

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra Obchodu a Financí



Diplomová práce

Zhodnocení developerského projektu

Bc. Jiří Uhlíř

© 2020 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Jiří Uhlíř

Hospodářská politika a správa
Podnikání a administrativa

Název práce

Zhodnocení developerského projektu

Název anglicky

Evaluation of the development project

Cíle práce

Hlavním cílem práce je na základě použitých metod vyhodnotit vybraný developerský projekt v Praze a vytvořit návrhy na efektivní využití projektu.

(Vyhodnocení spočívá ve zjištění silných a slabých stránek, vytvoření investičního plánu, analýzy nákladů na projekt, popisu doby nutné k získání stavebních povolení a ve výpočtu návratnosti investice)

Metodika

Metodika diplomové práce spočívá v prostudování odborné literatury, internetových zdrojů a kompilaci dat, které budou získány z výročních zpráv, účetních závěrek a jiných dostupných zdrojů. Budou nastudovány informace ohledně stavebních povolení, cenových map pozemků, získání bankovních úvěrů, finančních analýz, vytvoření přehledu o stavebních možnostech, o době výstavby projektů a investičních plánech. Bude vytvořen model kupní ceny projektu a sestaven plán na návratnost investice. Budou využity statistické metody a ekonomické modely, grafické zpracování a jiné potřebných metod. Na závěr práce bude vytvořeno doporučení pro budoucí využití a bude porovnáno, zda je výhodnější prodat projekt po určité době a změnách, rekonstrukcích nebo si objekt ponechat a provozovat správu budovy.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Development, majetek, oceňování, kupní cena, projekt, investice, pozemek

Doporučené zdroje informací

- Building world magazine: investment – projects – tenants – facility management – construction – design – office – shopping centres – residential – industry – development – real estate. Praha: Building World, 2005-. ISSN 2464-5575.
- LEVY, Sidney M. Project management in construction. 6th ed. New York: McGraw-Hill, c2012. ISBN 978-0-07-175310-4.
- SCHOLLEOVÁ, H. *Investiční controlling : jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2952-7.
- SOUČEK, I. – FOTR, J. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0939-2.
- STAIGER, Roger P. Foundations of real estate financial modelling. Second Edition. New York: Routledge, 2018. ISBN 978-11-380-4618-4.
- ZIMA, Petr. Právo stavby. V Praze: C.H. Beck, 2015. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-566-4.
3. RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.
4. ŠUSTROVÁ, Daniela. Katastrální zákon. Praha: Wolters Kluwer, 2018. Praktický komentář. ISBN 978-80-7598-152-3.
-

Předběžný termín obhajoby

2019/20 ZS – PEF (únor 2020)

Vedoucí práce

Ing. Olga Regnerová, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra obchodu a financí

Konzultant

Ing. Daniela Šálková, Ph.D.

Elektronicky schváleno dne 20. 11. 2019

prof. Ing. Luboš Smutka, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 21. 11. 2019

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 05. 04. 2020

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Zhodnocení developerského projektu" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 5.4.2020

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval paní Ing. Olze Regnerové Ph.D za její vedení, trpělivost a nápomocnost při sepisování této práce. V další řadě bych chtěl poděkovat svým kolegům S+B za odborné rady a postřehy.

Zhodnocení developerského projektu

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá procesem developerského projektu. Od jednotlivých fází, přes akvizici, přípravnou, realizační a závěrečnou. Seznamuje s celkovým průběhem a jednotlivými riziky, která při takovém projektu mohou nastat. Hlavním cílem práce bude vyhodnocení zvoleného developerského projektu, konkrétně pozemku a budov v Praze, které jsou zamýšleny jako investice společnosti S+B. Vyhodnocení tohoto projektu spočívá ve zjištění silných a slabých stránek finanční analýzy, prognózy budoucích tržeb a vývoje společnosti, ocenění společnosti z důvodu výpočtu kupní ceny pomocí obecně uznávaných modelů ocenění. Na závěr práce bude vytvořeno shrnutí zjištěných výsledků zkoumání a předpokládaný odhad kupní ceny projektu, dále budou zmíněna možná budoucí využití, vyhodnocení, zda je výhodnější prodat projekt po určité době a změnách, rekonstrukcích nebo ponechat, předělat a provozovat správu budovy. Tuto problematiku bude řešit praktická část.

Klíčová slova: Development, majetek, oceňování, kupní cena, projekt, investice, pozemek

Evaluation of development project

Abstract

The Diploma Thesis is focusing on the process of the Developer's project. It gives an overview during all the phases of his life cycle, phases such as Acquisition, Preparation, Realization a Final. Acquaintance with the principal of individual processes, risks that can occur. The main point of the Thesis is financial evaluation of examined Project, which contains property and land that holds a place in the city of Prague and is meant to be an investment for the S+B Gruppe company. The evaluation is the combination of different tasks such as a strong and weak financial aspect of the company, sales prognosis and their evolution in the future, Evaluation of business value for price calculation using the general methods of evaluation. As a summary, in the end, there will be a recapitulation of ascertained results and estimation of the Purchasing price. Following a construct of future use for this project, a recommendation if the Project worth holding as a renter and maintain its purpose or selling in a future with magnificent reconstructions. These tasks will be analyzed in the Practical part of Thesis.

Keywords: Development, Property, Evaluation, Purchasing Price, Project, Investment, Land

Obsah

1 Úvod.....	12
2 Cíl práce a metodika	13
2.1 Cíl práce	13
2.2 Metodika	13
3 Teoretická východiska	15
3.1 Developerská činnost	15
3.2 Developerský projekt	15
3.3 Developerský proces	17
3.3.1 Akvizice	17
3.3.1.1 Studie proveditelnosti (Feasibility study).....	19
3.3.2 Přípravná fáze.	19
3.3.3 Realizační fáze.....	21
3.3.4 Závěrečná fáze	21
3.4 Metody hodnocení projektu	23
3.4.1 Výnosové metody	23
3.4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF).....	23
3.4.1.2 Metoda kapitalizovaných výnosů	27
3.4.2 Majetkové ocenění	29
3.4.3 Organizační struktura.....	29
3.5 Finanční stránka developerského projektu.....	30
3.5.1 Investiční výdaje	31
3.5.2 Finanční příjmy.....	31
3.5.3 Cash flow	32
3.5.3.1 Metody vykazování cash flow.....	33
3.6 Hodnocení efektivnosti návratu investice	33
3.6.1 Statické metody.....	33
3.6.2 Dynamické metody	34
3.7 Faktory ovlivňující investiční rozhodnutí	37
3.7.1 Rizika developerského projektu.....	37
3.7.2 Daňové zatížení.....	38
3.7.3 Inflace	39
3.8 Způsoby financování projektu.....	39
3.8.1 Vlastní kapitál	40
3.8.2 Cizí kapitál.....	40
3.9 Finanční analýza.....	41
3.9.1 Rozdílové ukazatele	41

3.9.2	Absolutní ukazatele.....	42
3.9.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	42
3.10	Hodnocení návratnosti investice	45
3.10.1	Prognóza tržeb	46
3.10.2	Zisková marže – EBIT	47
3.10.3	Investice do dlouhodobého majetku	47
4	Vlastní práce	49
4.1	Analýza developerského projektu	49
4.2	Finanční analýza.....	50
4.2.1	Analýza poměrových ukazatelů.....	50
4.2.1.1	Ukazatele rentability.....	51
4.2.1.2	Ukazatele zadluženosti	52
4.2.1.3	Ukazatele aktivity	52
4.2.1.4	Ukazatele platební schopnosti (likvidity).....	53
4.3	Prognóza tržeb a generátorů hodnot s finančním plánem	54
4.3.1	Prognóza tržeb	54
4.3.2	Zisk před zdaněním a úroky (EBIT), Zisková marže	54
4.3.3	Pracovní kapitál	56
4.3.4	Investiční záměr.....	57
4.3.5	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	58
4.3.6	Vážené průměrné náklady (WACC).....	58
4.4	Hodnocení projektu.....	59
4.4.1	Metoda Diskontovaných peněžních toků (DCF) entity	60
4.4.1.1	1. fáze výpočtu pomocí metody DCF.....	60
4.4.1.2	2. fáze výpočtu hodnoty pomocí DCF.....	60
4.4.2	Metoda kapitalizovaných výnosů	62
4.4.2.1	Paušální metoda Kapitalizovaných čistých výnosů.....	62
4.4.2.2	Analytická metoda Kapitalizovaných čistých výnosů.....	64
5	Výsledky a diskuse	66
5.1	Hodnota podniku.....	66
5.1.1	Kupní cena	67
5.2	Investiční plány do budoucna.....	67
6	Závěr.....	69
7	Seznam použitých zdrojů	71

Seznam rovnic

Rovnice 1: Výpočet volného peněžního toku pro věřitele (vlastní zpracování).....	25
Rovnice 2: Výpočet brutto investice (vlastní zpracování).....	25
Rovnice 3: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu.....	25
Rovnice 4: Výpočet Gordnova vzorce.....	26
Rovnice 5: Výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody.....	26
Rovnice 6: Výpočet hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů..	27
Rovnice 7: Dvoufázová metoda výpočtu.....	27
Rovnice 8: Výpočet trvale udržitelného zisku pomocí paušální metody.....	28
Rovnice 9: Výpočet provozního cash flow.....	32
Rovnice 10: Výpočet výnosnosti investic.....	34
Rovnice 11: Výpočet doby návratnosti investice	34
Rovnice 12: Výpočet Čisté současné hodnoty.....	35
Rovnice 13: Výpočet metody Vnitřního výnosového procenta.....	35
Rovnice 14: Výpočet ekonomické přidané hodnoty.....	36
Rovnice 15: Výpočet Čistého provozního zisku po zdanění	36
Rovnice 16: Výpočet průměrných Vážených nákladů na kapitál.....	37
Rovnice 17: Zobrazení možných výpočtů Rentabilit	42
Rovnice 18: Výpočet Rentability celkového kapitálu	43
Rovnice 19: Výpočet Rentability vlastního kapitálu	43
Rovnice 20: Výpočet Rentability dlouhodobého investovaného kapitálu.....	43
Rovnice 21: Výpočet obratu Aktiv	44
Rovnice 22: Výpočet ukazatelů Zadluženosti	44
Rovnice 23: Výpočet Likvidity I. II. a III. stupně	45
Rovnice 24: Výpočet Ziskové marže metodu shora	47
Rovnice 25: Koeficient náročnosti růstu tržeb	48

Seznam tabulek

Tabulka 1: Výnosy a náklady u mateřské a projektové společnosti.....	30
Tabulka 2: Ukazatele Rentability (vlastní zpracování).....	51
Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)	52
Tabulka 4: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)	53
Tabulka 5: Ukazatele Likvidity (vlastní zpracování)	53
Tabulka 6: Prognóza tržeb (vlastní zpracování)	54
Tabulka 7: Zisková marže a prognóza KPVH.....	55
Tabulka 8: Metodika výpočtu Ziskové marže zdola.....	56
Tabulka 9: Prognóza pracovního kapitálu (vlastní zpracování)	56
Tabulka 10: Investice do dlouhodobého majetku společnosti (vlastní zpracování)	57
Tabulka 11: Predikce investic do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)	57
Tabulka 12: Výpočet Rentability investovaného kapitálu (vlastní zpracování)	58
Tabulka 13: Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	58
Tabulka 14: Výpočet nákladů na cizí kapitál.....	59
Tabulka 15: Průměrné vážené náklady na kapitál	59
Tabulka 16: Výpočet FCFF v tis. Kč.....	60
Tabulka 17: Diskontovaný FCFF	60
Tabulka 18: Výsledek výpočtu Gordonova a Parametrického testu.....	61
Tabulka 19: Výpočet výsledné hodnoty podniku podle metody DCF.....	61
Tabulka 20: Výpočet upraveného Výsledku hospodaření před odpisy	63

Tabulka 21: Výpočet Váženého průměru praveného Výsledku hospodaření.....	63
Tabulka 22: Výpočet TČV (e_z)	64
Tabulka 23: Vzorec a kalkulace úrokové míry	64
Tabulka 24: Výpočet Analytické metody	65

Seznam obrázků

Obrázek 1: Schéma developerského procesu (vlastní zpracování)	17
---	----

Seznam použitých zkratek

DCF – Diskontovaný cash-flow

KČV – kapitalizované čisté výnosy

MHMP – Magistrát hlavního města Praha

IPR – Institut plánování a rozvoje hl. města Prahy

EIA – Posuzování vlivů na životní prostředí

ČR – Česká republika

EVA – Ekonomická přidaná hodnota (*Economic Value Added*)

FCF – volný peněžní tok (*Free Cash Flow*)

FCFF – volný peněžní tok pro firmy (*Free Cash Flow to Firms*)

KPVH – korigovaný provozní výsledek hospodaření

TČV – trvale udržitelné čisté výnosy

HDP – hrubý domácí produkt

DN – doba návratnosti

ROE – rentabilita vlastního kapitálu (*Return on Equity*)

ROA – rentabilita Aktiv (*Return on Assets*)

ČSH – Čistá současná hodnota

VVP – Vnitřní výnosové procento

NOPAT – Čistý provozní zisk po zdanění (*Net Operating Profit after Taxes*)

WACC – Vážený průměr nákladů na kapitál (*Weighted Average Cost of Capital*)

ČPK – Čistý pracovní kapitál

ROCE – rentabilita investovaného kapitálu (*Return on Capital Employed*)

EBIT – zisk před úroky a daněmi (*Earnings before Interest and Taxes*)

CAPM – model oceňování kapitálových aktiv (*Capital Asset Pricing Model*)

1 Úvod

Developerské prostředí je z dnešního hlediska velice zajímavé odvětví, které přináší různé výzvy a dává mnoho možností k rozvoji, právě z tohoto důvodu je velice důležité rozhodnutí, které projekty stojí za realizaci a které nikoli. Jako developer vstupující do daného projektu, musíte počítat s dlouhodobým plánem, který je třeba naplánovat hned na začátku, předvídat možné scénáře a být schopen jednat při jakékoliv situaci. Jedním z hlavních cílů, kterého chcete dosáhnout je zisk, jako kterýkoliv jiný podnikatel, nicméně zde je developer ziskový až po dlouho době, kdy je projekt dokončen a připraven k prodeji nebo pronájmu.

Důležitým krokem pro developera je fáze Akvizice, kde se provádí mnohá zkoumání potencionálního projektu, především procesy finanční a právní due-dilligence. Při koupi vybraného projektu je třeba tento projekt ocenit. Ocenění má mnoho způsobů, záleží především na typu ocenění. Ocenění není jednoduchá záležitost a patří k jedním z nejvíce diskutovaných záležitostí při vyjednávání zainteresovaných stran. Střetává se nám zde nabídka a poptávka. Ne vždy je jednoznačné, jakým způsobem tedy ocenit daný projekt, jsou různé situace a různé podniky, proto je třeba hlubší analýza pro dané výpočty. Díky tomuto ocenění tržní hodnoty může poté strategický management řídit efektivnost podniku a nastavovat jeho procesy a dělat důležitá rozhodnutí.

Jedná se tedy o komplexní výpočet, který vychází z hlubokého porozumění a odborných znalostí oceňovatele, který musí mít přehled o podnikové ekonomice, tržní situaci a musí se vyznat ve finanční analýze a metodách oceňování. Důležitá je také transparentnost podniku, protože je zapotřebí velké množství dat, které musí být věrohodné a dostupné, pro stanovení takové hodnoty podniku.

Nikdy však nelze u takovýchto projektů stanovit přesnou cenu, neboť zde musíme započítávat takové faktory jako užitek pro majitele podniku, který ovlivní hladinu hodnoty podniku. Důležité je vždy brát v potaz budoucí využití společnosti, protože takovéto společnosti vždy investují do budoucna, nikoli v danou chvíli.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem této diplomové práce je zhodnocení developerského projektu, který je součástí finančního záměru společnosti S+B Gruppe. Jedná se o potencionální podnik se sídlem v Praze na Pankráci. Tento podnik disponuje lukrativními pozemky na Praze 4 a jeho zisky z pronájmu nemovitosti jsou slibným investorským cílem. Díky této poloze však může přinést v budoucnu i potenciál pro nové stavební příležitosti. Tato práce má přinést takový přínos, který má vypovídací možnosti při rozhodování investora. Hodnotí se jeho finanční stránka a stabilita, která je důležitá co do budoucnosti podniku.

Hlavním cílem této práce je zhodnocení hodnoty podniku a tím zjištění kupní ceny, která je velmi často kritickým bodem při dohodách dvou stran. Tato cena vychází z všeobecně platných metod, které jsou používány na celém světě. Avšak slouží především jako orientační a základní cena. Je třeba brát v potaz také užitkovou cenu pro majitele, která je vždy různá. Již v tuto chvíli je patrné, že tento projekt, který se stal cílem naší společnosti dává protistraně velkou výhodu v rámci vyjednávání.

Tedy výsledkem této práce je odhadnutá cena zmiňovaného podniku, a celkové zhodnocení finanční stránky této společnosti.

2.2 Metodika

Zpracování této práce bylo rozděleno do dvou hlavních kapitol. Každá z těchto částí je pak následovně dělena dalšími dílčími kapitolami. První kapitolou jsou Teoretická východiska. Ta se dělí na části, kde je hodnocen průběh developerského projektu, ten je rozdělen na specifické fáze developerského procesu a spočívají v prostudování odborné literatury, která je možná získat z knih, internetu a získaných poznatků od předních odborníků tohoto oboru.

V další části první kapitoly jsou popsány metody hodnocení finanční analýzy, tyto metody vychází z horizontální a vertikální analýzy a v poslední řadě nastínění postupu ocenění hodnoty podniku. Konkrétními metodami jsou výnosové metody Čistých kapitalizovaných výnosů a Diskontovaného cash-flow.

Druhá hlavní kapitola se jmenuje „Vlastní práce“, v této kapitole je popsána na základě informací získaných ze stránek justice.cz v podobě účetních závěrek společnosti XY mezi lety

2014–2018 obecná struktura podniku a jeho činnost. Dále na základě dat získaných z Účetních výkazu a interních informací je provedena vertikální analýza, která obsahuje výpočty finanční stability podniku přes poměrové ukazatele jako je rentabilita podniku, likvidita a ukazatele zadluženosti.

Na základě analýzy dat z účetních výkazu je provedena analýza a prognóza generátorů hodnot, které jsou zapotřebí při výpočtech hodnocení podniku.

Pro výpočet hodnoty podniku byly využity metody diskontované cash-flow a Kapitalizované čisté výnosy. Na základě výsledků těchto hodnot je stanovena hodnota podniku vycházející na základě těchto propočtů.

Poslední kapitola je sumarizací získaných poznatků z provedených výpočtů a jejich slovní ohodnocení.

3 Teoretická východiska

3.1 Developerská činnost

Developerská činnost představuje soubor úkonů, které začínají u vyhledávání investičních příležitostí, pokračují projekční činností spojenou s náročnou komunikací s orgány státní správy a po získání potřebných povolení jsou završeny samotnou realizací projektu. Zisk developerského projektu je generován jeho prodejem či pronájmem.

Tento soubor úkonů se skládá z různých fází developerského projektu. Jednou z prvních fází je zajištění lukrativního pozemku, vytvoření projektu po technické stránce a získávání stavebních povolení, v další řadě zajištění subdodavatelů na výstavbu projektu, kolaudace a v poslední řadě nalezení investora, který daný objekt odkoupí. Development není přímo definovaný a je jen málo literatury, která o tom pojednává. Slovo development v angličtině znamená vývoj, rozvoj, zástavba nebo rozmach. V ČR se dříve používal termín „investiční výstavba“, který byl ale všeobecnou jazykovou globalizací pod vlivem anglického jazyka potlačen. V praxi se jedná o vývoj a realizaci nemovitosti spolu s jejím financováním, tedy tento způsob podnikání má mnohem větší záběr a je mnohem komplexnější než klasické stavebnictví ve smyslu pouhé výstavby objektů. Důležitou náplní je celého projektu je následný prodej investorovi. Tedy zisk developera je prodejní cena projektu ponížena o veškeré náklady spojené s financováním, vývojem a výstavbou.

3.2 Developerský projekt

Developerské projekty mohou mít různé podoby. Některé mají formu dlouhodobé investice, které slouží k uchování majetku společností a diverzifikaci rizik, jiné jsou realizovány obrátově, s čistým zaměřením na jednorázový zisk. Developerské projekty se také dělí na základě rizik a kapitálu. V dnešní době se nejvyšší rizika pojí se získáním potřebných povolení k výstavbě. Pokud zakoupí developer stavební pozemek v Praze, průměrný doba, než může zahájit výstavbu, se k dnešnímu datu pohybuje kolem sedmi let a prognózy do budoucna nejdou příliš optimistické. Situace je v tomto ohledu natolik alarmující, že se jí věnuje předseda vlády osobně a dohlíží na práci MMR, které má v gesci koordinaci vzniku nového stavebního zákona, který má vejít v platnost od ledna 2021. Odborná veřejnost má však důvodné obavy, že ke zkrácení správních procesů nedojde, přes veškerou snahu jeho

tvůrců. Složitost povolovacích procesů a jejich nepřiměřený časový horizont vedou k často kritizované kriminalizaci tohoto oboru.

V této souvislosti je třeba poznamenat, že se na trhu ČR pohybuje řada developerů, kteří mají z výše uvedených rizik natolik vysoké obavy, že jsou připraveni zakoupit pouze projekty s min. pravomocným územním rozhodnutím, které jim garantuje, že bude možné zahájit výstavbu projektu např. do 2-3 let, což je z hlediska financování projektu mnohem přijatelnější.

Většinou se jedná o výstavbu obchodních center, kancelářských budov nebo bytových staveb. A právě v tomto bodě je důležité to, že se nejedná pouze o výstavbu, ale o zprostředkování veškerých stavebních povolení, řízení projektů, technické a projektové plánování, výběr pozemků, architektonické výkresy anebo správa budovy. Ve většině případů se developer stává investorem celého projektu, ale může zde být více subjektů, neboť takový projekt je velice nákladný. Z většiny času je nositelem všech rizik, především na začátku projektu, až po prodej finálnímu investorovi (kupujícímu), který je většinou investiční společností. Můžeme tedy říct, že jde o investiční projekt, který představuje souhrn technických, ekologických, architektonických a ekonomických studií sloužících k přípravě, realizaci, provozování, financování dané nemovitosti.¹

Developerské firmy obvykle nerealizují jen projekty, kde sami vystupují v pozici investorů. Velmi obvyklým jevem jsou tzv. projekty design-built, kdy developer vyvíjí projekt již od jeho zahájení rovnou pro konkrétního finálního majitele/uživatele) většinou nadnárodní investiční fond). V tomto případě nemusí developer investovat do projektu vlastní kapitál a může pracovat na více projektech, než by mu jeho vlastní kapitálové možnosti dovolovaly. V případě design-built zakázky nemá developer v rámci vývoje projektu tak volné ruce, podlého schvalovacím procesům zadavatele, jeho kontrole a vedení. Jeho zisk není vázán na prodej projektu, smlouvy se uzavírají na honoráře spojené s dosažením jednotlivých fází projektu. Developer je také vázán konkrétním časovým harmonogramem.

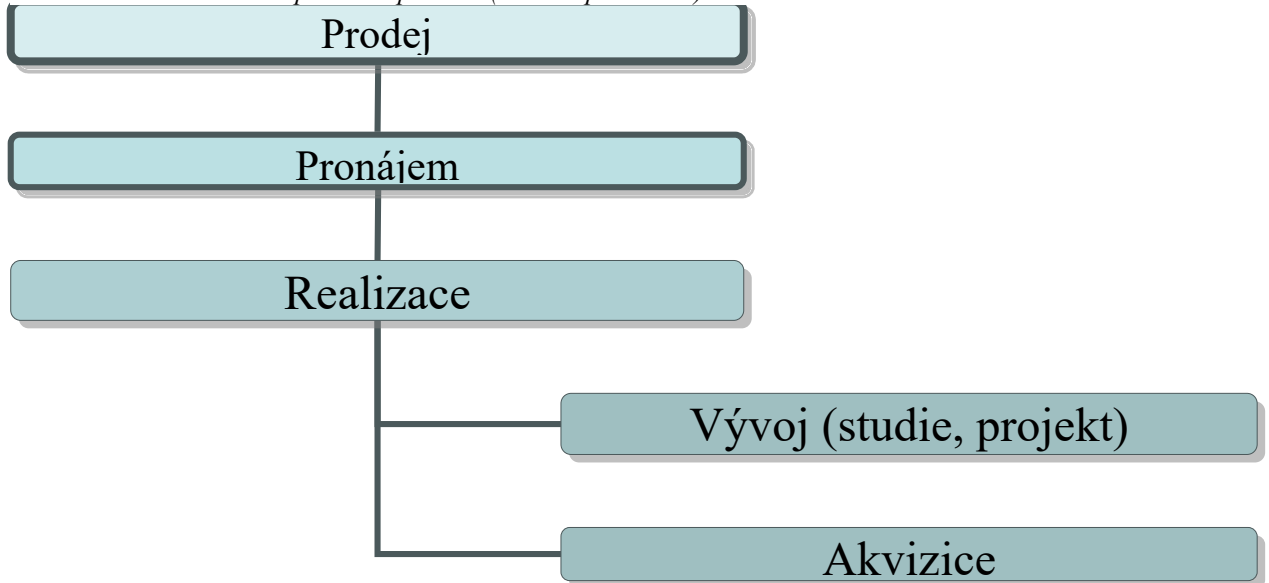
Velmi často dochází u developerských společností ke kombinaci obou typů developerských projektů.

¹ FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2005. Expert (Grada). ISBN 80-247-0939-2.

3.3 Developerský proces

Developerský proces se dělí na několik základních etap: Akvizice, jako je přípravná fáze (zpracování investičního záměru, projekční činnost, realizační a závěrečná (exit). Jedná se o systém, který by měl běžet bez přerušení s návazností se všemi částmi projektu jako jeden organismus. Měl by být unikátní a vyznačovat nějaký cíl. Jedná se o proces, který zohledňuje lidské, časové a finanční a materiální faktory.²

Obrázek 1: Schéma developerského procesu (vlastní zpracování)



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.1 Akvizice

Každá developerská firma se zaměřuje na konkrétní typ developerských projektů. Na trhu v ČR je jen velmi málo developerských společností, které se dokáží zaměřit na veškeré segmenty trhu.

Akvizice je prvním, avšak nejdůležitějším krokem v životě projektu. Nesprávné rozhodnutí ohledně volby nové akvizice může být pro firmu dlouhodobě likvidační, zejména při ochlazení trhu. Chronicky známým, leč stále platným pravidlem je, že rozhodující význam pro akvizici projektu má správný výběr lokality. Není žádným tajemstvím, že luxusní projekt na průměrné lokalitě se dá prodat pouze průměrně – a naopak. Jednotlivé developerské společnosti mají proto velmi precizně vypracované interní parametry pro nákup pozemků/nemovitostí, kterých se velmi pevně drží.

² ACHOUR, Gabriel. Developerské projekty II. - Realizace projektu. Eprávo [online]. 2014, 2014(2.), 2 [cit. 2019-10-28]. DOI: 22849. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/developerske-projekty-ii-realizace-projektu-22849.html>

V této fázi dochází k vytváření rámce celého budoucího projektu. Začíná analýzou potenciálních investičních příležitostí, tzn. možnostmi výstavby na daném místě (typ projektu, jeho objem, a následně o ceně pozemku, která je předmětem obchodního jednání.

Ačkoliv základní využití pozemku je v Praze definováno Územním plánem (který by v budoucnu měl být nahrazen plánem Metropolitním), je vždy třeba ověřit jeho potenciální využití na orgánech státní správy.

Teoreticky je možné zakoupit nestavební pozemek jako investici a pokusit se o změnu Územního plánu na pozemek stavební, ale do těchto pokusů se v současné době vrhají jen ti neodvážnější. Schválení Metropolitního plánu je v nedohlednu, nicméně do jeho schválení jsou jakékoliv změny Územního plánu pozastavené, kromě projektů strategického významu.,.

Zda má akvizice potenciál stát se životaschopným projektem se řeší kombinací architektonické studie a studie proveditelnosti. Na základě studie proveditelnosti projednává developer s bankami možnosti financování.

V současné době požadují banky po developerovi, aby akvizici financoval ve většině případů sám a jsou ochotny poskytnout financování až na vývoj a realizaci projektu. Vlastní kapitál pro realizaci projektu je tedy rozhodujícím faktorem. (podrobněji v kapitole Feasibility Study)³

V případě kladného rozhodnutí pro koupi a realizaci projektu, u většiny případů dochází k vytvoření nové projektové společnosti, která se stává dceřinou společností hlavního developera, má na ní 100 % vlastnická práva. Tato nová projektová společnost kupuje tento projekt a nese všechny právní náležitosti pro realizaci projektu. Tento krok je důležitý z pohledu developera, že vytváří novou společnost, která nemá žádnou historii, a proto v budoucnu, kdy dojde k prodeji, není třeba se obávat určitých problémů, které se často vyskytují u dlouholetých společností. Dalším hlavním důvodem je ten, že developer prodává celou firmu při dokončení projektu, nikoliv budovu s majetkem, touto cestou se vyhne daňovému zatížení. V neposlední řadě je to z toho důvodu, aby došlo k oddělení činností developera, které nemají s projektem nic společného, a ke kontrole finančních toků projektové společnosti a jeho řízení. Je to také podmínka banky pro udělení bankovního úvěru. Jedná se o kapitálové společnosti, protože jejich výhodou je snadné převádění vlastnických podílů.

³ VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2., přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.

Mezi Mateřskou a dceřinou (projektovou) společností dochází k uzavírání mnoha mezipodnikových smluv, jako je například, řízení projektu, odměna za sídlo,⁴

3.3.1.1 Studie proveditelnosti (Feasibility study)

Nejdůležitější dokument z hlediska pohledu developera, který je také nazýván technickoekonomická studie. Jedná se o dokument, který popisuje veškeré procesy, plány s daným projektem, investičním záměrem pro vnější čtenáře. Obsahuje veškeré body, které v průběhu projektu nastanou. Úvodní částí je zdůvodnění realizace projektu a popis etap projektu. Dalším bodem je vymezení řízení projektu, tedy projektový a management tým. Důležitou částí Studie proveditelnosti je technická a technologická analýza a řešení projektu. Finanční analýza a investiční plán, dále analýza a řízení rizik, studie udržitelnosti, vliv na životní prostředí. Celá tato práce ve skutečnosti je Studií proveditelnosti, jedná se soubor všech bodů, které musí developer zvážit, vyhodnotit, aby zjistil, zda tento projekt má smysl. Tato studie spadá na náklady developera, neboť v průběhu této přípravy není nic jisté, jedná se pouze o studii.

Mezi důležité části přípravné fáze je finanční analýza projektu. Zde je třeba hodnotit jaká bude návratnost z projektu, jaké náklady bude třeba vynaložit a jakým způsobem bude projekt financován. Vypracování technických a ekonomických studií, studií proveditelnosti, zjištění veškerých možných překážek při případné realizaci. Součástí této studie jsou všechny podstatné finanční, technické, obchodní a jiné body, sloužící k určení efektivnosti projektu. V této etapě nese developer veškerá rizika, protože veškeré tyto úkony nese na vlastní náklady s nejistotou, zda daný projekt bude realizován, avšak jedná se o nutné náklady pro přípravu projektu a neměly by do něho býti brány v potaz. Patří sem finanční analýza, zhodnocení majetku a pozemků, stavební povolení, možnosti financování, návratnost investice, analýza konkurentů a jeho využití v budoucnosti. Po této studii všech faktorů dochází k finálnímu rozhodnutí o přijetí či zamítnutí projektu.⁵

3.3.2 Přípravná fáze.

Přípravná fáze projektu trvá obecně min. 2-3krát déle, než samotná výstavba. Spadají pod ní veškeré projekční práce a správní řízení.

⁴ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.

⁵ *Feasibility Studies in Construction Projects: Practice and Procedure*. Informa Law, 2019, 2019. ISBN 9780415715263.

U projektu na zelené louce je třeba projít procesem schválení základního konceptu (studie), kterou schvaluje MHMP, komise rozvoje příslušné městské části a útvar hlavního architekta Prahy IPR. Teprve po získání předběžných souhlasných stanovisek ke studii plánovaného záměru se vyplatí zahájit reálnou projekční činnost.

V dnešní době je kladen velký důraz na životní prostředí, a tak prvním stupněm schvalovacích procesů, kterým musí developer projít, je potenciální dopad projektu na životní prostředí, tzv. EIA. EIA řeší vliv navýšené dopravy na okolí projektu, vlivy osvětlení, oslunění, emisí atd.

Dalším stupněm správního řízení, kterým developer musí projít, je územní řízení, které definuje architekturu, objem stavby a její umístění na příslušném pozemku včetně dopravního připojení, připojení na media a podíl zeleně na pozemku. Největším úskalím ve správních řízeních EIA a územním řízení je okruh účastníků zřízení, mezi kterými jsou zahrnuti majitelé sousedních pozemků, místní environmentální sdružení, jejich časté námitky a žaloby jsou účelové.

Posledním stupněm správního řízení je proces stavebního povolení, který řeší zejména technické detaily samotného projektu a nebývá z hlediska správního řízení již příliš kontroverzní.

Účelové žaloby účastníků správních řízení EIA a územního řízení způsobují v současné době většinu dramatických zdržení v realizacích projektů, velmi často bytových objektů. Tato skutečnost je jednou z hlavních příčin, proč se v Praze dostatečný počet bytů nestaví a proč dle dostupných statistických údajů chybí cca 30.000 bytů a u těch, které jsou na prodej, dramaticky stoupají ceny. Nárůst cen bytů jen za 4 kvartál roku 2019 je uváděn ve výši 7 %. Nárůst ceny bytů od roku 2015 se uvádí ve výši 50-60 %.⁶

Stavební zákon č. 183/2006 Sb., o územním plánování a stavebním řádu

Katastrální zákon č. 256/2013 Sb., o katastru nemovitostí

⁶ SVOZILOVÁ, Alena. *Projektový management: systémový přístup k řízení projektů*. 3., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0075-0.

3.3.3 Realizační fáze

Fáze výstavby je z pohledu developera fází veskrze radostnou, jelikož překonal černou díru neuchopitelných a nepředvídatelných situací spojených se správnými řízeními a dostává se do situace, kdy může řídit projekt svými silami.

Aktuální situace na stavebním trhu je k dnešnímu datu pro developery ne zcela výhodná. Stavební firmy jsou zcela vytížené, prakticky bez personálních rezerv. Učňovské školství v ČR prakticky neexistuje. Pod společným tlakem největších stavebních společností byly ve 4Q2019 zdvojnásobeny kvóty zahraničních dělníků z Ukrajiny na 40.000 a možnost jejich pracovních povolení prodloužena z 6ti měsíců na 3 roky. Tato legislativní úprava řeší chronický nedostatek pracovníků ve stavebnictví pouze částečně.

Realizační fáze projektu je finančně nejnáročnější, tvoří 60-67 % z celkových investičních nákladů. Pro plynulý chod projektu je třeba udržovat dostatečné finanční prostředky a financování této fáze vhodně nastavit s financující bankou, Financující banka pečlivě sleduje průběh výstavby a uvolňuje finanční prostředky vždy jen na základě skutečně provedených prací. Realizační fáze je poměrně riziková, proto je třeba aby společnost měla velké rezervy na jejich krytí.⁷

Tato fáze je završena dokončením nemovitosti a její kolaudací, umožňující její užívání.

3.3.4 Závěrečná fáze

Kvalita výstavby je podmínkou nutnou, nikoliv však postačující. Hlavní hodnotou dokončené nemovitosti je její konkurenceschopnost. U bytových projektů se jedná samozřejmě o dosažené prodejní ceny, u nemovitostí komerčních jsou zásadní jejich výnosy. Výnosy nemovitostí tvoří základní parametr finální kupní ceny.

Proto se již v průběhu výstavby developer intenzivně snaží za pomoci standardních marketingových nástrojů danou nemovitost na trhu prezentovat a inzerovat. Největší bytové developeri disponují vlastními realitními kanceláři, klientskými centry a sofistikovaným klientským softwarem, protože kvalitní služba zákazníkům je pro prodej či pronájem klíčová.

Komerční developeri spolupracují zejména s mezinárodními realitními kanceláři, které mají kontakty na nadnárodní klientelu. Velmi specifickým odvětvím jsou segmenty hotelů a obchodních center, kterými se zabývají jen vysoce specializovaní odborníci.

⁷TOMÁNKOVÁ, Jaroslava a Dana ČÁPOVÁ. *Řízení projektů ve výstavbě*. Praha: České vysoké učení technické, 2012. ISBN 978-80-01-05163-4.

Developeři zabývající se kancelářskými budovami v nich již v průběhu výstavby často budují vzorové kanceláře, aby si klienti mohli udělat představu, jak bude dokončený prostor vypadat, své místo mají i vizualizace projektů, brožury a další propagační materiály.⁸

V tomto bodě dochází k finální části developerského projektu a tím je jeho prodej. Prodej developerského projektu se liší podle jeho typu. Bytové projekty se většinou prodávají jednotlivcům po samostatných bytových jednotkách, ačkoliv se také setkáváme s prodejem celých bytových objektů, které jsou dále využívány pro nájemní bydlení.

U komerčních developerských projektů se prodej uskutečňuje buď formou prodeje nemovitosti nebo prodejem společnosti. Ve většině případů se developer snaží každý jednotlivý projekt vyvíjet v rámci samostatné účelově založené společnosti bez delší historie vzhledem k tomu, že prodej společnosti (jejích akcií či podílů) je pro obě smluvní strany z daňového pohledu výhodnější.

K prodeji nemovitosti dochází zřídka. K prodeji pouhé nemovitosti se smluvní strany uchylují zejména v případech, kdy prodej společnosti kupující vyhodnotí jako rizikový (zejména u společností s dlouhosáhlou historií, která např. zasahuje období před revolucí nebo kdy se v rámci due diligence objeví v rámci prověřování vlastnické společnosti zásadnější problémy (fúze, odštěpení spol., nesrovnalosti v účetnictví, odpisech atd.)⁹

Administrativní budovy v Praze na kvalitních lokalitách vybudované v evropském standardu (realitními makléři definovaném jako standard AAA, ačkoliv konkrétní definice tohoto standardu je spíše společenský úzus, nepodložený právními normativy) s pronajímatelnou plochou od 5.000 m² se obvykle prodávají investičním fondům a institucionálním investorům. Starší objekty či objekty v méně kvalitních lokalitách mívají také své kupce, ať už soukromé osoby, menší společnosti či méně významné fondy.

Majitel AAA administrativní budovy se často snaží svůj projekt prodat formou výběrového řízení, dochází však i k přímým prodejům. Prodej je většinou dvoustupňovou záležitostí.

Poté, co budoucí kupující nabídne vyšší kupní ceny a prověří si kvalitu projektu formou technické, finanční a právní due diligence, uzavírá se v první fázi budoucí smlouva kupní, která stanovuje základní podmínky prodeje, tzn. cenu, způsob transakce atd.

⁸ HRDÝ, Milan. Hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů EU. Praha: Aspi, 2006. ISBN 80-7357-137-4.

⁹ Životní cyklus a fáze projektů. *Business Info.cz oficiální portál pro podnikání* [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://www.businessinfo.cz/navody/zivotni-cyklus-a-faze-projektu/>

V této fázi vyjednávání musí zájemce složit kauci, která je poměrnou částkou z kupní ceny. Po určitý čas musí zájemce připravit způsob financování a v případě odsouhlasení dochází k vytvoření budoucí kupní smlouvy. V této smlouvě se řeší, jakým způsobem bude provedena úhrada, předání nemovitosti, dokončení stavby, možné změny podle přání klienta. Po splnění všech podmínek daných budoucí kupní smlouvou se podpisuje smlouva kupní, na jejímž základě jsou převedena vlastnická práva na nového majitele.¹⁰

3.4 Metody hodnocení projektu

Mezi způsoby, které se používají při hodnocení podniku patří mnoho metod. Hlavní definované metody se dělí na tři skupiny. Tyto skupiny jsou Výnosové metody, Majetkové a Tržní. Pro účely této práce budeme pracovat s Výnosovými metodami.¹¹

3.4.1 Výnosové metody

Nám udávají hodnotu očekávaného užítku pro vlastníka, který je dán právě očekávanými výnosy. Tyto očekávané výnosy jsou dány současnou hodnotou budoucích výnosů a jsou rovny čisté současné hodnotě budoucích výnosů. Důležitá je zde definice výnosů, může se jednat o příjmy, výnosy, peněžní toky nebo hospodářský výsledek.

Patří sem 4 metody výpočtu, metoda kombinovaná je kombinací třech předešlých. Všechny metody mají stejný princip, kde dochází k převodu očekávaného budoucího výnosu pomocí diskontu na současnou hodnotu.

- Diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Kapitalizovaných čistých výnosů
- Ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované – korigované výnosové metody¹²

3.4.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Tato metoda patří k hlavní výnosové metodě, která se dále člení podle kalkulace peněžních toků na 3 metody. Je využívána u silných a stabilních společností.

¹⁰ COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, [1994]. ISBN 80-85605-41-4.

¹¹ BRADÁČ, Albert. *Teorie oceňování nemovitostí*. 8., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. ISBN 978-80-7204-630-0.

¹² MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

- **Metoda DCF entity** – pracuje s celkovým kapitálem a nerozděluje jednotlivé skupiny majetku. Celkový kapitál zde má jiný význam než z hlediska majetku, jedná se o diskont k jeho ceně, tedy cena kapitálu. Vezmeme peněžní toky, které jsou určeny pro vlastníky a věřitele. V prvním kroku je provedeno diskontování a tím získáme brutto hodnotu celého podniku. V druhém kroku odečteme cizí kapitál a dostaneme netto hodnotu podniku.
- **Metoda DCF equity** – stejná metoda jako metoda entity, akorát s tím rozdílem, že zde pracujeme pouze s vlastním kapitálem. Tedy dochází k diskontování peněžních toků, které jsou určeny pouze pro vlastníky.
- **Metoda DCF APV** – upravená současná hodnota (*Adjusted Present Value*) vychází ze dvou hodnot, kde první hodnota představuje hodnotu podnik při nezadluženosti a druhá hodnota je současná hodnota daňových úspor z úroků. Následně je od těchto hodnot odečtena hodnota cizího kapitálu a výsledkem je netto hodnota podniku.

Všechny tyto metody nám tedy zjišťují hodnotu majetku, přesněji řečeno vlastního kapitálu. Rozdíl se nachází ve způsobu zjištění vlastního kapitálu. Pro tuto práci se budeme věnovat metodě DCF Entity, která je základní a nejpoužívanější. U této metody se pracuje s investovaným kapitálem, který se vypočítává přes určení nákladů na investovaný kapitál. Náklady na investovaný kapitál je tvořen diskontní mírou.¹³

Pro správný výpočet je třeba správně rozlišit určité položky kapitálu. Ten je v pasivech tvořen vlastním kapitálem, cizím kapitálem, který je úročený, závazky a nákladovými rezervami. Důležité je správné rozdělení závazků, které jsou z většiny případů úvěrového rázu. Problém nastává, že náklady plynoucí z úvěru jsou již započteny v jeho ceně. Proto se zde pracuje s pracovním kapitálem, který zjistíme tak, že od oběžných aktiv odečteme krátkodobé závazky a investice. V dalším kroku je třeba rozdělit aktiva na provozní a ne provozní, neboť zde potřebujeme provozně nutná aktiva, která jsou spjata pouze s hlavní činností podniku. Při vyřazení neprovozních aktiv dostaneme celkový investovaný kapitál a provozní investovaný kapitál, který slouží k výpočtu volného cash flow (FCF).¹⁴

Pro výpočet DCF se tedy používá výpočet volného peněžního toku FCF, kterým chápeme tvorbu prostředků určené pro vlastníky a věřitele. Pro konkrétnější výpočty je třeba použít upravený volný cash flow, kterým je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF

¹³ KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

¹⁴ 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.

(*free cash flow to firm*). Pro výpočet FCFF jsou důležité dva ukazatele a těmi je korigovaný provozní výsledek hospodaření a investice.

Rovnice 1: Výpočet volného peněžního toku pro věřitele (vlastní zpracování)

$$\begin{aligned}
 FCFF &= KPVH \text{ před daněmi (KPVHO)} \\
 &- \text{upravená daň z příjmů (KPVH * sazba daně)} \\
 &= KPVH \text{ po daních} \\
 &+ \text{odpisy} \\
 &+ \text{Ostatní náklady na VH, které nejsou výdaji} \\
 &= \text{Předběžný peněžní tok z provozu} \\
 &- \text{investice do provozně nutného pracovního kapitálu} \\
 &- \text{investice do pořízení provozních stálých aktiv}
 \end{aligned}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Investice pro výpočet FCFF

Investice, které mají kladnou čistou současnou hodnotu jsou vhodné pro realizaci. Jejich výše investice do provozně nutných aktiv jsou brány jako brutto hodnoty. Je třeba je tedy rozdělit na část, která spravuje daný majetek v průběhu roku, a druhá rozšiřující (netto investice). K rozlišení těchto dvou hodnot slouží odpisy daného roku.

Rovnice 2: Výpočet brutto investice (vlastní zpracování)

$$\text{Brutto hodnota} = \text{netto hodnota} + \text{odpisy}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota netto může nabývat i záporných hodnot, kdy investice jsou nižší než výše odpisů. Z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech dostaneme potřebné investice pro výpočet FCFF. Tento investovaný kapitál se dá zjistit z účetních výkazu jako zůstatková hodnota na konci roku.¹⁵

Rovnice 3: Výpočet provozně nutného investovaného kapitálu

$$\begin{aligned}
 I_{\text{netto } t} &= K_t - K_{t-1} \\
 I_{\text{brutto } t} &= K_t - K_{t-1} + O_t
 \end{aligned}$$

Zdroj: vlastní zpracování

$$\begin{aligned}
 &I_{\text{netto } t}, I_{\text{brutto } t} \\
 &= \text{celková investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce } t
 \end{aligned}$$

¹⁵ MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha; Ekopress; 2007. 492 stran. ISBN 978-80-86929-32-3

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t = odpisy v roce t

Technika propočtu hodnoty podniku

Spočívá v přeměně potřebných vstupních dat volného peněžního toku na výsledné hodnoty budoucího ocenění podniku. Výpočet spočívá ve dvou krocích, kde prvním krokem je vytvoření finančního plánu a na jeho základě provedení jeho diskontu na současnou hodnotu v průběhu několika let. Druhým krokem výpočtu je stanovení budoucího pokračování podniku. Zde se předpokládá, že existence podniku je nekonečná, proto se finanční plán na toto období staví jako stabilní pro následné roky. Pro výpočet budoucí hodnoty podniku můžeme použít Gordonův vzorec nebo Parametrický vzorec.

Rovnice 4: Výpočet Gordnova vzorce

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Zdroj: vlastní zpracování

$FCFF_{T+1}$ = Volný peněžní tok pro budoucí rok po prognóze

i_k = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volných peněžních toků během druhé fáze

PH = pokračující hodnota podniku

Výpočet dvoufázové metody vychází na základě tohoto vzorce a jeho výslednou hodnotou je brutto hodnota podniku.

Rovnice 5: Výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCFF_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Zdroj: vlastní zpracování

T = počet predikovaných let v 1. fázi výpočtu

H_b = Hodnota podniku brutto

Brutto hodnota podniku je třeba dále upravit o hodnotu úročeného cizího kapitálu, která poníží její výši, tímto způsobem dostaneme netto hodnotu, ke které v posledním kroku výpočtu přičteme hodnotu aktiv, které nejsou provozně nutná a tím dostaneme celkovou hodnotu vlastního kapitálu.¹⁶

¹⁶ KRABEC, Tomáš. Ocenování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing, a.s. 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.

3.4.1.2 Metoda kapitalizovaných výnosů

Vychází z principu historických údajů účetních výkazů v období od 3 do 5 let. Na základě minulých hodnot zisků můžeme stanovit hodnotu podniku za předpokladu trvale udržitelných zisků. U této metody lze použít dva přístupu, jedním z nich je rozdíl příjmů a výdajů neboli peněžních toků. Druhá varianta vychází z rozdílu výnosů a nákladů. Obecný vzorec pro výpočet hodnoty podniku je následující.¹⁷

Rovnice 6: Výpočet hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů

$$HP = \frac{e_e}{r}$$

Zdroj: vlastní zpracování

e_e = *trvale udržitelný zisk*
 r = *míra kapitalizace*

Při použití tohoto modelu je zapotřebí brát v potaz podmínky, kterými jsou:

- Nekonečná existence podniku,
- Přístup k důvěrným informacím o podniku za poslední 3 až 5 let, či budoucí plány,
- Investice do výše odpisů

Postup při zpracování této metody je následující:

- Analyzování a upraven potřebných dat podniku
- Korekce a výpočet budoucích čistých výnosů
- Použití paušální nebo analytické metody pro výpočet výnosové hodnoty

V případě výpočtu **analytické metody**, která je většinou častěji používána, vycházející z analýzy minulých let výsledků a budoucích prognózách. K tomuto výpočtu se používá dvoufázová nebo třífázová metoda, při předpokladu trvale udržitelné existence podniku. Tato metoda patří k obtížnějším z toho hlediska, že není zcela jednoduché predikovat budoucí příjmy.¹⁸

Rovnice 7: Dvoufázová metoda výpočtu

¹⁷ 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.

¹⁸ MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky (Linde). ISBN 80-7201-145-6.

$$H_n = \sum_{t=1}^r \frac{V\check{C}_t}{(1+i_k)^t} + \frac{TV\check{C}}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T}$$

Zdroj: vlastní zpracování

H_n = netto hodnota podniku

$V\check{C}_t$ = jednotlivé čisté výnosy v roce pro 1. fázi $TV\check{C}$ = trvale udržitelné čisté výnosy pro 2. fázi

K – počet let pro který jsme schopni předpovídat udržitelný výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra

Právě z nejistoty predikce budoucích výnosů, protože v praxi se lze setkat s různorodými překážkami je možné použít **metodu paušální**, která předpokládá udržitelné nebo lepší výnosy, než byly v minulosti. Jednoduše řečeno jediná možná cesta pro zjištění budoucích výnosů je predikce na základě minulých výnosů. Na základě těchto dat se stanoví možná prognóza, která splňuje podmínky udržitelnosti těchto výnosů a nekonečné existence podniku. Využívá se především u společností, kde nepředpokládáme změny ve vývoji tržeb a aplikuje se na dobu 3-5 let. Výhodou této metody je její jednoduchost. Touto metodou zjišťujeme čistý výnos, který je také nazýván jako trvale odnímatelný čistý výnos (TČV). Pro výpočet TČV použijeme průměr upravených výnosů, kde každému roku přiřadíme váhu. Hodnota váhy je dána podle doby let od současné, tedy hodnoty staré 5 let budou mít nejnižší váhu, protože mají nejmenší vypovídací schopnost, zatímco loňský rok bude pro nás klíčový.

Rovnice 8: Výpočet trvale udržitelného zisku pomocí paušální metody

$$e_z = \frac{\sum_{t=1}^K q_t * \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

Zdroj: vlastní zpracování

e_z = trvale udržitelný zisk

K = počet minulých let použitých k výpočtu

$\check{C}V_t$ = upravené čisté výnosy

q_t = váhy

Výsledná hodnota je dosazena do původního vzorečku na začátku kapitoly spolu s kapitalizační mírou, která se může počítat jako aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu, kdy oceňujeme podnik, ponížená o inflaci a navýšena o rizikovou přírůžku.¹⁹

¹⁹ MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.

3.4.2 Majetkové ocenění

Tyto metody vychází z majetkové podstaty, která je souhrnem oceněných položek majetku, to znamená, že se stanoví hodnoty všech druhů majetků a jejich součet nám dává daný souhrn. V dalším kroku se od této hodnoty odčítají veškeré závazky.

Druhy majetku, které spadají do výpočtu jsou pouze ty, na které byly vynaloženy výdaje a očekává se od nich přínos do hospodářského výsledku. Je důležité brát v potaz také zda společnost bude pokračovat či bude končit.²⁰

Při pokračování existence se volí ze 3 variant hodnocení:

- **Ocenění na principu historických cen** – vychází z účetní hodnoty vlastního kapitálu
- **Ocenění na principu reprodukčních cen** – nám udávají hodnotu společnosti, kdybychom ji postavili teď za současné ceny.
- **Ocenění na bázi úspory nákladů** – Ocenění na bázi úspory nákladů je důležitá z pohledu investorů. Zde se poměřují hodnoty podniku na základě reprodukčních cen, tedy kdybychom postavili společnost na „zelené louce“, a hodnoty existující společnosti, kterou bychom koupili. Rozdíl těchto dvou hodnot nám dá úspory nákladů.

Při ukončení existence společnosti je pouze jedna metoda:

- **Likvidační hodnota** – tato metoda se používá tam, kde se očekává, že činnost společnosti bude ukončena, to může nastat z více důvodů jako je likvidace, rozprodání nebo rozdělení. Pokud společnost má určité výnosy, avšak nikoli uspokojivé či dostatečné, bere se tato hodnota a porovnává se s likvidační hodnotou. Když nastane situace, že by výnosy byly větší, než likvidační hodnota je možné dále pokračovat v činnosti.²¹

3.4.3 Organizační struktura

Většina developerských projektů má stabilní jádro organizační struktury, která je ovlivněna pouze novými projekty a to následovně. V centru se nachází Mateřský podnik (developer), na mateřskou společnost jsou napojeny dceřiné společnosti, jedná se o společnosti jako generální dodavatel, která má na starost zajišťování dodávek a procesu projektů, nebo zde máme organizační složky, což je samostatně, majetkově oddělená část

²⁰ ORT, Petr. *Oceňování nemovitostí - moderní metody a přístupy*. Praha: Leges, 2013. Praktik (Leges). ISBN 978-80-87576-77-9.

²¹ MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky (Linde). ISBN 80-7201-145-6.

podniku, zapsaná v obchodním rejstříku, která je podřízena Mateřské společnosti. Ta však nemá právní subjektivitu, proto má pouze omezené možnosti. A v poslední řadě zde máme projektové společnosti, společnosti vytvořené na daný projekt, tyto dceřiné společnosti mají vysokou fluktuaci, neboť dochází k prodeji, k likvidaci při neúspěšném projektu, fúzi s jinou společností. Mateřská společnost vlastní své dceřiné společnosti většinou se 100% podílem. Tím že vznikají nové projektové společnosti dochází k očištění od předchozích aktivit a umožňují jednodušší vyjednávání při prodejkách. Při vzniku nových kapitálových společností nastává podle zákona o účetnictví č.563/1991 Sb. povinnost společnosti vést účetnictví. V tomto bodě je na Mateřské společnosti, kdo povede účetní stránku, ve většině případů vede účetnictví Mateřská nebo dceřiná společnost pro tento směr vytvořená. V některých případech se můžeme setkat i s outsourcingovou společností. Z tohoto důvodu dochází k uzavírání k mezipodnikovým smlouvám o vedení účetnictví.²²

3.5 Finanční stránka developerského projektu

Finanční náklady a výnosy projektové společnosti se liší od těch, které má Mateřská společnost. Pokud vezmeme v úvahu Mateřskou společnost, máme zde normální podnikatelskou společnost vykonávající specifický druh činnosti. Najdeme zde zaměstnance, funkční vybavení, majetek, trvalé sídlo, ze kterého operuje. Jejím cílem je udržení konstantního, plynulého chodu projektu. Naopak tato projektová společnost slouží k realizaci projektů jako právní nástroj té mateřské. Náklady zde najdeme ze stavebního, projektového a řídicího hlediska. Na druhé straně máme také rozdíly u výnosů, u mateřské společnosti to budou výnosy za projektové vedení, vedení účetnictví, správa budovy a následně podíl za dokončení a prodeje projektu. Náklady a výnosy jsou zobrazeny v následující tabulce:²³

Tabulka 1: Výnosy a náklady u mateřské a projektové společnosti

Výnosy	Náklady
Mateřská společnost	Mateřská společnost
+ Akvizice	- investor (špatná investice)
+ vedení účetnictví	- zaměstnanci
+ správa budovy	- pojištění
+ umístění sídla společnosti	- daně a poplatky
+ projekt management	- administrativa
+ dokončení projektu, prodej	- poradenství (právní, daňové)
+ investor (úroky)	- ostatní

²² DĚDINA, Jiří a Jiří ODCHÁZEL. *Management a moderní organizování firmy*. Praha: Grada Publishing, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2149-1.

²³ CFA 2019 Financial Reporting and Analysis: eBook 3 [online]. 2019. Kaplan Schweser, 2019 [cit. 2019-10-28].

Projektová společnost	Projektová společnost
+ pronájem	- Veškeré zmiňované body u výnosů Mateřské společnosti
+ prodej podílů	- Odměna developerovi
	- daně

Zdroj: vlastní zpracování

Developerský projekt je dlouhodobý proces, který je zapotřebí mít dobře naplánovaný, příjmy a výdaje jsou nedílnou součástí investičního rozhodování. Posuzuje se z hlediska času a rizik spojených s ním. Proto je důležité, aby byly kontrolovány peněžní toky neboli cash-flow po celou dobu projektu. Jedná se o kontrolu technickoekonomických studií v přípravné fázi, zda se držíme plánu nebo nikoli.

3.5.1 Investiční výdaje

Můžeme je rozdělit na takové výdaje, které nám přináší příjmy do 1 roku nebo až po době delší jak 1 rok. U výdajů, ze kterých máme příjmy za delší dobu, než je jeden kalendářní rok mluvíme o kapitálových výdajích. U výdajů, které mají příjmy do 1 roku mluvíme o provozních výdajích. Mezi kapitálové výdaje spadá obecně pořízení dlouhodobého hmotného, nehmotného nebo finančního majetku. Jedná se o investice společnosti ve formě peněžních prostředků. Co se týče kapitálových výdajů, nesmí být zapomenuto ani obnovu zařízení jako je vzduchotechnika, čerpadla, výtahy, kde životnost není taková jako u stavebních konstrukcí. Důležitým bodem u vyhodnocování finančních výdajů je časový význam peněz. Kdy hodnota dnešních peněz se zvyšuje díky úrokům, a naopak dnešní hodnota budoucích příjmů je ponížena o diskont.²⁴

3.5.2 Finanční příjmy

Jedna z nejdůležitějších částí, kterou je hodnocení efektivnosti projektu, do které je zapotřebí vzít v úvahu všechny faktory, které mohou ovlivnit budoucí příjmy z projektu. Tyto příjmy, které souvisí s prodejem nebo pronájmem projektu jsou vyjádřeny jako roční příjmy, je tomu tak z důvodu dlouhodobého procesu projektu. Tyto příjmy musí brát v potaz inflaci, daně, čas a jiné aspekty. Mezi finanční příjmy společnosti patří zisk, odpisy, daňové možnosti z prodeje.²⁵

²⁴ KUNCOVÁ, Martina, Jakub NOVOTNÝ a Radek STOLÍN. *Techniky projektového řízení a finanční analýza projektů nejen pro ekonomy*. I. vydání. Praha: Ekopress, 2016. ISBN 978-80-87865-26-2.

²⁵ RAFFEGEAU, Jean a Fernand DUBOIS. *Finanční oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha: HZ, 1996. Editio Q. ISBN 80-86009-03-3.

3.5.3 Cash flow

Cash flow představuje peněžní toky ve společnosti, které udávají podnikateli stav jeho peněžních prostředků. Jedná se o skutečnou částku peněz, která byla použita, v tomto bodě se liší od účetních hodnot, jako je Rozvaha a Výkaz zisků a ztrát, které nejsou s realitou úplně přesné. Jedná se tedy o doplněk pro účetní stránku., a to z toho důvodu, že Hospodářský výsledek, který vychází z Výkazu zisků a ztrát je rozdíl mezi výnosy a náklady. Avšak z účetního hlediska výnosy a náklady neurčují skutečné příjmy a výdaje. Výkazy cash flow jsou pro majitele a potenciální investory a věřitele velice důležité, právě z hlediska investičního rozhodování, protože dávají podrobnější obraz o celkovém peněžním toku podniku. Výkaz o peněžních tocích nám dává přehled o peněžních prostředcích, do kterých patří peníze v pokladně, na běžném účtu a ceniny, a peněžních ekvivalentech, mezi které patří krátkodobé položky finančního majetku, pro dané období.

Rovnice 9: Výpočet provozního cash flow

Provozní cash flow

$$\begin{aligned} &= \text{hospodářský výsledek} + \text{odpisy} \\ &+ \text{tvorba rezerv a opravných položek} + \text{odložený daňový závazek} \\ &- \text{rozpuštění rezerv a opravných položek} \\ &- \text{zisk (+ztráta) z prodeje majetku a materiálu a CP} \\ &- \text{odložená daňová pohledávka} \\ &- \text{rozdíl mimořadných nákladů a výnosů} \end{aligned}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Cash flow se vykazuje ve třech úrovních podniku:

- **Finanční činnost** – zde patří operace s krátkodobými a dlouhodobými závazky, vydávání a nakupování obligací, emise akcií, vyplacení dividend nebo podíly na zisku
- **Investiční činnost** – pořízování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, dlouhodobé půjčky a příjmy z nich
- **Provozní činnost** – zde se jedná o všechny peněžní toky, které vyplývají z hlavní činnosti podniku.

Nejdůležitějším ukazatel finančního zdraví podniku jsou peněžní toky z provozní činnosti, tedy z výdělečné činnosti. Cash flow nemůže být z dlouhodobého provozního hlediska záporný. Protože cash flow určuje reálný peněžní tok, z toho důvodu je doporučován

dělat průběžně, kvartálně nebo měsíčně, aby bylo možné reagovat na případně negativní dopady.²⁶

3.5.3.1 Metody vykazování cash flow

Přímá metoda – tato metoda spočívá v rozdílu celkových peněžních příjmů a výdajů společnosti pro dané období. K počátečnímu stavu se přičítají příjmy a odečítají výdaje a výsledkem dostaneme peněžní prostředky. Jedná se o zjednodušený model.

Nepřímá metoda – je složitější na výpočet, a je těžší ji pochopit. Rozdíl této metody od Přímé spočívá ve výpočtu, kde pracuje s Hospodářským výsledkem, který se počítá jako rozdíl mezi výnosy a náklady. Problém spočívá v definici výnosů a nákladů, jak již bylo zmíněno dříve. Nejedná se o příjmy a výdaje, proto je třeba provést určité úpravy, aby se tyto rozdíly srovnaly. Tuto operaci provedeme tak, že se z výnosů stanou příjmy a z nákladů stanou výdaje. Vezmeme tedy výnosy a k nim přičteme příjmy, které nebyly výnosem, a odečteme od nich položky, které příjmy nebyly. Stejný princip zavedeme i nákladů. Náklady navýšíme o výdaj, které nebyly náklady, a ponížíme o položky, které výdajem nejsou.²⁷

3.6 Hodnocení efektivity návratu investice

Klíčovým bodem developera je posouzení investice, jak již bylo řečeno dříve developerský projekt je velice nákladná záležitost, a to především z dlouhodobého hlediska, neboť po většinu času je ztrátová až do doby finální, kdy dochází k prodeji projektu. Proto tedy je potřeba udělat důkladnou analýzu, ve které je vidět, jak efektivní projekt může být. Aby se tak stalo vycházíme ze základního principu, a ten je, že příjmy z investice jsou větší než výdaje na ni. Pro výpočet hodnocení investice se používají dva druhy metod, jsou jimi metody statické a metody dynamické.²⁸

3.6.1 Statické metody

Statické metody jsou jedny z nejvíce používaných metod, i přesto, že mají velký nedostatek, neberou v potaz faktor času a jejich využití je u krátkodobých projektů. Díky vynechání časového použití je jejich uplatnění v praxi jednoduché, avšak dává zkreslený pohled na investici. Z tohoto hlediska se využívá u jednorázových investic s krátkou dobou

²⁶ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Cash flow*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2010. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 9788025131305.

²⁷ JURY, Timothy. *Cash Flow Analysis and Forecasting: The Definitive Guide to Understanding and Using Published Cash Flow Data*. United States: John Wiley, 2012. ISBN 9781119962656.

²⁸ HRDÝ, Milan. *Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU*. Praha: Aspi, 2006. ISBN 80-7357-137-4.

použití, většinou 1 až 2 roky, a u investic s nízkou diskontní sazbou. Mezi statické metody řadíme metody výnosnosti investice ROI (*Return on Investment*), metoda doby návratnosti DN.

Rovnice 10: Výpočet výnosnosti investic

$$ROI = \frac{\text{průměrný roční zisk z investic}}{\text{náklady na investici}}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Metoda výnosnosti investic ROI – při této metodě chceme mít co největší ROI, aby přesáhla námi požadovanou míru výnosu. V opačném případě by se investice nevyplatila. **Metoda doby návratnosti DN** – spočívá ve výpočtu, kdy se nám vrátí takové investiční náklady, za které jsme investici nakoupily. Tento vzorec lze použít v případě, že investice má stejné příjmy ve všech letech životnosti. V opačném případě bychom vzorec upravily na jednotlivé roky a kumulovaly cash flow až do částky, která se rovná pořizovacím nákladům na investici.²⁹

Rovnice 11: Výpočet doby návratnosti investice

$$DS = \frac{\text{náklady na investici}}{\text{Roční cash flow}} [\text{roky}]$$

Zdroj: vlastní zpracování

3.6.2 Dynamické metody

Dynamické metody na rozdíl od statických respektují časový faktor, tedy časovou hodnotu peněz, a navíc počítají i s mírou rizika investice. Využívají se u investic, které mají životnost delší jak 1 rok. Díky těmto faktorům nezkresluje výstupní data a podává lepší obraz o návratnosti investice. Jedná se o složitější a komplexnější metody než u statistických metod. Patří sem Metoda čisté současné hodnoty (ČSH), metoda vnitřního výnosového procenta (VVP) anebo metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).³⁰

Metoda čisté současné hodnoty (ČSH)

Tato metoda patří mezi ty, které jsou často užívány. Její podstata spočívá v rozdílu současné hodnoty všech očekávaných příjmů a výdajů týkajících se daného projektu. Výsledek tohoto měření může být kladný, tedy investice se vyplatí, nulový, náklady se rovnají

²⁹ Techniky hodnocení investic (investičních variant). *Managementmania* [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/techniky-hodnoceni-investic>

³⁰ Dynamické metody pro hodnocení investic. *Mendelu* [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=70618

právě příjmům z investice, anebo záporný, zde bychom od investice spíše upustili. Tato metoda nám dává hodnotu, která vyjadřuje o kolik finančních prostředků se navýší nad investované náklady. Říká nám, jak se změní tržní hodnota společnosti.

Rovnice 12: Výpočet Čisté současné hodnoty

$$\check{C}SH = \sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+i)^{n-T}} - \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+i)^t}$$

Zdroj: vlastní zpracování

P_n = příjmy v n – tém roce

i = diskontní sazba

K_t = kapitálové výdaje v k – tém roce

n, t = každý rok od uvedení investice do provozu

Tato hodnota vychází jako absolutní číslo a udává celkový počet finančních prostředků, které vzniknou nad rámec investovaných výdajů. Její využití se může použít pro zjištění hodnoty například Materské společnosti, kdy se můžeme takto sečíst hodnoty všech projektových společností. Problém u tohoto výpočtu však spočívá v délce trvání projektů, protože je třeba, aby měly stejnou životnost, čehož v praxi samozřejmě nelze dosáhnout.³¹

Metoda vnitřního výnosového procenta (VVP)

Metoda vnitřního výnosového procenta slouží k nalezení takové úrokové míry, při které se nám současná hodnota budoucích příjmů investice rovná současné hodnotě výdajů, tedy výsledkem této metody máme čistou současnou hodnotu rovnu nule. Posléze všechny úrokové míry, které jsou větší než vypočtená úroková míra, jsou pro nás kladné a zajišťují nám zisk z investice.

Rovnice 13: Výpočet metody Vnitřního výnosového procenta

$$\sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+i)^{n+T}} = \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+i)^t}$$

Zdroj: vlastní zpracování

P_n = příjmy v n – tém roce

K_t = kapitálové výdaje v k – tém roce

n, t = každý rok od uvedení investice do provozu

i = diskontní sazba

³¹ SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2424-9.

Díky této rovnosti dostáváme takovou úrokovou míru, při které se naše investiční výdaje rovnají našim příjmům z investice. Jedná se o stejný vzorec jako u ČSH, akorát zde se snažíme zjistit právě tuto úrokovou míru. Pokud známe úrokovou míru, která vyhovuje této rovnici, potom zákonitě platí, že vyšší úroková míra nám přináší zisky z investice.

Metoda ekonomické přidané hodnoty – EVA (*Economic Value Added*)

EVA – neboli „ekonomický zisk“ je takový, zisk, který vzniká po uhrazení běžných nákladů, ale i nákladů na vlastní a cizí kapitál. Na rozdíl od Hospodářského výsledku, který sleduje pouze náklady na cizí kapitál. Jeho principem je zjištění nikoliv zda podnik vytváří zisk, ale zda je podnik schopen pokrýt všechna rizika vlastníků. V případě, že tomu je, tak vytváří ekonomický zisk, v opačném případě se jedná o ztrátu společnosti.

Rovnice 14: Výpočet ekonomické přidané hodnoty

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Zdroj: vlastní zpracování

EVA ... ekonomická přidaná hodnota

NOPAT ... čistý zisk z operační činnosti firmy po dani

WACC ... vážené průměrné náklady kapitálu

C ... kapitál vázaný v aktivech, sloužící k operativní činnosti

Pro správné pochopení je třeba důkladně poznat prvky, které tento vzorec obsahuje a vysvětlit si je. C je kapitálem, který je vázaný k aktivům sloužícím k operativní činnosti podniku, tedy dlouhodobě investovaný kapitál. NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes*) je Hospodářský výsledkem z operativní činnosti společnosti ponížený o upravené daně, bereme v potaz pouze ty, které souvisí s hlavní činností podniku. Využívá se ke srovnání firem v odlišných zemích a slouží jako ukazatel finanční výkonnosti firmy.³²

Rovnice 15: Výpočet Čistého provozního zisku po zdanění

$$NOPAT = \text{provozní zisk} * (1 - t)$$

Zdroj: vlastní zpracování

t ... daň z příjmu

WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) neboli Průměrné vážené náklady kapitálu vyjadřují průměrnou cenu, kterou musí podnik vynaložit na užívání kapitálu. Důležitým faktorem tohoto výpočtu je právě poměr vlastního ku cizímu kapitálu. Z principu jsou náklady

³² GRANT, James L. *Foundations of economic value added*. 2nd ed. Hoboken, NJ: J. Wiley, c2003. Wiley finance series. ISBN 978-0471234838.

na vlastní kapitál vyšší než náklady na cizí kapitál, neboť rizika vlastníka jsou vyšší než věřitele.

Rovnice 16: Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál

$$WACC = R_d * \frac{D}{C} + R_e * \frac{E}{C}$$

Zdroj: vlastní zpracování

R_d ...požadovaná výnosnost cizích zdrojů

R_e ...požadovaná výnosnost vlastních zdrojů

E ...celkový vlastní kapitál

D ...celkový cizí kapitál

V ...celkový kapitál ... E + D

t ...míra daně z příjmu

Vyjádřením této metody dostáváme informace o tom, zda firma produkuje ekonomický zisk nebo ztrátu po zaplacení veškerých nákladů na její kapitál.³³

3.7 Faktory ovlivňující investiční rozhodnutí

Nejdůležitějším bodem pro developera u investičního rozhodnutí je návrat investice, tedy jaký zisk bude mít za daný projekt. Tento faktor návratnosti spolu s faktory likvidity, riziky spojenými s projektem jsou velice důležité, ale nejsou zdaleka jediné. Developer musí na projekt nahlížet ve větším obrázku, optimální projekt je ten, který přináší menší riziko, velkou výnosnost a je dobře likvidní. Ale při developerském rozhodování je třeba zkoumat i jiné faktory jako jsou daňová sazba, inflace, rizika, změny v zákonech a jiné. Mezi hlavní faktory ovlivňující rozhodnutí developera patří:³⁴

3.7.1 Rizika developerského projektu

Rizika vyplývající z developerské činnosti doprovází developerský proces pro celou dobu jeho vývoje. Největším rizikem developera je, zda se projekt dokončí a firma nezkrachuje. Nejčastější rizika pro developera vznikají na začátku projektu při přípravné fázi, jak již bylo zmíněno přípravná fáze nese veliké náklady na přípravu a prozkoumání možností na vlastní náklady. Není jisté, že projekt bude realizován a je těžší předvídat všechny náklady a možné překážky. V realizační fázi jsou rizika podstatně nižší, neboť se zařizují stavební povolení a náklady na stavbu se dají lépe kontrolovat. Nejmenší riziko se váže k závěrečné

³³ The WACC. *Lumen Learning: Boundless Finance* [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://courses.lumenlearning.com/boundless-finance/chapter/the-wacc/>

³⁴ FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2005. Expert (Grada). ISBN 80-247-0939-2.

fázi, kdy podstupuje developer risk, že budova nebude odkoupena investorem. Mezi hlavní okruhy developerských rizik v průběhu projektu patří.³⁵

- **Politická** – Změny v legislativě a normách, vliv na životní prostředí
- **Ekonomická** – lidský kapitál, kvalifikovaní pracovníci, daňový systém, eskalace cen pozemků,
- **Finanční** – zvýšení úrokových sazeb, zhoršená platební morálka klientů, samofinancování
- **Časové** – prodloužení na vydání stavebních povolení, nedostatek dodavatelů, špatná projektová dokumentace, nedodržení stavebních plánů

Problematikou rizik se zabývá studie proveditelnosti, která definuje rizika spojená s projektem a dává přehled developerovi o situaci projektu. Pokud jsou rizika velká, pak musí nastat i předpoklad vysokých nákladů v průběhu projektu. Je to sázka na nejistotu, s větší nejistotou přichází větší rizika. Na druhou stranu větší rizika přináší větší zisk. Je tedy na developerovi, aby vyhodnotil situaci na začátku projektu. Pro řešení a kontrolu rizik se vytváří aktivní prvky společnosti zvané jako Management rizik. Toto oddělení zkoumá a vyhodnocuje hrozby, které mohou nastat v důsledku rizik, připravuje krizové plány a řešení, kdyby některá z těchto situací nastala. Snaží se tedy o vyloučení rizik nebo snížení jejich negativních dopadů na projekt.³⁶

3.7.2 Daňové zatížení

Z pohledu developera se jeho projekt stává velkým daňovým zatížením, které nastává u placení Daně z přidané hodnoty, v případě koupě projektu, majetku a pozemku, nastává povinnost Daně z nemovitých věcí, Daně z nabytí nemovitosti, Odložené Daně.

Daň z nemovitých věcí – Zákon č. 338/1992 Sb. *Daň z nemovitých věcí*.

Daň z převodu nemovitosti – Zákonné opatření o dani z nabytí nemovitých věcí č. 340/2013 Sb.

Odložená daň – taková hodnota, která vzniká rozdílem mezi účetním a daňovým pojetím případů. Jedná se o hodnotu, kterou musí jednotka buďto zaplatit v následujících obdobích, pokud se jedná o Odložený daňový závazek. Odložená daňová pohledávka je částka daně z příjmů, která nám v následující období poníží naši daňovou povinnost u daně z příjmů.

³⁵ TETŘEVOVÁ, Liběna. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006. ISBN 80-86946-09-6.

³⁶ KORECKÝ, Michal a Václav TRKOVSKÝ. *Management rizik projektů: se zaměřením na projekty v průmyslových podnicích*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3221-3.

Daň z příjmů právnických osob– zákon č. 586/1992 Sb., *o dani z příjmů*. Jedna z nejvíce komplikovaných daní, spolu s daní z nemovitých věcí. Tato daň se přímo odvíjí na závislosti zisku vykonaného podnikem. Přiznání k ní je podáváno vždy až po účetním období pro danou dobu. Výška této daně je tedy vypočítávána na základě čistého zisku společnosti. V České republice je hodnota daně pro právnickou osobu 19%. Při výpočtu je však třeba použít pouze ty položky, které tma patří. Je třeba mít v účetnictví dobře zpracované náklady a výnosy. Některé položky nákladů nejsou daňově uznatelné, tedy nesnižují naši daňovou povinnost.

3.7.3 Inflace

Je míra vyjádření znehodnocení reálné hodnoty, která je také kuní silou, proti kupovanému zboží nebo službě. V praxi to znamená takovou situaci, kdy inflace je v kladných hodnotách, musí spotřebitel vynaložit větší finanční prostředky ke koupi daného zboží či služby. Na území České republiky je inflace měřena Českým statistickým úřadem, a to na základě přírůstku indexu spotřebitelských cen. Pro developera inflace důležitá z toho hlediska, že projekty trvají po dobu několika let, a proto je třeba brát inflaci v potaz, neboť se její míra neustále vyvíjí v čase. Její riziko spočívá při kalkulacích nákladů, které se mohou razantně zvýšit a narušit tak finanční plán. Je třeba tedy neustále sledovat vývoj inflace a rozhodovat o prodejních cenách výrobků a služeb a nákladů na vstupních cenách. Inflace má také pozitivní vliv na diskontní míru, která stoupá s inflací. Proto je velice důležité rozdělovat reálnou a nominální diskontovanou míru, která se rovná součtu míry inflace a reálné úrokové míry.³⁷

3.8 Způsoby financování projektu

Developerský projekt je dlouhodobá investice, která již před zahájením prvních fází potřebuje veliké finanční prostředky. Při většině developerských projektů je třeba mít investice z cizích zdrojů. V prvních fázích projektu jde o obrovské finanční náklady, a to od přípravné fáze až po realizační, kde máme nákup pozemků, staveb, následně stavitelské práce až do prvních výnosů z nájmu či prodeje. Je tedy důležité, aby projekt byl dostatečně financován. Z tohoto hlediska máme několik možností, jak toho dosáhnout, mezi hlavní

³⁷ SCHILLER, Bradley R. *Makroekonomie dnes*. Brno: Computer Press, 2004. ISBN 9788025101698.

zdroje financování jsou finanční prostředky vlastní společnosti a druhé jsou cizí zdroje, jako jsou bankovní úvěry, investoři a jiné.³⁸

3.8.1 Vlastní kapitál

Vlastní zdroje na financování projektu vychází z vlastní podnikatelské činnosti, tedy veškerá činnost, která přináší zisk pro danou společnost. Mezi tyto způsoby financování patří předchozí úspěšnost firmy:

- Zdaněný a nerozdělený zisk – zisk, který je výsledkem hospodářské činnosti podniku očištěn od daně
- Odpisy a přírůstky rezerv – nákladové položky
- Odprodej oběžných aktiv – zásoby či pohledávky, které přesahují rámec činnosti mohou posloužit jako nové investiční prostředky
- Prodej takového dlouhodobého majetku, který není již v užívání

Náklady spojené s vlastním kapitálem jsou především nestavebního rázu, jedná se přípravné plánování proveditelnosti, due diligence, marketing nebo koupi pozemku.

3.8.2 Cizí kapitál

Jedná se o doplnění vlastního kapitálu, zatíženého o úroky. Nejčastěji se setkáme s bankovními úvěry. Při využívání cizího kapitálu pracuje developer s „finanční pákou“. Jedná se o systém, který při správném poměru cizího a vlastního kapitálu navyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Způsoby získání cizího kapitálu patří:

- Dlouhodobé a krátkodobé úvěry (bankovní, mezipodnikové)
- Obligace (dluhopisy)
- Navyšování vkladů vlastníky
- Finanční leasing
- Subvence a dary ze státního rozpočtu a jiných fondů

Při žádosti o bankovní úvěr, je zapotřebí splnit určité podmínky jako je finanční analýza projektu, předchozí projekty společnosti, podnikatelský záměr, ekonomická efektivnost projektu a způsoby financování.³⁹

³⁸ TETŘEVOVÁ, Liběna. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006. ISBN 80-86946-09-6.

³⁹ ŽIVĚLOVÁ, Iva. *Finanční řízení podniku*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, 1998. ISBN 80-7157-339-6.

3.9 Finanční analýza

Finanční analýza je komplexní soubor, který dává přehled o finanční situaci podniku. Dává přehled investorům o podnikové schopnosti hradit své závazky, jaká je jeho kapitálová struktura, jak jsou využívána jeho aktiva a mnoho dalších ukazatelů finanční situace společnosti. Tyto poznatky jsou využívány především vrcholovými vedoucími pracovníky, ve strategickém managementu. Vychází na základě historických údajů, které jsou uvedeny v účetních výkazech. Jedná se tedy o Účetní závěrky, Výkazy zisku a ztrát a výkazy Cash-flow. Tyto údaje je potřeba brát ve zřetel z delšího časového hlediska pro lepší vypovídací schopnost. Na základě vyhodnocení těchto ukazatelů daného podniku, lze předpovídat určitý vývoj a nastavit strategie podniku pro lepší využívání všech dostupných zdrojů. U finanční analýzy je třeba provádět důkladný výběr zkoumaných ukazatelů, protože je třeba je vysvětlit a porozumět co pro nás přináší, případně zjistit v čem se skrývá problém.⁴⁰

Vybrané ukazatele a metody finanční analýzy:

- Absolutní (Tokové a stavové) ukazatele – Rozvaha, Výkaz zisků a ztrát, výkaz Cash flow
- Rozdílové ukazatele – čistý pracovní kapitál
- Poměrové ukazatele – ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti, aktivity

3.9.1 Rozdílové ukazatele

Slouží k analýze a řízení likvidity podniku, mezi ukazatele patří:

Čistý pracovní kapitál (ČPK) ve světě používaný jako (*Net Working Capital*), který představuje rozdíl mezi oběžnými aktivy, jako jsou peníze na účtu či v pokladně, pohledávkami, zásobami a materiálem, a krátkodobými závazky, jako jsou závazky z obchodní činnosti. ČPK je míra podnikové likvidity, provozní efektivnosti a jejího krátkodobého finančního zdraví. Pokud hodnota ČPK je kladná, znamená to, že společnost může růst a investovat, nebo na druhou stranu má špatně zvolené investice či má přebytek zboží a materiálu na skladě. Na druhou stranu v případě záporné hodnoty ukazatele, dochází k platební neschopnosti dostát svým závazkům, růstu společnosti a může dojít k bankrotu.

⁴⁰ GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

3.9.2 Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele jsou tvořeny stavovými a tokovými ukazateli. Stavové ukazatele nalezneme v Rozvaze, kde je hodnota majetku a kapitálu uvedena k danému časovému okamžiku. Tokové ukazatele jsou k dispozici ve Výkazu zisku a ztrát a výkazu Cash-flow. Tyto ukazatele slouží k dalším výpočtům ve finanční analýze. Jejich využití je u horizontální a vertikální analýzy. U horizontální analýzy vycházíme u výkazů v čase, počítá se tedy jako absolutní změna položek jednotlivých výkazů a její procentuální vyjádření k výchozímu roku. Vertikální analýza naopak vychází z procentuálního podílu zvoleného údaje z výkazů k jedné základně. U tokových ukazatelů se jedná především analýzu nákladů, cash-flow anebo tržeb.

41

3.9.3 Analýza poměrových ukazatelů

Patří k základním nástrojům finanční analýzy. Její využití je veliké, neboť zde máme mnoho modifikací, které můžeme využívat. Tato analýza se obecně dělí na tyto následující skupiny podle jejich uplatnění.

Ukazatele Rentability

Jedná se o nejčastější ukazatele používané v analýze poměrových ukazatelů, které jsou často doplňovány o horizontální analýzu hodnoty z Výkazu zisků a ztrát).

Obecný model:

Rovnice 17: Zobrazení možných výpočtů Rentabilit

$$Ukazatel = \frac{\text{efekt}}{\text{vstup}} \qquad Ukazatel = \frac{\text{efekt}}{\text{výstup}}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Vstup – nám udává jaký efekt přinese jedna vynaložená jednotka vstupu

Výstup – nám udává, jak velký efekt je obsažen v jedné výstupní jednotce

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA – Return on assets)

⁴¹ KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra. Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010.

Rentabilita aktiv, ve které dochází k poměrování zisku s celkovými aktivy, jež byly investovány do podnikání, a to bez ohledu na jejich způsob financování. Udává nám tedy jak je podnik schopen využít svůj majetek.

Rovnice 18: Výpočet Rentability celkového kapitálu

$$ROA = \frac{Z + U(1 - d)}{\text{aktiva celkem}}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity)

Udává kolik připadá čistého zisku na jednu korunu investovaného majetku. Z toho důvodu má velkou vypovídací schopnost pro společníky a akcionáře a jiné investory.

Rovnice 19: Výpočet Rentability vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilita dlouhodobého investovaného kapitálu (ROCE)

Poměrový ukazatel měřící efektivnost a výnosnost dlouhodobých podnikových investic, tedy jakým způsobem se zapojuje dlouhodobý kapitál do činnosti podniku. Jeho hodnota by měla být větší než úroková míra z úvěrů a půjček, jinak by docházelo ke snižování zisku vlastníka.

Rovnice 20: Výpočet Rentability dlouhodobého investovaného kapitálu

$$ROCE = \frac{\text{Zisk před úroky a zdaněním (EBIT)}}{\text{suma celkových aktiv – krátkodobé závazky}}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele Aktivít

Určují, jakým způsobem je zacházeno s majetkem společnosti, jak ovlivňují rentabilitu aktiv a vlastního kapitálu. Při přílišném množství aktiv dochází k vysokým nákladům a tím společnost přichází o možnost většího zisku. Při nedostatku aktiv naopak dochází ke snížení možných výnosů v důsledku ztráty podnikatelských příležitostí. Obrat celkových aktiv nám říká jaká je celková efektivnost na rentabilitě celkového kapitálu. Obrat oběžných aktiv nám udává celkový obrat všech daných oběžných aktiv, proto je lepší využívat další členění jako je

například obrat zásob. Nicméně společnost, kterou je tato diplomová práce zkoumána, žádné zásoby nemá, tedy je pro nás irelevantní a postačí nám obrat oběžných aktiv.⁴²

Rovnice 21: Výpočet obratu Aktiv

$$\text{Obrat oběžných aktiv} = \text{tržby} / \text{oběžná aktiva}$$

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \text{tržby} / \text{aktiva celkem}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele Zadluženosti

Důležité ukazatele z pozice společnosti, jak nakládá se svým vlastním kapitálem. Hodnoty, které jsou pro nás klíčové je vlastní a cizí kapitál. Udávají nám, jak je společnost zatížena financováním cizích zdrojů. Tyto hodnoty jsou především důležité z pohledu potencionálních investorů. Díky těmto ukazatelům, jak je již patrné z názvu můžeme určit zadluženost dané společnosti. Obecně máme tři pohledy na zadluženost. První je ta, kde vlastní kapitál převyšuje cizí, jedná se především o výrobní podniky. Druhá je vyrovnaná struktura kapitálu, která se vyskytuje u obchodních společností a poslední skupinou jsou společnosti nabízející služby, tam převládá cizí kapitál nad vlastním. Tedy tyto ukazatele nás varují před možnými riziky, které mohou v průběhu podnikání nastat a tím nás na ně připravit.⁴³

Rovnice 22: Výpočet ukazatelů Zadluženosti

$$\text{Celková zadluženost} = \text{Cizí zdroje} / \text{aktiva celkem} (\%)$$

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \text{dlouhodobé závazky} / \text{aktiva celkem} (\%)$$

$$\text{Krátkodobá zadluženost} = \text{krátkodobé závazky} / \text{aktiva celkem} (\%)$$

$$\text{Míra samofinancování} = \text{vlastní kapitál} / \text{aktiva celkem} (\%)$$

$$\text{Míra finanční samostatnosti} = \text{vlastní kapitál} / \text{cizí kapitál} (\%)$$

$$\text{Finanční páka} = \text{aktiva celkem} / \text{vlastní kapitál}$$

$$\text{Úrokové krytí} = (\text{HV} + \text{nákladové úroky}) / \text{nákladové úroky}$$

$$\text{Podkapitalizování} = (\text{Dlouhodobé závazky} + \text{Vlastní kapitál}) / \text{Stálá aktiva}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel úrokového krytí nám udává, o kolik je vyšší zisk oproti úrokům. V případě neschopnosti platit úroky z úvěru dochází k narušení finančního zdraví společnosti a vytváří finanční tíseň a může vyvrcholit až úpadkem společnosti. Funguje tedy jako bezpečnostní polštář pro uspokojování věřitelů.

⁴² KISLINGEROVÁ, Eva. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.

⁴³ SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

Koeficient samofinancování a koeficient zadluženosti jsou vlastně své opaky. Kde zadluženost nám udává z kolika procent je náš podnik ovlivněn cizím kapitálem, tak koeficient samofinancování nám udává z kolika procent je náš vlastní kapitál schopen pokrýt cizí kapitál.⁴⁴

Ukazatele Likvidity

Patří do Analýzy platební schopnosti firmy, která nám dává informace o tom, jak je společnost schopna splatit své krátkodobé závazky. Jinými slovy se tedy jedná o solventnost podniku, pokud společnost není solventní, není na trhu brána do obchodních styků. U této analýzy je důležité vybírat správné ukazatele. Pro to se dělí na více stupňů.

Rovnice 23: Výpočet Likvidity I. II. a III. stupně

Likvidita I. Stupně (okamžitá, bezprostřední)

$$L1 = \text{bezprostředně likvidní prostředky} / \text{krátkodobé závazky}$$

Likvidita II. Stupně (běžná, pohotová, rychlá)

$$L2 = (BLP + \text{pohledávky}) / \text{krátkodobé závazky}$$

Likvidita III. Stupně (celková, běžná)

$$\text{Hotovostní likvidita} = \text{krátkodobý finanční majetek} / \text{krátkodobé závazky}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Nejlepší vypovídací schopnost má Likvidita I. A II. Stupně. V případě, kdy se dostáváme do III. Stupně nastává problém s položkou zásoby, kdy tento model počítá s tím, že by došlo k okamžitému prodeji zásob a splacení pohledávek, což je v reálném světě velice nepravděpodobné.

3.10 Hodnocení návratnosti investice

Je důležité po všech stránkách developerského záměru, procesu a dění. Na základě uvažované návratnosti se developer rozhoduje, zda do daného projektu vstoupit či nikoliv. Každá developerská společnost má nastavené jiné procentuální hodnoty pro návratnost, kterou vyžadují jejich vnitřní směrnice. Je také důležité vyhodnotit o jaký druh projektu se jedná, ať už začínáme o lokaci projektu, luxusní nebo běžná, či jiný potenciál důležitý pro rozhodování

⁴⁴ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.

developerů. Není tedy zcela jednoduché určit, které metody použít a je třeba se problematice věnovat, neboť developerské projekty jsou několikaletou investicí, která nemá jistého konce.⁴⁵

3.10.1 Prognóza tržeb

Vychází ze zjišťování budoucího vývoje tržeb společnosti. Jedná se o jednu z hlavních podmínek pro finanční plánování projektu. Je však zapotřebí zvolit správnou metodu pro daný projekt nebo kombinaci všech. Nicméně ne všechny metody jsou zcela jednoduché a nejsou přesné.

Na základě obecných hodnot je růst tržeb brán jako pozitivní efekt a pokles tržeb jako negativní v průběhu života společnosti. Při růstu tržeb dochází také k větší rentabilitě a likviditě, zlepšuje pozici na trhu a také přispívá k lepší marži. Díky těmto faktorům je finanční zdraví stabilní a dochází k novým investičním příležitostem a rozvoji na trhu.

Subjektivní odhady neboli **expertní odhady** vycházejí z osobních zkušeností jednotlivých prodejců. Jedná se o nenákladnou a jednoduchou implementaci, která vychází ze zkušeností daných pracovníků, na jejich odborné expertize. Přináší však také určité nevýhody, kterými mohou být pesimistické nebo naopak optimistické odhady terénních pracovníků. Pro větší přesnost sumy tržeb si odhady daných pracovníků dále upravuje vedení společnosti.⁴⁶

Prognóza na základě analýzy trendu vychází z historických dat minulých tržeb a snaží se na základě trendové funkce odhadnout její vývoj do budoucna. Jako nejjednodušší verzí je varianta, která nebere v potaz změny, ignoruje předchozí tržby krom posledního. Tedy odvíjí se od předchozích tržeb posledního roku a počítá s tím, že tržby budou dosahovat minimálně těch z posledního roku. Aby nedošlo ke zkreslujícím výsledkům, je více používána trendová funkce, která vychází z analýzy předešlých po sobě jdoucích let. Při prognózování na delší dobu se přesnost snižuje, neboť trendová funkce nebere v potaz určité mezníky, které mohou nastat. Proto tedy lze upravit trendovou funkci na základě zkušeností managementu.

Prognóza na základě regresní analýzy je oproti analýze trendu obohacena o faktory ekonomiky a odvětví. Tato statistická metoda vyjadřuje tržby na základě vysvětlujících proměnných, kterými mohou být makroekonomické ukazatele jako je vývoj tržeb v odvětví,

⁴⁵ 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.

⁴⁶ 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.

HDP či nezaměstnanost a jiné další. U této metody je třeba dobře vybírat vysvětlující proměnné.⁴⁷

3.10.2 Zisková marže – EBIT

Je jedním z generátorů hodnot, který se využívá při výpočtu hodnoty podniku. Jeho hodnota nám přináší přehled o tom, jak náš provozní majetek dokáže produkovat zisk. Je velice důležitým bodem pro budoucí prognózování. Způsob výpočtu spočívá ve dvou metodách. První metodou je metoda shora, která patří k základní metodě a je nejvíce využívána a vypočítá se jako následující vzorec.

Rovnice 24: Výpočet Ziskové marže metodu shora

$$\text{Provozní zisková marže} = \text{korigovaný hospodářský výsledek} / \text{tržby}$$

Zdroj: vlastní zpracování

Je zde třeba upravit provozní hospodářský výsledek na korigovaný hospodářský výsledek z provozní činnosti. Ten následně podělíme k celkovým tržbám a dostaneme procentuální vyjádření ziskové marže z provozní činnosti. Na základě těchto hodnot z předešlých let můžeme prognózovat vývoj do budoucna.

Druhá metoda, která je komplexnější, se nazývá metoda zdola. Při tomto výpočtu se sestavuje prognóza nákladových provozních položek (výkonová spotřeba, osobní náklady, daně atd.) od tržeb následně odečítáme tyto položky až získáme korigovaný hospodářský výsledek z provozní činnosti. Dále již můžeme spočítat hodnotu ziskové marže z provozní činnosti.

Výslednou hodnotou dostaneme dvě různé hodnoty, které je třeba následně upravit a provádět určité korekce, abychom dostali stejné hodnoty.⁴⁸

3.10.3 Investice do dlouhodobého majetku

U tohoto generátoru hodnot se analyzuje využití provozně nutného dlouhodobého majetku vůči tržbám a následně se zjišťuje k jakým změnám došlo v průběhu minulých let. Na tomto základě můžeme určit předpokládaný vývoj v budoucnu, nejčastěji se uvažuje kontinuální vývoj investic do majetku. Na tomto základě můžeme zjistit koeficient náročnosti

⁴⁷ VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

⁴⁸ KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

růst tržeb a zisku na růstu investovaného majetku. Jedna z možností výpočtu je součet netto hodnot investice vydělený přírůstkem tržeb od posledního až prvního roku námi známých údajů.⁴⁹

Rovnice 25: Koefficient náročnosti růstu tržeb

$$K_{DM \text{ tržeb}} = \sum \text{netto investic} / \Delta \text{tržeb}$$

Zdroj: vlastní zpracování

V dalším kroku díky této hodnotě jsme schopni dopočítat hodnoty prognózované pro další roky podniku. Na základě prognózovaných tržeb můžeme uplatnit stejný výpočet pro přírůstek tržeb. Přes zjištěný koefficient náročnosti dále můžeme díky těmto hodnotám vypočítat odhady investic pro budoucí roky společnosti. Výjimkou jsou odhady investic, kdy víme, jaké plány má strategický management a vím plánované odhady.

⁴⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

4 Vlastní práce

Na základě prostudovaných kapitol z teoretické části tato práce vyhodnocuje potenciální developerský projekt, jedná se společnost, která vlastní značné pozemky a nemovitosti, které pro developerskou společnost představují slibnou investici. Jelikož tato práce je součástí investičního plánu společnosti SB, ve které pracuji a z důvodů zachování firemních tajemství, bude tato společnost nazývána XYZ, aby nedošlo k nějakým nedorozuměním. V těchto kapitolách bude analyzována finanční stránka podniku XYZ, jeho potenciál, kupní cena a návratnost investice. Na závěr bude sumarizace zjištěných hodnot vyhodnocena a důkladněji rozebrána. Posouzení, zda daný projekt stojí za investici a jaké by to mělo důsledky.

Společnost XYZ s.r.o.

Jedná se o Společnost s ručením omezeným, předmětem podnikání je výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona. Předmět činnosti je pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor. Společnost vznikla na konci roku 2014 odštěpením od jiné společnosti. Společnost má tři jednatele a při jednáních je zastupována vždy 2. Základní vklad do společnosti činil 96 852 000 Kč, a to pouze jedním společníkem. Společnost nemá žádné zaměstnance a její podniková činnost je čistě nájemního rázu. Pronajímá svůj vlastní majetek na základě nájemní smlouvy. Na konci roku 2017 došlo přidružení značného majetku a došlo k razantnímu navýšení vlastního kapitálu a aktiv společnosti.

Jak již bylo zmíněno, tato společnost má zisky na základě nájemní smlouvy. Problém však nastává ve znění nájemní smlouvy, nejedná se o fixní či paušální nájemné, ale o velice specifické variabilní nájemné, které se odvíjí na základě předešlých výnosů z předchozího roku. Nikdy tedy tato částka není stejná. Můžeme zde pozorovat určitou sezónnost, co se návštěvníků týče. Jsou zde silnější měsíce jako je například prosinec. Na základě zjištěných dat a dalších interních informací se je vidět, že od roku 2018, kde společnost získala značné majetkové obohacení, zvýšily se zisky na 85 milionů Kč za rok. Podle našich předních analytiků jsou budoucí příjmy očekávány okolo 3 milionů Euro, tedy přibližně 80 milionů Kč čistého zisku, nikoli jen Tržeb. Tato hodnota je samozřejmě velice spekulativní.

4.1 Analýza developerského projektu

Zhodnocení projektu, které bude v této kapitole zkoumáno, je součástí procesu, který zpracovává naše společnost. Tato společnost se zaměřuje na kancelářské objekty na

lukrativních místech v Praze. Je součástí velké společnosti S+B Gruppe, která operuje jako největší developer v Rakousku a dále také Polsku a Rumunsku. Činnost těchto organizačních společností se zaměřuje vždy v hlavních městech státu, avšak nebrání se i jiným potencionálním místům. Tento projekt se tedy nachází na Praze 4, kde společnost vlastní již několik dalších budov. Proto tedy ze strategického hlediska má tento projekt velký smysl. Představa, že společnost vlastní většinu hlavních kancelářských budov na jedné lukrativní destinaci v hlavním městě, žene vedení k přihlížení větších nákladů na kupní cenu. Hlavní část této práce je zhodnocení finanční stránky podniku, který je zamýšlený ke koupi. Ohodnotit jeho kupní cenu na trhu pomocí vybraných metod a následně porovnat s předběžnou kupní cenou.

Zdroje k zjištění těchto informací jsou samozřejmě těžko zjistitelné, neboť na stránkách justice.cz můžete dohledat pouze účetní závěrky, avšak nikoli v plném znění. Proto některé výpočty mají zahrnutá interní data, která nelze šířit veřejně v zájmu firemních plánů, politiky a tajemství. Budou zde zobrazena taková data, která jsou při výpočtu využívána a poslouží k potřebným výpočtům a diskuzím.

4.2 Finanční analýza

Součástí finanční analýzy společnosti XY je analýza poměrových ukazatelů, která vychází z Účetní závěrky a Výkazu zisků a ztrát. Zajímavé hodnoty jsou především mezi lety 2017 a 2018, kde můžeme vidět kapitálový růst, nárůst aktiv v podobě dlouhodobého majetku, konkrétně staveb (jedná se o budovu, která se pronajímá jako hotel).

4.2.1 Analýza poměrových ukazatelů

U analýzy poměrových ukazatelů byly důležité ukazatele rentability a zadluženosti, důvod je prostý, společnost se zaměřuje čistě na pronájem nemovitostí a jiných objektů (garážové stání), tedy nemá žádné zásoby, materiál ani jiná oběžná aktiva. Jediné, čím společnost disponuje jsou pohledávky z obchodních vztahů a peníze na účtech. Díky tomuto faktu, likvidita společnosti stačí pro výpočty první a druhé úrovně. Zajímavý je však výsledek analýzy rentability a zadluženosti. Společnost má velké zisky z nájmu a k tomu nízké náklady provozní. Proto tedy rentabilitní ukazatele vychází velice pozitivně což je dobré znamení pro investory. Oproti tomu ukazatele zadluženosti jsou kladného rázu, tedy společnost dokáže krýt své krátkodobé závazky, díky dostatečnému krytí finančních zdrojů na účtu. Nicméně otázka tedy zní, pokud máme dostatečné likvidní prostředky, zda správně investujeme, či by se nenaskytla lepší investiční situace. V případě dlouhodobých závazků máme jiná data,

neboť společnost pro rozšíření majetkového portfolia v přechodu let 2017 a 2018 byla nucena provést velký úvěr vy výši přibližně 460 milion Kč. K této situaci vychází úrokové zatížení do nákladů jako dobrý strategický tah, neboť při předpokladu udržitelných výnosů jako doposud, by neměl být pro společnost splácet své závazky v čas.

4.2.1.1 Ukazatele rentability

Rentabilita společnosti nebo také výnosnost podniku, je schopnost, při které podnik generuje výnosy z vložených prostředků. Čím vyšší ukazatel je, tím lepší finanční zdraví podniku. Tyto poměrové ukazatele vychází z výkazu zisků a ztrát a rozvahy. Hlavním principem je dosažení do čitatele ukazatel, který chceme zkoumat. Mezi hlavní ukazatele rentability patří ROE (rentabilita vlastního kapitálu), která nám udává, jaká je výnosnost našeho kapitálu vloženého vlastníky společnosti ROA (rentabilita celkového vloženého kapitálu) nám udává výnosnost podniku jako celku. ROCE (rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu) již podle názvu nám říká jakou výnosnost přináší dlouhodobě investovaný kapitál.

Tabulka 2: Ukazatele Rentability (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
ROE	0.00%	1.38%	3.03%	2.49%	29.48%
ROA	2.10%	2.05%	3.38%	2.95%	8.67%
ROCE	2.15%	2.11%	3.48%	3.04%	9.17%

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě vypočtených hodnot tabulce č.1 je vidět z pohledu investora velice nízká hodnota u všech ukazatelů. Jediný rozdíl lze zaznamenat v roce 2018. Tato změna je důvodem nově nabytých aktiv v podobě pozemků a budov. Tím, že od roku 2018 se navýšil vlastní kapitál společnosti můžeme pozorovat veliký nárůst v rentabilitě vlastního kapitálu. Na druhou stranu tato událost výrazně zvýšila závazky společnosti, které budou rozebrány u ukazatelů zadluženosti. Celkové zhodnocení rentability je pozitivní v roce 2018 a tedy v tuto chvíli je patrné, z jakého důvodu se společnost stává zajímavou investicí pro developery. V tabulce si můžeme povšimnout pozvolného nárůstu z dlouhodobého hlediska. Změna v roce 2018 je patrná u průměrných hodnot ROE, kde bez roku 2018 dostáváme hodnoty 1,72 %. v případě, že zprůměrujeme data včetně roku 2018 dostáváme se na hodnotu 7,28 %. na tomto základě, můžeme předpokládat, že rok 2019 bude pro následující vývoj společnosti klíčový.

4.2.1.2 Ukazatele zadluženosti

Hlavním ukazatelem pro věřitele je celková zadluženost, u Společnosti můžeme vidět velkou míru zadluženosti, podle výkazů se jedná především o bankovní úvěr, který zatěžuje Společnost. Podle hodnot v tabulce můžeme určit, že riziko věřitele je vysoké, a tedy hrozí, že jeho dluh mu nebude splacen.

U krátkodobé a dlouhodobé zadluženosti nám vychází veliký rozdíl. Společnost disponuje velkým množstvím likvidních prostředků na splacení krátkodobých závazků. Z dlouhodobého hlediska jsou tyto závazky, jak již bylo zmíněno u celkové zadluženosti, vysoké. I ve výsledcích samofinancování, která nám ukazuje, jak dokáže podnik pokrýt svá aktiva vlastním jměním, se dostáváme do nízkých částek. Tím, že využívá cizí zdroje snižuje své vlastní náklady. Avšak v ukazatele úrokového krytí je patrné, že společnost nemá zcela dobře pokryté úrokové krytí. Bezproblémová hodnota tohoto ukazatel je větší a rovno 8. Tedy tato situace nastává v letech 2014 a 2018, problémové roky jsou 2017, 2016, kdy ukazatel dosahuje problémové hodnoty 3, rok 2015 má nejnižší hodnotu 2, tedy vysoké riziko, kdy nemusel podnik být schopen dostát svým úrokům.

Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost	33.27%	32.55%	31.77%	30.35%	78.39%
Dlouhodobá zadluženost	0.312599	0.308157	0.297212	0.285039	0.730338
Krátkodobá zadluženost	0.016172	0.017323	0.016559	0.018429	0.038947
Míra samofinancování	198.49%	204.36%	211.77%	226.30%	27.53%
Míra finanční samostatnosti	8.239203	2.050951	3.388933	3.085017	7.920884
Míra samofinancování	0.660451	0.665154	0.672898	0.686759	0.215829
Finanční páka	1.514117	1.50341	1.48611	1.456115	IV.33
Úrokové krytí	8	2	3	3	8
Podkapitalizování	1.008432	1.022112	1.01019	1.001115	1.021621

Zdroj: vlastní zpracování

Důležitým ukazatelem pro tuto společnost je ukazatel podkapitalizování. Tento ukazatel má nabývat hodnoty větší než 1. V tabulce je patrné, že hodnoty společnosti jsou na hraně. Znamená to tedy, že společnost správně kryje svůj dlouhodobý majetek dlouhodobým kapitálem, avšak tato hodnota bývá z pravidla lepší, pokud je dále od hodnoty 1 směrem výš.

4.2.1.3 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nám dávají údaje o tom, jakým způsobem podnik využívá svůj vlastní majetek. Základním ukazatelem je Obrat celkových aktiv, který nám říká kolik tržeb

připadá na 1 Kč celkových aktiv. Podle výsledků můžeme vidět, že společnost má v průměru 0,07 Kč tržeb na 1 Kč celkových aktiv. Pokud přihlédneme na obraty oběžných aktiv, zde můžeme vidět obrat oběžných aktiv 1,54krát za rok. Doba obratu pohledávek nám udává, jak kolik dní trvá splacení pohledávek. Tato hodnota by měla být nižší než u obratu závazků, protože nám zajišťuje krátkodobé financování našich závazků. Jak můžeme vidět z tabulky hodnot, tato podmínka je splněna. Tedy podnik je schopen splácet své závazky.

Tato společnost díky své podnikatelské činnosti nemá žádné zásoby, tedy obratovost zásob zde nemá žádný smysl, obrat zásob patří ve většině společností k těm, co jsou nejvíce využívány.

Tabulka 4: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat oběžných aktiv	0.00	01.III	1.39	1.93	1.82
Obrat celkových aktiv	0.00	0.05	0.06	0.06	0.13
Doba obratu pohledávek	0.00	IV.36	0.13	II.18	95.15
Doba obratu závazků	0.00	129.14	109.87	118.87	107.23

Zdroj: vlastní zpracování

4.2.1.4 Ukazatele platební schopnosti (likvidity)

Ze zjištěných hodnot v tabulce je patrné, že společnost XYZ operuje se značným množstvím finančního majetku. Hodnota okamžité likvidity se pohybuje téměř k hodnotě 1, z toho je patrné, že společnost má k dispozici takové bezprostřední prostředky (peníze na účtu), že by dokázala splatit téměř všechny své krátkodobé závazky okamžitě. Nicméně z podnikatelského hlediska nám tato hodnota říká, že společnost nevyužívá svůj krátkodobý finanční majetek, tak jak by mohla.

U likvidity II. Stupně je patrné, že v případě, kdy by společnost obdržela příjem za všechny své pohledávky, dokázala by opět bezproblémově splatit své krátkodobé závazky. Tento výsledek však byl téměř jistý při I. Stupni, neboť podle definice se II. Stupeň pohybuje mezi 1,0 – 1,5 a tuto hodnotu podnik dosáhl již u prvního stupně. Opět lze usuzovat, že Společnost nevyužívá svůj finanční majetek produktivně.

Podle údajů získaných z Rozvahy a Výkazu zisku a ztrát a dále také podle předmětu činnosti Společnosti je patrné, že výsledek III. Stupně likvidity je totožný s II, stupněm. Společnost nemá žádné zásoby, tedy běžná likvidita je totožná s pohotovou likviditou.

Tabulka 5: Ukazatele Likvidity (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
Likvidita 1. stupně	2.124124	2.710506	2.391517	1.569185	0.985228

Likvidita 2. stupně	2.157113	2.744248	2.392741	1.587509	1.872586
---------------------	----------	----------	----------	----------	----------

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Prognóza tržeb a generátorů hodnot s finančním plánem

K výpočtu hodnoty podniku na základě metod DCF bylo zapotřebí spočítat dané generátory hodnot, při detailnější analýze všech zjištěných generátorů hodnot vidíme kladný nárůst, tržby prognózovaných let přinášejí velice optimistické hodnocení, které pro daného investora bude mít značný vliv při rozhodování.

4.3.1 Prognóza tržeb

Na základě zhodnocení tržeb v letech 2015 až 2018 v programu EXCEL došlo k následnému odhadu budoucího vývoje tržeb. Z tabulky je patrné, že společnost XY má kladný růst tržeb. Z toho důvodu se dá do budoucna očekávat stejný postup. K nejdůležitější události této analýzy je přechod mezi rokem 2017 a 2018, kde došlo odštěpení části společnosti od mateřské společnosti a získala tak nové pozemky a budovy do svého majetku. Díky této situaci došlo k růstu tržeb o 941,13 % za rok 2018. Na základě trendové funkce lze tedy pozorovat kontinuální nárůst tržeb. Tato metoda je důležitá z hlediska sestavení finančního plánu pro následující léta. Tyto hodnoty budou sloužit pro následný výpočet hodnoty společnosti. jedná se o hlavní generátor hodnot, který bude využit u metody DCF. Dle průměrného tempa růst tržeb je vidět, že dochází k nárůstu kolem 9 %.

Tabulka 6: Prognóza tržeb (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Roční tempo růstu		15,2%	10,5%	0,8%	941,1%	23,3%	6,3%	5,2%	4,6%
Průměrné tempo růstu za minulost a plán		91,2%				9,6%			
Tržby tis. Kč	6 397	7 371	8 146	8 211	85 487	105 405	112 046	117 872	123 295

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.2 Zisk před zdaněním a úroky (EBIT), Zisková marže

Dalším generátorem hodnot je ukazatel provozní ziskové marže, který se vypočítává na základě korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH), který se vypočte jako Provozní hospodářský výsledek poníženy o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a navýšený o odpisy. Zisková marže je potom poměrem mezi KPVH a Celkovými tržbami. Podle výsledků z tabulky můžeme říci, že se jedná o lehce kolísavou hodnotu, která je však vysoká, jedná se tedy o dobrý ukazatel. Námi předpokládané hodnoty již zůstávají stabilní v tempu růstu. Díky činnosti podnikání společnosti XY se dala tato čísla předpovídat,

neboť společnost nemá moc jiných neprovozních nákladů, a poměr jejích výnosů značně převyšuje náklady do činnosti podniku.

Tabulka 7: Zisková marže a prognóza KPVH

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Korigovaný provozní zisk před odpisy (tis. Kč)	4 016	4 152	5 990	5 250	75 327	80 422	106 161	102 267	114 972
Průměrné tempo růstu za minulost a plán		108,1%				11,2%			
Zisková marže (z KPVH před odpisy)	62,78%	56,33%	73,53%	63,94%	88,12%	76,30%	94,75%	86,76%	93,25%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet ziskové marže byla použita metoda shora i zdola, metoda zdola vychází, jako přesnější odhad, neboť používá více proměnných prognózovaných hodnot, a eliminuje tržby, které nesouvisí přímo provozem podniku.

Tabulka 8: Metodika výpočtu Ziskové marže zdola

	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje služeb a vlasních výrobků					
Obchodní marže	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Přidaná hodnota	88,33%	76,62%	94,89%	87,00%	93,25%
Daně a poplatky	0,22%	0,43%	0,43%	0,43%	0,43%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	9 975	24 644	5 722	15 322	8 322
Podíl z tržeb	11,67%	23,38%	5,11%	13,00%	6,75%
Roční tempo růstu	241,73%	147,06%	-76,78%	167,75%	-45,68%
Průměrné tempo růstu výk. spotř. za minulost a plán	43,4%	-4,4%			
Průměrná inflace	1,2%	2,2%			
Korigovaný provozní zisk před odpisy (tržby – náklady)	75 327	80 303	105 837	102 039	114 436
Zisková marže z KPZ před odpisy dopočítaná	88,12%	76,18%	94,46%	86,57%	92,82%

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál se počítal jako součet krátkodobého finančního majetku, který je provozně nutný spolu s pohledávkami a odečteny byly krátkodobé závazky. Díky způsobu podnikání společnost nemá žádné zásoby a její pohledávky a závazky mají víceméně obchodní charakter, krom poplatků a daní. Pro zjištění hodnot prognózovaných let se vychází z doby obratu předešlých let. Z hlediska predikce se stanovila provozní likvidita na hladině 0,15 a položky ostatních aktiv a pasiv byly ponechány v hodnotě posledního roku 2018. Naším předpokladem je snižování doby obratu pohledávek a závazků z obchodních vztahů. Doba obratu pohledávek a závazků vychází ze vztahu k tržbám.

Tabulka 9: Prognóza pracovního kapitálu (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Pohledávky za odběrateli	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2
Krátkodobé závazky celkem	18,6	18,4	18,7	18,5	18,8
z toho závazky z obchodního styku	15,1	15,0	15,0	15,0	15,0
stát - daňové závazky a dotace	3,5	3,4	3,7	3,5	3,8
Provozně nutné peníze	655	797	861	896	953
Provozně nutná likvidita	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Pohledávky	22 286	27 492	29 224	30 744	32 158
Peněžní prostředky provozně nutné	655	797	861	896	953
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	598	598	598	598	598
Krátkodobé závazky	4 368	5 314	5 740	5 974	6 351
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	179	179	179	179	179
Upravený pracovní kapitál	18 992	23 395	24 764	26 085	27 179
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. kap.	25,7%	21,7%			

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.4 Investiční záměr

Posledním důležitým generátorem hodnot je určení investičního záměru a výše investic netto do majetku. Společnost XY nedisponuje žádným nehmotným majetkem, jeho investice jsou z více jak 90 % určeny do staveb a zbytek do hmotných movitých věcí, konkrétně vybavení hotelu a vozidlový park. Celková hodnota brutto je součtem netto částky a odpisů. Na základě známých dat se vytvořil přehled investic do majetku mezi lety 2014 až 2018 v následující tabulce. Na základě těchto dat byl sestaven budoucí odhad investic pro roky 2019 – 2022.

Tabulka 10: Investice do dlouhodobého majetku společnosti (vlastní zpracování)

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
Stavby					
Stav majetku ke konci roku	39 169	37 824	36 682	35 331	209 894
Odpisy		1 345	1 350	1 352	21 670
Investice netto		-1 345	-1 142	-1 351	174 563
Investice brutto		0	208	1	196 233
Investiční náročnost růstu tržeb 2015-2018	215,9%				
Samostatné movité věci					
Stav majetku ke konci roku	0	0	0	0	18 724
Odpisy		0	0	0	0
Zůstatková hodnota prodaného zařízení				0	
Investice netto		0	0	0	18 724
Investice brutto		0	0	0	18 724
Investiční náročnost růstu tržeb 2015-2018	23,7%				

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě hodnot v tabulce, koeficientu náročnosti růstu tržeb vypočítá odhad investic pro roky 2019 až 2022, a to tak, že přes rozdíl tržeb v roce 2022 a 2019 dostaneme přírůstek tržeb, který následně vynásobíme investiční náročností na tržby. V tomto bodě můžeme zakomponovat údaje na základě rozhodnutí podnikového managementu a dále také hodnoty jiných podobných podniků, tedy tržního srovnání. Následně se můžeme rozhodnout, která z těchto možností je pro nás nejlepší a přiřadit ji nejvyšší váhy a pomocí váženého průměru získat hodnotu pro další výpočty.

Tabulka 11: Predikce investic do dlouhodobého majetku (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022	
Odpisy	21 670	21 670	49 627	53 590	15 053	
Zůstatková hodnota	355 765	381 216	406 888	426 189	398 448	
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	193 287	25 451	25 671	19 301	-27 741	42 683
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	214 957	47 121	75 298	72 891	-12 688	182 623

Zdroj: vlastní zpracování

Investice do dlouhodobého majetku se počítají jako meziroční rozdíl zůstatkových cen majetku. Na základě zjištěných údajů předpokládáme investice brutto do majetku ve výši 182.623 tis. Kč pro následující 4 roky. Společnost plánuje rozsáhlé rekonstrukce na budově, které ponесou vysoké investiční náklady.

4.3.5 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Na základě námi zjištěných výsledků analýz jsme schopni dopočítat rentabilitu investovaného kapitálu a také odpisy a celkové investice. Z tabulky je patrné, že výše rentability není ohromující, avšak její hodnoty jsou kladné z pohledu managementu. Na základě těchto hodnot se dá předpokládat, že společnost by mohla dostát svým predikovaným ziskům.

Tabulka 12: Výpočet Rentability investovaného kapitálu (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	42 389	44 561	44 406	38 759	80 500
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	49,59%	42,28%	39,63%	32,88%	65,29%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	109,2%	17,4%			

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	374 757	404 611	431 651	452 273	425 627
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	0,61	0,28	0,28	0,27	0,27
Rentabilita investovaného kapitálu	30,44%	11,89%	10,97%	8,98%	17,80%

Zdroj: vlastní zpracování, Rozvaha

4.3.6 Vážené průměrné náklady (WACC)

Pro další výpočty metody DCF bylo zapotřebí vypočítat Průměrné vážené náklady na kapitál. Na základě potřebných informací pro dopočítání nákladů vlastního kapitálu a nákladů na cizí kapitál byla zjištěna důležitá data, která jsou zobrazena v následující tabulce. Tato tabulka zobrazuje hodnotu Nákladů na vlastní kapitál, která dosahuje 10,981 %, za pomoci metody CAPM.

Tabulka 13: Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu	10,981%
Bezriziková úroková míra USA bonds 10y	2,910%
Riziková prémie kap. trhu	5,362%
Riziková přírážka země	1,05%
Koeficient Beta	0,75
Přirážka za likviditu	3%

Zdroj: <https://www.treasury.gov>, <http://pages.stern.nyu.edu>

Při výpočtu nákladů cizího kapitálu se vycházelo z bezrizikové úrokové míry pro rok 2018, která činila podle údajů z www.pages.stern.nyu.edu procentní hodnotu ve výši 2,910 %.

Riziková přírážka na cizí kapitál vychází také ze stejného zdroje pro rating AAA ve výši 0,63 %. Výsledné Náklady na cizí kapitál vychází ve výši 4,590 %. Při tomto výpočtu se nepočítá s rezervami, ale vycházíme z aritmetického průměru z dlouhodobých bankovních úvěrů, dluhopisů a jiných běžných úvěrů. Společnost XYZ má hlavní zdroj cizího kapitálu u UniCredit Bank ve výši okolo 466 miliónů Kč. Proto byla volba nákladů zvolena tak jak je uvedeno v tabulce. Dále pro výpočty Průměrných vážených nákladů se bral v potaz Náklad cizího kapitálu ponížen o daň, tedy po výpočtu dostaneme hodnotu 3,72 %, se kterou budeme dále počítat.

Tabulka 14: Výpočet nákladů na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu	4,590%
Bezriziková úroková míra USA bonds 10y	2,910%
Riziková přírážka země	1,050%
Riziková přírážka cizí kapitál	0,63%

Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu>

Díky vypočteným hodnotám nákladů na vlastní kapitál a cizí kapitál jsme byli schopni vypočítat Průměrné vážené náklady na kapitál, kde váhy těchto kapitálů byly zvoleny na základě jejich procentuálního zastoupení na Celkovém kapitálu. Po výpočtu se tedy tyto náklady dostaly na hodnotu 6,776 %.

Tabulka 15: Průměrné vážené náklady na kapitál

Náklady vlastního kapitálu	10,981%
Náklady cizího kapitálu	4,590%
Průměrné Vážené náklady na kapitál	6,776%

Zdroj: vlastní zpracování

4.4 Hodnocení projektu

Pro zjištění hodnoty daného projektu byly zvoleny metody Diskontovaného cash flow a kapitalizovaných čistých výnosů, které jsou v této kapitole vypočítány a rozebrány. Tyto metody byly použity na základě jejich nejčastějšího použití a díky tomu, že mají různé způsoby interpretování výsledků. Společnost nabízí velké potenciální možnosti v rámci developerského rázu. Díky značným pozemkům, které nejsou zastavěny dává možnost budoucích možností výstavby nových budov, dále také může dojít rekonstrukcím současně staré budovy a tím přinést další nové možnosti. Díky faktu, že společnost vykazuje takovéto zisky bez větších nákladů, je na místě použití těchto dvou metod pro zjištění celkové hodnoty podniku a díky této informaci zjištění kupní ceny pro naši společnost.

4.4.1 Metoda Diskontovaných peněžních toků (DCF) entity

Tato metoda byla zvolena z toho důvodu, že patří mezi nejvíce využívanou výnosovou metodu a její komplexní způsob výpočtu dává dobrý přehled o daném podniku.

4.4.1.1 1. fáze výpočtu pomocí metody DCF

Pro výpočet metody DCF je zapotřebí vypočítat danou hodnotu FCFF, která nám slouží pro výpočet 1. fáze metody DCF. Při tomto výpočtu vycházíme z hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření po odpisech. Tyto hodnoty byly vypočteny v rámci generátorů hodnot v předchozí kapitole. Diskontované free cash flow pak dostaneme následovně, kdy ke korigovanému provoznímu výsledku hospodaření odečteme daň z příjmu a poté přičteme odpisy a na závěr odečteme investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Tabulka 16: Výpočet FCFF v tis. Kč

Rok	2019	2020	2021	2022
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	58 633	56 210	48 449	99 383
Upravená daň	11 140	10 680	9 205	18 883
Korigovaný provozní VH po dani	47 493	45 530	39 244	80 500
Odpisy	21 670	49 627	53 590	15 053
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-47 121	-75 298	-72 891	12 688
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	3 788	10 002	-274 196	213 761
FCFF	25 830	29 861	-254 254	322 002

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet provedeme součet diskontovaného FCFF za každý rok, čímž dostaneme hodnotu, která představuje provozně nutný investovaný kapitál a je naším prvním mezi výpočtem pro stanovení hodnoty podniku, tedy fáze 1. Diskontní sazba byla vypočítána na základě metody WACC z předchozí kapitoly, neboť nepředpokládáme zadlužení úročeným cizím kapitálem.

Tabulka 17: Diskontovaný FCFF

Rok	2019	2020	2021	2022	
Odúročitel pro diskontní míru	6,78%	0,9365	0,8771	0,8214	0,7693
Diskontované FCFF k 31. 12. 2018	24 191	26 192	-208 856	247 722	
FDFF 1. fáze	89 248				

Zdroj: vlastní zpracování

4.4.1.2 2. fáze výpočtu hodnoty pomocí DCF

Druhá fáze výpočtu vychází za předpokladu nekonečné existence podniku, kterou vypočítáme na základě dopočtu pro rok 2023 až nekonečno. Ocenění tedy vychází z roku 2023, existují dva způsoby výpočtu tohoto období, můžeme za použití Gordonova vzorce

nebo parametrického vzorce. Nezáleží, jaký vzorec bude zvolen, neboť oba vychází stejně, pro kontrolu byly vypočítány oba vzorce. Jejich rozdíl je v přístupu vypočtu. U Gordonova vzorce vycházíme z odhadu tempa růstu volného peněžního toku. Ten byl stanoven ve výši 3,6 % z předpokladu vývoje HDP. Za předpokladu výpočtu z parametrického vzorce je potřeba udělat odhad na korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani roku 2023, který vychází 89.248 tis. Kč.

Tabulka 18: Výsledek výpočtu Gordonova a Parametrického testu

FCFF 2023		68 076	tis. Kč
Parametrický vzorec		2 143 446	tis. Kč
Gordonův vzorec		2 143 446	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

V tuto chvíli nám stačí ke zjištění 2. fáze hodnocení podniku vypočítat diskontovanou hodnotu pro rok 2023 a tím dostaneme námi hledanou hodnotu pro výpočet celkové hodnoty podniku. Na základě tohoto výpočtu jsme schopni sestavit výpočtovou tabulku pro stanovení finální hodnoty podniku. Pro zjištění provozní hodnoty podniku brutto sečteme námi vypočítané hodnoty 1. a 2. fáze a dostaneme hodnotu 2.143.446 tis. Kč. V dalším kroku je třeba odečíst zúročený cizí kapitál ke dni ocenění, abychom získali netto hodnotu podniku. V poslední řadě se k této hodnotě přičítá neprovozní majetek, který představuje pohledávka za ovládající společností, a dostaneme hodnotu vypočítanou na základě metody diskontovaného cash flow.

Tabulka 19: Výpočet výsledné hodnoty podniku podle metody DCF

Současná hodnota 1. fáze	89 248	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	1 648 989	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	1 738 238	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	465 742	tis. Kč
Provozní hodnota netto	1 272 496	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	9 584	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	1 282 079	tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výpočtu metody diskontovaného cash flow se nám podařilo zjistit hodnotu podniku ve výši:

1 282 079 tis. Kč

Výsledná hodnota bude dále diskutována v kapitole 5. kde bude porovnána s výsledky dalších metod.

4.4.2 Metoda kapitalizovaných výnosů

Pro zjištění hodnoty podniku metodou kapitalizovaných výnosů byly použity obě metody, tedy paušální metoda a analytická metoda. Na základě těchto metod vyšly dvě odlišné hodnoty. Tyto rozdíly byly přisouzeny tomu faktu, ze kterého vychází způsob výpočtu paušální metody, neboť ta vychází pouze z historických údajů. Z tohoto důvodu dochází k velkému rozdílu ocenění, které je způsobeno rozdílem mezi lety 2017 a 2018, kde společnost získala rozsáhlá množství majetku a tím se její příjmy zvýšily až několika desetkrát. Proto kvůli této události metoda analytická vychází přesněji, protože počítá s budoucími výnosy, které jsou od roku 2018 tak vysoké.

4.4.2.1 Paušální metoda Kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda paušální vychází, jak již bylo zmíněno z historických dat, konkrétně účetních výkazů. Hlavními vstupními daty je Výsledek hospodaření před zdaněním, který je třeba upravit abychom dostali potřebná data. Tato data tedy představují trvale odnímatelný čistý výnos. Jedná se o takové prostředky, které značí hodnotu pro vlastníky, kterou mohou čerpat, aniž by zasahovali do podstaty podniku. Prvním krokem bylo zjištění upraveného Hospodářského výsledku před odpisy. Výsledek hospodaření před zdaněním je třeba upravit o náklady a výnosy u majetku, který není provozně nutný, ten nám bude na závěr navyšovat hodnotu podniku.

Společnost XY však žádným takovým majetkem nedisponuje. Dále je potřeba provést úpravu finančních nákladů a výnosů a jiné další kroky, které jsou znázorněny v tabulce. Právě z této tabulky můžeme vidět velký rozdíl, který nastal od roku 2018, kterému připisují rozdílnost od druhé metody.

Tabulka 20: Výpočet upraveného Výsledku hospodaření před odpisy

Položka		2014	2015	2016	2017	2018
Výsledek hospodaření před zdaněním		2681	1707	3726	3058	51052
Odpisy	+	1213	1345	1350	1352	21670
Prodej DHM	+	0	0	0	0	0
Ostatní finanční výnosy + ostatní výnosy	-	390	387	426	415	2685
Ostatní finanční náklady + ostatní náklady	+	71	172	75	80	2155
Výnosové úroky	-	4	0	0	0	2793
Úpravy celkem		890	1130	999	1017	18347
Upravený výsledek hospodaření před odpisy		3571	2837	4725	4075	69399

Zdroj: vlastní zpracování, Výsledovka

Dalším krokem pro výpočet trvale udržitelného čistého výnosu je zakomponování cenové hladiny pro daný rok a na tomto základě zjištění váženého průměru zjištěných hodnot upraveného výsledku hospodaření. K tomu je zapotřebí zvolit hodnotu vah. Tyto hodnoty byly od 1 do 5, kde nejvyšší váhu má hodnota 5. Ta byla přiřazena pro rok 2018, jedná se nám o nejaktuálnější zdroj informací, který není zkreslen a má nejlepší vypovídací schopnost pro naše údaje. Dalším důvodem je již zmíněná majetková změna v letech 2017 a 2018.

Tabulka 21: Výpočet Váženého průměru praveného Výsledku hospodaření

Rok	Výsledek hospodaření před zdaněním	Úpravy celkem	Upravený Výsledek hospodaření před zdaněním	Inflace	Cenový index	UVH * CI	Váhy	Součin
2014	2 681	890	3 571	0,40%	0,903457	3226,244	1	3 226
2015	1 707	1 130	2 837	0,30%	0,923457	2619,846	2	5 240
2016	3 726	999	4 725	0,70%	0,948456	4481,456	3	13 444
2017	3 058	1 017	4 075	2,50%	0,973456	3966,833	4	15 867
2018	51 052	18 347	69 399	2,10%	1,000000	69399	5	346 995
Celkový součet hodnot								384 773
Vážený průměr Upraveného výsledku hospodaření (tis.Kč)								25 652

Zdroj: vlastní zpracování

Námi zjištěna hodnota váženého průměru vychází 25 652 tis. Kč. Nyní je potřeba tuto hodnotu upravit o pravidelné odpisy zjištěné pomoc váženého průměru v období od roku 2014 do roku 2018, abychom eliminovali vliv pravidelných investic na udržování majetku. V poslední řadě odečítáme daň z příjmu a dostáváme trvale udržitelné čisté výnosy.

Tabulka 22: Výpočet TČV (e_z)

Upravený Výsledek hospodaření - vážený	25 652
Průměrné odpisy	8 114
Základ daně	3 982
Daň z příjmu 19%	756
Neprovozní majetek k 31.12.2018	0
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	16 781

Zdroj: vlastní zpracování

Pro zjištění hodnoty podniku je potřeba udělat poslední krok, který spočívá ve vydělení námi zjištěné hodnoty trvale odnímatelných čistých zisků kalkulovanou úrokovou mírou. Pro výpočet kalkulované úrokové míry byl zvolen následující vzorec.

Tabulka 23: Vzorec a kalkulace úrokové míry

Výnosnost státních dluhopisů ke dni ocenění – očekávaná inflace + riziková přírážka

Výnosnost státních dluhopisů k 31.12.2018	2,01%
Inflace odhad na rok 2019	2%
Riziková přírážka trhu	5,59%
<i>r</i>	5,60%

Zdroj: vlastní zpracování

V závěrečném bodě již stačí dosadit tyto dvě hodnoty do finálního vzorce a vyjde nám hodnota podniku. Tedy písemně (16 781/5,60%). Hodnota podniku oceněná k 31.12.2018 za použití paušální metody je následná:

299 660 tis. Kč

Tato hodnota nám udává nejmenší možnou cenu podniku, jedná se o současnou hodnotu výnosového potenciálu společnosti.

4.4.2.2 Analytická metoda Kapitalizovaných čistých výnosů

Analytická metoda má pro nás větší vypovídací význam z toho důvodu, že nám generuje budoucí příjmy, které jsou udržitelné, nevychází pouze z minulých hodnot. Pro její výpočet bylo třeba provést prognózu budoucích let na základě předešlých výpočtů upraveného Výsledku hospodaření. Prognózování bylo provedeno na dobu 5 let pomocí funkcí v programu Excel. Dle očekávání vychází hodnota vyšší než u paušální metody. Tento fakt je zapříčiněn již zmiňovaným získaným majetkem, který přinesl větší výnosy. Ty jsou tedy očekávané v následujících 5 letech prognózy, čímž dostáváme zcela nový pohled na společnost. V následné tabulce jsou vidět průběžné propočty hodnot, díky kterým dostáváme celkovou netto hodnotu podniku.

Tabulka 24: Výpočet Analytické metody

Rok	2014	2015	2016	2017	2018	Průměr
VČ	3 226	2 620	4 481	3 967	69 399	
i_r	5,60%					
Mezivýpočet	2594,428	2224,765	3805,637	3557,264	65718,75	
1. fáze celkem						77900,84
Rok	2019	2020	2021	2022	2023	
TVČ	67 281	90 229	81 929	104 877	96 578	88 179
2.fáze celkem						1 199 102
Celková netto hodnota (Tis. Kč)						1 277 003

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná netto hodnota podniku pomocí Analytické metody je následná. Výsledky daných hodnot budou dále probírány v kapitole 5.

1 277 003 tis. Kč

5 Výsledky a diskuse

V této kapitole jsou shrnuty všechny výsledky z předchozí kapitoly a snaha celkového vyhodnocení. Hlavním bodem je kapitola 5.1.1 *Kupní cena*, která určuje kupní cenu podniku, od které by se společnost měla odvíjet, dalším krokem jsou poté diskuze a pádné argumenty obou stran, kde je zapotřebí se shodnout na určitém kompromisu, který vyhovuje oběma stranám.

5.1 Hodnota podniku

Na základě výsledků metod pro zjištění hodnoty podniku se jako první zaměříme na metodu Paušální u Kapitálových čistých výnosů. Díky této metodě se hodnota podniku vyšplhala na částku 299.660.000,00 Kč. Tato hodnota s porovnáním majetkové dispozice podniku je nižší, avšak tato hodnota nám udává hodnotu současného výnosového potenciálu, tedy nebere budoucí potenciál růstu. To znamená, že při výpočtu hodnoty podniku nesnižujeme majetkovou podstatu podniku. Jedná se o nejnižší hranici ceny podniku. Slouží tedy jako orientační dolní hranice. Díky nižší hodnotě, než vlastní kapitál tedy pro budoucí výpočet kupní ceny budeme používat výsledky následujících hodnot metod DCF nebo KČV, avšak metodou analytickou.

Výsledky analytické metody jsou pro nás již mnohem příznivější. Hlavním důvodem je ten, že oproti paušální metodě pracuje s budoucí prognózou tržeb, které jsou dále upraveny. Na základě této metody se cena společnosti vyšplhala na částku 1.277.003.000,00 Kč. Jedná se tedy o 4násobek metody Paušální. Důvod je vcelku jasný, jak již bylo řečeno, Paušální metoda vychází na základě minulých dat. Při prvním pohledu na známé údaje od roku 2014 do roku 2018, máme výsledné hodnoty do roku 2017 na nízké úrovni tržeb. Až v roce 2018 vidíme nárůst tržeb o přibližně 940 %. Z tohoto důvodu usuzuji takto nízkou výslednou hodnotu za pomoci Paušální metody. Při prognóze budoucích let je pro nás klíčový rok 2018, neboť při dalších letech při udržitelných výnosech se změní celá struktura podniku. Z tohoto důvodu se ocenění společnosti vyčíslovalo na částku vyšší než 1 miliarda korun.

Pro vyhodnocení hodnoty podniku za pomoci metody DCF vyšla hodnota na 1.282.079.000,00 Kč. Na základě zjištěných zkušeností má tato metoda lepší vypovídací schopnost, její hodnota se dá také počítat přes metodu EVA, která pro kontrolu vychází stejně. Nicméně tato metoda nebyla brána v potaz či počítána. Lepší smysl výpočtu dávala metoda KČV. Díky ziskům, které společnost má jsou tyto metody ideálním řešením. Metoda DCF patří tedy k metodám, které jsou při oceňování nejpoužívanější, protože jejich spolehlivost je

nejvyšší. Proto pro stanovení kupní ceny podniku použijeme metodu DCF a metodu KČV metodou analytickou.

5.1.1 Kupní cena

Kupní cena je vždy nejtěžší oříšek jak pro prodávajícího, tak kupujícího. Obě strany chtějí získat nejlepší cenu. Je tedy třeba dostat určitým ústupkům. Ve většině případů tyto ústupky musí podstoupit kupující. Jedná se o portfolio, o které stojí, tedy musí se přizpůsobit požadavkům prodávajícího. Na základě ocenění společnosti je částka dána na hodnotu 1.279.541.000,00 Kč. Jedná se o průměrnou hodnotu metody DCF a analytické metody KČV.

Při předběžných jednání se budoucí kupní cena pohybovala okolo 1.800.000.000,00 Kč. Jedním z důvodů, kterým dosahuje takto vysoké hodnoty, by mohl být fakt, že součástí této společnosti je odložená daň, která byla vypočítána okolo 300.000.000,00 Kč. Tato daň vzniká na základě rozdílů mezi účetními a daňovými pojetími případů. Odložená daň se nezapočítává do oceňovacích metod. Její chvíle nastává právě při prodeji podniku, neboť se stává součástí kupní ceny. Pokud tedy vezmeme v potaz odloženou daň, dostaneme se na hodnotu podniku 1.579.541.000,00 Kč. Tím se lišíme od předběžné kupní ceny okolo 221.000.000,00 Kč. Tato částka může být právě připsána užítku vlastníka a také snaha vygenerovat co nejvyšší zisk z prodeje společnosti.

Na základě použitých metod je tedy hodnota podniku stanovena na 1.279.541 tis. Kč, předběžná kupní cena však zdaleka není posledním slovem ve vyjednávacím procesu obou stran. Ta se zpravidla dostává do vyšších hodnot, čímž blíže je prodej dostupný. Na základě odborných zkušeností s lidmi z oboru se finální cena projektu bude pohybovat okolo 2 miliard korun. To odpovídá hodnotě 77.745.383,87 EUR při kurzu k 31.12.2018, který činil 25,725 CZK/EUR.

5.2 Investiční plány do budoucna

Z pohledu kupujícího se naskytuje pohled na několik investičních možností. V této kapitole jsou popsány možné scénáře, které mohou nastat. Každý z těchto scénářů má jiné investiční náklady a přináší jiné možnosti. Po celkové analýze tohoto projektu je vidět potenciál v podobě ziskového přínosu společnosti. Nízké provozní náklady, vysoké zisky.

Nicméně pro developera na vysoké úrovni má tento projekt má vícero možností, které může nabídnout.

První možností developerské společnosti je ponechání dosavadního modelu, který je otázkou koupě. Provoz budovy poběží v rukou nájemníka a zisky budou plynout pouze z nájemného. Společnost se nemusí starat o chod a pouze kontrolovat výdaje, které se vytváří. Může se v klidu rozmýšlet nad možnými investicemi. Jelikož budova je již téměř z účetního hlediska odepsána, je tedy třeba aby došlo k určité renovaci. Na tomto základě by společnost investovala peníze, které by šly na rekonstrukci. Výsledné investice by nebyly nikterak vysoké a na základě stavebních úprav by dosahovaly řádu kolem 100 milionů Kč. Tato možnost nezahrnuje variantu, kde by došlo k navýšení výškové budovy. Při situaci, kdy by došlo k výstavbě nových pater, na již současné budově by investiční náklady sahaly do několiknásobných hodnot.

Druhá možnost, která se nabízí z pohledu ať už investora nebo developera je kompletní destrukce současné budovy a tím docílení nového projektu na „zelené louce“. Tato možnost nám dále rozšiřuje naše možnosti na další dvě. První možností je výstavba nové budovy, jako tomu bylo předtím. Druhá možnost nabízí výstavbu několika retailových budov na pozemku. V současnou chvíli jsou ve společnosti projednávány různé možnosti, které by mohly nastat. Investiční náklady, které by byly zapotřebí k vynaložení výstavby více objektů na pozemku by podle předčasných propočtů vyšly na sta miliony EUR. Jednalo by se tedy o obrovské finanční zatížení pro celou Společnost.

K jaké variantě se Společnost nakonec rozhodne v tuto chvíli není jisté, jisté je pouze to, že tento projekt dává developerovi velké možnosti a na trhu s nemovitostmi velkou poziční výhodu.

6 Závěr

Tato práce má dát náhled na zkoumanou společnost, která se stala objektem zájmu společnosti S+B Gruppe, ve které pracuji. Nápad této práce vzešel právě z činnosti vykonávané uvnitř společnosti. Hodnocení finanční situace daného podniku, ocenění hodnoty podniku, potenciál, který může daný podnik nabídnout. Trh s nemovitostmi je obrovský a nabízí mnohé možnosti. Jako developer se potýkáte s celým procesem, který je, jak bylo nastíněno, rozsáhlý a vždy jedinečný. Tím, že každý projekt je unikátní a přináší nové výzvy, radosti ale i zklamání, dává velký potenciál pro růst osobnosti. Hodnotová otázka projektů se drží developera jak na začátku, tak na konci.

Cílem společnosti S+B Gruppe, je zanechání odkazu do budoucna a při tom zanechat něco jedinečného. Jejím zaměřením není držení majetku, ale čistý obrat zisku. To znamená vyhledání investiční příležitosti, zakoupení, realizace a na závěr prodej investorům. Díky této možnosti se principy oceňování stávají velice důležitým bodem pro existenci této firmy. Na základě zjištěných údajů o společnost XY a vypočítaných analýz a metod je jednoznačné říci, že tato společnost stojí za investiční příležitost. Její možnosti, které vyplývají jak z pozemků na lukrativním místě v Praze, tak současný provoz, který dokáže generovat vysoké zisky nabízí mnohé. Ocenění a finanční analýza dala pohled na situaci podniku s pozitivní budoucností.

Podle výsledků finanční analýzy je společnost rentabilní na vysoké úrovni, dokáže krýt své krátkodobé závazky a díky jejím finančním výnosům dává možnosti k investicím do majetku. Hlavním cílem práce bylo ohodnocení podniku jako takového k 31.12.2018. Tato hodnocení podniku vyšla na základě dvou metod, konkrétně DCF a KČV. U metody Kapitalizovaných čistých výnosů bylo použito dvou metod. Metoda Paušální nám určovala spodní hranici současného potenciálu podniku, její hodnota činí 299.600 tis. Kč. Druhou metodou byla metoda Analytická, která přinesla díky jejímu využití příznivější hodnotu ve výši 1.277.003 tis. Kč. Metoda DCF přinesla hodnotu podniku ve výši 1.282.079 Kč. Z tohoto hlediska se výsledná kupní cena odvozovala od průměru výsledků dvou posledních metod. Tato finální hodnota podniku vyšla 1.279.541 Kč a posloužila k výpočtu kupní ceny. Metody, které slouží k ocenění podniku nepočítají s odloženou daní, která u této společnosti dosahuje okolo 300.000 tis. Kč a z tohoto důvodu nám navyšuje hodnotu podniku vypočítanou pomocí metod na ocenění. Výpočet odložené daně nebyl součástí této práce, protože její výpočet je velice komplexní a složitý proces, kterému by se mohla věnovat celá diplomová práce.

Proto tedy podle zjištěných hodnot se kupní cena společnosti XY bude pohybovat od 1.579.541 tis. Kč směrem nahoru, neboť tato hodnota neobsahuje užitkovou hodnotu vlastníka, a navíc jeho hlavní záměr, kvůli kterému je společnost prodávána je zisk.

Výsledné hodnocení, které vychází z této práce je tedy takové, které stvrzuje koupi dané společnosti jako investiční příležitosti, která do budoucna může přinést vysoké zisky ať už z pronájmu nebo z prodeje.

7 Seznam použitých zdrojů

BRADÁČ, Albert. *Teorie oceňování nemovitostí*. 8., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009. ISBN 978-80-7204-630-0.

COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, [1994]. ISBN 80-85605-41-4.

DĚDINA, Jiří a Jiří ODCHÁZEL. *Management a moderní organizování firmy*. Praha: Grada Publishing, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2149-1.

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 2005. Expert. ISBN 80-247-0939-2.

GRANT, James L. *Foundations of economic value added*. 2nd ed. Hoboken, NJ: J. Wiley, c2003. Wiley finance series. ISBN 978-0471234838.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

HRDÝ, Milan. *Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU*. Praha: Aspi, 2006. ISBN 80-7357-137-4.

JURY, Timothy. *Cash Flow Analysis and Forecasting: The Definitive Guide to Understanding a Using Published Cash Flow Data*. United States: John Wiley & Sons, 2012. ISBN 9781119962656.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.

KLEDUS, Robert. *Oceňování movitého majetku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Ústav soudního inženýrství, 2012. ISBN 978-80-214-4552-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana, PAVELKOVÁ, Drahomíra. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, a.s. 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3349-4.

KORECKÝ, Michal a Václav TRKOVSKÝ. *Management rizik projektů: se zaměřením na projekty v průmyslových podnicích*. Praha: Grada, 2011. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3221-3.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

KUNCOVÁ, Martina, Jakub NOVOTNÝ a Radek STOLÍN. *Techniky projektového řízení a finanční analýza projektů nejen pro ekonomy*. I. vydání. Praha: Ekopress, 2016. ISBN 978-80-87865-26-2.

LEVY, Sidney M. *Project management in construction*. 6th ed. New York: McGraw-Hill, c2012. ISBN 978-0-07-175310-4.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998. Praktické příručky (Linde). ISBN 80-7201-145-6.
- ORT, Petr. *Oceňování nemovitostí - moderní metody a přístupy*. Praha: Leges, 2013. Praktik (Leges). ISBN 978-80-87576-77-9.
- RAFFEGEAU, Jean a Fernand DUBOIS. *Finanční oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha: HZ, 1996. Editio Q. ISBN 80-86009-03-3.
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2019. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4.
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.
- SEDLÁČEK, Jaroslav. *Cash flow*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2010. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 9788025131305.
- SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.
- SCHILLER, Bradley R. *Makroekonomie dnes*. Brno: Computer Press, 2004. ISBN 9788025101698.
- SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. Praha: Grada, 2008. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-2424-9.
- STAIGER, Roger P. *Foundations of real estate financial modelling*. Second Edition. New York: Routledge, 2018. ISBN 9781138046184.
- SVOZILOVÁ, Alena. *Projektový management: systémový přístup k řízení projektů*. 3., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-0075-0.
- ŠUSTROVÁ, Daniela. *Katastrální zákon*. Praha: Wolters Kluwer, 2018. Praktický komentář. ISBN 978-80-7598-152-3.
- TETŘEVOVÁ, Liběna. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006. ISBN 80-86946-09-6.
- TOMÁNKOVÁ, Jaroslava a Dana ČÁPOVÁ. *Řízení projektů ve výstavbě*. Praha: České vysoké učení technické, 2012. ISBN 978-80-01-05163-4.
- VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2., přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86929-01-9.
- VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- ZIMA, Petr. *Právo stavby*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Právní praxe. ISBN 978-80-7400-566-4.

ŽIVĚLOVÁ, Iva. *Finanční řízení podniku*. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita, 1998. ISBN 80-7157-339-6.

Achour & Hajek: 5. výročí založení. Praha: Achour & Hájek, 2014. ISBN 978-80-260-6717-7.

Building world magazine: investment - projects - tenants - facility management - construction - design - office - shopping centres - residential - industry - development - real estate. Praha: Building World, 2005-. ISSN 2464-5575.

Feasibility Studies in Construction Projects: Practice and Procedure. Informa Law, 2019, 2019. ISBN 9780415715263.

Český kapitálový trh: organizátoři a účastníci : [finance, konzultace, poradenství, obchodování s cennými papíry, investice, zprostředkování, analýzy] : 1998. Praha: PRESTIGE, 1998.

The WACC. Lumen Learning: Boundless Finance [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://courses.lumenlearning.com/boundless-finance/chapter/the-wacc/>

Dynamické metody pro hodnocení investic. Mendelu [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/zobraz_cast.pl?cast=70618

Techniky hodnocení investic (investičních variant). Managementmania [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/techniky-hodnoceni-investic>

Životní cyklus a fáze projektů. Business Info.cz oficiální portál pro podnikání [online]. [cit. 2020-04-05]. Dostupné z: <https://www.businessinfo.cz/navody/zivotni-cyklus-a-faze-projektu/>

ACHOUR, Gabriel. Developerské projekty II. - Realizace projektu. Eprávo [online]. 2014, 2014(2.), 2 [cit. 2019-10-28]. DOI: 22849. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/developerske-projekty-ii-realizace-projektu-22849.html>