



Ekonomická
fakulta
Faculty
of Economics

Jihočeská univerzita
v Českých Budějovicích
University of South Bohemia
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Ekonomická fakulta
Katedra aplikované ekonomie a ekonomiky

Teze diplomové práce

Oceňování podniku

Vypracovala: Bc. Vendula Chalašová

Vedoucí práce: prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.

České Budějovice

2023

Klíčová slova: oceňování, finanční analýza, finanční plán, výnosová metoda, účetní hodnota

Anotace: Oceňování podniku je náročný a složitý proces, který zahrnuje mnoho důležitých kroků. V diplomové práci jsou především představeny základní pojmy, které přibližují celý proces oceňování. Hlavním cílem je charakterizovat postupy a principy oceňování ve vybrané společnosti a na závěr stanovit hodnotu společnosti k určitému datu na žádost vlastníka. Aby bylo dosaženo co nejpřesnější hodnoty je provedena analýza mikroprostředí a makroprostředí, ve kterém společnost funguje. Navazuje finanční analýza, která informuje o finančním zdraví společnosti a je zpracována na základě zveřejněných výkazů. Nejdůležitějším krokem je stanovení finančního plánu na dalších 5 let, který je nezbytnou součástí pro stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosové metody FCFF. V závěru práce je porovnána výsledná tržní hodnota s hodnotou účetní.

Úvod

Oceňování podniku je náročný a složitý proces, při němž je na konci zjištěna hodnota podniku. Je nutné mít rozsáhlé znalosti v oblasti ekonomie, strategické a finanční analýzy a také znát možné metody pro oceňování podniku. Neexistuje jediné, obecně platné a správné universální ocenění (Kislingerová, 2001).

V České republice dnes působí znalci a odhadci, kteří se věnují právě oceňování podniku, ale konkrétní zákony, které by upravovaly tuto problematiku, neexistují, i přes to, že poptávka po samotném oceňování roste. Mnoho metod proto vyplývá ze zahraničních postupů.

V teoretické části této práce jsou představeny základní pojmy, které je nutné znát před samotným oceněním podniku. Dále je analyzován konkrétní postup, který by měl být při oceňování dodržován.

Hlavním cílem diplomové práce je odhadnout hodnotu společnosti, kdy jsou metody a postupy oceňování hlavním prostředkem k dosažení tohoto cíle. V praktické části je oceněn vybraný podnik pomocí zvolené výnosové metody. Důležité je se při ocenění soustředit také na strategickou a finanční analýzu společnosti. Aby bylo dosaženo co nejpřesnější hodnoty, bude provedeno více analýz, které odpovídají charakteristice podniku. Samotnému ocenění pomocí vybraných metod budou předcházet již zmíněné analýzy a také finanční plán. Při zpracování těchto kroků se vychází především ze zveřejněných výkazů společnosti a dalších veřejně dostupných zdrojů a údajů.

Literární rešerše

Teoretická část diplomové práce se soustředí na základní pojmy, které se týkají oceňování a hodnoty podniku. Vysvětluje vzorce a použití ukazatelů finanční analýzy. Zejména horizontální a vertikální analýzu rozvahy a VZZ. Dále jsou zde uvedeny ukazatele poměrové analýzy – aktivity, rentability, zadluženosti, ...

Důležitým ukazatelem je Ekonomická přidaná hodnota (EVA), která představuje ekonomický zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech nákladů včetně nákladů na cizí i vlastní kapitál.

$$EVA = NOPAT - WACC \times C ,$$

kde:

NOPAT - provozní hospodářský výsledek po zdanění,

WACC - vážené kapitálové náklady,

C - investovaný kapitál (Kislingerová, 2001).

Platí zde: $EVA < 0$ ničení kapitálu, který vložil investor

$EVA = 0$ efektivnost investice je rovna nákladům na její pořízení

$EVA > 0$ tvorba nové hodnoty (Čížinská a Marinič, 2010).

Teoretická část dále podává přehled o možných metodách ocenění a popisuje stručně postupy u jednotlivých metod. Hodnota sledovaného podniku je stanovena na základě výnosové metody diskontu cash flow (DCF), konkrétně metodou DCF entity – ocenění celého podniku. Jedná se o metodu, která pracuje s volnými hotovostními toky vlastníků i věřitelů kapitálu. Pro variantu DCF ENTITY je přesně definován peněžní příjem jako Free cash flow to firm (FCFF). Výpočet celkové hodnoty podniku je založen z pravidla na dvoufázovém propočtu, ve kterém se vychází z rozdělení budoucího období na dvě fáze. První zahrnuje období, kdy oceňovatel vypracuje předpověď volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze obsahuje období od konce první fáze do nekonečna (Mařík, 2011).

Výpočet první fáze:

K výpočtu hodnoty v první fázi jsou použity volné peněžní prostředky pro vlastníky a věřitele, které jsou následně diskontovány.

$$FCFF_t = EBIT_t(1 - T) + ODP_t - \Delta WC_t - Investice_t ,$$

kde:

$FCFF_t$ - volný peněžní tok do firmy,

$EBIT_t$ - zisk před úhradou daní a úroků,

T - sazba daně z příjmů,

ODP_t – odpisy,

ΔWC_t - změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva - krátkodobé závazky).

Hodnota 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 do nekonečna.

$$FCFF_{n+1} = FCFF_n * (1 + g).$$

Výpočet druhé fáze

Tato fáze je vypočtena z pokračující hodnoty, která je vydělena rozdílem vážených průměrných nákladů na kapitál WACC a tempem růstu g .

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

kde:

$FCFF_t$ - volný peněžní tok na konci prvního období,

WACC - vážené kapitálové náklady,

g_n - tempo růstu udržitelné do nekonečna (Kislingerová, 1999).

Metodika a cíl práce

Postup, který by měl předcházet při aplikaci oceňovacích metod byl představen v teoretické části. V praktické části budou formulovány tyto postupy a hypotézy na konkrétním podniku, kterým je společnost HELUZ cihlářský průmysl v.o.s.

Tato část práce byla zhotovena na základě účetních výkazů společnosti. Konkrétně se jedná o výkaz zisku a ztráty a o rozvahu za jednotlivé roky 2016 až 2021. Dále byly informace čerpány z webových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu a také ze stránek Českého statistického úřadu.

Pro charakteristiku vybraného podniku HELUZ cihlářský průmysl v.o.s. jsou použity internetové stránky této společnosti. Následuje strategická analýza, kde je pozornost zaměřena i na hlavní konkurenty společnosti. Po zhodnocení mikroprostředí a makroprostředí následuje zhodnocení strategické oblasti. Na tuto analýzu navazuje analýza poměrových ukazatelů, především ukazatele aktivity, rentability, zadluženosti a likvidity, kde je zachycen jejich vývoj ve sledovaných letech pomocí vzorců z teoretické části. Díky provedeným analýzám a získaným datům je sestaven finanční plán společnosti na roky 2022 až 2026.

Závěr práce je soustředěn na samotné ocenění pomocí výnosové metody k 31.12.2021 na žádost majitele firmy za předpokladu tzv. going concern principu, tzn. podnik bude nadále pokračovat ve stejné podnikatelské činnosti.

Praktická část

- **Představení společnosti**

HELUZ cihlářský průmysl patří mezi tři největší výrobce zdicích materiálů v České republice. Jako jediný z těchto výrobců je rodinnou českou firmou. Vyrábí komplexní sortiment cihlářských výrobků pro hrubou stavbu, jehož součástí jsou tepelněizolační cihelné bloky pro obvodové zdivo, cihly pro nosné, příčkové a akustické zdivo, nosné překlady pro venkovní rolety a žaluzie, keramické stropní panely, cihelné komíny, cihelné obkladové pásy a nepálené cihly.

- **Analýza mikroprostředí a makroprostředí**

Sledovaná společnost má na trhu několik konkurentů, ale má vybudované stabilní místo na trhu, kde má své stálé zákazníky. Největším problémem u společností vyrábějící zdící materiál, tudíž i u společnosti HELUZ cihlářský průmysl v.o.s., jsou zvyšující se náklady na energie, vysoká inflace a zvyšující se úroky hypotečních úvěrů.

- **Horizontální a vertikální analýza**

Nejprve je vypracována horizontální analýza rozvahy, výkazu zisku a ztrát a cash flow. Lze tedy pozorovat významné změny za sledované roky 2017 – 2021. Změny jsou vyjádřeny v peněžních jednotkách, ale i procentuálně. Z dat vyplývá, že aktiva i pasiva mají rostoucí tendenci. Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztrát je patrné, že tržby za prodej výrobků také rostou, což vypovídá o pevné pozici společnosti na trhu. Z horizontálního přehledu výkazu cash flow lze vypořádat velkou investici v roce 2020 a zároveň došlo ke snížení čistého peněžního toku z provozní činnosti. I přes snížení stavu peněžních prostředků společnost není ohrožena platební neschopností. Také byla vypracována vertikální analýza obou výkazů. Díky vertikální analýze aktiv, od roku 2017 do roku 2019, převažuje vyšší % zastoupení oběžného majetku nad dlouhodobým majetkem k poměru celkových aktiv. Od roku 2020 je tomu naopak. V pasivech významně převažuje poměr cizích zdrojů nad vlastním kapitálem k položce celková pasiva.

- **Poměrové ukazatele**

Ve finanční analýze poměrových ukazatelů byly zkoumány ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti a ukazatel čistého pracovního kapitálu. Ukazatele rentability byly porovnány s průměrem v odvětví, kdy kromě roku 2020, který byl ovlivněn Coronavirovou krizí, jsou výsledné hodnoty společnosti vyšší než průměry v odvětví. Ukazatele aktivity jsou také srovnány s výsledky v odvětví. Například obrat zásob je po celé sledované období vůči průměru vyšší. Společnost své závazky z obchodních vztahů vůči odběratelům plní v relativně krátký čas. Společnost nedisponuje žádnými dlouhodobými dluhy, tuto skutečnost vyjadřuje dlouhodobá zadluženost, naopak celková zadluženost je ve sledovaném období téměř 100 %, díky závazkům vůči ovládající osobě. V případě likvidity je z výpočtů patrné, že společnost je schopná své závazky hradit včas.

Čistý pracovní kapitál umožňuje oddělit v oběžných aktivech část peněžních prostředků, která je k financování finančních závazků od části, která je relativně volná a může být disponibilním finančním fondem (Růčková, 2019). Dle autorky Kislingerové (2004) pohledávky či závazky vůči spřízněné firmě jsou sice součástí pohledávek či závazků, ale obecně nejsou považovány za součást pracovního kapitálu. Proto v tabulce č. 16 byl čistý pracovní kapitál upraven o položku z rozvahy Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba. Jedná se o propojenou společnost HELUZ s.r.o.

Tabulka 1 - Ukazatel čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál (NWC)	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	156 173	228 919	448 915	352 963	251 779
Krátkodobé pohledávky	77 562	84 867	97 253	47 371	204 871
Krátkodobý finanční majetek	228 999	606 030	560 224	471 297	535 291
Krátkodobé závazky	627 936	1 317 203	1 834 179	1 747 462	709 019
<i>Čistý pracovní kapitál (NWC)</i>	-165 202	-397 387	-727 787	-875 831	282 922
Kr.závazky-ovládaná nebo ovládající osoba	484 403	948 748	1 255 540	1 176 128	xxx
<i>NWC-po vyloučení kr.závazků-ovládaná nebo ovládající osoba</i>	319 201	551 361	527 753	300 297	282 922

Zdroj: vlastní zpracování

- **Ekonomická přidaná hodnota**

Na základě finanční analýzy lze vyhodnotit společnost jako dobře se vyvíjející a fungující podnik. Tato skutečnost je potvrzena dalším ukazatelem z finanční analýzy –

ukazatel EVA, který vyjadřuje hodnotové měřítko výkonnosti podniku. Sledovaná společnost dosahuje kladných hodnot, což značí fakt, že vytváří hodnotu pro vlastníky.

Tabulka 2 - Ukazatel EVA

EVA	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT (EBIT*(1-t)) (v tis. Kč)	78 436	182 397	630 029	171 181	335 671
C (v tis. Kč)	129 539	7 471	5 526	4 362	14 128
WACC	8,12%	7,71%	8,64%	9,94%	12,03%
EVA (v tis. Kč)	67 922	181 821	629 551	170 747	333 972

Zdroj: Vlastní zpracování

• Finanční plán

Při tvorbě plánu byla zohledněna celková ekonomická situace, odbyt, inflace, zvýšení cen energií, úvěrová politika a dále je také navázáno na data ve výkazech z předchozích let.

V roce 2019 ve světě vypukla pandemie COVID – 19, která měla vliv na celosvětový trh a dotkla se většiny odvětví průmyslu. I sledovaná společnost byla touto pandemií ovlivněna. Jelikož vlivy, které působí na poptávku v tomto odvětví mají dlouhou setrvačnost, pokles tržeb po výrobcích se může projevit až na počátku roku 2023, který je v plánu zaznamenán. Výkonová spotřeba je především spojena s náklady na prodané zboží a spotřebu energie. Změna této položky se bude měnit jako změna tržeb a zároveň je připočítán i skokový nárůst cen energií. Osobní náklady rostou, díky předpokládané zvyšující se produktivitě práce. U nákladových úroků se předpokládá zvýšení sazby, tudíž meziroční tempo poklesu bude nižší. Naopak u výnosových úroků se každý rok počítá s nižšími sazbami.

• Oceňování podniku výnosovou metodou

Hodnota analyzované společnosti HELUZ cihlářský průmysl v.o.s. je stanovena pomocí výnosové metody diskontovaného cash flow, který je zaměřen na vlastníky a věřitele. Hodnota společnosti pomocí této metody bude provedena ve dvou krocích. Nejdříve jsou stanoveny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele, ty se následně diskontují a získá se brutto hodnota podniku. V dalším kroku je odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a získá se hodnota vlastního kapitálu. Ocenění bude provedeno k 31.12.2021.

Pro stanovení hodnoty je použit dvoufázový propočet. Jedná se o představu, že podnik můžeme rozdělit na dvě období. V první fázi se vypracuje prognóza volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Ve druhé fázi se uvažuje období od první fáze do nekonečna. Prognóza dat vychází ze stanoveného finančního plánu.

Tabulka 3 - Výpočet FCFF v letech 2022 - 2026 (v tis. Kč) a hodnoty FCFF v 1. fázi

FCFF 1. fáze	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT · (1-t)	348 930	301 275	345 663	389 610	449 324
+ Odpisy	108 609	103 196	118 522	136 152	156 430
- Δ WC	73 090	-166 792	-131 332	-115 799	-109 095
- Investice do DLM	168 169	156 105	183 312	203 645	226 842
FCFF	216 280	415 158	412 205	437 916	488 006
Diskont	1,00	1,11	1,22	1,35	1,52
Diskontované FCFF	216 280	373 237	333 349	318 800	320 084
Hodnota FCFF 1. fáze (tis. Kč)					1 554 715

Zdroj: vlastní zpracování

Pro stanovení pokračující fázi je použit Gordonův model, který je převedený na současnou hodnotu k okamžiku ocenění. K výpočtu je nutné znát ukazatel g , který značí tempo růstu a provést odhad FCFF od roku 2026 do nekonečna. Tento ukazatel byl stanoven na základě předpovědi Cihlářského svazu Čech a Moravy, který tempo růstu stanovil pro rok 2022 na 2,9 %. Odhad FCFF od roku 2026 do nekonečna byl proveden na základě předpokladu stabilního růstu do budoucnosti.

Tabulka 4 - Výpočet FCFF ve 2. fázi (v tis. Kč)

FCFF 2. fáze (v tis. Kč)	2026 a dál
FCFF v prvním roce 2. fáze	502 159
Diskontní míra pro 2. fázi	11,24%
Tempo růstu g pro 2. fázi	2,90%
Pokračující hodnota	6 022 278
Hodnota 2. fáze	3 898 160

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5 - Hodnota podniku celkem (v tis. Kč)

Hodnota podniku celkem (v tis. Kč)	
Hodnota 1. fáze	1 549 833
Hodnota 2. fáze	3 898 160
Hodnota podniku brutto	5 447 992

Zdroj: vlastní zpracování

Závěr

Cílem práce bylo stanovit hodnotu podniku na žádost vlastníka k 31. 12. 2021. Při oceňování je důležité věnovat pozornost i okolí, ve kterém se společnost nachází, a tudíž definovat makroprostředí i mikroprostředí. Samotné ocenění podniku je provedeno pomocí výnosové metody DCF, kdy je potvrzen princip going concern. Konkrétně je použita varianta DCF ENTITY, kdy je přesně definovaný peněžní příjem jako Free cash flow to firm (FCFF) a provádí se na základě stanoveného finančního plánu, který je pro tuto práci stanoven na 5 let. Výpočet je proveden pomocí dvou fází, kdy je nutné vypočítat vážené průměrné náklady na kapitál. Subjektivní hodnota společnosti k 31.12.2021 pomocí této výnosové metody činí téměř 5,5 mld.

Jako doplňková metoda v oblasti oceňování je považována účetní hodnota podniku. Účetní hodnotu lze zjistit z výkazů společnosti. Účetní hodnota je stanovena jako rozdíl aktiv netto a cizích zdrojů. Tato hodnota je výrazně nižší než hodnota společnosti stanovená pomocí výnosové metody. Tento krok potvrzuje skutečnost, že účetní hodnota společnosti podhodnocuje skutečnou hodnotu společnosti.

I zvolená výnosová metoda s sebou nese celou řadu problémů. Jedná se především o stanovení budoucího vývoje podniku, který je velice obtížné jednoznačně určit. V této práci byl budoucí odhad tempa růstu stanoven na základě předpovědi Svazu cihlářů Čech a Moravy. Sledovaná společnost ale takového tempa růstu nemusí dosáhnout. Výsledek ocenění je také závislý na průměrných nákladech na kapitál a také na kvalitě sestaveného finančního plánu, z kterého se vychází při oceňování. Každý oceňovatel může při výpočtu hodnoty dosáhnout jiného výsledku v důsledku odlišné interpretace stejných skutečností. Jak již bylo řečeno v úvodu, pro ocenění neexistuje jednotný postup a pravidla, která by jednoznačně určila hodnotu podniku. Ocenění podniku také závisí na stanovených předpokladech, pokud se jakýkoliv předpoklad změní, výsledná hodnota podniku bude jiná a bude nutné stanovit nové ocenění.

Přehled použité literatury v tezích:

„Plný seznam použité literatury je uveden v textu diplomové práce“.

Čižinská, R., & Marinič, P. (2010). Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. Praha: Grada Publishing.

Kislingerová, E. (2001). Oceňování podniku (2., přeprac. a dopl. vyd). C.H. Beck.

Kislingerová, E. (2004). *Manažerské finance*. C.H. Beck.

Mařík, M. (2011). Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy (3. upravené a rozšířené). Ekopress.

Růčková, P. (2019). Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi (6. aktualizované vydání). Grada Publishing.

Seznam použitých tabulek v tezích:

Tabulka 1 - Ukazatel čistého pracovního kapitálu	6
Tabulka 2 - Ukazatel EVA	7
Tabulka 3 - Výpočet FCFF v letech 2022 - 2026 (v tis. Kč) a hodnoty FCFF v 1. fázi	8
Tabulka 4 - Výpočet FCFF ve 2. fázi (v tis. Kč).....	8
Tabulka 5 - Hodnota podniku celkem (v tis. Kč).....	9