f),$$

kde r_f je bezriziková úroková míra na trhu,
β je parametr rizika,
$(r_m - r_f)$ je požadovaná prémie za riziko na trhu.

Bezriziková úroková míra na trhu bude určena na základě úrokové míry státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů a bude vážena objemem aktuálních emisí.

Informace budou získány z emisních kalendářů za rok 2008, 2009. 2010, 2011 a 2012 zveřejňovaných na webových stránkách Ministerstva financí ČR. Koeficient beta bude stanoven podle hodnoty přístupné na webových stránkách www.damodaran.com, kde je koeficient beta rozdělen podle odvětví z evropských trhů. Koeficienty jsou zde uváděny pro nulové zadlužení, proto bude beta koeficient přepočten na konkrétní podnik tak, aby bylo zahrnuto i jeho zadlužení, a to podle vzorce:

$$\beta_{levereged} = \beta_{unlevereged} * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E}),$$

kde t, D a E mají stejný význam jako ve vztahu WACC uvedeného výše.

Prémie za riziko zahrnuje riziko trhu, na kterém společnost realizuje své výnosy. Jelikož se analyzovaný podnik nachází na území České republiky, bude prémie stanovena na základě ratingu České republiky. Poté bude rating země přepočten na číselné vyjádření tržní prémie dle ratingové agentury Moody´s.

Výpočet metody diskontovaných peněžních toků bude proveden s využitím peněžních toků určených pro vlastníky a věřitele (dále jen FCFF). Pro stanovení FCFF je výchozí zdaněný výsledek hospodaření (NOPAT), který vychází z hospodářského výsledku před úroky a odpisy (EBIT). Schéma výpočtu FCFF je potom následující:

	Tržby
-	Náklady (bez nákladových úroků)
=	EBIT
-	Daně (EBIT * t)
+	Odpisy
=	Cash flow z operací
-	Změna provozně nutného pracovního kapitálu
-	Investice (trvalé kapitálové výdaje)
=	FCFF (Free cash flow to the firm)

Pro výpočet je tedy nutné také stanovit investice do provozně nutného pracovního kapitálu, které lze vypočítat následovně:

	Provozně nutná oběžná aktiva
+	Časové rozlišení aktivní
-	Neúročené krátkodobé závazky
-	Časové rozlišení pasivní
=	Upravený provozně nutný pracovní kapitál

Změna pracovního kapitálu je rozdíl mezi pracovním kapitálem v běžném roce a v předchozím roce.

Investice do trvalých aktiv představují rozdíl mezi investicemi do provozně nutného dlouhodobého majetku v běžném roce a v předchozím roce a k výsledku jsou připočteny odpisy běžného roku.

Metoda diskontovaného cash flow s využitím FCFF bude v diplomové práci stanovena pomocí dvoufázového propočtu, který má tuto podobu:

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

Vzorec bude rozebrán na dvě části. První část vzorce vyjadřuje hodnotu podniku v první fázi, k čemuž je třeba znát vývoj FCFF během posledních pěti let a WACC ve stejném časovém horizontu, který je vypočítán již při ocenění podniku pomocí metody EVA. Druhá část vzorce vyjadřuje hodnotu podniku v pokračující fázi. Výpočet je o něco složitější a vychází z Gordonova vzorce a FCFF založené na stabilním růstu. K výpočtu je nutné stanovit budoucí FCFF na základě předchozího vývoje, tempo růstu g stanoveného na základě odhadu HDP a budoucí WACC, které vychází ze známých proměnných – úroková míra z úvěru, bezriziková úroková míra státních dluhopisů, beta faktor a riziková prémie budou stanoveny stejně jako při ocenění podniku metodou EVA.

Celková hodnota podniku bude zjištěna jako součet hodnoty podniku v první fázi a v pokračující fázi. Takto získaná hodnota bude snížena o neúročený cizí kapitál ke dni ocenění (31. prosince 2012).

10 Případová studie

10.1 Základní informace o zvoleném podniku

Obchodní název:	CORAX, s.r.o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku:	17. února 1994
Sídlo:	Dobrá Voda u Č. Budějovic, Mládežnická 1/1948, PSČ 373 16
Identifikační číslo:	608 37 152
Základní kapitál:	100 000 Kč
Předmět podnikání:	silniční motorová doprava nákladní
	zasilatelství
	koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
	skladování zboží a manipulace s nákladem

Společnost řídí jednatel firmy, finanční a provozní ředitel.
Společnost nemá žádné majetkové účasti.

10.1.1 Profil společnosti CORAX, s.r.o.

Společnost CORAX, s.r.o. byla založena na počátku roku 1994 jako ryze česká rodinná dopravní a spediční společnost. Od založení prodělala společnost dynamický růst nejen u dosaženého obratu, ale došlo i k významnému rozšíření podnikatelských aktivit. Z původní dopravní a spediční firmy byla vybudována silná společnost, která nabízí komplexní dopravní a logistické služby a dále velkoobchodní prodej pneumatik, náhradních dílů a příslušenství pro nákladní automobily.
V současné době CORAX, s.r.o. disponuje 100 vozovými jednotkami značky Volvo a Mercedes. Současnému i budoucímu zákazníkovi dokáže nabídnout přepravu vozovými jednotkami různých tonáží, od dodávek, přes frigo návěsy (včetně klima jednotky), potravinářské cisterny (32 000 litrů), lowdeckové návěsy až po velkokapacitní soupravy (120m3). Pro veškeré přepravy má společnost uzavřeno pojištění pro případ odcizení, zničení i poškození. Pojištění je pro Českou republiku a zahraničí až do výše 16 milionů korun.

Díky novému monitorovacímu systému je společnost schopna okamžitě podat zákazníkovi informaci o pohybu jeho přepravovaného zboží kdekoliv v celé Evropě.
Jak je již uvedeno, další službou pro zákazníky, je zajištění komplexní logistiky jejich zboží. V současné době je společnost schopna zboží nejen skladovat, ale také přebalovat a distribuovat dle požadavků jednotlivých odběratelů.
Vyvíjené obchodní aktivity jsou zaměřené na segment nákladních automobilů. Společnost nejprve nakupovala nákladní pneumatiky, náhradní díly a příslušenství pro vlastní potřebu a po více než dvouletém úspěšném testování tento sortiment nabídla také svým obchodním partnerům. Díky příznivým cenám a kvalitě si uvedený sortiment našel své zákazníky.

10.1.2 Profil nabízených služeb společnosti CORAX, s.r.o.

Společnost se nedlouho po svém založení zařadila mezi nejvýznamnější dopravní společnosti v regionu. Díky dynamickému rozvoji přesáhla hranice České republiky a dnes zajišťuje dopravní služby téměř po celé Evropě. Pravidelně jezdí po celé jižní a západní Evropě. Zákazníkovi společnost nabízí přepravu vozovými jednotkami různých tonáží a určení. Stále větší podíl na celkových nabízených přepravních službách získává námořní kontejnerová přeprava.
Pro významné zákazníky společnost CORAX, s.r.o. zajišťuje pronájem skladových prostor a kompletní logistiku skladovaného zboží včetně přebalovaní a distribuce. K tomu částečně využívá vlastní skladové haly v logistickém areálu ve Slověnicích u Lišova o kapacitě 5 000 m^2 a částečně pronajaté haly v areálu Letiště Planá.
Společnost dlouhodobě testovala pneumatiky značky LINGLONG na vlastních nákladních automobilech a vzhledem k výborným zkušenostem se s firmou LINGLONG dohodly na vzájemné spolupráci. Od roku 2011 se tedy CORAX, s.r.o. stala výhradním zástupcem velkého výrobce pneumatik společnosti LINGLONG pro Českou republiku.
Kromě logistických služeb a skladování nabízí společnost svým obchodním partnerům další služby, jako je například výroba a prodej palet, prodej PHM, servis a pneuservis nákladních vozidel a myčka nákladních vozidel.

10.2 Vstupní data a volba metody

Hlavním zdrojem pro stanovení hodnoty podniku jsou data získána z účetních závěrek společnosti CORAX, s.r.o. v časovém rozmezí 2008 – 2012. Neméně důležitým zdrojem jsou výroční zprávy podniku ve stejném časovém rozsahu. Takto získané informace jsou veřejně přístupné, a to bylo rozhodující při výběru metody.

První metodou ke stanovení hodnoty podniku je tedy *ekonomická přidaná hodnota* řazena k moderním měřítkům výkonnosti podniku. Metoda EVA patří do technické finanční analýzy a vychází z koncepce ekonomického zisku.

Další aplikovanou metodou na zvolený podnik je *metoda diskontovaného cash flow*, která patří mezi nejoblíbenější a nejčastěji používané výnosové metody. To bylo také důvodem při výběru vhodné metody pro stanovení hodnoty analyzovaného podniku.

10.3 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody EVA

Tato část bude věnována metodě EVA aplikované na zvolený podnik. V prvním kroku budou vypočítány jednotlivé komponenty ukazatele EVA (NOA – čistá operativní aktiva, NOPAT – čistý provozní zisk po zdanění, WACC – průměrné náklady na kapitál). Poté bude následovat samotný výpočet ukazatele EVA a shrnutí výsledků.

10.3.1 Úprava NOA – čistých operativních aktiv

Pro výpočet čistých operativních aktiv je nutné upravit rozvahu. Koncept EVA je založen na ekonomickém modelu, proto je třeba klasický účetní model upravit o určité položky, které mají významný dopad na ukazatel EVA. Jedná se o neoperativní aktiva, což jsou aktiva nepotřebná pro hlavní činnost podnikání a aktiva, která nejsou v rozvaze vykázána. V posledním kroku budou aktiva snížena o neúročený cizí kapitál.

Vyloučení neoperativních aktiv

- Krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek

  Analyzovaný podnik má v aktivech peněžní prostředky v podobě peněz v pokladně a na bankovních účtech. Tyto aktiva byla analyzována jako provozně potřebná, proto se nebudou vylučovat. Krátkodobý finanční majetek by byl vyloučen, pokud by peněžní likvidita přesáhla hodnotu 0,5. Dlouhodobý finanční majetek firma nemá.

- Nedokončené investice

  Nedokončený majetek byl ve sledovaném období vykázán pouze v roce 2012. Přesto, že souvisí s hlavní činností podniku, bude z čistých operativních aktiv vyloučen. Nedokončené investice jsou sice provozně potřebné, ale nepodílí se na současné tvorbě výsledků hospodaření.

Aktivace operativních aktiv nezaznamenaných v rozvaze

- Leasing

  Firma CORAX, s.r.o. má ve sledovaném období aktivní smlouvy o finančním leasingu na dopravní prostředky a vybavení servisu. Dobu odepisování volí dle zákona o účetnictví. Hodnota majetku snížená o odpisy se zařadí do čistých operativních aktiv.

Tabulka 7: Majetek pořízený na leasing v letech 2008-2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Odpisy	87 722	103 488	91 487	34 013	34 122
Hodnota majetku - odpisy	103 500	109 700	84 000	85 000	95 800

Zdroj: Vlastní výpočty

Neúročený cizí kapitál

- Krátkodobé neúročené závazky

  Největší část krátkodobých závazků tvoří závazky z obchodních vztahů, které nejsou explicitně úročeny. Finanční náklady související s těmito závazky jsou zahrnuty do nákupních cen. Tyto závazky budou z operativních aktiv vyloučeny.

Shrnutí úprav aktiv vedoucí k NOA

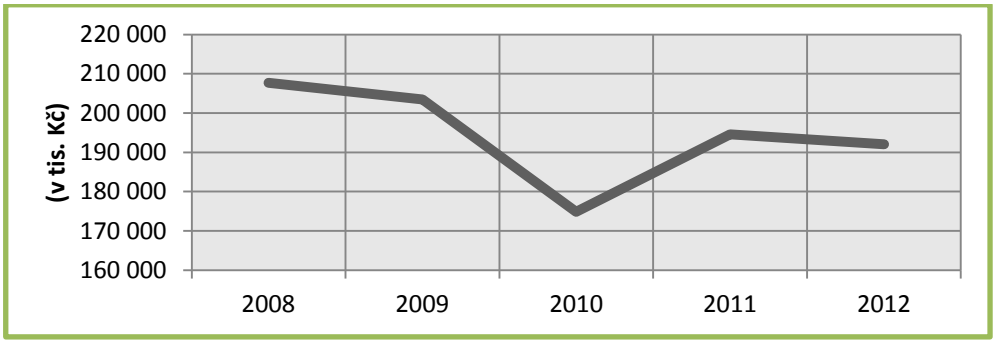
Provedené úpravy aktiv, které vedou k výpočtu čistých operativních aktiv, znázorňuje následující tabulka:

Tabulka 8: Úpravy aktiv vedoucí k NOA (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva celkem	138 105	135 937	132 788	149 937	131 688
(-) neoperativní aktiva	0	0	0	0	628
peněžní prostředky	0	0	0	0	0
nedokončené investice	0	0	0	0	628
(+) operativní aktiva	103 500	109 700	84 000	85 000	95 800
(-) neúročené závazky	33 922	42 214	41 976	40 334	34 826
Čistá operativní aktiva - NOA	**207 683**	**203 423**	**174 812**	**194 603**	**192 034**

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 1: Vývoj NOA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

10.3.2 Úprava NOPAT – čistého provozního zisku po zdanění

Hlavním indikátorem pro určení čistého provozního zisku je hospodářský výsledek z běžných činností. Důležitá je asymetrie mezi NOA a NOPAT, což znamená, že pokud jsou aktiva zařazena do výpočtu NOA, musí být jejich náklady i výnosy zařazeny do NOPAT.

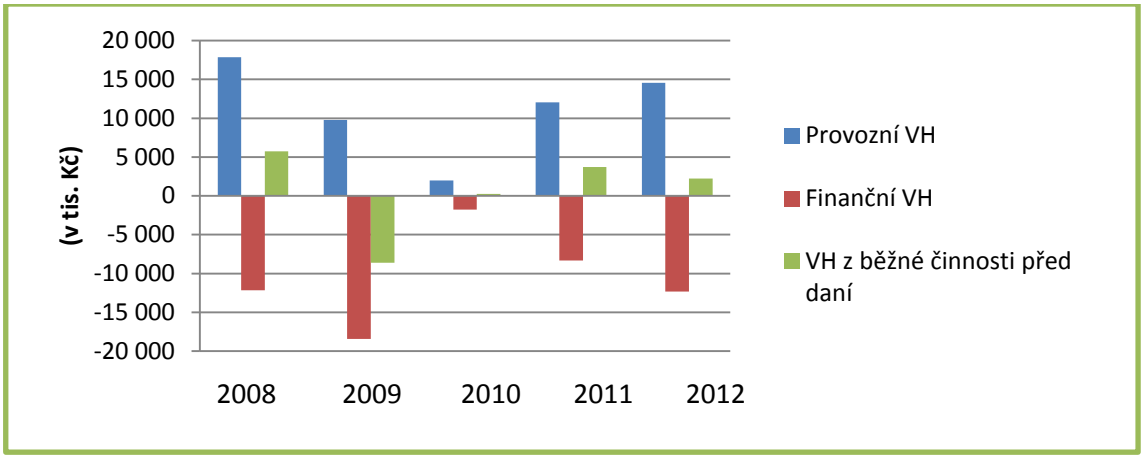
Postup při výpočtu NOPAT

- Výsledek hospodaření z běžné činnosti před daní

  Výsledek hospodaření z běžné činnosti společnosti obsahuje výsledek hospodaření z provozní a finanční činnosti. To znamená, že výsledek hospodaření z mimořádné činnosti je vyloučen, a tím jsou z NOPAT vyloučeny náhodné jednorázové položky. Výsledek hospodaření z běžné činnosti před

zdaněním v roce 2012 činil 2 245 tis. Kč a jeho průběh od roku 2008 znázorňuje následující graf:

Graf 2: Vývoj VH z běžné činnosti před zdaněním v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

- Vyloučení zisku z prodeje dlouhodobého majetku

  Zisk z prodeje dlouhodobého majetku je mimořádnou položkou, protože nesouvisí s hlavní výdělečnou činností podniku. Bude tedy z čistého provozního zisku vyloučen.

- Vyloučení nákladových úroků

  Z nákladů musí být vyloučeny úroky placené z úvěrů i úroky související s leasingem. Nákladové úroky tedy musí být zpět přičteny k výsledku hospodaření, aby bylo možno dospět k zisku, který je k dispozici vlastníkům a věřitelům.

- Výnosy a náklady spojené se změnami ve vlastním kapitálu

  Jde o odpisy související s majetkem pořízeného na leasing. Jelikož byly odpisy vyloučeny z NOA, musí být vyloučeny i z NOPAT. Doba odepisování dopravních prostředků je 5 let, pro vybavení servisu 3 roky.

- Úprava daní pro NOPAT

  Úprava daní pro výpočet NOPAT spočívá v úpravě skutečné daně na úrovni účetního hospodářského výsledku. Sazbu daně v letech 2008-2012 uvádí

následující tabulka a výpočet daně z příjmu na úrovni NOPAT je zobrazen v příloze č. 4.

Tabulka 9: Sazba daní v jednotlivých letech (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Sazba daně	21	20	19	19	19

Zdroj: www.business.center.cz

Shrnutí úprav nákladů a výnosů vedoucích k NOPAT

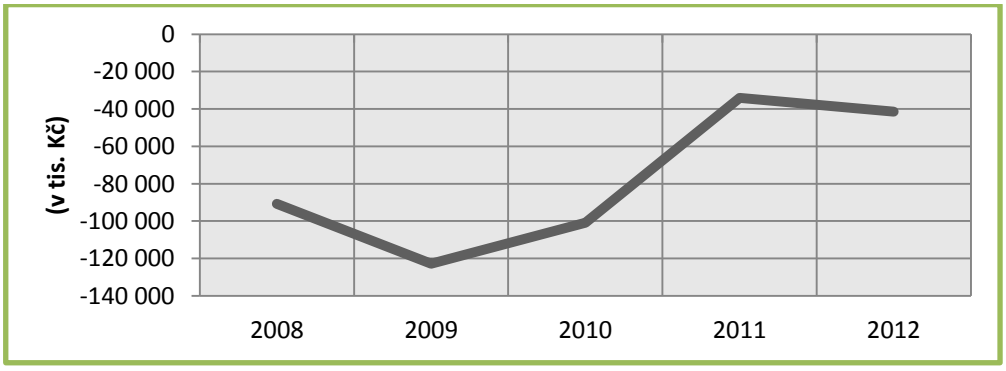
Úpravy výkazu zisků a ztrát, které vedou k výpočtu čistého provozního zisku, znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 10: Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti před daní	5 738	-8 625	249	3 736	2 245
(-) Zisk z prodeje DM	151	63	478	2 994	7 206
(+) Úroky – úvěry	4 358	2 991	2 388	3 578	3 131
(+) Úroky – leasing	5 600	5 447	4 210	1 234	1 238
(-) Odpisy majetku poř. na leasing	87 722	103 488	91 487	34 013	34 122
NOPAT nezdaněný	**- 72 177**	**-103 738**	**-85 118**	**-28 459**	**-34 714**
(-) Daň DPPO na úrovni NOPAT	18 666	19 024	15 720	5 694	6 801
NOPAT	**-90 843**	**-122 762**	**-100 838**	**-34 153**	**-41 515**

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3: Vývoj NOPAT v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

10.3.3 Výpočet WACC – vážených průměrných nákladů na kapitál

Vážené průměrné náklady na kapitál nepředstavují průměrné náklady kapitálu společnosti v absolutním vyjádření, ale průměrnou míru nákladovosti společnosti při zohlednění jak cizího, tak vlastního kapitálu. Na celkovém kapitálu se podílí určitou vahou cizí kapitál a určitou vahou vlastní kapitál, proto jde o vážené průměrné náklady.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky z úvěrů, které jsou dohodnuty smluvně. Analyzovaná společnost poskytla informace ohledně průměrné úrokové míry z úvěrů v jednotlivých letech, které zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 11: Úroková míra z úvěrů v letech 2008-2012 (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrná úroková míra	5,5	4,3	4	3	3

Zdroj: Vlastní

Náklady na vlastní kapitál

Vlastník společnosti očekává za podstoupené riziko určitý výnos a ten je představován náklady na vlastní kapitál. Nároky vlastníků jsou ve firmě uspokojovány na posledním místě, z čehož vyplývá, že náklady na vlastní kapitál by měly být vyšší než náklady na cizí kapitál. K určení nákladů na vlastní kapitál byl zvolen model CAPM, jehož způsob výpočtu je uveden v metodice této práce.

Tabulka 12: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková úroková míra r_f v %	4,03	4,90	4,08	3,89	4,00
Beta koeficient β	4,22	9,15	9,42	7,97	4,88
Riziková prémie ($r_m - r_f$) v %	7,10	5,85	6,28	7,28	7,08
CAPM – výpočet v %	**33,99**	**58,43**	**63,24**	**61,91**	**38,55**

Zdroj: Vlastní výpočet

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě úrokových měr státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které zveřejňuje Ministerstvo financí. Bezriziková úroková míra zjištěná z emisního kalendáře jednotlivých let byla vážena objemem emisí. Většina emisí se stejnou dobou životnosti dosahovaly stejné úrokové míry.

Beta koeficient odráží citlivost mezi hodnotou podniku a výnosností celého trhu. Údaje byly zjištěny ze známých informací získaných z evropských trhů pro podniky působící ve stejném odvětví. Beta koeficient určený tímto způsobem je uváděný pro nulové zadlužení, proto byl přepočítán na konkrétní podnik. Přepočet byl proveden dle vztahu uvedeného v metodice. Podle tabulky č. 12 lze konstatovat, že beta koeficient společnosti se pohybuje vždy v kladných číslech a je větší než jedna, což znamená, že pokud vzroste výnosnost trhu, vzroste také výnos společnosti, a to s vyšší intenzitou.

Riziková prémie představuje riziko trhu, na kterém se podnik pohybuje. V případě společnosti CORAX, s.r.o. je to Česká republika. Pro stanovení rizikové prémie byl použit rating renomované agentury Moody´s převedený na číselné vyjádření tržní prémie. Rating České republiky je A1 v celém zkoumaném období a číselné vyjádření tržní prémie bylo zjištěno z webových stránek A. Damodarana (www.damodaran.com).

V závěru tabulky č. 12 byly vypočteny náklady na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM. Náklady na vlastní kapitál jsou vysoké, pohybují se mezi 33 až 64 %. Nejvyšší náklady na vlastní kapitál jsou vykázány v roce 2010 a 2011, kde se náklady pohybují dokonce nad 60 %. Náklady jsou vysoké kvůli koeficientu beta. Je to dáno tím, že úročený cizí kapitál je několikanásobně vyšší než vlastní kapitál a čím vyšší je cizí kapitál oproti vlastnímu, tím je vyšší koeficient beta upravený o zadlužení podniku. Lze tedy říci, že náklady na vlastní kapitál jsou vysoké díky vysoké zadluženosti společnosti.

Výpočet komponenty WACC

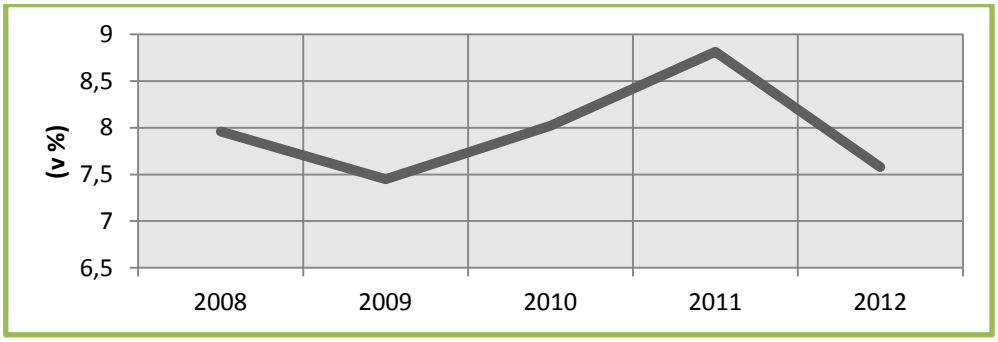
Vážené průměrné náklady na kapitál jsou třetí a poslední komponentou ukazatele EVA a její výpočet znázorňuje tabulka 13. Vzorec pro výpočet je uveden v metodice.

Tabulka 13: Výpočet WACC (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012
r_d	5,50	4,30	4,00	3,00	3,00
(1-t)	79,00	80,00	81,00	81,00	81,00
D/C	87,81	92,70	92,03	89,27	85,75
r_e	33,99	58,43	63,24	61,91	38,55
E/C	12,19	7,30	7,97	10,73	14,25
WACC	**7,96**	**7,45**	**8,02**	**8,81**	**7,58**

Zdroj: Vlastní výpočet

Graf 4: Vývoj WACC v letech 2008-2012 (v %)



Zdroj: Vlastní

10.3.4 Výpočet EVA – ekonomické přidané hodnoty

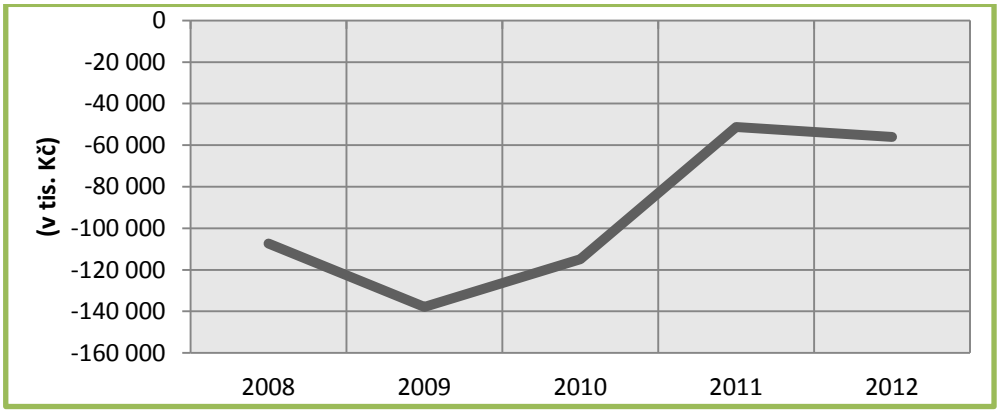
Výpočet ročních ukazatelů ekonomické přidané hodnoty jako nástroje pro stanovení hodnoty podniku zobrazuje tabulka č. 8. K výpočtu byl použit vzorec uvedený v teoretické části (EVA = NOPAT – C * WACC). Pokud vyjde ukazatel EVA v kladných hodnotách, vykazuje podnik ekonomickou hodnotu a naopak, vyjde-li EVA záporná, podnik je ztrátový.

Tabulka 14: Vývoj ukazatele EVA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT	-90 843	-122 762	-100 838	-34 153	-41 515
C (NOA)	207 683	203 423	174 812	194 603	192 034
WACC (v %)	7,96	7,45	8,02	8,81	7,58
EVA	**-107 375**	**-137 917**	**-114 858**	**-51 298**	**-56 071**

Zdroj: Vlastní výpočet

Graf 5: Vývoj ukazatele EVA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

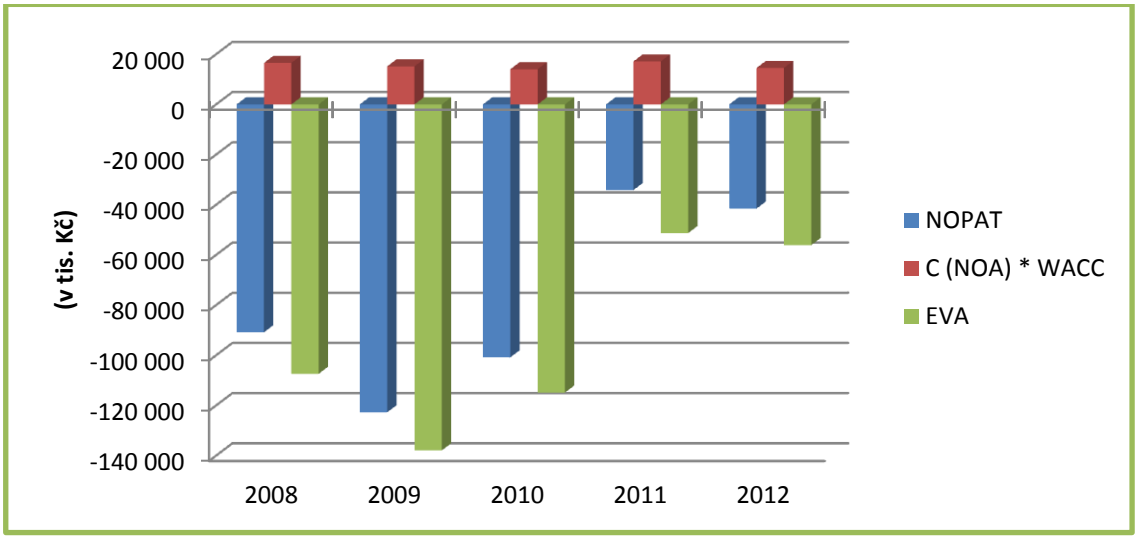
10.3.5 Závěr k ocenění metodou EVA

Z tabulky č. 14 a grafu č. 5 je patrné, že dle ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty analyzovaný podnik nevytváří ve sledovaném období žádnou hodnotu, jelikož je ukazatel v celém sledovaném období záporný. Ovšem i přes záporné hodnoty vykazuje podnik pozitivní trend ve vývoji.

Hodnotu EVA ovlivňuje provozní zisk, který je v tomto případě velmi nízký zejména z důvodu existence vysokých odpisů majetku pořízeného na finanční leasing. Firma má ve sledovaném období každý rok přes sto leasingových smluv na dopravní prostředky a vybavení servisu. Výši provozního zisku může přímo ovlivnit management podniku. Hodnota EVA je dále ovlivněna operativními aktivy a neméně důležitými náklady na kapitál, jejichž výše závisí na bezrizikové úrokové míře a úrokové míře z úvěrových smluv.

Vývoj jednotlivých parametrů a pozitivní trend ve vývoji ukazatele EVA zobrazuje následující graf:

Graf 6: EVA podniku CORAX, s.r.o. v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

Z grafu je zřejmé, že ukazatel ekonomické přidané hodnoty dosahuje ve sledovaném období záporných hodnot. Nejnižší hodnoty podnik dosáhl v roce 2009. Od tohoto roku vykazuje ukazatel pozitivní vývoj až do roku 2011, kdy bylo dosaženo nejlepší hodnoty -51 298 tis. Kč. V posledním roce pozorování se hodnota bohužel opět snížila z důvodu snížení NOPAT.

Dle grafu lze tedy říci, že hodnota ukazatele EVA koreluje s výší NOPAT. Celkové náklady na kapitál, které představují požadovaný výnos investora, jsou ve sledovaném období poměrně stabilní.

10.4 Stanovení hodnoty podniku pomocí metody diskontovaného cash flow (DCF entity)

Tato část bude věnována stanovení hodnoty analyzovaného podniku CORAX, s.r.o. pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow zaměřené na vlastníky a věřitele. Výpočet bude probíhat ve dvou krocích. Nejprve budou stanoveny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (free cash flow to the firm – dále jen FCFF), které se diskontují a získá se brutto hodnota podniku jako celku. Ve druhém kroku bude odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění (31. prosince 2012) a získá se hodnota vlastního kapitálu (netto).

10.4.1 Vymezení FCFF

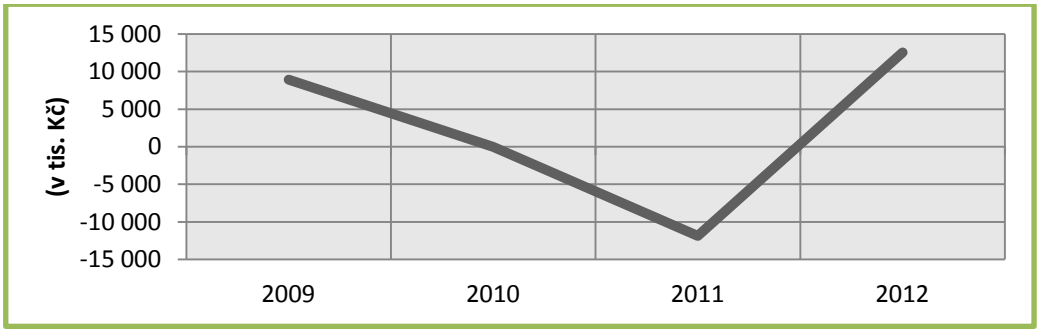
Z hodnoty FCFF by měly být uspokojeny nároky věřitelů i vlastníků. Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které představují všechny provozní toky generované z provozních aktiv podniku, zobrazuje tabulka č. 15.

Tabulka 15: Výpočet FCFF v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
EBIT	10 096	-5 634	2 637	7 314	5 376
(-) daně	2 120	-1 127	501	1390	1021
(+) odpisy	2 774	2 804	2 656	2 603	2 262
CASH FLOW z operací	10 750	-2 830	4 792	8 527	6 617
(-) změna pracovního kapitálu	n/a	-13 134	4 564	19 810	-8 854
(-) investice (kapitálové výdaje)	n/a	2 522	255	564	2 949
FCFF	**n/a**	**8 909**	**-27**	**-11 847**	**12 522**

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 7: Vývoj FCFF v letech 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní

10.4.2 Dvoufázová metoda výpočtu DCF

Ke stanovení hodnoty společnosti bude použit dvoufázový propočet, který je v podmínkách České republiky velice oblíbený. Vychází z představy, že existenci podniku lze rozdělit na dvě období. V první fázi je vypracována prognóza volného peněžního toku pro jednotlivá léta a druhá fáze je zaměřena na období od první fáze do nekonečna. Prognóza bude vycházet z dat z minulosti, aby nedošlo ke zkreslení výchozí hodnoty ocenění společnosti.

Hodnota podniku v první fázi

K výpočtu hodnoty podniku v první fázi budou v čitateli použity volné peněžní prostředky pro vlastníky a věřitele. Z toho vyplývá, že také diskontní míra musí odrážet skutečnost, že peněžní toky jsou určeny jak věřitelům, tak vlastníkům. Diskontní míra bude tedy stanovena na základě průměrných nákladů na kapitál (WACC), které jsou vypočítány v předchozí kapitole věnující se ocenění společnosti pomocí ekonomické přidané hodnoty.

Vzorec stanovení hodnoty firmy v první fázi je uveden v metodice práce a v tabulce č. 16 jsou uvedeny parametry důležité pro výpočet.

Tabulka 16: Parametry pro výpočet hodnoty podniku v první fázi

	2008	2009	2010	2011	2012
FCFF (v tis. Kč)	n/a	8 909	-27	-11 847	12 522
WACC (v %)	7,96	7,45	8,02	8,81	7,58

Zdroj: Vlastní výpočty

$$\text{Hodnota podniku v první fázi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} = \mathbf{8\,421\ tis.\ Kč},$$

kde FCFF_t je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t,

WACC jsou vážené kapitálové náklady,

n je počet období.

Hodnota podniku v pokračující fázi

Pro stanovení hodnoty společnosti v pokračující fázi bude použit Gordonův model, k čemuž je třeba zjistit tempo růstu g a provést odhad FCFF od roku 2012 do nekonečna. Jelikož hodnota EBIT není v daném období stabilní, není vhodné ji použít pro zjištění tempa růstu. Vhodnější tedy bude použití meziročního růstu HDP zvýšeného o inflaci. Meziroční růst HDP zvýšený o meziroční růst inflace podle Českého statistického úřadu v roce 2013 činí 2,7 %. Odhad FCFF od roku 2012 do nekonečna bude proveden na základně předpokladu stabilního růstu do budoucnosti.

$$FCFF_{2013} = FCFF_{2012} * (1+g) = \mathbf{12\,860\ tis.\ Kč}.$$

Dále je třeba učinit odhad vážených průměrných nákladů na kapitál WACC. Firma očekává, že náklady na cizí kapitál se nezmění, jelikož banky drží úvěrové sazby stále nízké. Náklady na vlastní kapitál zahrnují bezrizikovou úrokovou míru, beta faktor a rizikovou prémii. Hodnoty jsou opět stanoveny na základě emisního kalendáře a webových stránek www.damodaran.com. Výpočet nákladů na vlastní kapitál v roce 2013 zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 17: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v roce 2013

	2013
Bezriziková úroková míra (v %)	2,31
Beta faktor	4,26
Riziková prémie (v %)	6,05
Náklady na vlastní kapitál (v %)	**28,08**

Zdroj: Vlastní výpočet

Bezriziková úroková míra byla stanovena z emisního kalendáře pro rok 2013, uvedeném na oficiálních stránkách Ministerstva financí. Beta faktor a riziková prémie byly stanoveny na základě hodnot uváděných na stránkách www. damodaran.com, kde je koeficient beta rozdělen dle odvětví na evropských trzích a riziková prémie je určena dle ratingu České republiky. Cizí kapitál byl po konzultaci s managementem společnosti odhadnut na 122 600 tis. Kč a vlastní kapitál na 15 960 tis. Kč. Daňová sazba se v roce 2013 nezměnila, činila tedy 19 % a změna se nepředpokládá ani do budoucna.

Následující tabulka zobrazuje výsledný výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC) pro rok 2013.

Tabulka 18: Výpočet WACC pro rok 2013 (v %)

	2013
Náklady na cizí kapitál (r_d)	3,00
Daňový štít (1-t)	81,00
D/C	88,48
Náklady na vlastní kapitál (r_e)	28,08
E/C	11,52
WACC	**5,38**

Zdroj: Vlastní výpočet

Pokračující hodnotu analyzované společnosti lze potom určit dle vzorce:

$$PH = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} (1 + WACC)^{-n}.$$

Tabulka 19: Pokračující hodnota podniku podle Gordonova modelu (v tis. Kč)

	2013
FCFF pro rok 2013	12 860
Tempo růstu g	2,7 %
WACC pro rok 2013	5,38 %
Pokračující hodnota podniku	389 114

Zdroj: Vlastní výpočet

10.4.3 Hodnota vlastního kapitálu podniku

V předchozí subkapitole byla odhadnuta hodnota podniku pomocí dvoufázového modelu, přičemž pokračující fáze byla stanovena dle Gordonova modelu. Výsledná hodnota vlastního kapitálu je součtem hodnoty podniku v první fázi a pokračující fáze. Takto získaná hodnota musí být snížena o úročený cizí kapitál ke dni ocenění, který je v tomto případě 31. prosince 2012. Celková hodnota vlastního kapitálu ke dni ocenění je vyčíslena v tabulce č. 20.

Tabulka 20: Hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2012 (v tis. Kč)

	31. 12. 2012
Hodnota podniku v 1. fázi	8 421
Pokračující hodnota	389 114
Hodnota podniku celkem	**397 535**
Úročený cizí kapitál	76 203
Celkova hodnota vlastního kapitálu	**321 332**

Zdroj: Vlastní výpočty

Celková hodnota vlastního kapitálu ke dni ocenění, která byla určena na základě dvoufázového propočtu, tedy činí 321 332 tis. Kč.

10.4.4 Závěr k ocenění metodou DCF

Při ocenění podniku na základě metody diskontovaného cash flow je důležitý zejména odhad parametrů do budoucna. Je třeba pečlivě analyzovat vlivy působící na podnik. Při určení tempa růstu a nákladů na vlastní a cizí kapitál je nutné stanovit závislost hospodářského výsledku podniku na ekonomických výkyvech. Dále je nutné sledovat vývoj kapitálového trhu, a to vývoj úrokových sazeb úvěrů, které poskytují banky a vývoj bezrizikové úrokové míry státních dluhopisů. Vychýlení od reality by znamenalo změnu odhadnuté hodnoty.

Při výpočtu pokračující hodnoty DCF byl použit Gordonův model z důvodu oblíbenosti tohoto modelu v praxi. Výsledná hodnota vlastního kapitálu analyzovaného podniku dle Gordonova modelu činí více než 320 milionů korun. Gordonův model vychází z budoucích FCFF založených na stabilním růstu, přičemž FCFF byly v minulosti značně nestabilní. Jelikož odhadnuté FCFF byly v posledním roce první fáze vysoké, bude výsledná hodnota nejspíš trochu nadhodnocena. Ovšem došlo také k určité eliminaci odchylek při stanovení tempa růstu na základě odhadu HDP a při stanovení nákladů. Náklady jak na vlastní, tak na cizí kapitál, byly určeny dle reálných proměnných.

11 Závěr

V této diplomové práci byla zaměřena pozornost na stanovení hodnoty určitého podniku pomocí různých metod oceňování. Jako vhodná metoda byla zvolena ekonomická přidaná hodnota a metoda diskontovaných peněžních toků s využitím peněžních toků pro vlastníky i věřitele. Tyto dvě metody byly v práci interpretovány a vypočítány z údajů získaných z výročních zpráv, účetních závěrek a z informací získaných od managementu analyzovaného podniku. Hodnota podniku byla stanovena v pětiletém horizontu, a to v letech 2008 – 2012.

Teoretická část diplomové práce vymezuje problematiku oceňování podniku a hodnoty podniku, podává přehled jednotlivých metod pro oceňování a popisuje postupy vedoucí ke správnému ocenění podniku. Mimo jiné jsou zde jednotlivé metody definovány.

Praktická část je zaměřena na konkrétní podnik a stanovení jeho hodnoty. Byly vybrány dvě metody. První metodou je ekonomická přidaná hodnota (EVA), která byla vypočítána podle ekonomického modelu a to toho důvodu, že je v praxi stále oblíbenější a jasně říká, zda podnik vykazuje či nevykazuje hodnotu. Ukazatel je založen na úpravě účetních výkazů a jeho největším přínosem je, že počítá i s cenou vlastního kapitálu. Jako druhá metoda byla vybrána metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) a to s využitím peněžních toků jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Metoda byla vybrána, protože je u českých firem velice často používaná a oblíbená. Pro výpočet byl použit dvoufázový propočet, což znamená, že byly použity data z minulých období i odhady do budoucnosti, které byly diskontovány na současnou hodnotu. Aby bylo možné získat hodnotu vlastního kapitálu podniku, byl odečten cizí úročený kapitál vykázán k datu ocenění podniku (31. prosince 2012).

Na základě teoretických poznatků a konzultací s managementem podniku byly stanoveny hypotézy, které budou následně potvrzeny nebo naopak vyvráceny. Zda budou hypotézy potvrzeny nebo vyvráceny vychází z praktické části, kde jsou metody detailně vypočítány.

Hypotéza H1 - hodnota vybraného podniku vyjde dle ekonomické přidané hodnoty a metody diskontovaného cash flow odlišně z důvodu rozdílného postupu při výpočtu - byla potvrzena. Z výpočtů obou metod je zcela jasné, že výsledné hodnoty se od sebe liší, a to z důvodu rozdílné metodiky při postupu výpočtu. Jak již bylo zmíněno, ukazatel EVA byl určen na základě ekonomického modelu, který spočívá v úpravě účetních výkazů, zatímco metoda diskontovaného cash flow je založena na diskontování peněžních toků určených vlastníkům a věřitelům.

Hypotéza H2 - podnik vykazuje ve sledovaném období kladný výsledek hospodaření, výsledek ekonomické přidané hodnoty bude tedy pravděpodobně kladný - byla vyvrácena. Podnik vykazuje ztrátu pouze v roce 2009 z celého sledovaného období. Proto by se měla ekonomická přidaná hodnota pohybovat spíše v kladných číslech, ovšem EVA byla po celé období záporná. Největší vliv na to měl nízký NOPAT a vysoká čistá operativní aktiva (NOA). Provozní zisk podniku je velmi nízký díky existenci finančního leasingu, a čím vyšší je parametr NOA, tím nižší je ukazatel EVA. V případě analyzovaného podniku nemá smysl stanovit průměrnou hodnotu EVA, protože její hodnota velmi fluktuuje. V roce 2009, kdy podnik utrpěl ztrátu, je ukazatel EVA nejnižší a od té doby vykazuje pozitivní trend. Roku 2012 se hodnota opět snížila.

Závěrem lze konstatovat, že obě vybrané metody patří mezi výnosové metody, které patří na českém trhu mezi velmi oblíbené. Trh České republiky trpí mnohými nedostatky, díky nimž dochází ke zkreslení reality při správném ocenění podniku. Například někdy neplatí, že na trhu existuje bezriziková úroková sazba, jež je použita při odhadu nákladů na vlastní kapitál. Také na skutečném trhu existují transakční náklady, které pro zjednodušení eliminuje model CAPM. Český trh nesplňuje podmínky dokonalého kapitálového trhu, investoři si nemohou neomezeně půjčovat za bezrizikovou sazbu a ne všichni účastníci trhu mají přístup k potřebným informacím.

Také výnosové metody s sebou nesou celou řadu problémů. Největším problémem je stanovení budoucího vývoje podniku, jež je velmi složité jednoznačně určit. V této práci byl odhad tempa růstu stanoven na obecné úrovni (meziroční růst HDP), které zvolený podnik nemusel dosáhnout. Výsledek ocenění je přímo závislý na průměrných nákladech na kapitál a na kvalitě vstupních dat získaných z účetních výkazů podniku.

Každý oceňovatel může při výpočtu hodnoty podniku dojít k jiným výsledkům v důsledku odlišné interpretace stejných skutečností. Neexistuje tedy žádná „správná“ metoda, která by jednoznačně určila hodnotu podniku. Ocenění podniku má omezenou platnost, protože změní-li se jeden z předpokladů, změní se výsledná hodnota společnosti a je nutné provést nové ocenění.

Analyzovaný podnik by měl učinit kroky, které by vedly ke zlepšení podnikové situace. Například by měl zvýšit hodnotu EBIT, a tím zvýšit hodnotu NOPAT, neboť by se zvýšila také výnosová situace společnosti. Dále by měl snížit leasing, který snižuje hodnotu NOPAT a představuje financování aktiv z cizích zdrojů, a zároveň více financovat dlouhodobá aktiva z vlastního kapitálu.

12 Summary

In this diploma work the attention was focused on value assessment of a certain enterprise using different methods of evaluation. As suitable techniques the economic value added method and discounted cash flow method with utilization of the cash flow for both the owners and the creditors were chosen. These two methods were interpreted in the diploma work and calculated from the data acquired from annual reports and financial statements, as well as the information gained from the management of the analysed enterprise. The enterprise value was stated in a five-year-horizon, in the years 2008 – 2012.

The theoretical part of this diploma work defines the issue of enterprise evaluation and enterprise value, it gives the survey of individual evaluation methods and describes the processes leading to the correct evaluation of an enterprise. Moreover, the individual methods are delineated.

The practical part focuses on the value assessment of a specific company. Two methods were chosen. The first one is the Economic Value Added (EVA) which was calculated according to the economic model. The reason was that this method is becoming more and more popular in practice and it says clearly if the enterprise has its value or not. The pointer is based on adaptation of financial statements and its biggest benefit is that it also counts with the price of equity. The second method chosen is the Discounted Cash Flow method (DCF) and that with the utilization of the cash flow for owners as well as creditors. This method was selected because it is used frequently and it is popular with Czech companies. For the calculation a diphasic enumeration was used.

Klíčová slova:
podnik, hodnota, oceňování, oceňovatel, výnosové metody

Keywords:
company, value, valuation, valuator, revenue methods

Seznam použité literatury

- BOETZEL, S., SCHWILLING, A.: *Managing for Value*. London: Capstone Publishing Limited, 1999. ISBN 1-84112-080-4.
- DAMORADAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2010. ISBN 978-0-470-38464-0.
- KISLINGEROVÁ, Eva, Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H.Beck, 2005. C.H.Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozšířené vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2012. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. ISBN 978-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3.upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- NEUMAIEROVÁ, Inka, Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2002. ISBN 80-247-0125-1.
- NÝVLTOVÁ, Romana, Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3158-2.
- PETŘÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. ISBN 978-80-247-3024-0.
- POLÁČEK, Bohumil a Jan ATTL. *Posudek znalce a podnik*. Praha: C.H.Beck, 2006. C.H.Beck pro praxi. ISBN 80-7179-503-8.
- PRATT, Shannon P. a Roger J. GRABOWSKI. *Cost of Capital: Application and Examples*. 4th ed. Canada: John Wiley & Sons, Inc., 2010. ISBN 978-0-470-47605-5.
- REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3441-5.

- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 4. rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena, Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. přepracované a dopl. vyd. Praha: C.H.Beck, 2006. C.H.Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
- VOCHOZKA, Marek, Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2012. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

- http://business.center.cz
- http://cu.vse.cz/
- http://www.cnb.cz
- http://www.czso.cz
- http://www.damodaran.com
- http://www.ekonomicke-analyzy.cz
- http://www.justice.cz
- http://www.mfcr.cz
- http://www.mesec.cz
- https://www.moodys.com

Seznam tabulek:

Tabulka 1: Ukazatelé rentability

Tabulka 2: Ukazatelé aktivity

Tabulka 3: Ukazatelé zadluženosti

Tabulka 4: Ukazatelé likvidity

Tabulka 5: Ukazatelé produktivity práce

Tabulka 6: Ukazatelé kapitálového trhu

Tabulka 7: Majetek pořízený na leasing v letech 2008-2012 (v tis. Kč)

Tabulka 8: Úpravy aktiv vedoucí k NOA (v tis. Kč)

Tabulka 9: Sazba daní v jednotlivých letech (v %)

Tabulka 10: Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT (v tis. Kč)

Tabulka 11: Úroková míra z úvěrů v letech 2008-2012 (v %)

Tabulka 12: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v letech 2008-2012

Tabulka 13: Výpočet WACC (v %)

Tabulka 14: Vývoj ukazatele EVA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)

Tabulka 15: Výpočet FCFF v letech 2008 – 2012 (v tis. Kč)

Tabulka 16: Parametry pro výpočet hodnoty podniku v první fázi

Tabulka 17: Výpočet nákladů na vlastní kapitál v roce 2013

Tabulka 18: Výpočet WACC pro rok 2013 (v %)

Tabulka 19: Pokračující hodnota podniku podle Gordonova modelu (v tis. Kč)

Tabulka 20: Hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2012 (v tis. Kč)

Seznam schémat:

Schéma 1: Základní členění oceňovacích metod
Schéma 2: Postup při oceňování podniku
Schéma 3: Postup při relativním oceňování

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj NOA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)
Graf 2: Vývoj VH z běžné činnosti před zdaněním v letech 2008-2012 (v tis. Kč)
Graf 3: Vývoj NOPAT v letech 2008-2012 (v tis. Kč)
Graf 4: Vývoj WACC v letech 2008-2012 (v %)
Graf 5: Vývoj ukazatele EVA v letech 2008-2012 (v tis. Kč)
Graf 6: EVA podniku CORAX, s.r.o. v letech 2008-2012 (v tis. Kč)
Graf 7: Vývoj FCFF v letech 2008-2012 (v tis. Kč)

Seznam příloh

Příloha 1: Rozvaha 2008-2012 (v tis. Kč) - aktiva
Příloha 2: Rozvaha 2008-2012 (v tis. Kč) – pasiva
Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát 2008-2012 (v tis. Kč)
Příloha 4: Výpočet daně z příjmu na úrovni NOPAT 2008-2012 (v tis. Kč)
Příloha 5: Vývoj EBIT 2008-2012 (v tis. Kč)

Přílohy

Příloha 1: Rozvaha 2008-2012 (v tis. Kč) - aktiva

Ozn.	**AKTIVA**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
	AKTIVA CELKEM	138 105	135 937	132 788	149 937	131 688
B.	Dlouhodobý majetek	30 241	29 959	27 558	25 519	26 206
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	30 241	29 959	27 558	25 519	26 206
1.	Pozemky	1 725	1 725	1 725	1 725	1 725
2.	Stavby	26 681	26 278	24 492	22 730	21 409
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 835	1 956	1 341	1 064	2 444
7.	Nedokončný dlouhodobý HM	0	0	0	0	628
C.	Oběžná aktiva	107 167	105 168	104 175	121 818	103 323
C. I.	Zásoby	12 791	21 431	11 667	29 061	25 826
1.	Materiál	1 684	2 187	2 607	3 400	2 912
2.	Zboží	11 107	19 244	9 060	25 661	22 914
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	469	1 179	1 113
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	287	0
8.	Odložená daňová pohledávka	0	0	469	892	1 113
C. III.	Krátkodobé pohledávky	87 469	77 291	87 135	85 967	69 585
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	75 696	60 535	73 806	76 389	58 984
6.	Stát - daňové pohledávky	516	541	682	546	66
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	423	6 672	247	103	1 575
8.	Dohadné účty aktivní	8 962	6 851	9 545	7 175	6 319
9.	Jiné pohledávky	1 872	2 692	2 855	17 854	2 641
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	6 907	6 446	4 904	5 611	6 799
1.	Peníze	386	757	638	560	526
2.	Účty v bankách	6 521	5 689	4 266	5 051	6 273
D. I.	Časové rozšlišení	697	810	1 055	2 600	2 159
1.	Náklady příštích období	489	591	710	1 006	1 687
2.	Příjmy příštích období	208	219	345	1 594	472

Zdroj: www.justice.cz

Příloha 2: Rozvaha 2008-2012 (v tis. Kč) – pasiva

Ozn.	**PASIVA**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
	PASIVA CELKEM	138 105	135 937	132 788	149 937	131 688
A.	Vlastní kapitál	8 913	5 287	6 036	10 195	12 661
A. I.	Základní kapitál	100	100	100	100	100
1.	Základní kapitál	100	100	100	100	100
A. II.	Kapitálové fondy	800	5 800	5 800	5 800	5 800
2.	Ostatní kapitálové fondy	800	5 800	5 800	5 800	5 800
A. III.	Rezervní fond, nedělit. Fond a ostatní fondy ze zisku	100	100	100	100	100
1.	Zákonný rezervní fond/Nedělit. fond	100	100	100	100	100
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	4 479	7 913	- 713	36	4 195
1.	Nerozdělený zis minulých let	4 479	7 913	- 713	36	4 195
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 434	-8 626	749	4 159	2 466
B.	Cizí zdroje	122 538	119 489	121 011	135 993	117 628
B. I.	Rezervy	9 168	0	0	0	0
1.	Rezervy podle zvl. právních předpisů	2 180	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	6 988	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	7 426	3 959	3 538	4 269	1 781
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	200	0
9.	Jiné závazky	7 396	3 928	3 538	4 069	1 781
10.	Odložený daňový závazek	30	31	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	41 732	48 360	47 754	46 869	39 644
1.	Závazky z obchodních vztahů	33 922	42 214	41 976	40 334	34 826
5.	Závazky k zaměstnancům	3 736	3 534	3 366	3 624	2 948
6.	Závazky ze SZ a ZP	1 154	1 172	1 099	1 135	1 011
7.	Stát - daňové závazky a dotace	865	354	328	113	56
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	518	10	25	12	39
10.	Dohadné účty pasivní	549	1 013	300	655	709
11.	Jiné závazky	988	63	160	996	55
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	64 212	67 170	69 719	84 855	76 203
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	22 181	18 642	15 104	11 565	18 002
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	36 681	48 528	54 615	60 190	58 201
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	5 350	0	0	13 100	0
C. I.	Časové rozlišení	6 654	11 161	5 741	3 749	1 399
1.	Výdaje příštích období	6 564	11 149	5 697	3 742	1 399
2.	Výnosy příštích období	90	12	44	7	0

Zdroj: www.justice.cz

Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát 2008-2012 (v tis. Kč)

Ozn.	**Text**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
I.	Tržby za prodej zboží	109 323	37 321	98 224	62 135	19 060
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	99 443	34 160	89 058	52 030	17 080
+	Obchodní marže	9 880	3 161	9 166	10 105	1 980
II.	Výkony	360 557	324 255	295 681	341 419	333 590
1.	Tržby za prodej vl. výr. a služeb	360 557	324 255	295 660	340 855	333 012
3.	Aktivace	0	0	21	564	578
B.	Výkonová spotřeba	317 098	293 594	270 050	309 390	299 005
1.	Spotřeba materiálu a energie	114 950	104 351	111 233	132 565	129 293
2.	Služby	202 148	189 243	158 817	176 825	169 712
+	Přidaná hodnota	53 339	33 822	34 797	42 134	36 565
C.	Osobní náklady	37 103	42 870	42 008	42 748	38 509
1.	Mzdové náklady	27 183	32 014	30 891	31 466	28 335
3.	Náklady na SZ a ZP	9 369	10 193	10 421	10 604	9 536
4.	Sociální náklady	551	663	696	678	638
D.	Daně a poplatky	2 429	2 734	2 766	3 465	3 626
E.	Odpisy DNM a DHM	2 774	2 804	2 656	2 603	2 262
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	373	181	832	3 178	7 484
1.	Tržby z prodeje DM a materiálu	369	179	708	3 098	7 349
2.	Tržby z prodeje materiálu	4	2	124	80	135
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	218	116	230	104	143
1.	Zůstatková cena DM	218	116	230	104	143
G.	Změna st. rezerv a opr. pol. v prov. obl. a komplex. nákl. př. obd.	438	-7 602	200	1 460	- 532
IV.	Ostatní provozní výnosy	14 913	24 717	18 557	21 120	16 869
H.	Ostatní provozní náklady	7 789	8 002	4 332	4 001	2 365
*	Provozní výsledek hospodaření	17 874	9 796	1 994	12 051	14 545
X.	Výnosové úroky	29	18	16	82	51
N.	Nákladové úroky	4 358	2 991	2 388	3 578	3 131
XI.	Ostatní finanční výnosy	5 262	3 755	11 982	8 475	5 217
O.	Ostatní finanční náklady	13 069	19 203	11 355	13 294	14 437
*	Finanční výsledek hospodaření	-12 136	-18 421	-1 745	-8 315	-12 300
Q.	Daň z příjmu	2 304	1	- 500	- 423	- 221
1.	splatná	2 289	0	0	0	- 221
2.	odložená	15	1	- 500	- 423	0
**	VH za běžnou činnost	3 434	-8 626	749	4 159	2 466
***	VH za účetní období	3 434	-8 626	749	4 159	2 466
****	VH před zdaněním	5 738	-8 625	249	3 736	2 245

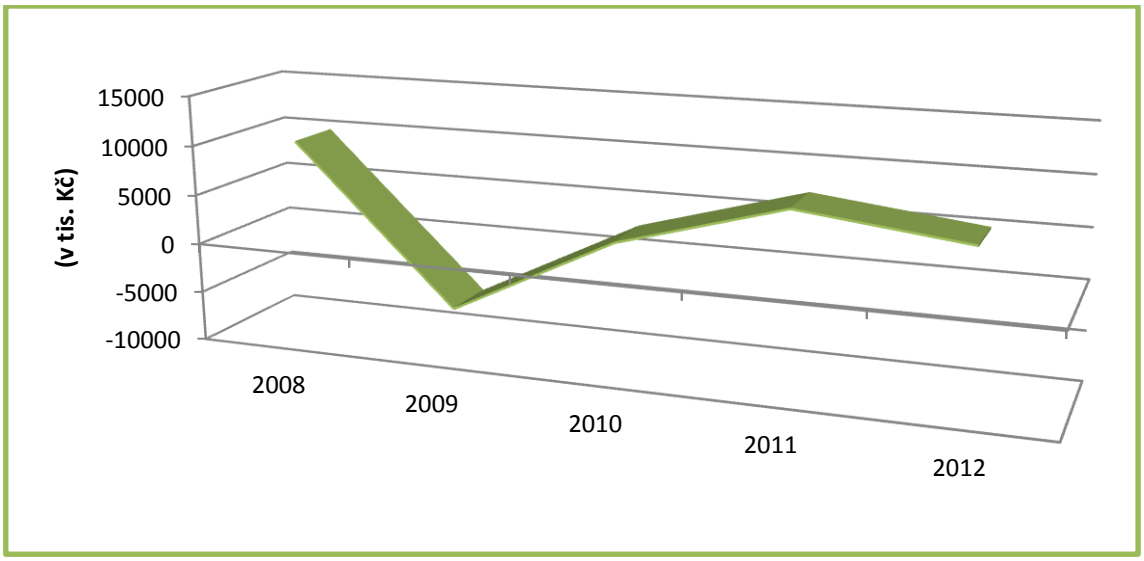
Zdroj: www.justice.cz

Příloha 4: Výpočet daně z příjmu na úrovni NOPAT 2008-2012 (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti před zdaněním – původní	5 738	-8 625	249	3 736	2 245
VH z běžné činnosti před zdaněním – po úpravách	-72 177	-103 738	-85 118	-28 459	-34 714
Rozdíl (původní VH – VH po úpravách	77 915	95 113	85 367	32 195	36 959
Původně placená daň z příjmu	2 304	1	-500	-423	-221
Dodatečně placená daň z příjmu	16 362	19 023	16 220	6 117	7 022
Daň z příjmu na úrovni NOPAT	**18 666**	**19 024**	**15 720**	**5 694**	**6 801**

Zdroj: Vlastní výpočet

Příloha 5: Vývoj EBIT 2008-2012 (v tis. Kč)



Zdroj: Vlastní