

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Hodnota podniku

Michael MIKEL

© 2016 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Michael Mikel

Provoz a ekonomika

Název práce

Hodnota podniku

Název anglicky

Business Value

Cíle práce

Cílem diplomové práce je nalézt hodnotu vybraného podniku pomocí zvolených metod pro jeho oceňování. Dílčím cílem je zhodnocení metod oceňování z hlediska jejich výhod a nevýhod.

Metodika

Práce bude dělena do dvou částí. Teoretická část práce bude čerpat z poznatků dostupných v odborné literatuře a bude zaměřena na problematiku oceňování podniku. Budou popsány důvody pro oceňování podniku, postup ocenění a představeny základní metody pro jeho hodnocení. V práci budou zmíněny jak výhody a nevýhody zvolených metod, tak zdroje, které jsou nezbytné a z nichž se při ocenění vychází.

Praktická část práce bude obsahovat charakteristiku podniku z hlediska právní formy, organizační a řídicí struktury, struktury majetku a závazků. Na vybraný podnik budou aplikovány vybrané metody oceňování podniku zmíněné v teoretické části práce, které budou obsahovat analytické výpočty v závislosti na zvolené metodě, včetně odborných komentářů k výsledkům. K nalezení hodnoty podniku bude sloužit analýza časových řad ukazatelů, vycházejících z účetních výkazů delšího časového období a dalších vnitropodnikových informací.

V závěru práce budou shrnuty nejdůležitější poznatky, vyvozeny závěry plynoucí z výpočtů a budou navržena doporučení, směřující k dosažení lepší hodnoty podniku.

Budou použity metody analýzy časových řad, metody finanční analýzy, vybrané metody pro ocenění podniku.

Doporučený rozsah práce

60-80 stran

Klíčová slova

Podnik, hodnota podniku, oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza

Doporučené zdroje informací

GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 1. Vydání. Praha: Ekopress, s. r. o., 2009. ISBN 978-80-86929-26-2.

JONES, J. D.; WEST, T. L.. Handbook of business valuation. New York: John Wiley and Sons, 1992. ISBN 0-471-53755-1.

KOVANICOVÁ, D.; KOVANIC, P. PODKLADY skryté v účetnictví DÍL II Finanční analýza účetních výkazů. 4. aktualizované vydání. Praha: NAKLADATESTVÍ POLYGON, 1999. ISBN 80-85967-88-X.

MAREK, P. a kolektiv. Studijní průvodce financemi podniku. 1. vydání. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. ISBN 80-86119-37-8.

MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku proces oceňování základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M. Oceňování podniků. 1. vydání. Praha: Ekopress. s. r. o., 1996. ISBN 901991-1-9.

MAŘÍK, M. Vybrané problémy oceňování podniku. Sborník z kolokvií Katedry financí a oceňování podniku Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1295-2.

SYNEK, M. a kolektiv. Manažerská ekonomika. 4. vydání. Praha: Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1992-4.

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomiky

Elektronicky schváleno dne 21. 3. 2016

prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 23. 3. 2016

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 29. 03. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Hodnota podniku" 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 literatury 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 31.3.2016

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Renatě Aulové, Ph.D. a vedení společnosti GOSTAS s.r.o. za odborné rady a cenné informace, které mi napomohly k sepsání této diplomové práce.

Hodnota podniku

Business value

Souhrn

Tato diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty stavební společnosti GOSTAS s.r.o. za použití vybraných výnosových metod oceňování.

Teoretická část práce využívá literárních a internetových zdrojů k charakterizování základních pojmů v problematice oceňování podniku. Je vymezen postup stanovení hodnoty, jsou přiblíženy nejčastěji užívané metody hodnocení a zmíněny důvody pro ocenění.

Praktická část práce se již zabývá samotným oceněním podniku GOSTAS s.r.o. Společnost je nejprve stručně představena a následně je provedena zjednodušená strategická a finanční analýza. Na základě výsledků těchto analýz je vytvořen finanční plán vedoucí ke stanovení hodnoty za použití metod ekonomické přidané hodnoty a diskontovaných peněžních toků. Závěrem je stanoveno výsledné ocenění podniku k 1.1. 2015.

Summary

The aim of this diploma thesis is to determine the value of the construction company GOSTAS Ltd. according to yield-based valuation methods.

The theoretical part uses literature and internet sources to describe basic concept of valuation companies. It specifies the procedure of determining value, describes the most common methods of valuation and reasons for valuation are mentioned too.

The practical part is about valuation of the company GOSTAS Ltd. Company is firstly briefly introduced and afterwards simplified strategic and financial analysis are carried out. Based on the results of these analysis is created financial plan according to which is determined the value by using the methods of economic value added and discounted cash flow. At the end of diploma thesis the final value of the company is determined on 1.1. 2015.

Klíčová slova: podnik, hodnota podniku, oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza

Keywords: company, business value, business valuation, strategic analysis, financial analysis

Obsah

Úvod.....	10
Cíl práce a metodika	11
1 Cíl práce.....	11
2 Metodika práce	11
Teoretická východiska	12
1 Podnik	12
2 Hodnota podniku.....	12
2.1 Hladiny hodnoty podniku	13
2.2 Kategorie hodnoty podniku	14
3 Předpisy a zákony pro oceňování podniku	16
4 Oceňování podniku	18
4.1 Důvody pro oceňování podniku.....	18
5 Předpoklady oceňování podniku.....	19
6 Postup oceňování podniku	19
6.1 Sběr vstupních dat.....	20
6.2 Analýza dat	20
6.3 Sestavení finančního plánu	32
6.4 Metody oceňování.....	33
7 Působení rizika a času.....	52
7.1 Faktor času.....	53
7.2 Faktor rizika.....	53
Praktická část	54
1 Cíl ocenění	54
2 Podklady pro ocenění.....	54
3 Charakteristika firmy GOSTAS s.r.o.....	54
3.1 Historie a současnost	55
3.2 Organizační struktura a zaměstnanci	55
4 Popis majetku společnosti.....	56
5 Strategická analýza	57
5.1 Analýza makrookolí.....	57

5.2	Analýza mikrookolí	62
6	Finanční analýza	67
6.1	Analýza absolutních ukazatelů	67
6.2	Analýza poměrových ukazatelů.....	73
6.3	Souhrnné indexy hodnocení.....	77
7	SWOT analýza.....	78
8	Finanční plán společnosti GOSTAS s.r.o.	79
9	Stanovení hodnoty společnosti GOSTAS s.r.o.	81
9.1	Stanovení diskontní míry	81
9.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	83
9.3	Provozně nutný investovaný kapitál	83
9.4	Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity).....	84
9.5	Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků (DCF equity)	87
9.6	Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty EVA	87
10	Souhrnné ocenění.....	89
	Závěr a diskuze	90
	Seznam použitých zdrojů.....	92
	Seznam obrázků.....	95
	Seznam tabulek	95
	Seznam grafů	96
	Seznam příloh	96
	Seznam vzorců.....	96
	Přílohy.....	98

Úvod

V České republice je oceňování podniku spjato s transformací ekonomiky a přeměnou vlastnických vztahů. Právě v souvislosti s privatizacemi v 90. letech a přechodu z centrálně plánované na tržní ekonomiku bylo třeba znát i tržní hodnotu podniků, která měla význam jak pro vlastníky, tak pro investory a věřitele.

Oceňování podniku je velice komplexním a náročným procesem z hlediska nezbytně nutných teoretických vědomostí a praktických znalostí z oboru statistiky, matematiky, financí, účetnictví apod., vedoucí k vyřčení výsledného výroku o hodnotě podniku. Náročnost je dána také jedinečností každého z oceňovaných podniků. Tyto odlišnosti určují rozdílné hodnoty subjektů a zároveň způsobují problémy při jejich oceňování.

K provedení ocenění je nutno disponovat dostatečnými informacemi jak z vnitřního tak vnějšího okolí společnosti, znát dokonale daný podnik, relevantní trh a vědět, za jakým účelem má být ocenění provedeno. Nejčastěji bývá podnik oceňován za účelem koupě či prodeje, poskytnutí úvěru, změny základního kapitálu, potřeby managementu atd. S účelem ocenění následně souvisí i volba metody, podle které bude podnik oceněn.

Určení hodnoty podniku je konečnou etapou ocenění, které předchází sběr relevantních vstupních dat, strategická a finanční analýza, odhad budoucího vývoje pomocí finančního plánu a výběr metod ocenění.

Následující kapitoly práce se zaměřují na stanovení hodnoty stavebního podniku GOSTAS s.r.o. K ocenění jsou využity nejčastěji užívané výnosové metody v podobě ekonomické přidané hodnoty a diskontovaných peněžních toků.

Cíl práce a metodika

1 Cíl práce

Cílem diplomové práce je nalézt hodnotu podniku GOSTAS s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod oceňování. Konkrétně se jedná o metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. Dílčím cílem je zhodnocení metod oceňování z hlediska jejich výhod a nevýhod.

2 Metodika práce

Práce je strukturována do dvou částí. Teoretická část využívá metody analýzy, syntézy a komparace odborných literárních a internetových zdrojů k charakterizování základních pojmů v problematice oceňování podniku. Jsou přiblíženy důvody pro oceňování podniku, vymezeny postupy stanovení hodnoty a představeny základní metody hodnocení spolu s jejich výhodami a nevýhodami.

Praktická část práce se již zabývá samotným oceněním podniku GOSTAS s.r.o. Společnost je nejprve charakterizována z hlediska právní formy, organizační a řídicí struktury, struktury majetku a závazků. Následně je provedena zjednodušená strategická a finanční analýza ústící ve finanční plán. Poté je stanovena hodnota podniku použitím metod ekonomické přidané hodnoty a diskontovaných peněžních toků.

V závěru práce jsou shrnuty nejdůležitější poznatky a stanoveno výsledné ocenění podniku.

Teoretická východiska

1 Podnik

Ještě předtím, než se práce začne věnovat samotnému oceňování a hodnotě podniku, je důležité ujasnit si, co se rozumí pod samotným pojmem podnik.

V literatuře se můžeme setkat s různými definicemi podniku. Podle některých autorů ho lze vymezit jako základní, plánovitě organizovanou hospodářskou jednotku, v níž je realizována výroba, nebo jsou poskytovány služby. (12) Je však potřeba také zdůraznit, že podnik je jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. (7)

Společnost není oceňována jako samostatný právní subjekt, nýbrž jako **podnik**, na který je nutno z ekonomického hlediska pohlížet jako na **funkční celek**. (7)

2 Hodnota podniku

Základním cílem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Ekonomicky pojímaná hodnota je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. (7)

Hodnota podniku je tvořena užitnou a směnnou hodnotou. **Užitná hodnota** je pro různé vlastníky různá. Reprezentuje schopnost statku uspokojovat lidské potřeby. **Směnná hodnota** vyjadřuje vlastnost zboží být předmětem směny a představuje peněžní vyjádření hodnoty zboží. Peněžní vyjádření hodnoty neboli cena vzniká na trhu střetem nabídky a poptávky. (14)

Definice hodnoty podniku je však celkem složitá. Složitost vyplývá z poměrně atypického trhu s podniky, který fakticky neexistuje, resp. je oproti klasickému trhu deformován hned několika faktory. Vzácnost zboží, která si vynucuje individuální jednání o konkrétních podmínkách je prvním z faktorů ovlivňující složitost definice. Dalším faktorem je nízká míra organizovanosti trhu (nedochází k soustředování nabídky a poptávky po tomto

zboží) a v podstatě neexistence dostatečné konkurence. Posledním faktorem je neoddiskutovatelná jedinečnost každého podniku. (5, 14)

Z výše uvedených skutečností je zřejmé, že autonomní cenotvorný mechanismus u podniků prostě fungovat nemůže. Funkci trhu je tudíž nutno nahradit pomocí externího ocenění, které by mělo vycházet z Mezinárodních oceňovacích standardů. (14)

Mezinárodní oceňovací standardy pak vymezují základní pojmy takto:

Hodnota je ekonomický pojem označující cenu, na které by se s největší pravděpodobností dohodli kupující a prodávající zboží nebo služby, které jsou použitelné ke koupi. Hodnota tak není skutečnost, ale odhad pravděpodobné ceny. (4)

Dle Maříka je hodnota podniku dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. V dlouhém budoucím časovém horizontu lze příjmy pouze odhadovat a z toho důvodu není hodnota podniku nic jiného, než určitá **víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích**. (7)

Cena je pojem užívaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. (4)

Náklad označuje cenu zaplacenou za zboží nebo službu, nebo částku potřebnou k vytvoření nebo produkci zboží či služby. (4)

Trh je prostředí, ve kterém jsou zboží a služby obchodovány mezi kupujícími a prodávajícími prostředím cenového mechanismu (4)

„Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovatelnou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho plyne závěr, že neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění“ (5)

2.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na dvou různých hladinách. Konkrétně se jedná o hodnoty brutto a netto. (7)

Hodnota brutto představuje hodnotu majetku jako celku (podnikatelské jednotky).
Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. (7)

V případě **hodnoty netto** je podnik oceňován pouze **na úrovni vlastníků podniku**.
V principu je tedy oceňován vlastní kapitál. (7)

2.2 Kategorie hodnoty podniku

Jak již bylo zmíněno, hodnota podniku není objektivní vlastností celku zvaného podnik, jelikož je založena na odhadu. Jeho hodnota proto bude vždy záviset na účelu a subjektu hodnocení. (7)

Je tedy zřejmé, že neexistuje pouze jedna všeobecná hodnota podniku, ale možných náhledů na tento problém je více. Teorie a praxe oceňování podniku postupně dospěla ke čtyřem kategoriím hodnoty podniku. (7, 14)

1. Tržní hodnota.
2. Subjektivní hodnota.
3. Objektivizovaná hodnota.
4. Komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.2.1 Tržní hodnota

Toto pojetí je založeno na představě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na daném trhu existuje více kupujících a více prodávajících, čímž jsou vytvořeny podmínky pro vznik tržní ceny. (14)

Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena, která je označována jako tržní hodnota. (7, 14)

Definice tržní hodnoty dle mezinárodních oceňovacích standardů:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“ (4)

Úkolem oceňovatele je provést adekvátní a relevantní průzkum trhu, získat všechna významná data a zohlednit všechna související fakta. Pokud jsou údaje o trhu omezené či vůbec neexistují, musí být oceňovatelem objasněna situace, případně být uvedeno, zda ocenění bylo nějakým způsobem omezeno kvůli neadekvátnosti údajů. Ve zprávě oceňovatele musejí být uvedeny rovněž podklady, které byly pro odhad použity. (7, 14)

Ocenění tržní hodnotou se využívá především při uvádění podniku na burzu nebo při prodeji podniku zatím neznámému kupujícímu. (7)

2.2.2 Subjektivní hodnota

U tohoto přístupu je nahlíženo na podnik jako na jedinečné, méně likvidní aktivum. Při určování hodnoty podniku je prioritou individuální názor účastníků transakce, protože právě oni posuzují užitky, které jim podnik může přinést. Na základě těchto užitků je pak stanovena subjektivní hodnota, která odpovídá na otázku: „*Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?*“ (7, 14)

Subjektivní hodnota je formulována v Mezinárodních oceňovacích standardech pod pojmem investiční hodnota:

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.“ (4)

Subjektivní hodnota je tedy dána subjektivními názory a představami. Toto ocenění se využívá především v případech koupě a prodeje podniku, nebo k rozhodnutí o sanaci či likvidaci podniku. (7, 14)

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Tato metoda odmítá subjektivní náhled a pokouší se přiblížit jakési objektivní hodnotě podniku, která však neexistuje. Cílem je tedy určit hodnotu objektivizovanou. Ta by měla být postavena v co největší míře na všeobecně uznávaných datech a dodržovat určité

náležitosti. Posudky pro určení objektivizované hodnoty by se měly vyznačovat co největší reprodukovatelností. Výsledky ocenění od nezávislých znalců by měly vykazovat minimální rozdíly. (14)

Oceňovatelé by měli klást důraz především na data z minulosti, přítomnosti a pouze prokazatelná a zdůvodnitelná data z projekce budoucnosti. Objektivizovaná hodnota proto představuje dolní mez ocenění, kde by skutečná hodnota měla být nejméně na této úrovni, protože oceňovatelé vědomě opomíjejí budoucí růstové příležitosti podniku. (14)

Toto ocenění se užívá například při poskytování úvěru či zjišťování současné reálné bonity podniku. (7)

2.2.4 Kolínská škola

Zde se jedná o syntézu předchozích pojetí. Snahou metody je z jednotlivých přístupů vybrat vždy to nejlepší. Kolínská škola vymezuje několik základních funkcí oceňování a oceňovatele: (7)

- **Funkce poradenská**, jejímž smyslem je stanovit hraniční hodnoty vymežující maximální a minimální cenu pro kupujícího a prodávajícího.
- **Funkce rozhodčí**, kde se jedná o nezávislé ocenění hraničních hodnot a nalezení spravedlivé hodnoty v rámci tohoto rozpětí.
- **Funkce argumentační**, která hledá argumenty, jenž mají zlepšit pozici dané strany a sloužit jako podklad pro jednání.
- **Funkce komunikační** má poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností, především investory a bankami.
- **Funkce daňová** spojená s poskytováním podkladů pro daňové účely.

Tyto funkce oceňování se užívají při podnikových transformacích a prodeji podniku. (7)

3 Předpisy a zákony pro oceňování podniku

V úvodu je třeba zmínit, že v současné době v České republice neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl při oceňování obecně závazný. Oceňování podniku je považováno

především za otázku ekonomickou, nikoliv právní. Existují zde ovšem určité předpisy, které se uplatňují alespoň určitým dílčím způsobem a o kterých by měl oceňovatel vědět. (7, 14)
Mezi nejzákladnější předpisy patří následující.

1. České předpisy

- a. **Zákon o oceňování majetku** č.151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR – „*Zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty.*“ (7)
- b. **Metodický pokyn ZNAL ČNB** – „*Určen speciálně pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky, které jsou předkládány ČNB.*“ (7)

2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

- a. Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)
- b. Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)
Tyto standardy obsahují především rámcové zásady a definice hodnoty, na které by měl být brán při oceňování zřetel. (7)

3. Národní standardy některých zemí

Zmíněné standardy se mohou aplikovat i v našich podmínkách a užívat tak některá doporučení, která mohou být šita na míru oceňování podniku.

- a. Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) – pro české prostředí je dán význam těchto standardů zejména dlouhou tradicí oceňování podniku ve Spojených státech. Řada oceňovacích postupů má základ právě v tomto prostředí. (7)
- b. Německý standard IDW S1 (Institut der Wirtschaftsprüfer) – Tento standard je určen přímo pro potřeby oceňování podniků a obsahuje tak některé inspirativní pohledy. (7)

4 Oceňování podniku

Jednotlivé přístupy k oceňování mají mnohdy zcela odlišný názor na samotnou hodnotu podniku. Z toho důvodu je pochopitelné, že se liší i ve způsobech, jak danou hodnotu stanovují. Odlišné pojetí metod oceňování je zapříčiněno jak teritoriální odlišnostmi, tak různorodostí případů, pro které je prováděno ocenění. Teritoriální odlišnostmi jsou míněny především dvě základní oblasti.

Jednou z těchto oblastí jsou anglosaské země v čele s Velkou Británií a Spojenými státy americkými. Tyto země mají společnou dlouhou historii v oceňování podniků a kladou důraz na tržní přístupy. (14)

Druhou oblastí jsou tradiční kontinentální státy zastoupeny Německem. Ty kladou důraz na subjektivní a objektivizovanou hodnotu.

Ke sjednocení těchto dvou odlišných přístupů přispělo až souhrnné pojetí problematiky představiteli Kolínské školy. (14)

V současné době je vyvíjeno úsilí na celosvětové sjednocení této disciplíny a určitou standardizaci postupů. Zásadní roli v tomto úsilí sehrávají Mezinárodní oceňovací standardy, které mají za cíl být v tomto směru univerzálním parametrem a rámcem. (14)

4.1 Důvody pro oceňování podniku

Důvodů a podnětů pro oceňování existuje v současné době celá řada. Z nejběžnějších lze dle Kislingerové (5) uvést např.:

- koupě a prodej podniku
- splynutí či sloučení společností
- změna právní formy
- změna základního kapitálu společnosti
- poskytování a přijetí úvěru
- placení různých daní (5)
- privatizace podniku nebo jeho části
- pojištění podniku
- uvádění společnosti na kapitálový trh
- restrukturalizace podniku

5 Předpoklady oceňování podniku

Snahou této kapitoly je sumarizovat jednotlivé přístupy oceňování a zabývat se syntézou základních teoretických východisek a obecného rámce problematiky oceňování podniku do praktické roviny. (14)

Předpoklady pro ocenění podniku jsou: (14)

- Vymezení předmětu ocenění.
- Stanovení účelu ocenění.
- Stanovení data, k němuž je ocenění prováděno.

Nejprve musí být zřejmé, jestli je cílem ocenění podniku jen jeho určitá část, nebo se podnik bude oceňovat jako celek. Poté se stanovuje účel ocenění, ze kterého vychází samotný přístup k ocenění. V neposlední řadě nesmí žádné ocenění postrádat datum, k němuž bylo provedeno. Stanovené datum vymezuje rámec disponibilních vstupních dat, která byla použita ke stanovení dané hodnoty. (14)

6 Postup oceňování podniku

Stanovení univerzálního postupu ocenění podniku je díky širokému spektru možných účelů, přístupů a metod nemožné. Na základě teoretických východisek je však možné nastínit jednotlivé kroky ocenění. Ne všechny kroky mají vždy stejnou váhu, proto jsou někdy zjednodušeny či úplně opomenuty. Prvním krokem, ještě před samotným oceňováním podniku, je vyjasnění si důvodu a cíle ocenění. (14)

Doporučený postup dle Maříka

1. Sběr vstupních dat
2. Analýza dat
 - a. Strategická analýza
 - b. Finanční analýza
 - c. Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná
 - d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e. Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění
 - a. Volba metody
 - b. Ocenění podle zvolených metod
 - c. Souhrnné ocenění

6.1 Sběr vstupních dat

Výchozím a základním krokem v ocenění podniku je sběr vstupních dat nezbytných pro samotné ocenění. Pro kvalitní ocenění je důležité disponovat nejen informacemi z podniku, ale také informacemi o prostředí a odvětví, ve kterém podnik působí. (5)

Konkrétně se jedná například o ekonomická data v podobě účetních výkazů, výročních zpráv, zpráv auditorů a podnikových plánů, dále data o podniku, konkurenční struktuře, výrobě a dodavatelích, odbytu a marketingu, relevantním trhu a pracovnících. (7)

6.2 Analýza dat

6.2.1 Strategická analýza

„Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku.“ (14)

Hlavním smyslem strategické analýzy je nalézt vztah mezi podnikem a jeho okolím a stanovit celkový výnosový potenciál podniku. Ten je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu. Vnější potenciál představuje šance a rizika podnikatelského prostředí. Vnitřní potenciál se naopak zajímá o využití šancí vnějšího prostředí a snaží se předejít rizikům z něj plynoucích. Reprezentuje tedy silné a slabé stránky podniku. (7, 14, 13)

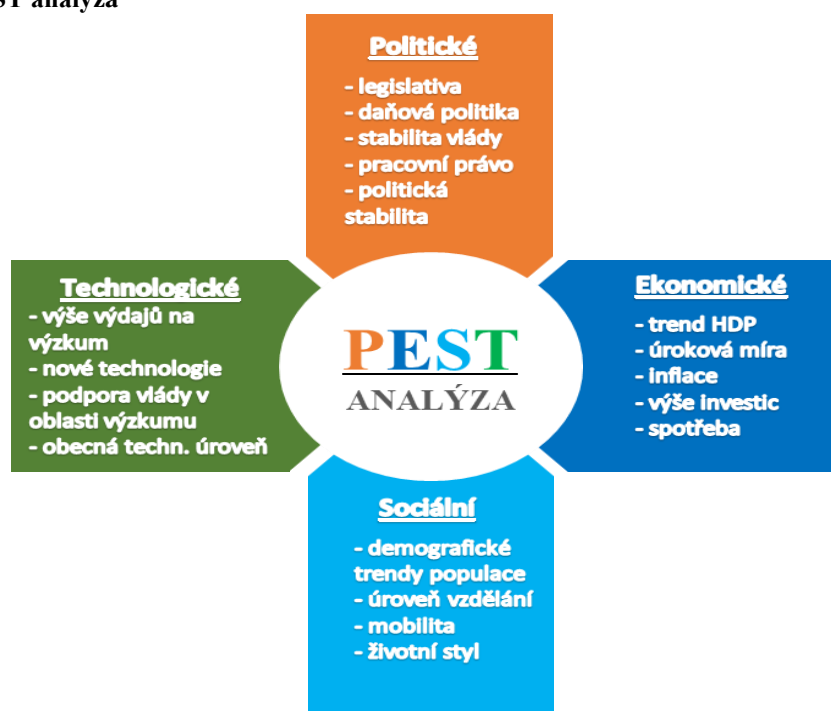
Obvyklým postupem strategické analýzy je provedení analýzy vnějšího a vnitřního prostředí.

Vnější analýza se zabývá vlivem faktorů z mikrookolí a makrookolí. Mikrookolí představuje odvětví, ve kterém podnik působí. Je zastoupeno faktory, na které může mít

podnik určitý vliv. Oproti tomu faktory, které ovlivňují podnik z makrookolí, jsou dané a podnikem neovlivnitelné. (13)

K analýze vlivů **makroprostředí** je užívána **PEST** analýza. Ta popisuje působení jednosměrných sil na podnik bez možnosti jejich ovlivnění. Podniku tak nezbývá nic jiného, než se jejich působení přizpůsobit a snažit se pružně reagovat na jejich změny. Makrookolí je tvořeno politicko-legislativními faktory, ekonomickými faktory, sociálními a technologickými faktory. (14, 5)

Obrázek 1: PEST analýza



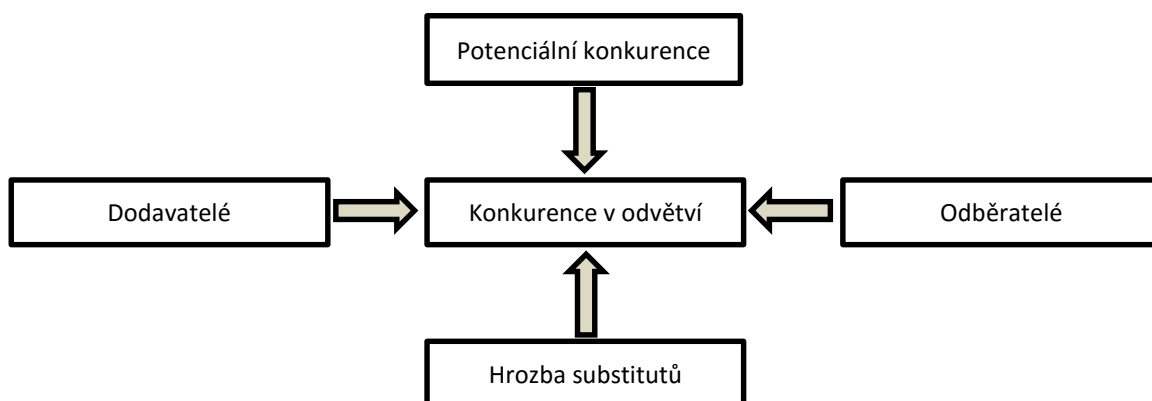
Zdroj: Vlastní zpracování dle (14)

Analýza **mikroprostředí** se zabývá charakteristikou odvětví a konkurenčními silami, které na podnik působí.

Pro analýzu konkurenčních sil slouží **Porterův model**. Ten se snaží odvodit sílu konkurence a s ní související ziskovost v odvětví. Pokud se konkurence stává aktivnější, ziskovost podniků se tím v odvětví snižuje a naopak se slábnoucí konkurencí se ziskovost zvyšuje. (7, 13)

K analýze konkurenčního prostředí se rozebírá pět základních vlivů, které buď přímo či nepřímo působí na daný podnik. Mezi tyto vlivy se řadí vliv dodavatelů, odběratelů, nová konkurence a substituční produkty. (13)

Obrázek 2: Porterův model pěti sil



Zdroj: Vlastní zpracování dle (14)

Vnitřní analýza je spojena se silami působícími uvnitř podniku, které mají specifické dopady na jeho řízení. Je zaměřena na silné a slabé stránky podniku ve vztahu ke konkurenci. Na základě identifikace slabin a předností se posuzuje celková konkurenceschopnost v odvětví. (13)

Klíčem k dosažení konkurenční výhody jsou zdroje podniku, které jsou využívány efektivněji než u konkurentů. Mezi tyto zdroje patří hmotné, lidské, finanční a nehmotné zdroje. (14)

SWOT analýza

SWOT analýza se využívá k přehledné sumarizaci výsledků z analýz vnitřního a vnějšího okolí. Výsledky vnitřní analýzy představují silné, respektive slabé stránky a jsou konfrontovány s výsledky vnější analýzy, které jsou zastoupeny hrozbami a příležitostmi.

Účelem této analýzy je popsat celkovou situaci podniku a zaměřit se na ty body, které mají pro podnik strategický význam. (13)

Obrázek 3: SWOT analýza



Zdroj: (24)

6.2.2 Finanční analýza

Finanční analýza je klíčovou součástí v postupu ocenění podniku. Představuje systematický rozbor dat, získaných především z účetních výkazů podniku. Zahrnuje v sobě historický, současný a budoucí vývoj finanční situace. Jejím smyslem je poskytnutí informací o finančním zdraví (ex-post analýza), tedy zhodnocení finanční situace podniku spolu s posouzením možných rizik. Pro účel ocenění podniku je dle Mařika potřeba vytvořit ještě základ pro finanční plán (ex-ante analýza), k čemuž dopomohou právě poznatky z minulého vývoje. (2, 7, 10)

Informace o finančním zdraví jsou důležité pro vlastníky, věřitele, management, dodavatele, zaměstnance a další subjekty. (2)

Kvalita vstupních dat podmiňuje úspěšnost finanční analýzy. Z tohoto důvodu je důležité zajistit všechna data, která jsou důležitá a mohla by jakýmkoliv způsobem ovlivnit či zkreslit výsledky této analýzy. (10)

Vstupní data pro finanční analýzu jsou čerpána především z již zmíněných účetních výkazů. Konkrétně se jedná o rozvahu, výkaz zisku a ztrát, výkaz o peněžních tocích a přílohu účetní závěrky. Z dalších zdrojů pro finanční analýzu lze jmenovat zprávu auditora, analytické materiály Ministerstva průmyslu a obchodu, statistické ročenky makroekonomických údajů ČR a výstupy databází podniků a odborných článků. (13, 5)

Doporučený postup finanční analýzy dle Maříka lze shrnout takto:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů.
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů.
3. Výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů.
4. Zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků.

6.2.2.1 Základní metody finanční analýzy

U finančních analýz je z časového hlediska nutné rozeznávat stavové a tokové veličiny. Stavové veličiny se vztahují k určitému časovému okamžiku (data z rozvahy). Tokové veličiny se oproti tomu vztahují k určitému časovému intervalu (data z výkazu zisku a ztrát). (10)

Základní rozborové postupy jsou prováděny ve dvou krocích. Nejprve se hodnotí absolutní ukazatele a poté poměrové ukazatele.

6.2.2.2 Absolutní ukazatele

Analýza absolutních ukazatelů vychází z výkazů účetní závěrky a zahrnuje v sobě horizontální a vertikální analýzu. Krom těchto dvou analýz lze z absolutních ukazatelů stanovit čistý pracovní kapitál, který patří mezi klíčové rozdílové ukazatele. Čistý pracovní kapitál¹ představuje velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. (5, 10, 14)

Analýza vývojových trendů neboli **horizontální analýza** se zabývá změnami jednotlivých položek účetních výkazů v čase.

Informuje tedy o základních pohybech v jednotlivých položkách výkazů a je základem pro tvorbu finančního plánu podniku, u něhož je třeba pohledu do minulosti. (14, 10)

Vzorec 1: Absolutní změna

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t \quad ^2$$

Vzorec 2: Relativní změna

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}$$

¹ ČPK = oběžný majetek – krátkodobé závazky

² U_t je hodnota ukazatele, t je běžný rok, $t - 1$ je předchozí rok

Vertikální analýza (procentní rozbor) se zabývá vnitřní strukturou absolutních ukazatelů v jednom období. Zkoumá, jak se na celkové položce podílejí jednotlivé položky finančních výkazů. (5) Například vyjádření položek rozvahy k základní hodnotě rozvahy (sumě aktiv či pasiv). To ulehčuje srovnání vývoje položek v čase a usnadňuje porovnání podniku v rámci odvětví. (10, 14)

Vzorec 3: Podíl na celku

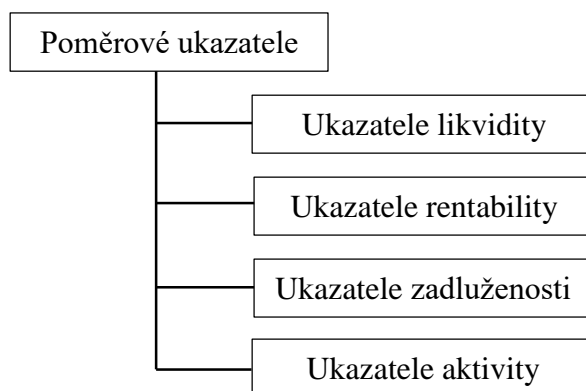
$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} \quad ^3$$

6.2.2.3 Poměrové ukazatele

Analýza poměrovými ukazateli vychází výhradně z dat účetních výkazů (konkrétně rozvahy a výkazu zisku a ztrát). Využívá tedy veřejně dostupné informace a snad i proto je tato analýza nejpoužívanějším rozborovým postupem k účetním výkazům. Poměrové ukazatele lze vypočítat jako poměr jedné nebo několika položek účetních výkazů k jiné položce či jejich skupině. (10)

Funkcí poměrových ukazatelů je potvrzení či vyvrácení předpokladu trvalého pokračování podniku. Jejich smyslem je provádění průřezových a srovnávacích analýz. (14, 10)

Obrázek 4: Obvyklý způsob členění poměrových ukazatelů



Zdroj: Vlastní zpracování dle (10)

³ U_i je hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele.

Ukazatele likvidity (platební schopnosti)

Likvidita bývá v literatuře označována jako určitá schopnost podniku uhradit včas své platební závazky. Při nedostatku likvidity není podnik schopen využít ziskových příležitostí, nebo není schopen hradit včas své běžné závazky, což může vést až k bankrotu. Jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Příliš vysoká míra likvidity je však pro podnik také nepříznivým jevem, protože oběžný majetek neprodukuje žádný zisk.

Proto je velmi důležité hledat pokud možno vyváženou likviditu, která zaručí jak dostatečné zhodnocení prostředků, tak schopnost dostát svým závazkům. (10)

Platební schopnost se vyjadřuje pomocí okamžité, pohotové a běžné likvidity.

Okamžitá likvidita měří schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik. (5)

Vzorec 4: Okamžitá likvidita

$$\frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{dluhy s okamžitou splatností}}$$

Hodnota čitatele zahrnuje peníze a jejich ekvivalenty v podobě krátkodobých cenných papírů a šeky. Součástí krátkodobých dluhů jsou běžné bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí od 0,2 (pro průmyslové podniky) až do 1,1. (5, 10)

Pohotová likvidita představuje schopnost podniku dostát krátkodobým závazkům. Za optimální výši tohoto ukazatel se považuje hodnota v rozmezí 1 - 1,5. Pro průmyslové podniky může být i vyšší. (2)

Vzorec 5: Pohotová likvidita

$$\frac{(\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby})}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Z oběžných aktiv jsou brány v úvahu pouze pohotové prostředky (pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech atd.). Za krátkodobé dluhy je považován cizí kapitál splatný do 1 roku. (2)

Běžná likvidita vypovídá o tom, jak by byl podnik schopen uspokojit své věřitele, kdyby proměnil veškerá svá oběžná aktiva⁴ v daném okamžiku na hotovost. Optimální hodnota tohoto ukazatele je od 1,5 od 2,5. (10)

Vzorec 6: Běžná likvidita

$$\frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}}$$

Doporučené hodnoty jednotlivých ukazatelů závisí na typu činnosti podniku, odvětví a jeho strategii.

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Tento ukazatel je měřítkem schopnosti podniku dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Slouží tedy k hodnocení dosažené efektivity podnikatelské činnosti vzhledem k určitému vstupu. Výnosnost v sobě reflektuje vliv likvidity, řízení aktiv a řízení dluhů. (5, 7, 10)

Základní poměrové ukazatele výnosnosti podniku jsou:

1. Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA – Return on Assets)

Tento ukazatel je považován za klíčové měřítko rentability. Hodnotí efektivnost využití výrobních faktorů a odráží celkovou výnosnost kapitálu. Pokud se hodnota ukazatele pohybuje v nižších hodnotách, tak je podnik málo produktivní, nebo dostatečně nevyužívá zdroje podniku. (10, 13, 7)

Vzorec 7: ROA

$$ROA = \frac{\text{výsledek hospodaření před daněmi} + \text{úroky}}{\text{celkový kapitál}}$$

⁴ Veškerá aktiva, která lze do jednoho roku přeměnit na peníze.

2. Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity)

Vzorec 8: ROE

$$ROE = \frac{\text{výsledek hospodaření po dani}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Vzorec vyjadřuje celkovou výnosnost kapitálu vloženého vlastníky podniku. Pomocí tohoto ukazatele mohou investoři posoudit, zda zhodnocení kapitálu odpovídá riziku investice. (10)

3. Rentabilita tržeb (ROS – Return on Sales)

Tento ukazatel vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb. Říká, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč tržeb. (10)

Vzorec 9: ROS

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

Při dosazení čistého zisku do jmenovatele bude tento vzorec vyjadřovat ziskové rozpětí neboli ziskovou marži. (10)

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti posuzují finanční strukturu podniku a zároveň slouží jako indikátor výše rizika pro věřitele. Cílem analýzy zadluženosti je nalézt optimální poměr vlastního a cizího kapitálu podniku. (10, 5)

Základním ukazatelem, který sleduje poměr celkových závazků k celkovým aktivům, se nazývá debt ratio neboli ukazatel **věřitelského rizika**.

Ukazatel vyjadřuje celkovou zadluženost podniku a vychází z tohoto vzorce: (10)

Vzorec 10: Věřitelské riziko

$$\frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím vyšší je i riziko věřitelů. (10)

Typickým ukazatelem je také ukazatel **zadluženosti vlastního kapitálu**, který je určován poměrem cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu. Tento ukazatel určuje míru finančního rizika, které je s činností spojeno. Bývá významným ukazatelem pro banku z hlediska poskytnutí úvěru. (2)

Vzorec 11: Zadluženost vlastního kapitálu

$$\frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Dalším z ukazatelů zadluženosti je **ukazatel úrokového krytí**. Ten poskytuje informace o tom, zdali je pro podnik dluhové zatížení ještě únosné. Udává, kolikrát je zisk vyšší než úroky. (10)

Vzorec 12: Úrokové krytí

$$\frac{\text{zisk před úroky a zdaněním}}{\text{úroky}}$$

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele informují o tom, jak efektivně dokáže podnik hospodařit se svými aktivy. Ukazují vázanost kapitálu v různých formách aktiv.

Lze se setkat s ukazateli dvojího typu. Jedná se o ukazatele počtu obrátů nebo doby obratu. Základními ukazateli aktivity jsou (10):

Vzorec 13: Ukazatele aktivity

Obrat celkových aktiv: $\frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}$ Určují míru využití aktiv.

Doba obratu aktiv: $\frac{\text{celková aktiva}}{\text{tržby}/360}$ Za kolik dní se aktiva přemění na tržby.

Obrat zásob: $\frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$ Určuje míru využití zásob.

Doba obratu zásob: $\frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}/360}$ Za kolik dní se zásoby přemění na tržby.

Doba inkasa pohledávek: $\frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}/360}$ Průměrná doba splacení pohledávek.

Doba obratu závazků: $\frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}/360}$ Jak rychle jsou spláceny závazky podniku.

6.2.2.4 Souhrnné indexy hodnocení

Tyto indexy mají za cíl vyjádřit souhrnné hodnocení finančně ekonomické situace a výkonnosti podniku jedním číslem. Jelikož je vypovídací schopnost těchto indexů nižší, slouží spíše jako orientační podklad pro další hodnocení. Typickým příkladem souhrnného indexu hodnocení v ČR je Index IN95. (10)

Index IN95

Tento index důvěryhodnosti hodnotí finanční zdraví podniku. Byl zkonstruován manžely Neumaierovými speciálně pro české prostředí. Jeho výhodou je, že přihlíží k daným specifikům jednotlivých odvětví. Obecný vzorec výpočtu je následující (10):

Vzorec 14: Index IN95

$$IN95 = V1 * A + V2 * B + V3 * C + V4 * D + V5 * E - V6 * F$$

Kde	A	aktiva/cizí kapitál
	B	EBIT/nákladové úroky
	C	EBIT/celková aktiva
	D	tržby/celková aktiva
	E	oběžná aktiva/krátkodobé závazky
	F	závazky po lhůtě splatnosti/tržby
	Vn	váhy jednotlivých ukazatelů určovány dle odvětví

6.2.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Aktiva nutná pro hlavní činnost podniku jsou označována jako provozně nutná neboli potřebná aktiva. Všechna ostatní aktiva jsou provozně nepotřebná. Zapojení provozně nutných aktiv do chodu podniku umožňuje vytvářet hodnotu, zatímco hodnota neprovozních aktiv ve výnosovém ocenění zahrnuta není. (10, 7)

Provozně nepotřebná aktiva by měla být posuzována odděleně od provozně nutných aktiv a až na závěr přičtena k hodnotě provozní části podniku. Zároveň by toto rozdělení mělo být provedeno spolu s vyřazením výnosů a nákladů souvisejících s provozně nepotřebnými aktivy. (7)

Důvody pro toto rozdělení jsou dle Maříka:

- Část majetku nemusí být využívána a neplynou z něj žádné příjmy. Příkladem jsou nevyužité pozemky a dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendu. V tomto případě by se mohlo stát, že by ohodnocení tohoto majetku vedlo k jeho podcenění či jeho neocenění.
- Aktiva nesouvisející s provozem a přinášející určité zisky by měla být vyjmuta, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizik hlavního provozu.
- K ocenění potřebných a nepotřebných aktiv se může přistupovat s jiným pohledem a metodami, což by vedlo k rozdílu při stanovení hodnoty podniku. (7)

Z nejčastějších provozně nepotřebných aktiv lze jmenovat krátkodobé cenné papíry či podíly, peněžní stav vyšší, než je provozně potřebná úroveň, finanční investice, které mají charakter pouze uložení peněz, nemovitosti nesloužící k hlavní činnosti podniku a podobně. (7)

6.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnot

Pojmem generátor hodnoty se rozumí soubor všech důležitých podnikohospodářských veličin, které se podílejí na tvorbě hodnoty podniku. Obvykle se usuzují v souvislosti s konkrétním přístupem ocenění podniku. (7)

K základním generátorům hodnoty dle Maříka patří:

- Tržby a jejich růst.
- Marže provozního zisku.
- Investice do pracovního kapitálu.
- Investice do dlouhodobě provozně potřebného majetku.
- Diskontní míra.
- Způsob financování.
- Doba existence podniku.

Tři základní faktory, které se při analýze sledují, jsou rentabilita investovaného kapitálu, tempo růstu a riziko. (7)

Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty lze odhadnout průměrné hodnoty generátorů a tak vytvářet pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. (7)

6.3 Sestavení finančního plánu

Pokud bude pro ocenění podniku použita některá z výnosových metod, měl by být sestaven kompletní finanční plán pro daný podnik. Tento plán se skládá z hlavních účetních výkazů v podobě rozvahy, výkazu zisku a ztrát a výkazu peněžních toků. (7, 14)

Finanční plán je součástí podnikového plánu. Ten by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku a je tvořen například plány kapacit, prodeje, produkce, pracovních sil a podobně. (7)

Při analýze a prognóze generátorů hodnot jsou získány stěžejní položky pro sestavení finančního plánu, které budou dále ovlivňovat hodnotu podniku. Těmito položkami jsou:

- tržby z prodeje
- zisková marže a provozní zisk
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků
- prognóza investic do dlouhodobého majetku (7)

K sestavení kompletní výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků, bude třeba tyto stěžejní položky doplnit zejména o:

- Plán financování.
- Plánované hodnoty méně významných položek (již bez zásadního vlivu na výsledné ocenění, pouze určité zpřesnění).
- Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku (tyto položky by měly být jasně vyznačeny ve finančním plánu).
- Výplaty dividend nebo podílů na zisku.
- Formální dopočty položek potřebných pro sestavení finančních výkazů. (7)

Cílem finančního plánování v rámci procesu ocenění podniku je v podstatě pouze sestavení dokumentu, z něhož bude možno čerpat data potřebná k „naplnění vzorců“. (14)

6.4 Metody oceňování

Cílem každé z metod je stanovení hodnoty podniku. V praxi se hodnota určuje zpravidla více různými metodami, přičemž výsledky jednotlivých metod se od sebe mohou značně lišit.

Je důležité zdůraznit, že neexistuje nějaké všeobecně platné řešení pro výběr konečného výsledku. K výsledné hodnotě by se mělo dospět po zvážení charakteru jednotlivých metod, situace oceňovaného podniku a kvality vstupních dat. (13, 7)

V následující části budou blíže představeny:

- 1) Metody majetkové neboli stavové.
- 2) Metody výnosové.
- 3) Metody kombinované.
- 4) Metody relativního ocenění neboli tržní.

6.4.1 Metody majetkové neboli stavové

Hodnota podniku zde vyplývá z ocenění na základě analýzy majetku. Je definována jako souhrn samostatně oceněných položek majetku, od kterého je odečtena suma samostatně oceněných závazků. (7)

Majetkové metody lze členit dle předpokladu dalšího pokračování podniku. Bude-li u podniku předpoklad trvalého fungování tzv. going-concern princip, jeho majetek se bude oceňovat pomocí reprodukčních cen. Tento princip zastávají metoda účetní hodnoty a substanční metoda. Opakem je ocenění podniku likvidační hodnotou, jenž nepředpokládá dlouhodobější existenci podniku. (7, 5)

Podnikání je považováno za úspěšné v případě, kdy aktiva jsou postupem času vyšší, než investovaný kapitál. (5)

Metoda účetní hodnoty

Dle zákona o účetnictví je každá podnikatelská jednotka povinna alespoň jednou do roka zpracovat účetní závěrku. Ta poskytuje na základě hodnoty aktiv (pasiv) informace o hodnotě základního kapitálu, vlastního kapitálu a hodnotě podniku celkem. Tyto informace plní spíše doplňkovou úlohu a poskytují tak výchozí informace pro oceňovatele. (7, 5)

Účetní hodnota reprezentuje nejjednodušší způsob stanovení hodnoty podniku. Vychází z principu historických cen a odpovídá na otázku, za kolik byl majetek skutečně

pořizen. Problémem této metody je však odloučení od ekonomické reality, především u dlouhodobého majetku, kde může být rozdíl mezi pořizovací cenou a jeho aktuální „reálnou“ cenou k datu ocenění velmi markantní. Další nevýhodou je nezahrnutí všech aktiv, kterými podnik disponuje. Příkladem jsou nehmotná aktiva v podobě goodwillu. K výhodám je řazena dostupnost dat a rychlost zjištění hodnoty podniku. (7, 13, 14)

Vypovídací schopnost této metody spočívá v určení velikosti původně investovaného kapitálu. Po následném porovnání s aktuální tržní hodnotou slouží ke zhodnocení úspěšnosti podniku v minulosti. (14)

Tato metoda má spíše informativně-doplňující charakter a k ohodnocení podniku se užívá jen výjimečně. Je to nicméně ukazatel, který je třeba brát při hodnocení podniku v úvahu. (5)

Metoda substanční (věcná)

Tato metoda vychází také z účetnictví podniku. Její podstatou je odbourání nedostatků zmíněné účetní metody, která fungovala na principu historických cen.

Substanční metoda poskytuje věrohodné, snadno kontrolovatelné výsledky a zároveň dává aktuální informace o finanční situaci či případných rizicích spojených s provozováním daného podniku. Respektuje faktor času, čímž zobrazuje reálnější pohled na hodnotu majetku než účetní metoda vycházející ze stavových veličin rozvahy. (5, 13)

Substanční metoda se snaží reprodukovat reálnou tržní hodnotu majetku. Ta by měla stanovit aktuální hodnotu spojenou se znovupořízením majetku při míře jeho opotřebení.

Substanční metody se v praxi používají především v ekonomikách, kde je míra inflace dlouhodobě relativně nízká, kde podnik nemá vyjasněný podnikatelský záměr, má narušené finanční zdraví, či disponuje speciálními aktivy, které nelze využít pro jiný účel. (5)

Nevýhodou metody je její pracnost a náročnost na množství a kvalitu vstupních informací. Pracnost spočívá především ve zjišťování reprodukčních nákladů spojených se znovupořizováním jednotlivých složek dlouhodobého hmotného majetku. (5, 14)

Stejným nedostatkem jako u účetní metody je neoceňování nehmotné složky v podobě goodwillu, pracovní síly, organizační struktury, sítě odběratelů a dodavatelů apod. (5)

„Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čisté reprodukční náklady. Hodnota substance má dát odpověď na základní otázku, kolik by investor musel zaplatit, kdyby podobný podnik měl „na zelené louce“ zřídit znovu.“ (5)

Význam substanční metody:

- Kvantifikace majetkové základny podniku.
- Zisk informací pro odhad budoucích předpokladů podnikatelské činnosti.
- Odhad finančních rizik. (5)

Metoda likvidační hodnoty

Metoda likvidační hodnoty je vhodná pro podniky s omezenou životností, podniky které mají problémy se zajištěním budoucí existence, nebo nemají jasnou perspektivu podnikatelské činnosti. Vlastník tehdy zvažuje, jestli pokračovat v činnosti nebo ukončit podnikání a likvidovat aktiva podniku.

Pokud se vlastník rozhodne pro druhou z možností, oceňovatel bude hledat tzv. likvidační hodnotu podniku. Tato hodnota se skládá z množství prostředků získaných prodejem jednotlivých majetkových částí, tedy sumy prodejních cen jednotlivě prodaných aktiv, snížených o všechny závazky podniku včetně odměny pro likvidátora. Výše likvidační hodnoty je ovlivňována tlakem okolí např. tlakem věřitelů či času na rozprodej. (5)

„Podstata metody likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora.“ (5)

Rozdíl mezi substanční a likvidační hodnotou:

- Substanční hodnota vypovídá o tom, za kolik by se stávající skladba majetku dala koupit (představuje horní hranici likvidační hodnoty).
- Likvidační hodnota vypovídá o tom, za kolik by se stávající skladba majetku dala prodat (představuje dolní limit ocenění). (7, 14)

6.4.2 Metody výnosové

Výnosové metody jsou považovány za nejpoužívanější metody hodnocení podniku vůbec. Vycházejí z poznatku, že hodnota statku je stanovena očekávaným užitkem pro jeho držitele. Těmito užitky jsou v případě podniku jeho předpokládané výnosy. Dle toho, jaká veličina je těmito výnosy představována, jsou děleny i základní výnosové metody hodnocení podniku. (7, 13)

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF).
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

6.4.2.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Metoda diskontovaných peněžních toků neboli metoda DCF (z anglického spojení Discounted Cash Flow) je základní výnosovou metodou používanou ke zjišťování hodnoty podniku. Aplikace této metody je doporučena všude tam, kde lze spolehlivě a přesně odhadnout budoucí pokračování vývoje podniku, přičemž možnost nenadálých změn je malá. Jednoduše řečeno, tento model se může aplikovat u podniků, kde lze předpokládat jejich trvalou existenci. (7, 14)

Tato metoda vychází z výsledků strategické analýzy, finanční analýzy a finančního plánu, který lze sestavit jen v případě určité spolehlivosti odhadu budoucího vývoje podniku. (7, 14)

Z teoretického pohledu je metoda diskontu peněžních toků upřednostňována před ostatními. Nejvěrněji totiž zachycuje chápání hodnoty podniku z pozice jeho vlastníků, kteří na podnik hledí především jako na zdroj budoucích peněžních příjmů a považují ho spíše za investiční než reálné aktivum. Peněžní příjmy jsou pro vlastníky reálným vyjádřením užitku z daného statku. (7, 14)

Metoda DCF je založena na odhadu volných peněžních toků, které budou podnikem produkovány. Samotná hodnota podniku je pak stanovena součtem očekávaných volných peněžních toků diskontovaných na jejich současnou hodnotu. (13, 14)

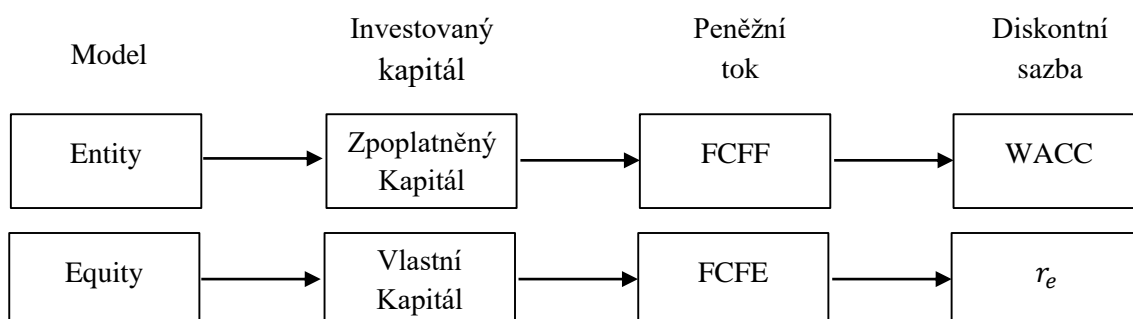
Modely diskontu cash flow

V diskontování je zahrnuta časová hodnota peněz, jelikož jejich hodnota se v čase mění. Touto časovou hodnotou je úroková míra, která v podstatě reprezentuje cenu za odložení inkasa peněz o určitý časový okamžik. (14) Pomocí úrokové míry lze tedy přepočítat finanční částky různých časových období na jejich současnou hodnotu. (14)

Teorie rozeznává dvě základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF.

- **Varianta entity** - Úkolem této metody je stanovení hodnoty podniku jako celku (entity), neboli obchodního majetku. Podnik je vnímán jako zdroj budoucích příjmů všech poskytovatelů kapitálu. Volným peněžním tokem je zde tok pro vlastníky i věřitele. Za investovaný kapitál jsou považovány veškeré zpoplatněné zdroje financování krom závazků z obchodních vztahů. Diskontní sazbou jsou průměrné náklady kapitálu. (14)
- **Varianta equity** - Tato varianta hledí na podnik z pohledu jeho vlastníků. Cílem je stanovit pouze vlastní kapitál (equity), tedy čistý obchodní majetek. Za investovaný kapitál je považován pouze vlastní kapitál a v úvahu jsou brány pouze peněžní toky do rukou vlastníků podniku. Diskontní sazbou jsou zde náklady na vlastní kapitál. (14)

Obrázek 5: Modely diskontu cash flow



Zdroj: (14)

Volný peněžní tok pro metodu DCF entity

Stanovení peněžních toků a jejich následná prognóza je velmi důležité pro správné použití metody DCF. (7) Cílem těchto metod je určit volný peněžní tok (Free Cash Flow - FCF). Ten je pro DCF entity vymezen jako částka, která může být z podniku odebrána, aniž by byl narušen jeho budoucí vývoj. (7, 14)

K výpočtu volného peněžního toku slouží provozní peněžní tok. Od něj jsou následně odečteny investice důležité pro dosažení určitých peněžních toků v budoucnosti. Ty zajišťují rozvoj a další fungování podniku. (7)

Tabulka 1: Výpočet volného peněžního toku dle DCF entity nepřímou metodou

	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVHD)
-	Upravená daň z příjmů (=KPVHD*daňová sazba)
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
=	Předběžný peněžní tok z provozu
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	Volný peněžní tok FCFF

Zdroj: (7)

Kde se korigovaný provozní výsledek hospodaření vypočítá takto:

Tabulka 2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

	Provozní výsledek hospodaření
-	Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky z provozně nutného majetku
-	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: (7)

U metody **DCF entity** se jedná o volný peněžní tok do firmy jako celku, označován jako **FCFF** (Free Cash Flow to Firm).

Volný peněžní tok zde zahrnuje peněžní prostředky jak pro vlastníky tak věřitele. (7)

Volný peněžní tok pro metodu DCF equity

DCF equity zachycuje na rozdíl od metody entity volný peněžní tok plynoucí pouze vlastníkům. Tento tok bezprostředně vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu a je označován FCFE (Free Cash Flow to Equity).

Tabulka 3: Výpočet volného peněžního toku dle DCF equity

	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	FCF na úrovni podnikatelské jednoty (entity)
-	Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít ($\text{úrok} \cdot (1 - \text{daňová sazba})$)
-	Splátky úročeného cizího kapitálu
+	Nově přijatý úročený cizí kapitál
=	Volný peněžní tok pro vlastníky FCFE

Zdroj: (7)

Tvary modelů DCF

Výnosové metody ocenění jsou podmíněny předpokladem trvalé existence podniku. Pro toto období je však v praxi nemožné zkonstruovat jakýsi budoucí plán peněžních toků jednotlivých let. V takovém případě matematická teorie nabízí využití nekonečných řad. Na zmíněném principu pracují základní modely predikce budoucích peněžních toků. (14)

- **Stabilní model** – založen na předpokladu konstantní výše budoucích CF.
- **Model s konstantním růstem** – oproti minulému modelu je zde navíc zařazen i předpoklad trvalého růstu.
- **Dvoufázový model** – Praktická část práce se bude věnovat nejčastěji používanému modelu, kterým je dvoufázový model. Z tohoto důvodu byly předchozí dva modely zmíněny jen okrajově.

Dvoufázový model vychází z představy budoucího období rozčleněného na dvě části. První fáze představuje období, kde je oceňovatel schopen s určitou pravděpodobností naplánovat peněžní tok pro jednotlivá léta. Druhá fáze, která se nazývá pokračující hodnotou, navazuje na fázi první a pokračuje až do nekonečna.

U této fáze je velmi důležité správně odhadnout tempo růstu. K odhadu pokračující hodnoty lze využít Gordonův či Parametrický vzorec.

Hodnota podniku je poté určena sumou obou fází s tím, že pokračující hodnota je diskontována ke dni ocenění. (14)

Vzorec 15: Výpočet hodnoty podniku dle metody DCF

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{GV}{(1+k)^n}$$

Kde EV je hodnota podniku
FCF volný peněžní tok do podniku
k diskontní sazba
n délka první fáze v letech
GV pokračující hodnota

Propočet pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce:

Vzorec 16: Gordonův vzorec

$$GV = \frac{FCF_{n+1}}{k - g}$$

Kde GV je pokračující hodnota
 FCF_{n+1} volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
k diskontní sazba
g tempo růstu do nekonečna

Předpokladem užití Gordonova vzorce je stabilní a trvalý růst volných peněžních toků v druhé fázi.

Stanovení tempa růstu g lze provést odvozením od historických dat, vnitřních parametrů fungování podniku nebo dle názoru analytiků.

Pro určení délky prvního období neexistují žádná pravidla. Obecně je však v Evropě doporučována hodnota v rozmezí 3 - 6 let zatímco v USA v rozmezí 5 - 20

let. (14) Při určování délky se zohledňuje charakter a struktura odvětví, fáze životního cyklu podniku, konkurenční prostředí a délka výrobního cyklu. (14)

Konstrukce diskontní sazby

Převod veškerých budoucích výnosů na současnou hodnotu je prováděn pomocí diskontní sazby. Ta odráží faktor času i příslušnou míru rizika těchto výnosů. Čím vyšší míru rizika investor podstupuje, tím vyšší výnosnost požaduje. (14)

Z důvodu odlišné míry rizika je nutné příslušným peněžním tokům přiřadit správnou diskontní míru. Zatímco diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu neboli **WACC** (weighted average cost of capital) je používána pro model **DCF entity a EVA**. (7, 14) Pro metodu **DCF equity** je používána diskontní míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu, která se počítá **CAPM či stavebnicovou metodou**. (7)

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

Tato diskontní sazba v podstatě interpretuje průměrnou cenu, kterou musí podnik platit za užití kapitálu. Velikost průměrných vážených nákladů je stanovena pomocí váženého aritmetického průměru jednotlivých nákladových složek. WACC se skládají z nákladů vlastního a cizího kapitálu, přičemž vahami těchto jednotlivých složek jsou jejich podíly na celkově investovaném kapitálu. (5, 14)

Vzorec 17: WACC

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

Kde	WACC	jsou průměrné vážené náklady kapitálu
	r_e	náklady na vlastní kapitál
	r_d	náklady na cizí kapitál
	E	velikost vlastního kapitálu
	D	velikost cizího zpoplatněného kapitálu
	C	velikost celkového investovaného kapitálu
	t	daňová sazba

Náklady cizího kapitálu představují úroky placené věřitelům za poskytnutí prostředků k realizaci podnikatelské činnosti. Tyto úroky jsou daňově uznatelné a snižují tak daňový základ. Zvyšování zadluženosti tedy snižuje daňové odvody. (14)

V tomto bodě je pro další výpočty důležité stanovit jednotnou průměrnou úrokovou sazbu, což je pro oceňovatele stojícího mimo podnik neproveditelné. Z toho důvodu je volen globální přístup, kde se odhadují náklady cizího kapitálu na základě podílů nákladových úroků a zpoplatněných cizích zdrojů. (14) Náklady cizího kapitálu jsou dány součtem bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky pro cizí kapitál dle ratingu daného dluhu. (7)

Za **náklady vlastního kapitálu** jsou považovány náklady ušlé příležitosti, neboli také oportunitní náklady. Jedná se o nerealizovaný výnos, který by majitelé inkasovali, pokud by svůj kapitál vložili do nejlepšího alternativního projektu se stejnou mírou rizika. Takovéto náklady nejsou daňově uznatelné. (14) Vlastní kapitál, podobně jako cizí kapitál, není zadarmo. Oproti cizímu kapitálu je však obtížnější odhadnout jeho náklady. Ty se nejčastěji určují stavebnicovým či CAPM modelem. (14)

Model CAPM

Touto technikou jsou určovány náklady vlastního kapitálu. Na investora je pohlíženo jako na subjekt podstupující pouze finanční, nikoliv podnikatelské riziko. Základem pro výpočet modelu CAPM je následující vzorec: (14)

Vzorec 18: Základ pro CAPM

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

Kde $E(r_i)$ je očekávaný výnos i-tého cenného papíru
 r_f bezriziková výnosová míra
 β_i systematické riziko i-tého cenného papíru
 $E(r_m)$ očekávaný výnos tržního portfolia

Vzorec pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je následující:

Vzorec 19: Výpočet r_e dle CAPM

$$r_e = r_f + \beta * ERP$$

Kde	r_e	náklady vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková výnosová míra
	β_i	systematické riziko příslušného cenného papíru
	ERP	tržní riziková přírážka

Za bezrizikovou výnosovou míru je doporučeno brát výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů. Pro odhad tržní prémie je nejvhodnější čerpat z hodnocení zemí u renomovaných ratingových agentur jako Moodys či Standard & Poors. A na místo systematického rizika je dosazována hodnota celoodvětvového koeficientu β . (14)

Stavebnicová metoda

Tato metoda se snaží zachytit jednotlivé rizikové faktory co nejvěrněji. Její největší využití je v konstrukci úrokové míry v rámci metody kapitalizace čistých výnosů. V rámci modelu DCF je využívána pouze ve výjimečných případech, kdy z nějakých důvodů není možno užít metody CAPM. (14)

Jak již název naznačuje, podstatou této metody je sestavení dílčích rizikových složek o různých aspektech rizika do jedné rovnice. Součet těchto jednotlivých složek následně určuje celkovou rizikovost příslušné podnikatelské činnosti. (14) Variant stavebnicových metod existuje velké množství. Jednou z variant je základní rovnice stavebnicového modelu.

Vzorec 20: Základní rovnice stavebnicové metody

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

Kde	r_e	jsou náklady vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková výnosová míra
	r_o	přirážka za obchodní riziko
	r_{fr}	přirážka za finanční riziko
	r_l	přirážka za likviditu

V praxi je za bezrizikovou výnosovou míru odborníky využívána výnosnost desetiletých státních obligací jakožto nejméně rizikového aktiva s podobnou délkou životnosti. Za jednotlivé přírážky je dosazována hodnota plynoucí z vícekriteriální analýzy dané oblasti. (14)

Jedním z uživatelů stavebnicové metody je i Ministerstvo průmyslu a obchodu. To využívá modifikaci stavebnicové metody pro výpočet nákladů vlastního kapitálu v této podobě. (14)

Vzorec 21: Výpočet r_e dle MPO

$$r_e = r_f + r_{la} + r_{pod} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

Kde	r_e	jsou náklady vlastního kapitálu
	r_f	bezriziková výnosová míra
	r_{la}	přirážka za velikost podniku
	r_{pod}	přirážka za produkční sílu
	$r_{finstab}$	přirážka za finanční stabilitu
	r_{finstr}	přirážka za finanční strukturu

Postup sestavení je podobný jako u základní rovnice. Jediný rozdíl je v konstrukci jednotlivých přírážek, které jsou sestavovány dle hodnot vybraných poměrových ukazatelů. (14)

Hodnota podniku dle DCF entity s využitím FCFF

Z předešlých informací vyplývá, že vzorec pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity dle dvoufázového propočtu je následující:

Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku dle DCF entity

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{GV}{(1 + WACC)^n}$$

Kde	EV	je hodnota podniku
	$FCFF_t$	volné peněžní toky do firmy v roce t
	WACC	diskontní sazba
	n	délka první fáze v letech
	GV	pokračující hodnota

Propočet pokračující hodnoty dle Gordonova vzorce:

Vzorec 23: Gordonův vzorec (FCFF)

$$GV = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Kde	GV	je pokračující hodnota
	$FCFF_{n+1}$	volný peněžní tok v prvním roce druhé fáze
	WACC	diskontní sazba
	g	tempo růstu do nekonečna

Podmínkou je, aby $WACC > g$.

Výpočet FCFF v prvním roce druhé fáze je následující.

Vzorec 24: Výpočet FCFF v 1. roce 2. fáze

$$FCFF_{n+1} = KPVH_{n+1} - Investice_{netto_{n+1}}$$

Hodnota vlastního kapitálu DCF equity s využitím FCFE

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu metodou DCF equity je podobný, jako pro DCF entity. Rozdíl je pouze v tom, že místo diskontní sazby WACC se do vzorce dosazuje diskontní sazba nákladů vlastního kapitálu r_e , protože riziko je v tomto případě vyšší.

Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku dle DCF equity

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e - g)} (1 + r_e)^{-n}$$

6.4.2.2 Metoda kapitalizace čistých výnosů

Tato metoda je založena především na výkonnosti podniku v minulých letech. Využívá se v situacích, kdy je předpověď budoucích finančních toků značně nejistá. (14) Data jsou čerpána z historických výsledků firmy, zaznamenaných v účetních výkazech (nejčastěji z výkazu zisku a ztrát). Základem pro hodnocení by mělo být časové období v rozmezí 3-5 let. Oproti modelu DCF je obvyklý výstup metody kapitalizace čistých výnosů v podobě objektivizované hodnoty, zatímco DCF model směřoval k určení tržní hodnoty podniku. Výslednou hodnotou je přímo hodnota vlastního kapitálu. (14, 5, 7)

Základními předpoklady pro aplikaci metody kapitalizace čistých výnosů jsou:

- Nekonečně dlouhé trvání firmy.
- Znalost historických dat firmy.
- Investice do výše odpisů. (7)

Jsou rozlišovány dvě základní varianty ke stanovení výnosové hodnoty:

- Paušální metoda.
- Analytická metoda.

Cílem modelů je stanovení tzv. trvale dosažitelné úrovně zisku (neboli trvale odnímatelného čistého výnosu), jenž představuje dlouhodobou výkonnost podniku. Tuto úroveň lze formulovat trvalým přebytkem provozních výnosů nad provozně nutnými náklady. (14)

Před vlastním propočtem výnosové hodnoty je důležité vykonat základní úpravy hospodářských výsledků minulých let a odhadnout úrokovou míru, která by měla vycházet z „bezrizikové“ úrokové míry daného trhu. (7)

Paušální metoda

Paušální metoda je užívána spíše u stabilizovaných firem, kde není předpoklad většího dlouhodobého růstu nebo u firem, kde je prognóza vývoje obtížná. Cílem této metody je zjistit trvale dosažitelný zisk, který je možno rozdělit mezi vlastníky a současně tím neohrozit budoucí chod podniku. (7)

K určení trvale dosažitelného zisku se využívá analýza časových řad, do které vstupují upravené provozní zisky z minulosti. Ty jsou pak základem pro predikci finančního plánu do blízké budoucnosti. (14)

Vzorec 26: Trvale dosažitelný zisk

$$T\check{C}V = \frac{\sum_{i=1}^n \check{C}V_i * q_i}{\sum q_i}$$

Kde TČV je trvale dosažitelný zisk (trvale odnímatelný čistý výnos)

$\check{C}V_i$ zisk v období i

q_i váha období i

n počet zahrnutých období

Vzorec k propočtu užívá vážený aritmetický průměr, kde váhy představují významnost jednotlivých období. V praxi je obvyklé přisouzení největších vah obdobím blízkým současnosti. (14)

Vzorec 27: Výpočet hodnoty podniku dle paušální metody

$$EV = \frac{T\check{C}V}{k}$$

Kde EV je hodnota podniku
TČV trvale dosažitelný zisk
k diskontní sazba (úroková míra)

Analytická metoda

Podstata této metody je stejná, jako je tomu u dalších výnosových metod. Hodnota podniku je stanovena na základě velikosti očekávaných budoucích výnosů. Těmito výnosy však již nejsou peněžní toky, jak tomu bylo u metody DCF, ale dosažený zisk. (14)

Stejně jako paušální metoda, i analytická metoda vychází z odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečných budoucích výsledků hospodaření, které je možno rozdělit tak, aniž by to mělo vliv na budoucí výnosový potenciál podniku. (7)

Dvoufázová metoda pro výpočet hodnoty analytickou metodou vypadá následovně:

Vzorec 28: Výpočet hodnoty podniku dle analytické metody

$$H_n = \sum_{t=1}^n \frac{\check{C}V_t}{(1+k)^t} + \frac{T\check{C}V}{k} * \frac{1}{(1+k)^n}$$

Kde H_n je hodnota podniku netto
 $\check{C}V_t$ odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy
 n délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze)
TČV trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu (předpoklad stabilní úrovně odnímatelných čistých výnosů)
k kalkulovaná úroková míra

Modely kapitalizace zisku představují jakousi dolní hranici hodnoty podniku, jelikož obvykle neberou v úvahu budoucí růstové možnosti podniku. (14)

6.4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Historie metody sahá do počátku 90. let 20. století, kdy vznikla tato v mnoha směrech inovativní metoda hodnocení podniku. Ekonomickou přidanou hodnotu EVA (Economic Value Added) lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a ocenění podniku. (14, 7)

V následující části bude pozornost zaměřena k ukazateli EVA jako nástroji ocenění podniku.

Metoda EVA slouží k měření ekonomického zisku podniku. Ekonomický zisk zde vyjadřuje stav, kdy jsou uhrazeny všechny náklady včetně nákladů vlastního a cizího kapitálu. (7)

Z celé řady výhod lze jmenovat především kombinaci hospodářského výsledku s velikostí rizika, které je spojeno s dosahováním tohoto výsledku. Do propočtu jsou zahrnuty oportunitní náklady, kdy EVA dokáže porovnat dosažený efekt investice s potenciálním neuskutečněným výnosem z alternativního použití kapitálu. (14)

Samotný ukazatel EVA slouží k měření reálného zhodnocení investovaných prostředků. Představuje tedy tvorbu nové hodnoty. Čím větší kladnou hodnotu EVA podnik vykazuje, tím větší hodnota je tvořena pro vlastníky. (14)

Jako jediná z metod je schopna znázornit **postup tvorby hodnoty** v jednotlivých letech. Nejen díky tomu se dá do budoucna očekávat výrazný nárůst jejího používání v praxi. (14)

Vzorec sloužící k výpočtu EVA znázorňuje čistý výnos z provozních činností podniku, který je snížený o náklady kapitálu.

Vzorec 29: Výpočet EVA

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

Kde	EVA	je ekonomická přidaná hodnota
	NOPAT	provozní hospodářský výsledek po zdanění
	C	investovaný kapitál (prostředky vložené do podniku)
	WACC	vážený náklady kapitálu

NOPAT představuje čistý provozní zisk, který vychází z hlavní provozní činnosti podniku. Stejně jako u ostatních výnosových metod se do hospodářského výsledku podniku nezapočítávají jeho neprovozní činnosti. Důvodem je odlišná výše podnikatelského rizika u provozních a neprovozních činností, ze které následně pramení i rozdílné diskontní míry. (14)

Obdobně je tomu i u investovaného kapitálu, kde neprovozní kapitál a závazky z obchodního styku do něj nemohou být zahrnuty. Do investovaného kapitálu tedy patří pouze zpoplatněný kapitál sloužící k financování provozní činnosti podniku.

V problematice ekonomické přidané hodnoty bývá kapitál označován jako čistá operační aktiva NOA (Net Operating Assets). (14)

Při použití NOA je vzorec pro výpočet EVA následující:

Vzorec 30: Výpočet EVA s použitím NOA

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

Pro vlastníky je důležitý především dlouhodobý pohled na přidanou hodnotu. (14) Ke stanovení celkové přidané hodnoty trhem slouží ukazatel MVA, který znázorňuje celkový přírůstek dílčích ročních přírůstků hodnoty. MVA je tedy součtem všech ekonomických přidaných hodnot jednotlivých let. (14)

Hodnota podniku se následně stanoví součtem investovaného kapitálu a budoucí přidané hodnoty trhem za celou dobu životnosti podniku. (14)

Vzorec 31: Součet investovaného kapitálu a přidané hodnoty trhem

$$EV = C_0 + MVA$$

Kde EV je hodnota podniku

C_0 investovaný kapitál v přítomném čase

MVA hodnota přidaná trhem

„Budoucí hodnota přidaná trhem je dána součtem všech budoucích ekonomických přidaných hodnot za všechny roky existence podniku, převedených na jejich současnou hodnotu.“ (14)

Budoucí MVA bývá podobně jako dvoufázová metoda v DCF rozdělena na dvě části. První část je zaměřena na propočítání hodnoty EVA v jednotlivých letech a druhá část se u tohoto ukazatele snaží odhadnout trvale dosažitelnou úroveň. (14)

Vzorec pro výpočet hodnoty podniku je ve tvaru:

Vzorec 32: Hodnota podniku dle EVA

$$EV = C_0 + \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Kde	EV	je hodnota podniku
	C_0	investovaný kapitál v přítomném čase
	EVA	ekonomická přidaná hodnota
	WACC	vážené náklady kapitálu

6.4.3 Metody kombinované

Metody kombinované jsou tvořeny kombinací majetkových a výnosových metod případně jsou od nich přímo odvozeny. (5)

Metoda střední hodnoty

Hodnota podniku je zde tvořena jak vloženými statky a výkony do podniku, neboli majetkovou základnou, tak předpokládanými výnosy, přičemž obě tyto složky jsou si rovnocenné. Cena podniku, představována hodnotou vlastního kapitálu, je určena jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody. (5, 14)

Vzorec 33: Hodnota podniku dle metody střední hodnoty

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2}$$

Metoda je využitelná pouze pro podniky založené na majetkové bázi, tedy průmyslové podniky a nelze ji využít např. u poradenských či leasingových společností. (5)

Metoda vážené střední hodnoty

Metoda se snaží odstranit nedostatek střední hodnoty, která je stanovována dle aritmetického průměru. U této metody se používá průměr vážený. Výnosové a majetkové metodě jsou přiřazovány váhy na základě charakteru objektu ocenění. Tím je určován jejich relativní podíl na konečném výsledku. (5, 14)

Vzorec 34: Hodnota podniku dle metody vážené střední hodnoty

$$\text{hodnota podniku} = v_1 * IV + (1 - v_1) * SV$$

Kde IV hodnota výnosu
SV hodnota substance
 v_1 koeficient vyjadřující váhu výnosové hodnoty (14)

Metoda nadzisku, superzisku

Superzisk je definován jako rozdíl mezi vyprodukovaným ziskem podniku a alternativním bezrizikovým výnosem z investovaného kapitálu. Podnik by tedy měl produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. (5)

Vzorec 35: Superzisk

$$\text{Superzisk} = E - i * SV$$

Kde E skutečný dosažený zisk
SV hodnota substance
 i kalkulovaný bezrizikový výnos

6.4.4 Metody relativního oceňování

Cena podniku se stanovuje jako rovnovážná tržní cena tvořená střetem nabídky a poptávky. Principem těchto metod je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu společnosti z dostupných srovnatelných aktiv. Podmínkou je, že podnik musí být porovnáván s jemu velice podobným podnikem a jeho hodnota musí být spolehlivě zjištělná. (14) U podniků rozeznáváme dvě základní situace. První z nich je přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu. Druhou je ocenění metodou tržního porovnání. (7) V první situaci se jedná o podniky obchodované na burze a jde tedy o burzovní cenu. Jedná-li se o druhou metodu, je

východiskem pro určení jejich ceny cena obdobných podniků, jenž byla předmětem transakcí v nedávné minulosti. (5, 7, 13)

Přímé ocenění podle kapitálového trhu je velice jednoduchou metodou, která spočívá ve vynásobení počtu akcií jejich cenou na kapitálovém trhu. Cena musí být ovšem zprůměrovaná za určité předchozí období, čímž se eliminují výkyvy v cenách akcií. Výběr délky období je na samotném oceňovateli a jeho zkušenostech s daným trhem. (14)

Při oceňování **metodou tržního porovnání** je třeba nalézt takový podnik, který bude srovnatelný s daným podnikem. Podnik by měl být podobný z hlediska předmětu podnikání, oboru, velikosti, historie a kapitálové struktury. (5) Dále je nutné převést hodnotu obdobného podniku do určitého standardizovaného tvaru, jelikož absolutní hodnota nemůže být srovnávána. Tuto standardizovanou hodnotu nebo její multiplikátor je třeba následně porovnat se srovnatelným aktivem. (5, 14)

Rozlišujeme tři varianty metody tržního porovnání:

- **Metoda srovnatelných podniků** – porovnává podnik s již oceněnými srovnatelnými podniky, jejichž akcie se obchodují na kapitálovém trhu.
- **Metoda srovnatelných transakcí** – porovnává podnik s již obchodovanými srovnatelnými podniky, jejichž cena je známa z proběhlé transakce.
- **Metoda odvětvových multiplikátorů** – zdroji informací pro odhad jsou průměrné hodnoty multiplikátorů z odvětví. (7)

Metody založené na analýze trhu jsou zatím používány v českých podmínkách spíše jako doplňkové či orientační, jelikož vyžadují dostatek dalších objektivizovaných informací o srovnatelných podnicích. Tyto informace jsou dosti omezené co do rozsahu tak i do úplnosti. (5) Využití tržního porovnání je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, čisté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat. (7)

7 Působení rizika a času

Faktory času a rizika se promítají do oceňování pomocí diskontní míry a nemalým způsobem tak ovlivňují hodnotu podniku. (5, 7)

7.1 Faktor času

Faktor času je důležitý především v metodách, kde se hodnota podniku určuje současnou hodnotou budoucích příjmů. (7)

Všechny budoucí příjmy nemají pro příjemce stejný význam. Krom výše příjmů záleží i na tom, v jakém okamžiku jsou tyto příjmy získány. Pro příjemce má dříve získaný příjem vyšší hodnotu, než příjem získaný později. Takto získané peníze je totiž možno dříve investovat a dosáhnout tak dalšího potenciálního výnosu. (7) Z tohoto důvodu je tedy důležité zjišťovat současnou hodnotu budoucích příjmů k datu ocenění. Pro přepočtení peněžních částek k určitému časovému okamžiku se využívají například výpočty na základě odúročitele a úročitele. (7)

7.2 Faktor rizika

Riziko je nedílnou součástí jakékoliv podnikatelské činnosti. Rizikům se musí věnovat pozornost, pracovat s nimi, snažit se je eliminovat nebo jim nějakým způsobem předejít. (5)

Riziko představuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Rozumí se jím hrozba, že události či jednání budou mít negativní vliv na schopnost podniku dosáhnout svých cílů. (5, 14)

Členění rizik potřebných k propočtu diskontní míry:

- **Obchodní riziko** – Je zapříčiněno proměnlivostí čistých výnosů. Ty jsou způsobeny kolísavostí prodejů a úrovní fixních provozních nákladů.
- **Finanční riziko** – Odpovídá míře zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Výše rizika se odvíjí od výše fixních nákladů v podobě nákladových úroků, leasingových splátek apod.
- **Systematické (tržní) riziko** – Vyplývá z celkového ekonomického vývoje a nelze ho žádným způsobem regulovat. Měří se koeficientem β .
- **Nesystematické riziko** – Je vyvoláno příčinami specifickými pro daný podnik a lze ho tedy potlačit. Příkladem mohou být chyby v managementu. (5, 7, 14)

Praktická část

1 Cíl ocenění

Cílem praktické části je stanovení hodnoty společnosti GOSTAS s.r.o. k 1.1.2015. Ocenění je určeno pouze pro potřeby vedení firmy, které chce znát aktuální hodnotu společnosti za účelem vnitřního hodnocení úspěšnosti.

2 Podklady pro ocenění

Práce byla zpracována na základě veřejně dostupných informací z Obchodního rejstříku - www.justice.cz, Českého statistického úřadu - www.czso.cz, Ministerstva financí České republiky - www.mfcr.cz, Ministerstva průmyslu a obchodu - www.mpo.cz, České národní banky - www.cnb.cz a doplněna informacemi podniku GOSTAS s.r.o.

3 Charakteristika firmy GOSTAS s.r.o.



Název společnosti:	GOSTAS s.r.o.
Sídlo společnosti:	Šestajovice, Maková 1051, okres Praha-východ, PSČ 25092
Identifikační číslo:	267 59 691
Vznik společnosti:	12. 2. 2003
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Předmět činnosti:	Provádění staveb, jejich změn a odstraňování Projektová činnost ve výstavbě Inženýrská činnost ve výstavbě Zprostředkování obchodu Zprostředkování služeb Silniční motorová doprava nákladní
Základní kapitál:	500 000 Kč splaceno 100%
Internetové stránky:	www.gostas.cz
Společníci:	Pavel Gottwald, Ing. Jan Lehečka

3.1 Historie a současnost

Tato stavební společnost působí na trhu od roku 1990. Po 13-ti leté úspěšné činnosti pod hlavičkou fyzické osoby se firma na počátku roku 2003 přeměnila na společnost s ručením omezeným. Sídli ve východním cípu Prahy - v Šestajovicích, kde má i své sklady. Z tohoto důvodu jsou firmou upřednostňovány stavební činnosti především v lokalitách Praha 9 a v okrese Praha-východ.

Firma se zabývá stavební činností převážně rodinných domů. Provádí též dílčí stavební práce od základových desek, hrubých staveb až po rekonstrukce bytů, rodinných domů i činžovních domů. Do portfolia stavebních prací firmy lze zařadit také firemní sídla, bazény, provozovny, autosalon a dokonce i filmové kulisy k několika filmům. (18)

Kvalita a spolehlivost firmy vedla ke členství v programu „Porotherm dům“, který sdružuje kvalitní a prověřené stavební firmy z celé ČR. Pod záštitou firem Wienerberger cihlářský průmysl a.s., kontrolních nezávislých společností CSI a TZÚS a partnerských dodavatelských firem Baunit, Isover, Schiedel, G-servis, Regulus, Tondach, Fischer, Vekra a ProAlu je pro investory zárukou, že je stavba v nejlepších rukou prověřené firmy. Vše je navíc pod zárukou garančního fondu pro případ neúspěchu. (18)

Firma je dále zapsána v Seznamu odborných dodavatelů (SOD) Státního fondu životního prostředí pro program "Zelená úsporám" zaměřený na dotace pro zateplování budov a ekologické zdroje energií.

Díky dlouhodobé kvalitě a nabízeným jistotám se firma za více než 110 realizovaných staveb dostala v lokalitě působnosti do podvědomí investorů, o čemž nejlépe svědčí, že podstatná většina nových zakázek vzniká na základě předchozí zkušenosti či doporučení od spokojených investorů. (18)

3.2 Organizační struktura a zaměstnanci

Statutárním orgánem jsou jednatele Pavel Gottwald s obchodním podílem 40% a Ing. Jan Lehečka s obchodním podílem 60%. Každý z jednatelů je oprávněn zastupovat společnost samostatně.

V podniku byl v období 2010-2014 poměrně stabilní počet stálých zaměstnanců. Ten se pohyboval mezi 9-10 zaměstnanci. Po zrušení sekce podlahářství v roce 2015 je ve firmě

aktuálně zaměstnáno 5 stálých zaměstnanců, 7 externích zaměstnanců a dle množství zakázek jsou případně nájímáni další. Počet pracovníků ve stavebnictví podléhá sezónním a cyklickým výkyvům, ale celkový počet zaměstnanců nepřesáhne číslo 20.

4 Popis majetku společnosti

Hlavním předmětem podnikání společnosti je provádění staveb, jejich změn a odstraňování. Základní **kapitálová struktura** ve stavebnictví je tvořena z větší části cizím kapitálem, který převažuje nad kapitálem vlastním (22). Stejně tak je tomu i u oceňovaného podniku GOSTAS s.r.o., kde **převládají cizí zdroje** (v podobě dlouhodobých a krátkodobých závazků) nad vlastním kapitálem společnosti.⁵ Dlouhodobý závazek ve formě půjčky je však poskytnut bezúročně jedním ze společníků firmy. Krátkodobé závazky k 31.12. 2014 činily 1 650 tis. Kč, z toho po splatnosti 30 dní 48 tis. Kč.⁶ Jedná se především o závazky z obchodního styku, závazky vůči zaměstnancům, pojišťovně a Finančnímu úřadu.

Společnost vlastní majetek (**aktiva**) v účetní hodnotě **2 872 tis. Kč**. Ten je zastoupen necelou třetinou v podobě dlouhodobého hmotného majetku. Zbývá část aktiv je představována krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem.⁷ Krátkodobé pohledávky jsou ve výši 1 127 tis. Kč, z toho po splatnosti 30 dní 40 tis. Kč. Tyto pohledávky představují především pohledávky z obchodního styku a pohledávky za finančním úřadem.

Společností je dále také evidován **drobný hmotný majetek** (v pořizovací ceně do 40 tis. Kč) ve výši 928 tis. Kč, který **není uveden v rozvaze**.⁸

Firma aktuálně nefinancuje aktiva prostřednictvím leasingu a ani v blízké budoucnosti to nemá v plánu. Podrobnější data z rozvahy a výkazu zisku a ztrát za jednotlivé roky 2010-2014 je možno nalézt v příloze.

⁵ Viz. rozvaha k 31.12.2014

⁶ Viz. příloha k účetní závěrce k 31.12.2014

⁷ Viz. rozvaha k 31.12.2014

⁸ Viz. příloha k účetní závěrce k 31.12.2014

5 Strategická analýza

V následující kapitole bude provedena analýza makrookolí pomocí PEST analýzy. Následně bude pozornost zaměřena na analýzu mikrookolí, kde bude charakterizován trh daného odvětví, v němž firma působí a analyzováno konkurenční prostředí pomocí Porterova modelu pěti sil.

Závěrečná část strategické analýzy se bude zabývat prognózou tržeb a vnitřní analýzou společnosti GOSTAS s.r.o.

5.1 Analýza makrookolí

Touto analýzou se hodnotí vliv faktorů globálního prostředí na podnik. Dle metody PEST se globální faktory dělí na politicko-legislativní, ekonomické, sociálně-kulturní a technologické. Jelikož firma GOSTAS s.r.o. provádí svou stavební činnost výhradně na tuzemském trhu, bude práce zaměřena pouze na tuzemské makroekonomické faktory.

Cílem analýzy makrookolí je posouzení míry rizika spojeného s podnikáním v dané oblasti.

5.1.1 PEST analýza

Politicko-legislativní faktory – Pro firmy působící v českém prostředí jsou nejvýznamnějším politicko-legislativním faktorem daně. Ve stavebním průmyslu se jedná především o daně z přidané hodnoty (DPH), daně z příjmů právnických osob a silniční daně.

Od roku 2012 je významným legislativním faktorem ve stavebnictví přenesená daňová povinnost u DPH. Ta se vztahuje pouze na plátce DPH, kdy je tato daňová povinnost přenesena z dodavatele na příjemce, tedy odběratele. Dodavatel, který je plátcem DPH, fakturuje jinému plátcí příslušné plnění bez DPH a v dokladu uvádí pouze sazbu DPH. Příjemce je povinen tuto sazbu vypočítat a uvést ve svém daňovém přiznání. (21)

Pozitivním vývojem z pohledu podnikatelských subjektů procházejí také daně z příjmu právnických osob, které jsou v průběhu let snižovány. Tento vývoj naznačuje snahu státu vytvořit příznivé podmínky pro podnikání. (21)

Tabulka 4: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sazba daně	24%	21%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Zdroj: (21)

Na druhou stranu se však stát snaží v návaznosti na snižování schodku veřejného rozpočtu zvyšovat nepřímé daně pomocí změny sazeb DPH, což má na firmy negativní vliv. Za zmínku stojí především snížená sazba daně, která v průběhu let vzrostla z 5 % na 15 %.

Tabulka 5: Vývoj sazby DPH

Rok		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		2016	
Sazba daně	Snížená	5%	9%	9%	10%	10%	14%	15%	15%	První 15%	Druhá 10%	První 15%	Druhá 10%
	Základní	19%	19%	19%	20%	20%	20%	21%	21%	21%		21%	

Zdroj: Vlastní zpracování dle (21)

Tuzemské firmy zároveň podléhají zákonům, vyhláškám a dalším právním předpisům vydaných Českou republikou, podle kterých se musí řídit. Mezi nejvýznamnější právní předpisy regulující podnikatelskou činnost patří Zákoník práce, Zákon o účetnictví, Zákon o dani z příjmu, Zákon o dani z přidané hodnoty, Zákon o dani silniční a další.

Velké množství zákonů a jejich časté změny mohou někdy vést k jejich nesrozumitelnosti a s tím spojených problémům, což není příliš prospěšné pro podnikatelské subjekty a nepřímo tak snižují jejich konkurenceschopnost v mezinárodním prostředí.

Navzdory poměrně nestabilní politické situaci předchozích let, přinesla v roce 2014 vláda Bohuslava Sobotky větší politickou stabilitu. Ta byla spojena s větší důvěrou občanů a investorů a ústila spolu s dalšími faktory v ekonomický růst.

Ekonomické faktory – K hlavním ekonomickým faktorům, které ovlivňují podnikatelské prostředí, patří především vývoj hrubého domácího produktu (HDP), nezaměstnanosti a inflace.

HDP

V následující tabulce je možno pozorovat vývoj reálného HDP jednotlivých let v procentech. Tento ukazatel vypovídá o výkonnosti české ekonomiky.

Tabulka 6: Meziroční vývoj reálného HDP v % (s.c.)

Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	predikce	
								2016	2017
HDP v %	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0	4,6	2,7	2,6

Zdroj: Vlastní zpracování dle (16, 21)

Propad HDP v roce 2009 je výsledkem celosvětové hospodářské krize, která začala již v roce 2008, ale naplno se projevila až v roce 2009, kdy se ukazatel HDP dostal do záporných čísel. Z této krize se ekonomika pozvolna dostávala v průběhu dalších let, kdy došlo v roce 2010 a 2011 k oživení ekonomiky a růstu HDP o 2,3 % respektive 2 %. V roce 2012 a na počátku roku 2013 procházela ekonomika mělkou recesí, ale v následujícím roce došlo k jejímu oživení. Rok 2015 byl ve znamení růstu HDP, kde Česká republika patřila v tomto směru k nejlepším v Evropě. Růst HDP byl zapříčiněn především politickou a sociální stabilitou, zrychleným čerpáním peněz z fondů EU, domácí poptávkou a spotřebou vlády a domácností. K růstu nejvýrazněji přispělo odvětví zpracovatelského průmyslu, stavebnictví a odvětví obchodu a dopravy. Výhled Ministerstva financí ČR pro rok 2018 je růst HDP o 2,4 % stejně tak jako pro rok 2019. (21)

Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti postupně od roku 2013 klesá. Vliv na pokles nezaměstnanosti má především hospodářský růst, který byl v roce 2014 a hlavně pak v roce 2015 příznivý. V roce 2015 dosáhla Česká republika druhého nejlepšího místa (za Německem) v nezaměstnanosti ze všech států EU. Nezaměstnanost činila pouhých 4,7 %, což je hluboko pod průměrem EU, který činí 9,3 %. Vzhledem k ekonomickému vývoji by se měla dle Ministerstva financí do budoucna nezaměstnanost dále snižovat. V roce 2016 by se měla udržet na stejné hodnotě jako v roce 2015, v roce 2017 by měla klesnout na 4,6 %, v roce 2018 na 4,5 % a v roce 2019 na 4,4 %. (21)

Okres Praha-východ, kde podnik GOSTAS s.r.o. sídlí, měl k 31.12.2015 nejnižší nezaměstnanost (2,63 %) ve středočeském kraji. Příznivou situaci na trhu práce ovlivňuje především blízkost hlavního města Prahy. (16)

Inflace

Vývoj průměrné míry inflace v letech 2012 a 2013 byl významně ovlivněn změnami sazeb DPH. V roce 2012 se snížená sazba zvýšila z 10 % na 14 %. Následující rok se obě sazby DPH zvýšily o další jedno procento na 15 % respektive 21 %.

Na snížení průměrné míry inflace v roce 2014 na 0,4 % mělo vliv zejména snížení cen elektřiny. V roce 2015 dosáhla průměrná míra inflace 0,3 %, což je nejméně od roku 2003 a druhá nejnižší hodnota v historii samostatné České republiky. Tato nízká inflace je

dána především obecně nízkou inflací v globálním měřítku a také celosvětovým propadem cen minerálních paliv. Průměrná míra inflace v roce 2016 by měla dosáhnout 0,5 %. V roce 2017 by se měla inflace opět zvýšit, jelikož se očekává růst cen ropy, který bude mít vliv na zvýšení všeobecné cenové hladiny. (16, 21)

Tabulka 7: Vývoj průměrné míry inflace v letech

Rok	2011	2012	2013	2014	2015	predikce	predikce	výchled	výchled
						2016	2017	2018	2019
Průměrná míra inflace v %	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,5	1,6	1,8	1,9

Zdroj: Vlastní zpracování dle (21)

Sociální faktory

Z hlediska sociálních faktorů se často hodnotí demografický vývoj, míra vzdělanosti a hustota osídlení dané oblasti.

Počet obyvatel se v České republice vyvíjí poměrně stabilně, kdy od roku 1993 vzrostl o necelých 210 tis. Ke konci září 2015 žilo v České republice celkem 10,546 mil. lidí. Predikce Ministerstva financí na rok 2016 a 2017 je 10 550 tis. respektive 10 552 tis. obyvatel. (16, 21)

Tabulka 8: Vývoj věkových skupin obyvatel v tis. osob (není-li uvedeno jinak)

	2011	2012	2013	2014	2015	Predik.	Predik.	Výchled	Výchled
						2016	2017	2018	2019
0-14 let	1 522	1 541	1 560	1 577	1 601	1 618	1 627	1 633	1 636
růst v %	1,8	1,3	1,2	1,1	1,5	1,0	0,6	0,4	0,2
15-64 let	7 328	7 263	7 188	7 109	7 057	6 998	6 932	6 871	6 814
růst v %	-1,2	-0,9	-1	-1,1	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8
64 a více let	1 637	1 701	1 768	1 826	1 880	1 934	1 992	2 049	2 101
růst v %	2,4	3,9	3,9	3,3	3	2,9	3	2,8	2,6

Zdroj: (21)

Počet obyvatel ve věku 15 - 64 let dlouhodobě klesá a v roce 2016 by se měl poprvé od roku 1994 dostat pod hranici 7 mil. Tento vývoj by měl nadále pokračovat i v následujících letech, kdy by se měla populace v produktivním věku snižovat každoročně o 0,9 % což je v absolutním vyjádření pokles o 60 - 70 tis. lidí ročně.

Naopak podíl obyvatelstva nad 64 let se nadále pravidelně zvyšuje a v roce 2018 by měl počet seniorů přesáhnout hranici 2 mil. lidí.

Úbytek ekonomicky aktivních lidí a stárnutí obyvatelstva může mít do budoucna negativní vliv na českou ekonomiku. Z důvodu neudržitelnosti tohoto vývoje se musí prodlužovat i věk odchodu do důchodu. (16)

Tabulka 9: Vzdělání obyvatelstva v ČR ve věku 15 a více let (v %)

	2010	2011	2012	2013	2014
Základní vzdělání a bez vzdělání	16,6	16,1	15,6	14,8	14,3
Střední bez maturity	35,4	35,2	34,8	34,5	34,3
Střední s maturitou	34,2	33,8	33,7	33,8	34,1
Vysokoškolské	13,7	14,8	15,7	16,7	17,3

Zdroj: Vlastní zpracování dle (16)

Stavebnictví všeobecně postrádá kvalitní vyučené řemeslníky, jelikož postupem času klesá zájem studentů o střední odborné školy na úkor vysokoškolských studií.

Praha-východ, kde firma GOSTAS s.r.o. sídlí, patří s hustotou zalidnění 217 obyvatel/km² k nejhustěji osídleným okresům ve středočeském kraji.

Technologické faktory

Stavebnictví je spíše konzervativní obor, ve kterém technický pokrok probíhá velmi pomalu. Základní vývojové trendy směřují ke stavbě kvalitních nízkoenergetických a pasivních domů s minimálními náklady na provoz a údržbu. Zlepšují se tepelně technické vlastnosti materiálů, vyvíjí se odlehčené konstrukce a dbá se na kvalitu provedené práce.

Společnost GOSTAS s.r.o. si ke spolupráci vybírá výhradně spolehlivé a kvalitní dodavatele, kteří patří ve svém oboru ke špičce. Jsou jimi Baunit, Isover, Schiedel, G-servis, Regulus, Tondach, Fischer, Vekra a ProAlu. Tito dodavatelé využívají ověřené technologie a v oblasti vývoje a inovací patří k nejlepším na daném trhu. (18)

Kvalita a spolehlivost odvedené práce vedla k tomu, že se firma GOSTAS s.r.o. stala členem programu "Porotherm dům Wienerberger", který sdružuje kvalitní a prověřené stavební firmy z celé ČR. Do programu jsou vybírány stavební firmy s těmi nejlepšími referencemi. V rámci programu je zajištěna kontrola provedení stavby a jakost použitých materiálů nezávislou kontrolní společností CSI (Centrum stavebního inženýrství) nebo TZÚS (Technický a zkušební ústav stavební). Investor dále obdrží certifikát kvality a záruku garančního fondu Wienerberger. (18)

Zapojením do programu "Porotherm dům Wienerberger" je firma Wienerberger dodavatelem inovativní cihly, kterou používá firma GOSTAS s.r.o. pro své stavby.

Výjimečnost cihly je dána její tepelněizolační vlastností, kdy je plněna minerální vatou a dům se již dále nemusí zateplovat jiným způsobem. Výhodou je také její výroba výhradně z přírodních materiálů.

Již samozřejmým technologickým faktorem je v dnešní době internet, jehož prostřednictvím firma GOSTAS s.r.o. komunikuje se zákazníky a dodavateli pomocí vlastních webových stránek www.gostas.cz a dalších komunikačních kanálů. Dle statistik ČSÚ stoupl počet domácností s připojením k internetu od roku 2010 do roku 2015 o 17,1 % na hodnotu 73,1 %.

5.2 Analýza mikrookolí

Tato analýza je zaměřena na vymezení relevantního trhu, jeho charakteristiku a analýzu konkurence, která bude provedena prostřednictvím Porterova modelu pěti sil.

Vymezení a vývoj relevantního trhu

Hlavním předmět činnosti společnosti GOSTAS s.r.o. je dle klasifikace CZ-NACE „Výstavba bytových a nebytových budov“ a další činnosti s tím spojené.

Územně firma působí pouze na tuzemském trhu a upřednostňuje lokality v blízkosti sídla společnosti, tedy lokalitu Praha 9 a okres Praha-východ, kde vykonala naprostou většinu ze svých stavebních prací. Během posledního desetiletí v tomto okrese probíhá masivní suburbanizace a s ní spojená výstavba především rodinných domů, což svědčí právě stavebním firmám. Tento trend lze pozorovat i na počtu vydaných stavebních povolení, na kterých má Středočeský kraj největší podíl.

Stavebnictví patří mezi hlavní národohospodářské odvětví přispívající k celkovému růstu české ekonomiky. Podílí se na celkové zaměstnanosti přibližně 8%. Většina subjektů působících v tomto odvětví jsou malé podniky do 50 zaměstnanců a OSVČ.

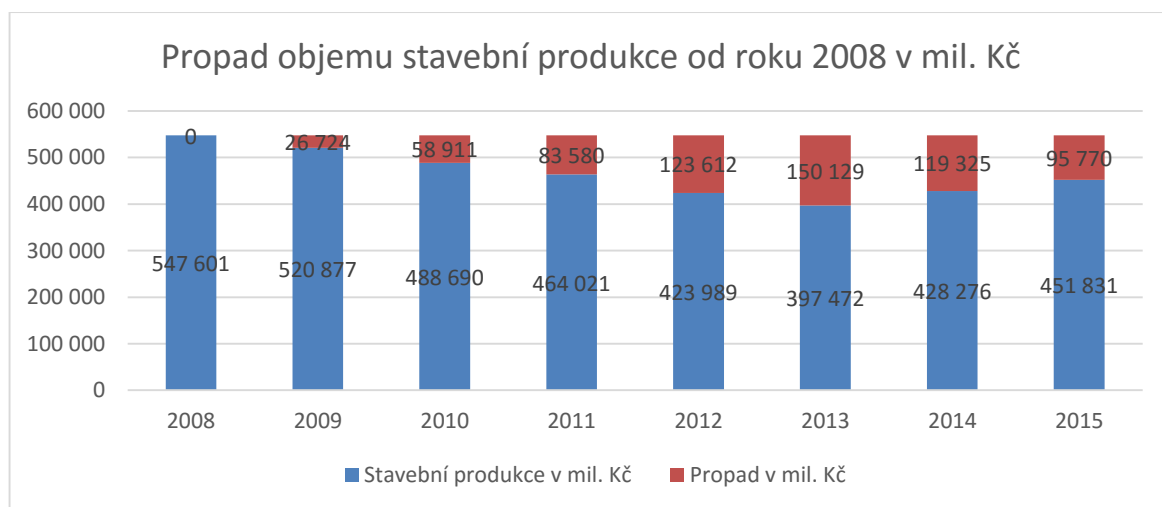
Po úspěšném období ekonomického růstu od roku 2000 do 2007 přišla koncem roku 2008 a počátkem roku 2009 ekonomická krize. Ta přinesla především pokles poptávky po stavebních pracích a s ní logicky spojené snižování tržeb. V nastoleném trendu poklesu poptávky po produkci a snižování tržeb pokračuje i rok 2010, kdy produkce klesla o 7,8 %.

Obdobně tomu je i v následujících letech až do roku 2014. Malým podnikům se po nástupu ekonomické krize dařilo relativně nejvíce, nicméně u všech kategorií podniků došlo k poklesu tržeb. V důsledku krize zaniklo ve stavebnictví přes 60 tis. pracovních míst.

Od začátku roku 2014 dochází ve stavebnictví po období krize ke stabilizaci, kdy produkce postupně meziročně rostla (v průměru o 4,3 %). Významnou roli hrály klimatické podmínky, kdy mírná zima umožnila pracovat stavařům prakticky bez omezení. Pokračující růst se projevil i v roce 2015, kdy oproti minulému roku produkce vzrostla v průměru o 5,5 %. Mohla za to především investiční aktivita státu a čerpání dotací z evropských fondů. Dle výzkumu společnosti CEEC research (20) bude sektor stavebnictví i v následujících letech pokračovat v růstu. Jeho odhadované tempo růstu pro rok 2016 je 4,5 % a pro rok 2017 by se mělo zvýšit o další 3 %. (22)

Z následujícího grafu a tabulky je vidět, jak hospodářská krize ovlivnila sektor stavebnictví.

Graf 1: Vývoj objemu celkové stavební produkce v mil. Kč



Zdroj: Vlastní zpracování dle (16)

Tabulka 10: Tempo růstu celkové stavební produkce

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	pred. 2016	pred. 2017
tempo růstu v %	x	-4,9%	-6,2%	-5,0%	-8,6%	-6,3%	7,7%	5,5%	4,5%	3,0%

Zdroj: Vlastní zpracování dle (16)

Prognóza tržeb společnosti GOSTAS s.r.o.

Z předchozích výstupů strategické analýzy byla čerpána data vývoje HDP ČR a vývoje stavební produkce k posouzení závislosti na tržbách společnosti GOSTAS s.r.o.

Pro zjištění budoucích tržeb společnosti GOSTAS s.r.o. byla nejdříve posuzována závislost tržeb společnosti na makroekonomickém ukazateli HDP České republiky v běžných cenách. K měření závislosti byly použity statistické testy v podobě korelační a regresní analýzy. Tyto testy však neprokázaly dostatečnou závislost tržeb na ukazateli HDP ČR. Dále byla stejným způsobem testována závislost tržeb společnosti na celkových tržbách odvětví. Ani v tomto případě neprošel test regresní analýzou, kde nebylo možné zamítnout nulovou hypotézu. Z toho důvodu jsou tržby predikovány na základě minulého vývoje tržeb společnosti GOSTAS s.r.o. Tato predikce byla provedena pomocí lineárního časového trendu v programu MS Office Excel. Výpočet vycházel z tržeb společnosti v období 2003 - 2014. Následně byly výsledky konzultovány s vedením společnosti. Dle jejich kvalifikovaného odhadu budoucího vývoje hospodaření podniku byly tyto výsledky dále upraveny.

Tabulka 11: Prognóza tržeb společnosti GOSTAS s.r.o. a % změna oproti předchozímu roku

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Predikce tržeb v tis. Kč	18088	19553	20335	21006	21552	22113
Relativní změna		8,1%	4,0%	3,3%	2,6%	2,6%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě konzultace s vedením podniku

Porterova analýza pěti konkurenčních sil

Tento model slouží k analýze konkurenčního prostředí firmy. Posuzuje stávající konkurenci, novou (potenciální) konkurenci, vliv odběratelů a vliv dodavatelů.

Odběratelé

Produkty firmy GOSTAS s.r.o. vyhledává spíše „střední“ třída obyvatel, která si může dovolit kvalitnější produkt za odpovídající cenu. Obecně však lze konstatovat, že zákazníkem je kdokoli, kdo chce začít stavět rodinný dům v okrese Praha-východ. Tento okres patří k územím s největší intenzitou bytové výstavby. V roce 2014 zde bylo dokončeno 1071 domů a výstavba byla zahájena u 886 domů.

Vyjednávací síla odběratelů je však poměrně vysoká. Stavebnictví je silně konkurenčním odvětvím a zákazníci si mohou vybírat z velkého počtu firem s podobnými

produkty a podmínkami. Podstatná většina zakázek firmy GOSTAS s.r.o. vzniká na základě předchozí zkušenosti či doporučení od již spokojených zákazníků. Firma GOSTAS s.r.o. si zakládá především na kvalitě odvedené práce a poskytování nadstandardních služeb v podobě geologického a archeologického průzkumu, měření radonu atd.

Dodavatelé

Společnost GOSTAS s.r.o. má své prověřené a kvalitní dodavatele, od kterých odebírá materiál nebo si od nich nechává dělat doplňkové práce jako je elektřina, rozvod vody a výstavba krovů. Rozvod vody vykonává externě firma „Zdeněk Brázda“ z nedalekého Újezda nad Lesy a stavbu krovů a střech vykonává firma Bramac s.r.o. z Jižních Čech. Dalšími dodavateli jsou například firma Wienerberger, Baumit, Isover, Schiedel, G-servis, Regulus, Tondach, Fischer, Vekra a ProAlu. Tito dodavatelé jsou výsledkem dlouhodobého hledání kvality spojené s rozumnou cenou. Se zmíněnými dodavateli firma spolupracuje dlouhodobě (i více než 10 let) a lze se na ně spolehnout.

Firma GOSTAS s.r.o. působí s dodavateli v určité symbióze, kde jsou obě strany spokojeny, tudíž výraznou vyjednávací sílu dodavatelů podnik nepocítuje.

Z dlouhodobé spolupráce pro firmu plynou výhody v podobě slev na práci a materiál. Nejvíce jsou však ceněny bonusy v podobě lepších služeb přímo na míru společnosti, pohotových reklamací, časové flexibility, expresního doručení služeb a materiálu a podobně.

Konkurence

Stavebnictví je obecně silně konkurenčním odvětvím národního hospodářství. V okrese působnosti firmy GOSTAS s.r.o. Praze-východ bylo k 31.12. 2015 registrováno přes 5 300 ekonomických subjektů působících ve stavebnictví. Je tedy bezpředmětné jmenovat pouze některé z konkurentů.

Potenciální konkurence

Bariéry vstupu do odvětví jsou poměrně nízké. Pokud bude chtít nějaký subjekt vstoupit na tento trh a bude mít dostatečný kapitál k pořízení potřebného vybavení, podniku GOSTAS s.r.o. hrozí potenciální nová konkurence.

Devizou podniku GOSTAS s.r.o. před novými konkurenty jsou dlouholeté zkušenosti v oboru, osvědčené know-how, kvalita práce, vybudované dlouhodobé vztahy s dodavateli, povědomí u potenciálních investorů v kraji a spolupráce s firmou Wienerberger, která v programu Porotherm dům, jehož je GOSTAS s.r.o. členem, poskytuje výhody v podobě garančního fondu a kontroly stavby.

Vstup nových konkurentů je v současné situaci poměrně nepravděpodobný. Může za to jak hospodářská krize, která zasáhla odvětví v roce 2009, tak již poměrně nasycený trh.

Hrozba substitutů

Vzhledem ke specifickému odvětví stavebnictví, kde jsou zakázky dělané přímo na míru zákazníka, je hrozba substitutů velmi nízká. V nabídce stavebních firem je nabízen v podstatě podobný sortiment, ve kterém si každý zákazník najde to, co potřebuje.

Existují zde však vývojové trendy, kterými se trh ubírá. Aktuálně to mohou být nízkoenergetické či pasivní domy, které jsou založeny na ekologickém smýšlení obyvatelstva a údržbové nenáročnosti.

Vnitřní analýza firmy

Společnost GOSTAS s.r.o. sídlí v nově zrekonstruované budově v Šestajovicích u Prahy, kde má i své sklady.

Firma je vedena dvěma jednatelem, kteří mají dlouholeté zkušenosti v oboru stavebnictví. Ve firmě dále stabilně pracují další tři kvalifikovaní pracovníci počínaje stavbyvedoucím, přes zedníka až po zaměstnance, který se stará o dopravu. Tento počet je doplňován o sedm externích pracovníků pracujících jako OSVČ. Na základě množství zakázek se počet pracovníků případně doplňuje o další.

Jelikož firma patří co do počtu zaměstnanců mezi malé, informovanost a vedení zaměstnanců je na velmi dobré úrovni.

Filozofií firmy a zároveň jejím sloganem je „GOSTAS – Vaše záruka kvality a jistoty.“ Kvalitou odvedené práce a poskytováním nadstandardních služeb si firma vysloužila členství v programu „Porotherm dům Wienerberger“, který sdružuje kvalitní a ověřené stavební společnosti. Do tohoto programu mohou být zapsány maximálně 2 firmy z jednoho okresu, což vypovídá o kvalitě podniku GOSTAS s.r.o., který si takto svěřené důvěry náležitě cení. V rámci programu „Porotherm dům“ jsou firmě poskytována i odborná

školení sloužící ke zvýšení odborných znalostí. Firma je dále zapsána na Seznamu odborných dodavatelů (SOD) Státního fondu pro program „Zelená úsporám“, který je zaměřen na dotace pro zateplování budov a ekologické zdroje energií.

Během více jak 13 ti leté působnosti na trhu se firma dostala do povědomí investorů a zrealizovala přes 110 staveb. O dobře odvedené práci svědčí i to, že většina nových zákazníků společnosti vzniká na základě předchozí zkušenosti či doporučení od již spokojených zákazníků. Z hmotného majetku společnosti lze jmenovat kromě budovy, kde společnosti sídlí, i čtyři osobní automobily, dva užitkové automobily, jeden nákladní automobil, minirýpadlo a kompaktní bagr. Všechn tento majetek plní svůj účel a je pro podnik přínosem.

6 Finanční analýza

Finanční analýza poskytuje informace o celkovém hospodaření podniku. Informuje jak o majetkové, tak finanční situaci a posuzuje finančního zdraví společnosti.

Finanční analýza je zároveň podkladem pro následnou tvorbu finančního plánu sestavovaného pro ocenění podniku výnosovými metodami.

Data pro finanční analýzu jsou čerpána z ekonomických výkazů společnosti GOSTAS s.r.o. za období 2010 - 2014.

6.1 Analýza absolutních ukazatelů

Horizontální analýza rozvahy

Tabulka 12: Horizontální analýza aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2011/2010		2012/2011		2013/2012		2014/2013	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
AKTIVA CELKEM	628	17,98	-634	-15,38	19	0,54	-634	-18,08
Stálá aktiva	-426	-23,56	-23	-1,66	-457	-33,63	13	1,44
Dlouh. hm. majetek	-426	-23,56	-23	-1,66	-457	-33,63	13	1,44
Oběžná aktiva	1 220	82,21	-617	-22,82	482	23,10	-608	-23,67
Zásoby	108	-	-108	-	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	173	18,82	440	40,29	-225	-14,69	-180	-13,77
Krátkodobý fin. majetek	939	166,19	-949	-63,10	707	127,39	-473	-37,48
Ostatní aktiva	-166	-82,59	6	17,14	-6	-14,63	6	17,14

Zdroj: Vlastní zpracování

Aktiva společnosti nejvíce rostla v roce 2011, kdy se jejich hodnota zvýšila oproti roku 2010 o necelých 18 %. Tento růst byl způsoben především nárůstem oběžných aktiv, konkrétně pak nárůstem krátkodobého finančního majetku.

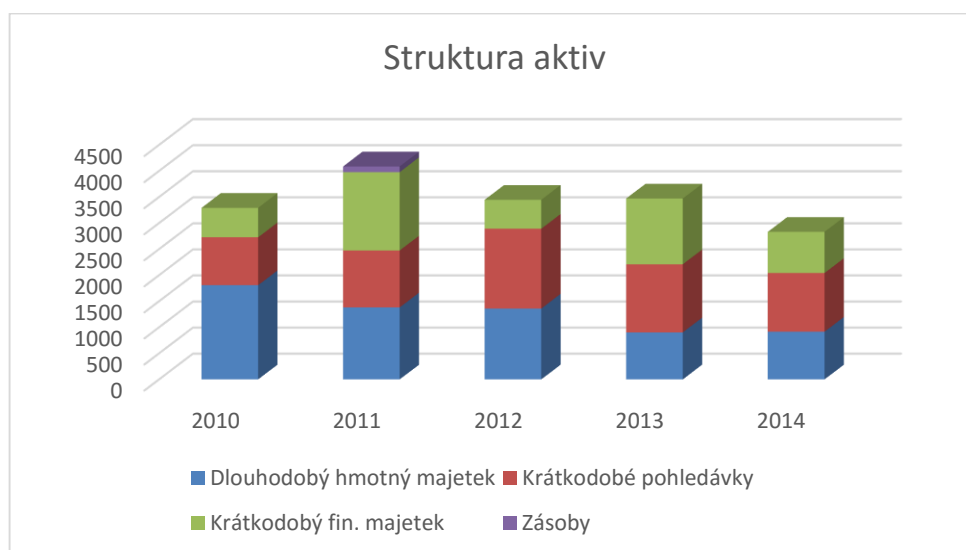
V roce 2012 naopak aktiva poklesla o 15,38 %. Vliv na tento vývoj měl jak pokles dlouhodobého hmotného majetku, tak pokles oběžných aktiv. Přestože krátkodobé pohledávky vzrostly, pokles finančního majetku byl výraznější.

V roce 2013 zůstává majetek na podobné úrovni jako v roce 2012. Lze zde však pozorovat změnu struktury aktiv, kdy se snížil dlouhodobý majetek a zvýšil krátkodobý finanční majetek.

Největší pokles aktiv o celých 18 % byl pak zaznamenán v roce 2014. Tento vývoj zapříčinilo snížení jak krátkodobých pohledávek, tak krátkodobého finančního majetku.

Dlouhodobý hmotný majetek (DHM) měl klesající tendenci po celé sledované období a to především kvůli každoročním odpisům majetku.

Graf 2: Struktura aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v absolutním vyjádření v tis. Kč



Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2011/2010		2012/2011		2013/2012		2014/2013	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
PASIVA CELKEM	628	17,98	-634	-15,38	19	0,54	-634	-18,08
Vlastní kapitál	53	9,35	-524	-84,52	-44	-45,83	330	634,62
VH minulých let	-68	-50,37	53	79,10	-524	-436,67	-44	-10,89
VH běžného úč. období	121	177,94	-577	-1088,7	480	91,60	374	850,00
Cizí zdroje	567	19,38	-106	-3,03	43	1,27	-1030	-30,03
Dlouhodobé závazky	0	0,00	-300	-17,48	179	12,64	-845	-52,98
Krátkodobé závazky	567	46,86	194	10,92	-136	-6,90	-185	-10,08
Ostatní pasiva	8	-	-4	-50,00	20	500,00	66	275,00

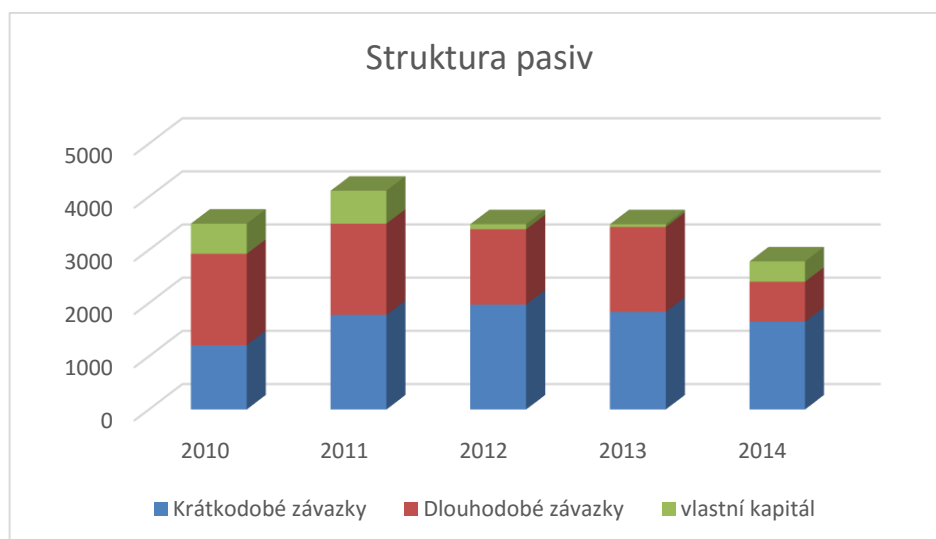
Zdroj: Vlastní zpracování

Položky vlastního kapitálu a cizích zdrojů mají v průběhu let značně kolísavý vývoj. Na zvýšení pasiv v roce 2011 měl vliv nárůst krátkodobých závazků a VH běžného účetního období, který se zvýšil o 177 % (tím se dostal do kladných čísel).

V následujícím roce se však VH běžného účetního období snížil o 577 tis. Kč, což ovlivnilo především snížení přidané hodnoty v daném roce o 33 %. Příčinou tohoto propadu byla především hospodářské krize působící na celé odvětví. Následkem snížení VH a splátky 300 tis. Kč z dlouhodobého závazku klesla pasiva v daném roce o 15,38 %.

V letech 2013 a 2014 již VH běžného účetního období strmě stoupal o 480 tis. Kč resp. 374 tis. Kč. Stejně jako v roce 2012 i v roce 2014 proběhla splátka 845 tis. Kč z dlouhodobého závazku. Spolu se snížením krátkodobých závazků vedly tyto kroky ke snížení celkových pasiv o 18 %.

Graf 3: Struktura pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v absolutním vyjádření v tis. Kč



Zdroj: Vlastní zpracování

Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát

Tabulka 14: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2011/2010		2012/2011		2013/2012		2014/2013	
	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%	rozdíl	%
Tržby za prodej zboží	-62	-100,0	-	-	-	-	-	-
Obchodní marže	-62	-100,0	-	-	-	-	-	-
Výkony	-1885	-10,1	-1215	-7,2	-884	-5,7	3417	23,3
Výkonová spotřeba	-2031	-12,5	-355	-2,5	-2013	-14,6	3313	28,0
Přidaná hodnota	84	3,4	-860	-33,3	1129	65,6	104	3,6
Osobní náklady	-119	-5,7	55	2,8	-12	-0,6	-52	-2,6
Daně a poplatky	6	18,8	-2	-5,3	5	13,9	4	9,8
Odpisy DHM a DNM	65	18,0	-403	-94,6	416	1808,7	56	12,8
Tržby z prod. dl. maj. a mat.	-103	-100,0	-	-	3	-	-3	-100,0
Zůstatat cena dl. maj. a mat.	-209	-100,0	-	-	18	-	-18	-100,0
Ostatní provozní výnosy	-238	-81,2	-55	-100,0	8	-	-	-
Ostatní provozní náklady	-141	-85,5	26	108,3	238	476,0	-270	-93,8
Provozní VH	141	542,3	-591	-353,9	475	112,0	381	747,1
Ostatní finanční výnosy	-	-	-	-	2	-	-2	-100,0
Ostatní finanční náklady	25	29,1	-11	-9,9	-3	-3,0	-14	-14,4
Finanční VH	-25	-29,1	11	9,9	5	5,0	12	12,6
Daň z příjmů za běž. čin.	-5	-62,5	-3	-100,0	-	-	19	-
VH za běžnou činnost	121	177,9	-577	-1088,7	480	91,6	374	850,0
VH za účetní období	121	177,9	-577	-1088,7	480	91,6	374	850,0
VH před zdaněním	116	193,3	-580	-1035,7	480	91,6	393	893,2

Zdroj: Vlastní zpracování

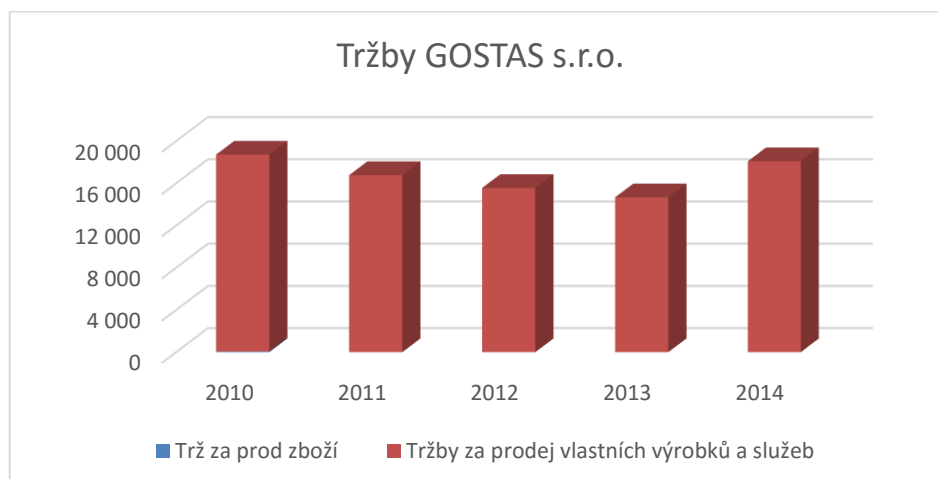
Výkony, jež jsou hlavním předmětem činnosti firmy, měly v průběhu let klesající vývoj. Odrážely tak působení hospodářské krize na celý sektor stavebnictví. Tento klesající trend se zastavil až v roce 2014, kdy důsledky krize odezněly a výkony vzrostly o 23,3 %. V nastaveném rostoucím trendu by sektor stavebnictví měl pokračovat i v příštích letech a to minimálně až do roku 2018.

Ve výsledcích hospodaření jednotlivých let, s výjimkou roku 2012, lze pozorovat kladné rostoucí tempo. Tento trend byl zapříčiněn především zvyšující se přidanou hodnotou a snižujícími se osobními náklady.

K poklesu provozního výsledku hospodaření o 591 tis. Kč v roce 2012 přispělo především snížení přidané hodnoty o 33,3 % a zvýšení osobních nákladů o necelá 3 %.

Nejvyšší růst VH byl naopak zaznamenán v roce 2014, kdy výsledek hospodaření před zdaněním vzrostl o 893 %. Tento rok se tak stal pro firmu nejúspěšnějším za celé sledované období.

Graf 4: Tržby společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč



Zdroj: Vlastní zpracování

Vertikální analýza rozvahy

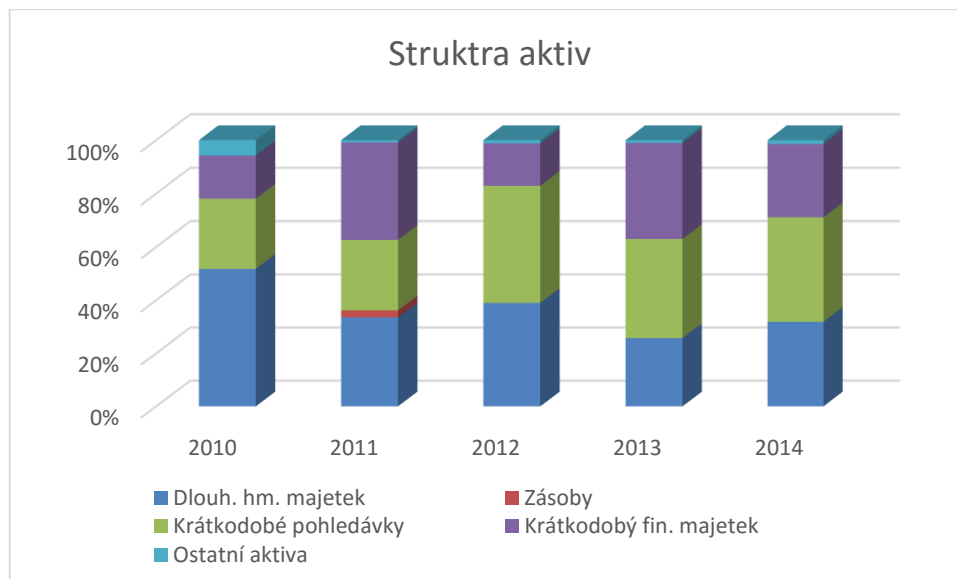
Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
Stálá aktiva	51,76%	33,54%	38,97%	25,73%	31,86%
Dlouh. hm. majetek	51,76%	33,54%	38,97%	25,73%	31,86%
Oběžná aktiva	42,48%	65,62%	59,85%	73,27%	66,71%
Zásoby	0,00%	2,62%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	26,31%	26,50%	43,93%	37,28%	39,24%
Krátkodobý fin. majetek	16,18%	36,50%	15,92%	36,00%	27,47%
Ostatní aktiva	5,75%	0,85%	1,18%	1,00%	1,43%

Zdroj: Vlastní zpracování

Majetek společnosti GOSTAS s.r.o. byl v letech 2011 - 2014 tvořen převážně oběžnými aktivy s podílem od necelých 60 % do 73 %. Pouze v roce 2010 převažovala stálá aktiva s 51 % nad oběžnými. Stálá aktiva jsou tvořena dlouhodobým hmotným majetkem ve formě pozemku, budovy sídla společnosti, strojů, dopravních prostředků a podobně. Oběžná aktiva se skládají především z krátkodobých pohledávek (z obchodního styku a za finančním úřadem) a krátkodobého finančního majetku.

Graf 5: Struktura aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v relativním vyjádření



Zdroj: Vlastní zpracování

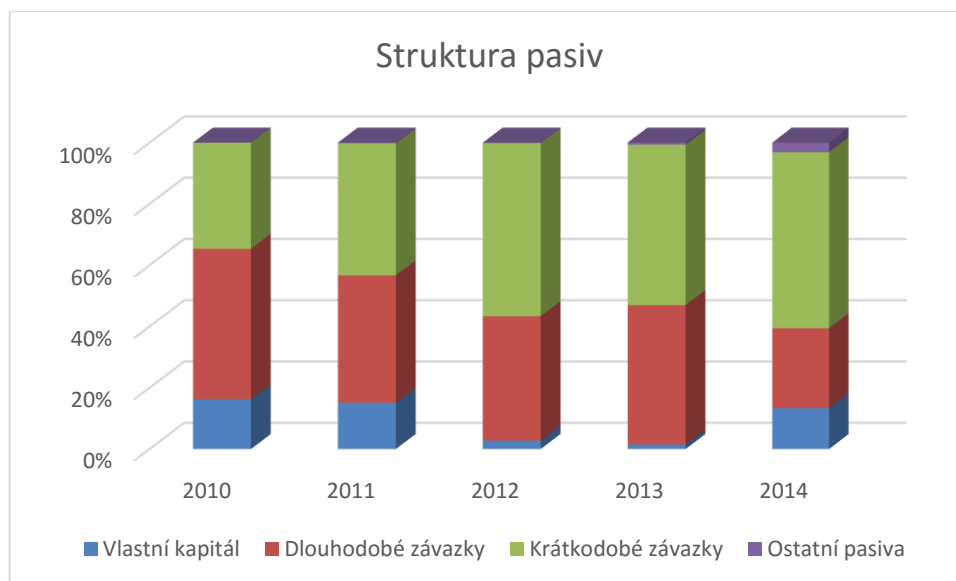
Tabulka 16: Vertikální analýza pasiv společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	100%	100%	100%	100%	100%
Vlastní kapitál	16,23%	15,04%	2,75%	1,48%	13,30%
Základní kapitál	14,31%	12,13%	14,34%	14,26%	17,41%
VH minulých let	3,86%	1,63%	3,44%	-11,52%	-15,60%
VH běžného účetního období	-1,95%	1,29%	-15,03%	-1,25%	11,49%
Cizí zdroje	83,77%	84,76%	97,13%	97,83%	83,57%
Dlouhodobé závazky	49,13%	41,64%	40,61%	45,49%	26,11%
Krátkodobé závazky	34,64%	43,12%	56,52%	52,34%	57,45%
Ostatní pasiva	0%	0,19%	0,11%	0,68%	3,13%

Zdroj: Vlastní zpracování

Majetek společnosti je kryt převážně cizími zdroji, jejichž podíl dosáhl v roce 2013 až 97,83 %. Tato hodnota je dána především snahou podniku splácet dlouhodobé závazky, kdy v roce 2012 bylo splaceno 300 tis. Kč z dluhu a v roce 2014 bylo splaceno dalších 845 tis. Kč. Na cizích zdrojích se podílí jak dlouhodobý závazek ve formě bezúročné půjčky od jednoho ze společníků podniku, tak krátkodobé závazky v podobě závazků z obchodního styku, vůči zaměstnancům, pojišťovně a finančnímu úřadu.

Graf 6: Struktura pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v relativním vyjádření



Zdroj: Vlastní zpracování

6.2 Analýza poměrových ukazatelů

Analýza poměrovými ukazateli vychází z účetních výkazů. Zachycuje vzájemné vztahy jednotlivých položek či jejich skupin na základě vzájemných poměrů.

Ukazatele likvidity

Podnik musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními aktivy, aby mohl v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům. Tato trvalá platební schopnost je určována třemi ukazateli likvidity. (5)

Tabulka 17: Ukazatele likvidity společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
Okamžitá likvidita	0,47	0,85	0,28	0,69	0,48
Pohotová likvidita	1,23	1,46	1,06	1,40	1,19
Běžná likvidita	1,23	1,52	1,06	1,40	1,19

Zdroj: Vlastní zpracování

Doporučované hodnoty pro okamžitou likviditu jsou v rozmezí 0,2 – 1,1. Tyto hodnoty podnik splňuje v celém období, tudíž je schopen platit své krátkodobé závazky svými nejlikvidnějšími prostředky v podobě finančního majetku „ihned“.

Pro pohotovou likviditu je doporučována hodnota v rozmezí 1 – 1,5. Jak je z tabulky možno vidět, i tyto hodnoty podnik splňuje ve všech zkoumaných letech. Proto je možné říci, že podnik je schopen splácet své krátkodobé závazky.

Pro ukazatel běžné likvidity platí doporučené rozmezí 1,5 – 2,5. Tyto hodnoty jsou splněny pouze v roce 2011, avšak ani v jednom roce není tato hodnota pod hladinou 1, která je považována za problematickou, protože v tom případě by krátkodobé závazky musely být kryty dlouhodobými aktivy společnosti.

Ukazatele rentability

Rentabilita je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a slouží tak k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti.

Tabulka 18: Ukazatele rentability společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
ROA (celkového vloženého kapitálu)	0,74%	4,05%	-12,16%	1,45%	15,04%
ROE (vlastního kapitálu)	-11,99%	8,55%	-545,83%	-84,62%	86,39%
ROS (tržeb)	0,14%	1,00%	-2,73%	0,35%	2,39%

Zdroj: Vlastní zpracování

Tabulka 19: Ukazatele průměrné rentability v odvětví stavebnictví

	2010	2011	2012	2013	2014
ROA (celkového vloženého kapitálu)	7,66%	3,98%	2,20%	-3,18%	-1,11%
ROE (vlastního kapitálu)	13,26%	9,46%	4,83%	-7,34%	-5,11%

Zdroj: Vlastní zpracování dle (22)

Vývoj ukazatelů rentability je poznamenán především světovou ekonomickou krizí a s tím spojeným záporným čistým ziskem v letech 2010, 2012 a 2013. Ten je spolu s provozním VH klíčový pro výpočet rentability. Velký propad nastal především v roce 2012, kdy se VH účetního období snížil o 577 tis. Kč. Zásahu na tomto propadu měl především propad přidané hodnoty o 33 % a zvýšení osobních nákladů o 3 %. V následujícím roce se dostal provozní výsledek hospodaření do kladných čísel, ale vlivem finančního výsledku hospodaření se i v roce 2013 VH účetního období ocitl v červených číslech. V roce 2013 a 2014 výsledek hospodaření účetního období meziročně rostl o 480 tis. Kč resp. 374 tis. Kč. To se projevilo i v ukazatelích rentability, kdy výsledky roku 2014 byly nadprůměrné.

Z hodnot ukazatelů rentability lze konstatovat, že mimo rok 2012 kdy nastal velký propad, tyto ukazatele meziročně rostly.

Rentabilita tržeb (ROS) se během zkoumaných let držela na poměrně nízkých hodnotách. To naznačuje, že marže na celkových tržbách společnosti byla poměrně nízká. V roce 2012 byla rentabilita dokonce záporná, nicméně v ostatních letech měla rostoucí tempo, o což se zasloužil především rostoucí provozní výsledek hospodaření (s výjimkou roku 2012). Nízká hodnota rentability vypovídá o tom, že společnost měla při nevyužívání všech kapacit v důsledku snížené poptávky v období hospodářské krize vysoké náklady.

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA) měla kladný výsledek ve všech letech s výjimkou roku 2012, kde společnosti vykazovala ztrátu. Průměr odvětví společnost převyšovala ve třech z pěti zkoumaných let. Za tento vývoj mohl opět rostoucí provozní VH. Firmě se tedy dařilo z vloženého kapitálu generovat zisk a efektivně tak zhodnocovat všechna aktiva společnosti financovaná jak vlastním, tak cizím kapitálem. Ztráta v roce 2012 naznačuje, že podnik dostatečně nevyužíval zdroje podniku a to především kvůli všeobecnému poklesu poptávky po stavební produkci v důsledku hospodářské krize.

Rentabilita vlastního kapitálu převyšovala průměr odvětví pouze v roce 2014, kdy dosáhla hodnoty 86 %. V roce 2011 byla slabě pod průměrem odvětví, který činil 9,46 %, ale výnosnost státních dluhopisů stále převyšovala. (22) V letech 2010, 2012 a 2013 byla dokonce záporná. Zde se tedy ukazuje, že výnosnost kapitálu vloženého vlastníky je záporná. Mohl za to již zmíněný záporný VH účetního období v těchto letech. Pro podnik je však důležitější ukazatel ROA, který měří výnosnost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány (vlastních i cizích). V roce 2012 a 2013 tvořil vlastní kapitál pouze 2,75 % resp. 1,48 % celkových pasiv oproti 97 % resp. 98 % cizího kapitálu.

Jelikož je možno pozorovat rostoucí vývoj ukazatelů v čase (mimo rok 2012) a ekonomická krize již odezněla, dá se do budoucna očekávat zlepšení situace podniku ve všech zkoumaných ukazatelích.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří efektivnost firmy v hospodaření s majetkovými částmi. Tato efektivnost se měří dvěma způsoby. První způsob měří počty obrátek za nějaký časový okamžik (obvykle za rok). Druhý způsob se zaměřuje na dobu obratu ve dnech.

Tabulka 20: Ukazatele aktivity společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat celkových aktiv	5,4	4,1	4,5	4,2	6,3
Doba inkasa pohledávek	17,7	23,4	35,5	32,1	22,4
Doba splatnosti závazků	23,3	38,1	45,6	45,0	32,8

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro obrat celkových aktiv je doporučována hodnota 1 a více. Čím vyšší je tato hodnota, tím je větší i efektivnost využití veškerých aktiv ve firmě. Ve zkoumaných letech firma dosahovala minimálního obratu 4,1 krát ročně, což je velmi dobrá hodnota. Nejvyšší hodnota je v roce 2014, kdy se aktiva ve firmě obrátila více než 6 krát.

Doba inkasa pohledávek je také na velmi uspokojivé úrovni, kdy nejdelší doba mezi vystavením faktury a připsáním peněz na účet byla 35,5 dní. Daný ukazatel vypovídá o tom, že firma má solventní a včas platící klienty.

Dle doby splatnosti závazků je možno vidět, že firma GOSTAS s.r.o. splácí své závazky poměrně rychle. Nejdelší doba splatnosti (45 dní) byla zaznamenána v roce 2013, kdy se výsledky hospodářské krize projevovaly i v tomto ukazateli.

Obecně také platí, že doba splatnosti závazků by měla být delší, než doba inkasa pohledávek. Toto pravidlo podnik splňuje a finanční rovnováha ve firmě tedy není narušována.

Ukazatel zadluženosti

Tabulka 21: Ukazatel zadluženosti společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadluženost (věřitelské riziko)	83,77%	84,76%	97,13%	97,83%	83,57%
Poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu	5,16	5,63	35,28	65,96	6,28
Koeficient samofinancování	16,23%	15,04%	2,75%	1,48%	13,30%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedených ukazatelů je možno vyčíst, že je podnik financován především z cizích zdrojů. V roce 2013 byl majetek společnosti kryt až z 97,83 % cizími zdroji. Dle ukazatelů rentability je však vidět, že podnik umí o dost efektivněji pracovat právě s cizími zdroji. Tyto cizí zdroje mají formu krátkodobých závazků a dlouhodobého bezúročného závazku od společníka firmy. Jak naznačují ukazatele aktivity, tak krátkodobé závazky jsou firmou

spláceny poměrně rychle a s dlouhodobým závazkem od společníka by neměl nastat také žádný problém, jelikož je během let pravidelně splácen.

Koeficient samofinancování určuje poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv. Je to doplněk k ukazateli celkové zadluženosti, který naopak říká z jaké části je podnik financován z vlastních zdrojů.

6.3 Souhrnné indexy hodnocení

Index IN95

Vzorec indexu IN95 pro odvětví stavebnictví vypadá následovně. (10)

$$IN95 = 0,34 * A + 0,11 * B + 5,74 * C + 0,35 * D + 0,1 * E - 16,54 * F$$

Tabulka 22: Index IN95 společnosti GOSTAS s.r.o.

	2010	2011	2012	2013	2014
A=aktiva/cizí kapitál	1,194	1,180	1,030	1,022	1,197
B=EBIT/nákladové úroky	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
C=EBIT/celková aktiva	0,007	0,041	-0,122	0,015	0,150
D=tržby/celková aktiva	5,358	4,069	4,461	4,185	6,298
E=oběžná aktiva/krátkodobé závazky	1,226	1,522	1,059	1,400	1,188
F=závazky po lhůtě splatnosti/tržby	0,034	0,021	0,011	0,016	0,003
Celkem	3,013	2,556	1,506	2,295	3,637

Zdroj: Vlastní zpracování

Je-li tento index:

- větší než 2, pak se jedná o podnik s dobrým finančním zdravím
- v intervalu 1-2, jde o firmu s nevyhraněnými výsledky
- menší než 1, podnik pravděpodobně nebude finančně zdravý a hrozí mu existenční problémy

Z výsledků jednotlivých let lze odvodit, že v případě podniku GOSTAS s.r.o. se jedná o podnik s dobrým finančním zdravím. Pod hodnotu 2 se firma dostala pouze v roce 2012.

7 SWOT analýza

Po strategické a finanční analýze je možné shrnout silné a slabé stránky podniku spolu s příležitostmi a hrozbami.

Silné stránky

- kvalita práce a materiálů
- certifikát kvality
- dlouholetá působnost na trhu (od roku 1990)
- znalost trhu
- loajální zaměstnanci s nízkou fluktuací
- webové stránky
- důvěra, spokojenost a loajalita zákazníků
- dobré jméno společnosti
- v programu Porotherm dům a Zelená úsporám
- nově vybudované sídlo společnosti
- vlastní sklady
- lokalita sídla a působnosti
- zkušená a kvalifikovaná zaměstnanci
- kvalitní a časem prověřené dodavatele
- vztah vedení a zaměstnanců

Slabé stránky

- nízké investice do reklamy
- stagnace inovační aktivity
- omezená konkurenční schopnost z hlediska velikosti a vybavení podniku
- omezení na jeden region
- závislost na dodavatelích
- silně konkurenční prostředí
- nedostačující kapacita skladu
- nedostatek vedoucích pracovníků

Příležitosti

- trend ekologických a pasivních staveb
- růst populace
- proces suburbanizace
- místo na trhu po konkurenci, co nepřežila krizi
- noví dodavatelé
- růst celého sektoru stavebnictví
- zvyšování životní úrovně
- dotace

Hrozby

- klesající počet kvalifikovaných řemeslníků
- růst cen stavebních hmot, výrobků a energií
- nízké bariéry vstupu do odvětví
- zpomalení výkonu hospodářství
- legislativní faktory
- dostupnost stavebních pozemků
- snižování ekonomicky aktivního obyvatelstva
- vlivy počasí

Takto provedená SWOT analýza je pro účely ocenění podniku dostačující.

8 Finanční plán společnosti GOSTAS s.r.o.

Finanční plán bude výchozím bodem pro následné ocenění společnosti GOSTAS s.r.o. pomocí výnosových metod ocenění. Zaměří se na prognózu položek výkazu zisku a ztrát a rozvahy, které jsou nutné pro stanovení budoucích volných peněžních toků. Tento plán se odvíjí z výsledků strategické a finanční analýzy společnosti provedené v předchozích kapitolách práce. Důležitou roli ve vytvoření finančního plánu hrála i konzultace s vedením firmy a jejich kvalifikovaný odhad budoucího vývoje hospodaření podniku.

Plán bude zpracován na období 2015-2019. Jeho předpokladem je neomezené trvání podniku a je zpracován pro očekávanou hodnotu sazby daně z příjmu 19 %.

Plán výkazu zisku a ztrát

Položky výkazu zisku a ztrát budou plánovány dle metody procenta z tržeb. Výpočet budoucího tempa růstu tržeb byl stanoven v kapitole strategická analýza. Jejich očekávaný vývoj je následující:

Tabulka 23: Predikce tržeb společnosti GOSTAS s.r.o. + relativní změna oproti předchozímu roku

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Predikce tržeb v tis. Kč	18088	19553	20335	21006	21552	22113
Relativní změna		8,1%	4,0%	3,3%	2,6%	2,6%

Zdroj: Vlastní zpracování

Jednotlivé položky výkazu zisku a ztrát, potřebné k výpočtu budoucích volných peněžních toků, jsou plánovány následovně.

Tabulka 24: Plán zvolených položek VZZ společnosti GOSTAS s.r.o. na období 2015-2019 v tis. Kč

	2015	2016	2017	2018	2019
Výkony	19553	20335	21006	21552	22112
Výkonová spotřeba	16359	17014	17575	18032	18501
Přidaná hodnota	3193	3321	3430	3519	3611
Osobní náklady	2131	2217	2290	2349	2410
Daně a poplatky	48	50	52	53	55
Odpisy DHM a DNM	320	373	360	391	366
Ostatní provozní výnosy	8	8	8	8	8
Ostatní provozní náklady	18	18	18	18	18
Provozní VH	684	671	718	716	770

Zdroj: Vlastní zpracování dle informací vedení podniku GOSTAS s.r.o.

Odpisy DHM a DNM byly plánovány dle velikosti dlouhodobého hmotného majetku a odpisové politiky minulých let. Tvoří podíl 31 % z DHM jednotlivých let. Firma do budoucna neplánuje výrazné investice a proto je položka odpisů sestavena především z investic, které proběhly v minulosti.

Ostatní provozní výnosy a náklady byly stanoveny v konstantní výši na úrovni roku 2014.

Z tabulky vyplývá, že položka výkonů, tedy tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, bude mít v průběhu let rostoucí tempo.

Provozní výsledek hospodaření by se měl během let navýšit z 694 tis. Kč v roce 2015 na 780 tis. Kč v roce 2019.

Plán rozvahy

Z rozvahy jsou pro výpočet volného peněžního toku důležité položky: dlouhodobý hmotný majetek, krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek, zásoby a krátkodobé závazky.

Dlouhodobý hmotný majetek byl určen na základě informací vedení společnosti GOSTAS s.r.o. Významné investice do budoucna nejsou plánovány. Podnik plánuje investovat pouze do majetku nezbytného k výkonu stavební činnosti a možného rozšíření pracovní kapacity v návaznosti na předpokládaný růst tržeb. Ostatní položky rozvahy byly plánovány dle metody procenta z tržeb.

Krátkodobé pohledávky mají podíl 35 % na celkových aktivech, krátkodobý finanční majetek se podílí 26 % na celkových aktivech a dlouhodobý hmotný majetek se podílí na celkových aktivech 36 %. Zmíněné podíly jsou určeny průměrem jednotlivých položek na celkových aktivech v letech 2010-2014.

Zásoby, které také patří do výpočtu volného peněžního toku, nejsou plánovány, jelikož firma žádné neneviduje.

Krátkodobé závazky byly plánovány opět metodou procenta z tržeb. Na celkových pasivech se tato položka podílí 40 %.

Tabulka 25: Plán zvolených položek rozvahy společnosti GOSTAS s.r.o. na období 2015-2019 v tis. Kč

	2015	2016	2017	2018	2019
AKTIVA CELKEM	2866	3341	3225	3502	3277
Dlouhodobý hm. majetek	1032	1203	1161	1261	1180
Krátkodobé pohledávky	1003	1169	1128	1225	1147
Krátkodobý fin. majetek	745	868	838	910	852
PASIVA CELKEM	2866	3341	3225	3502	3277
Krátkodobé závazky	1146	1336	1290	1401	1311

Zdroj: Vlastní zpracování dle informací vedení podniku GOSTAS s.r.o.

Z tabulky je patrné, že položky aktiv jsou udržovány na podobné úrovni jako v minulých letech.

9 Stanovení hodnoty společnosti GOSTAS s.r.o.

Z provedené strategické a finanční analýzy je možno usuzovat, že podnik GOSTAS s.r.o. splňuje předpoklady tzv. *going concern principu*, tedy neomezeného trvání podniku.

Jelikož se nepředpokládá ukončení činnosti podniku, je možné přistoupit ke stanovení jeho hodnoty za použití **výnosových metod** oceňování.

Konkrétně budou užity metody diskontovaných peněžních toků **DCF** a ekonomické přidané hodnoty **EVA**.

Před samotným oceněním je důležité učinit několik kroků, které jsou základem pro následující výpočty. Budou stanoveny náklady vlastního a cizího kapitálu, průměrné vážené náklady kapitálu WACC, korigovaný provozní výsledek hospodaření a provozně nutný investovaný kapitál.

9.1 Stanovení diskontní míry

Jelikož podnik nedisponuje cizími úročenými zdroji, tak bude diskontní míra na úrovni vlastníků stejná, jako diskontní míra na úrovni celého podniku (pro vlastníky a věřitele).

Diskontní míra pro metody DCF a EVA, k převodu budoucích peněžních toků na současnou hodnotu, tedy bude **na úrovni nákladů vlastního kapitálu**.

9.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál bude užitá stavebnicová metoda dle metodiky „Ministerstva průmyslu a obchodu“. Vzorec pro její výpočet viz Vzorec 21 na str. 44.

Bezriziková míra r_f byla stanovena jako průměr výnosnosti desetiletých státních dluhopisů ČR za období 2010-2015. Její hodnota je 2,15 %. (15)

Přirážka za velikost firmy r_{la} byla stanovena ve výši 5 %, jelikož úplatné zdroje (kapitál za který je nutno platit) nepřesáhly hodnotu 100 mil. Kč. (23)

Přirážka za produkční sílu r_{pod} byla stanovena jako minimální hodnota r_{pod} v odvětví, jelikož platí následující vztah $\frac{EBIT}{A} > \frac{UZ}{A} * UM$. Tato hodnota činila za rok 2014 2,49 %. (23)

Kde: UZ/A jsou úplatné zdroje/aktiva
 UM úroková míra

Přirážka za finanční stabilitu $r_{finstab}$. Hodnota běžné likvidity (L3) podniku GOSTAS s.r.o. je v plánovaném období ve všech letech 1,52. Je-li tato hodnota mezi doporučenými hodnotami $XL1=1$ a $XL2=2,5$, je dle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu nutno použít následující vzorec k výpočtu přirážky za finanční stabilitu. (23)

$$r_{finstab} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} * 0,1$$

Dle tohoto vzorce je přirážka za finanční stabilitu 0,043 %.

Přirážka za finanční strukturu je v případě podniku GOSTAS s.r.o. stanovena na 0 %. Podnik nemá žádný úročený cizí kapitál a ani ho do budoucna neplánuje.

Podmínka pro stanovení přirážky za finanční strukturu:

Když $re = WACC$, pak $r_{finstr} = 0\%$. (23)

Tabulka 26: Náklady vlastního kapitálu dle stavebnicové metody (metodika MPO)

	Hodnota
Bezriziková míra	2,15%
Přirážka za velikost firmy	5%
Přirážka za produkční sílu	2,49%
Přirážka za finanční stabilitu	0,04%
Přirážka za finanční strukturu	0%
Náklady vlastního kapitálu	9,68%

Zdroj: Vlastní zpracování dle (23)

9.1.2 Náklady na cizí kapitál

Podnik nedisponuje cizími úročenými zdroji a ani do budoucna neuvažuje o tomto způsobu financování. Náklady cizího kapitálu budou stanoveny ve výši 0 %.

9.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál

Výpočet vážených průměrných nákladů na kapitál viz Vzorec 17 na str. 41.

Jelikož podnik nemá úročené cizí zdroje, tak bude určována diskontní míra pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Vážené průměrné náklady na kapitál tedy není nutno dopočítávat.

9.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření lze převzít z plánovaného výkazu zisku a ztrát. Jedná se o provozní VH, kde nejsou započítány žádné zisky z prodeje majetku a zahrnuje jen pravidelné výnosy a náklady související s provozními aktivy. (7)

Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní VH	684	671	718	716	770

Zdroj: Vlastní zpracování

9.3 Provozně nutný investovaný kapitál

Společnost GOSTAS s.r.o. využívá veškerý svůj majetek k hlavní podnikatelské činnosti. Všechna aktiva z plánovaných účetních výkazů budou tedy brána jako provozně potřebná.

Tabulka 28: Provozně nutný investovaný kapitál společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dlouhodobý hmotný majetek prov. nutný	915	1032	1203	1161	1261	1180
= Dlouhodobý majetek provozně nutný	915	1032	1203	1161	1261	1180
Pohledávky	1127	1003	1169	1128	1225	1147
+ Krátkodobý finanční majetek prov. nutný	789	745	868	838	910	852
- Krátkodobé závazky	1650	1146	1336	1290	1401	1311
= Pracovní kapitál provozně nutný	266	602	701	676	734	688

Zdroj: Vlastní zpracování

9.4 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků (DCF entity)

Nejprve bude určena hodnota společnosti pro podnik jako celek pomocí metody DCF entity.

Pro ocenění byla zvolena nejčastěji užívaná dvoufázová metoda. Ta spočívá v rozdělení budoucího období na dvě fáze. V první fázi je zjišťována současná hodnota budoucích finančních toků do firmy (FCFF). Finanční toky v letech 2015-2019 jsou diskontovány na současnou hodnotu pomocí diskontní míry. Ta byla vypočtena v předchozích kapitolách jako náklady vlastního kapitálu.

Druhá fáze je zaměřena na určení tzv. pokračující hodnoty pomocí Gordonova modelu. Tato hodnota představuje období od konce první fáze až do nekonečna. Je vypočtena na základě zvoleného tempa růstu „g“ a rovněž diskontována na současnou hodnotu.

Součtem první a druhé fáze je stanovena konečná hodnota podniku dle metody diskontovaných peněžních toků k 1.1.2015.

Volné peněžní toky společnosti

Tabulka 29: Výpočet plánovaných FCFF společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní VH	684	671	718	716	770
+ Daň	130	127	136	136	146
= Korigovaný provozní VH po dani	554	544	582	580	624
+ Odpisy	320	373	360	391	366
- Investice do provozně nutného DM	437	544	318	491	285
- Investice do provozně nutného prac. kapitálu	336	99	-25	58	-46
= FCFF	101	274	648	422	751

Zdroj: Vlastní zpracování

Vývoj volných peněžních toků do firmy je ve všech letech kladný a s výjimkou roku 2018 rostoucí. Předpokládaná daň je ve všech letech uvažována na úrovni 19 %.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku (DM) jsou vypočítány jako DM daného roku provozně nutný – DM předchozího roku provozně nutný + odpisy daného roku.

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu jsou vypočítány obdobným způsobem. Tedy provozně nutný pracovní kapitál daného roku – provozně nutný pracovní kapitál roku předchozího.

Jelikož investice snižují volné peněžní toky, jsou od korigovaného provozního VH po dani odečítány.

9.4.1 Hodnota podniku v první fázi

Na základě zjištění FCFF a úrokové míry za roky 2015-2019 je možno přistoupit ke stanovení hodnoty první fáze metody DCF entity.

Tabulka 30: Současná hodnota první fáze DCF entity společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč

	2015	2016	2017	2018	2019
FCFF	101	274	648	422	751
Odúročitel pro diskontní míru 9,68 %	0,912	0,831	0,758	0,691	0,630
Diskontované FCFF	92	228	491	292	473
Hodnota první fáze k 1.1.2015	1 576				

Zdroj: Vlastní zpracování

Současná hodnota první fáze k 1.1. 2015 činí **1 576 tis. Kč**.

9.4.2 Hodnota podniku v druhé fázi

K výpočtu druhé fáze hodnoty podniku dle Gordonova vzorce je důležité stanovit FCFF pro první rok pokračující hodnoty, tedy pro rok 2020.

Dle Maříka se hodnota FCFF následujícího roku stanoví tímto vzorcem.

$$FCFF_{2020} = KPVH_{2020} - Investice_{netto_{2020}}$$

Pro výpočet je důležité stanovit **tempo růstu druhé fáze**, které je stanoveno ve výši **3,4 %**. Toto tempo bylo určeno na základě prognózy budoucího vývoje HDP

ČR, předpokládaného tempa růstu celého sektoru stavebnictví a odhadnutého tempa růstu tržeb společnosti.

Průměrné tempo růstu budoucích tržeb společnosti za roky 2015-2019 bylo ve výši 4,12 %. Podobné tempo bylo určeno i pro růst celého sektoru stavebnictví. Dané tempo růstu však nemůže trvat do nekonečna a dlouhodobě tak převyšovat vývoje HDP. Proto se jako rozumné tempo růstu druhé fáze jeví hodnota 3,4 %, která má blíže k vývoji tempa růstu HDP ČR.

$$KPVH_{2020} = KPVH_{2019} * (1 + g)$$

$$KPVH_{2020} = 624 * (1 + 0,034) = 645,216$$

$$Investice\ netto_{2020} = Investovaný\ kapitál_{2019} * g$$

$$Investice\ netto_{2020} = 1868 * 0,034 = 63,512$$

$$FCFF_{2020} = 645,216 - 63,512 = 581,704$$

Gordonův vzorec pro pokračující hodnotu je následující:

$$PH = \frac{FCFF_{2020}}{k - g}$$

$$PH = \frac{581,704}{0,0968 - 0,034} = 9\ 262,8$$

Pokračující hodnota druhé fáze diskontovaná na současnou hodnotu činí **5 836 tis. Kč⁹**.

Tabulka 31: Hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. k 1.1.2015 v tis. Kč dle DCF entity

Současná hodnota 1. fáze	1576
Současná hodnota 2. fáze	5836
Výsledná hodnota podniku dle DCF entity k 1.1.2015	7412

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. k 1.1.2015 činí po sečtení 1. a 2. fáze metody DCF entity **7 412 000 Kč**. Celková hodnota podniku je stejná, jako hodnota vlastního kapitálu (provozní hodnota netto), jelikož podnik nedisponuje cizím úročeným kapitálem.

⁹ Současná hodnota 2. fáze = 9262,8/1,0968⁵

9.5 Ocenění metodou diskontovaných peněžních toků (DCF equity)

Hodnota vlastního kapitálu již byla stanovena pomocí metody DCF entity. V případě, že podnik nedisponuje cizím úročeným kapitálem, se hodnoty DCF entity a DCF equity shodují. Hodnota vlastního kapitálu neboli čistého obchodního majetku společnosti GOSTAS s.r.o. je i dle metody DCF equity stanovena ve výši **7 412 000 Kč**.

9.6 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty EVA

Jako další bude určena hodnota společnosti pomocí ekonomické přidané hodnoty. Hodnota EVA by měla dát stejný výsledek jako metoda DCF entity. Je to dáno tím, že do ní vstupují stejné hodnoty jako do DCF. Výhodou metody EVA oproti všem ostatním metodám je však schopnost znázornit postup tvorby hodnoty v jednotlivých letech.

Pro určení EVA je důležité stanovit následující hodnoty: NOPAT, NOA a WACC. Ekvivalentem NOPAT je korigovaný provozní výsledek hospodaření jednotlivých let po dani. Za NOA se dosadí provozně nutný investovaný kapitál (součet dlouhodobého provozně nutného majetku a provozně nutného pracovního kapitálu) a za diskontní sazbu WACC bude jako v předchozích metodách dosazována hodnota nákladů na vlastní kapitál, jelikož podnik nedisponuje úročenými cizími zdroji. EVA se stejně jako metoda DCF počítá ve dvou fázích.

V první fázi se vypočítá současná hodnota ekonomické přidané hodnoty dle plánovaných ukazatelů za roky 2015-2019.

Druhá fáze počítá tzv. pokračující hodnotu. K výpočtu druhé fáze bude potřeba stanovit tempo růstu pokračující hodnoty g , které bude stejné jako v případě metody DCF, tedy 3,4 %.

9.6.1 Hodnota podniku v první fázi

První fáze je počítána dle následujícího vzorce:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t$$

Tabulka 32: Současná hodnota první fáze EVA v tis. Kč

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT		554	544	582	580	624
NOA	1181	1634	1904	1837	1995	1868
WACC * NOA _{t-1}		114	158	184	178	193
EVA		440	386	398	402	431
Odúročitel pro diskontní míru 9,68 %		0,912	0,831	0,758	0,691	0,630
Současné hodnota EVA		401	321	301	278	271
Současná hodnota 1. fáze	1 572					

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedené tabulky vyplývá, že společnost GOSTAS s.r.o. vytváří v každém roce hodnotu pro své vlastníky, která však během let spíše klesá. Celková současná **hodnota**, která byla vytvořena během **první fáze**, činí **1 572 000 Kč**.

9.6.2 Hodnota podniku v druhé fázi

Pokračující hodnota podniku GOSTAS s.r.o. se vypočítá podobně, jako u metody DCF. Vzorec pro výpočet je následující:

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{k - g}$$

Výpočet EVA v prvním roce druhé fáze se vypočítá obdobně jako u metody DCF.

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - NOA_{2019} * WACC$$

$$EVA_{2020} = 624 * (1 + 0,034) - 1868 * 0,0968$$

$$PH = \frac{464,39}{0,0968 - 0,034} = 7\,394,8$$

Pokračující hodnota druhé fáze diskontovaná na současnou hodnotu činí **4 659 tis. Kč¹⁰**.

Tabulka 33: Hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. dle metody EVA v tis. Kč

	Současná hodnota 1. fáze	1572
+	Současná hodnota 2. fáze	4659
=	MVA	6231
+	NOA k datu ocenění	1181
=	Provozní hodnota netto k 1.1.2015	7412

Zdroj: Vlastní zpracování

¹⁰ Současná hodnota 2. fáze = 7394,8/1,0968⁵

Výsledná hodnota podniku oceňovaného metodou EVA k 1.1.2015 činí **7 412 000 Kč**.

Je možno vidět, že metoda ekonomické přidané hodnoty a diskontovaných peněžních toků dávají stejný výsledek. Je to způsobeno tím, že z upravené rozvahy a VZZ jsou čerpána stejná vstupní data jak pro metodu EVA, tak DCF. V obou metodách se používají stejné průměrné vážené náklady kapitálu, stejný zisk a stejný investovaný provozně nutný kapitál.

Zde se však projevuje výhoda metody EVA. Ta poskytuje stejný výsledek jako metoda DCF a navíc dokáže znázornit postup tvorby hodnoty v jednotlivých letech.

10 Souhrnné ocenění

K ocenění společnosti byly použity vybrané výnosové metody v podobě DCF equity, DCF entity a EVA. Jelikož výsledky všech použitých metod dávají stejný výsledek, je poměrně lehké určit souhrnnou hodnotu společnosti GOSTAS s.r.o.

Výsledná hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. je **k 1.1.2015** stanovena ve výši **7 412 000 Kč**.

Shoda výsledků použitých metod ocenění EVA a DCF slouží jako kontrolní informace výpočtů a podporuje tak reálnost a přesnost ocenění společnosti.

Dle metody EVA je možno pozorovat, že velká část hodnoty společnosti bude vytvořena až v budoucnu. Proto je možno konstatovat, že podnik GOSTAS s.r.o. je vysoce perspektivní stavební společnost.

Závěr a diskuze

Hlavním cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty stavební společnosti GOSTAS s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod ocenění. Ke splnění daného cíle napomohla jak teoretická, tak praktická část práce.

V teoretické části byly na základě poznatků jednotlivých autorů charakterizovány základní pojmy v problematice oceňování podniku. Nejstěžejnější a zároveň nejobsáhlejší část teoretické práce souvisela s doporučeným postupem oceňování podniku dle autora Maříka. Tato kapitola se zaměřila především na analýzy dat, sestavení finančního plánu a základní metody ocenění podniku, v rámci kterých byly zhodnoceny jejich výhody a nevýhody.

Praktická část se již zabývala samotným oceněním stavební společnosti GOSTAS s.r.o. Ocenění předcházela stručná charakteristika společnosti, strategická analýza, finanční analýza a tvorba finančního plánu.

Zjednodušená strategická analýza poskytla informace o vývoji daného odvětví a zhodnotila konkurenční prostředí. Ve zkoumaných letech 2010 - 2014 bylo stavebnictví významně poznamenáno celosvětovou hospodářskou krizí. Ta měla bez výjimky vliv na všechny subjekty působící v tomto odvětví. Jejím následkem se snížila celková stavební produkce doprovázená snížením tržeb. Mnoho firem a pracovních míst z toho důvodu zaniklo. Nicméně koncem roku 2013 se situace ve stavebnictví stabilizovala a od roku 2014 je celé odvětví na vzestupu. Rostoucí vývoj by měl pokračovat i v následujících letech, kdy je předpoklad meziročního růst okolo 3 - 4 %. Z analýzy konkurenčních sil vyplývá, že stavebnictví je silně konkurenčním odvětvím s poměrně nízkými bariérami vstupu. Nicméně devizou podniku GOSTAS s.r.o. je dlouholetá působnost na trhu, kvalitně odvedená práce, vybudované dlouholeté vztahy s dodavateli a povědomí u investorů v kraji působnosti Praha-východ, kde se soustřeďuje díky procesu suburbanizace největší intenzita výstavby z celé ČR.

V rámci strategické analýzy byl také vytvořen plán tržeb společnosti GOSTAS s.r.o. Ten je založen na minulém vývoji a předpokládá průměrný meziroční růst kolem 4 %.

Finanční analýza informovala o tom, že je podnik finančně zdravý. Během zkoumaných let byl však významně ovlivněn probíhající hospodářskou krizí. Ta se projevila záporným výsledkem hospodaření účetního období ve třech z pěti zkoumaných let, přičemž největší ztráta byla zaznamenána v roce 2012. Pozitivně lze hodnotit to, že mimo rok 2012 výsledky hospodaření v čase rostly. Nejlepší výsledek hospodaření byl zaznamenán v roce 2014, kdy se odvětví vzpamatovalo z ekonomické krize a tržby začaly opět růst. Výsledky hospodaření měly pochopitelně vliv na ukazatele rentability. Ve stejných letech, kdy byl záporný výsledek hospodaření účetního období, byl ukazatel rentability kapitálu vloženého vlastníky také záporný. Pro podnik však byla důležitějším ukazatelem rentabilita celkového vloženého kapitálu, protože v kapitálové struktuře výrazně převažoval cizí kapitál nad vlastním. Daný ukazatel byl záporný pouze v roce 2012 a s výjimkou tohoto roku měl během let rostoucí tendenci. Ze zmíněného vyplývá, že podnik dokázal lépe využívat cizí kapitál. Ten se skládal z dlouhodobého závazku ve formě bezúročné půjčky od jednoho ze společníků a krátkodobých závazků z obchodního styku, vůči zaměstnancům, pojišťovnám a finančnímu úřadu. Společnost by se do budoucna měla zaměřit na navýšení poměru vlastního kapitálu, což by vedlo k větší finanční jistotě a stabilitě, zvýšení důvěryhodnosti u investorů a snazšímu řízení podniku.

Na základě strategické a finanční analýzy byl sestaven finanční plán společnosti na období 2015 - 2019, který byl východiskem pro následné ocenění. Finanční plán byl zaměřen především na predikci položek účetních výkazů, které jsou nutné pro výpočet budoucích volných peněžních toků. Většina položek byla plánována dle metody procenta z tržeb.

Po výše zmíněných krocích bylo možno přistoupit k samotnému stanovení hodnoty podniku GOSTAS s.r.o. K tomu bylo využito výnosových metod ocenění. Konkrétně se jednalo se o metody diskontovaných peněžních toků (jak equity, tak entity) a ekonomickou přidanou hodnotu. Všechny metody dospěly ke stejné výsledné hodnotě, což podporuje realnost a přesnost ocenění. Shoda výsledků byla dána tím, že podnik nedisponuje cizími úročenými zdroji a tím, že vstupní data byla čerpána ze stejné datové základny. Metoda ekonomické přidané hodnoty navíc znázornila postup tvorby hodnoty pro vlastníky v jednotlivých letech.

Na základě předešlých výsledků je **hodnota společnosti GOSTAS s.r.o.**, za použití výnosových metod ocenění, stanovena k 1.1.2015 ve výši **7 412 000 Kč**.

Cíl diplomové práce, který byl stanoven v úvodu, je tímto považován za splněný.

Seznam použitých zdrojů

- 1) COPELAND, Thomas E., KOLLER, Tim a Jack MURRIN. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, 2000. ISBN 0471361-90-9.
- 2) DLUHOŠOVÁ, Dana et al. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- 3) GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, 2008. *Finanční analýza a plánování podniku*. 4. vyd. Praha: Oeconomica, 180 s. ISBN 978-80-245-1108-5.
- 4) INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMMITTEE, 2005. *International Valuation Standards*. 7. vyd. London: International Valuation Standards Committee
- 5) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované vydání. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- 6) KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-247-2865-0.
- 7) MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upravené vydání. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 8) MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- 9) NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada, 2002. ISBN 80-247-0125-1.
- 10) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 2008. ISBN 978-80-247-2481-2.

- 11) SMEJKAL, Vladimír a Karel RAIS. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4644-9.
- 12) SYNEK, Miloslav et al. *Manažerská ekonomika*. 3. přepracované vydání. Praha: Grada Publishing, 2003. ISBN 80-247-0515-X.
- 13) VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA et al. *Podnikové řízení*. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4642-5.
- 14) VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ et al. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.

Internetové zdroje:

- 15) Česká národní banka [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- 16) Český statistický úřad [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>
- 17) *Businessinfo* [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/>
- 18) *Gostas* [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.gostas.cz/>
- 19) *Justice.cz - oficiální server českého soudnictví* [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
- 20) Kvartální analýza českého stavebnictví Q1/2016. *Ceec research* [online]. [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: <http://www.ceec.eu/research/?iResearchId=117&do=downloadResearch>
- 21) *Ministerstvo financí České republiky* [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/>

- 22) *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2016 [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/>
- 23) Ministerstvo průmyslu a obchodu. *Metodická část: infa-cznace-metodika.pdf* [online]. [cit. 2016-02-29]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace-metodika.pdf>
- 24) SWOT analýza: Definice pojmu. *Sunmarketing* [online]. [cit. 2015-11-18]. Dostupné z: <http://www.sunmarketing.cz/nastroje/slovník/swot-analyza>

Seznam obrázků

Obrázek 1: PEST analýza	21
Obrázek 2: Porterův model pěti sil	22
Obrázek 3: SWOT analýza	23
Obrázek 4: Obvyklý způsob členění poměrových ukazatelů.....	25
Obrázek 5: Modely diskontu cash flow	37

Seznam tabulek

Tabulka 1: Výpočet volného peněžního toku dle DCF entity nepřímou metodou	38
Tabulka 2: Korigovaný provozní výsledek hospodaření	38
Tabulka 3: Výpočet volného peněžního toku dle DCF equity.....	39
Tabulka 4: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob.....	57
Tabulka 5: Vývoj sazby DPH	58
Tabulka 6: Meziroční vývoj reálného HDP v % (s.c.).....	58
Tabulka 7: Vývoj průměrné míry inflace v letech	60
Tabulka 8: Vývoj věkových skupin obyvatel v tis. osob (není-li uvedeno jinak)	60
Tabulka 9: Vzdělání obyvatelstva v ČR ve věku 15 a více let (v %)	61
Tabulka 10: Tempo růstu celkové stavební produkce	63
Tabulka 11: Prognóza tržeb společnosti GOSTAS s.r.o.....	64
Tabulka 12: Horizontální analýza aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč.....	67
Tabulka 13: Horizontální analýza pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	69
Tabulka 14: Horizontální analýza výkazu zisku a ztrát GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	70
Tabulka 15: Vertikální analýza aktiv společnosti GOSTAS s.r.o.	71
Tabulka 16: Vertikální analýza pasiv společnosti GOSTAS s.r.o.....	72
Tabulka 17: Ukazatele likvidity společnosti GOSTAS s.r.o.	73
Tabulka 18: Ukazatele rentability společnosti GOSTAS s.r.o.	74
Tabulka 19: Ukazatele průměrné rentability v odvětví stavebnictví	74
Tabulka 20: Ukazatele aktivity společnosti GOSTAS s.r.o.....	76
Tabulka 21: Ukazatel zadluženosti společnosti GOSTAS s.r.o.....	76
Tabulka 22: Index IN95 společnosti GOSTAS s.r.o.	77
Tabulka 23: Predikce tržeb společnosti GOSTAS s.r.o.	79
Tabulka 24: Plán zvolených položek VZZ spol. GOSTAS s.r.o. 2015-2019 v tis. Kč	79

Tabulka 25: Plán zvolených položek rozvahy společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	81
Tabulka 26: Náklady vlastního kapitálu dle stavebnicové metody (metodika MPO)	83
Tabulka 27: Korigovaný provozní výsledek hospodaření GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	83
Tabulka 28: Provozně nutný investovaný kapitál společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	84
Tabulka 29: Výpočet plánovaných FCFF společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	84
Tabulka 30: Současná hodnota první fáze DCF entity v tis. Kč	85
Tabulka 31: Hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. k 1.1.2015 v tis. Kč dle DCF entity	86
Tabulka 32: Současná hodnota první fáze EVA v tis. Kč	88
Tabulka 33: Hodnota společnosti GOSTAS s.r.o. dle metody EVA v tis. Kč	88

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj objemu celkové stavební produkce v mil. Kč	63
Graf 2: Struktura aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v absolutním vyjádření v tis. Kč	68
Graf 3: Struktura pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v absolutním vyjádření v tis. Kč	69
Graf 4: Tržby společnosti GOSTAS s.r.o. v tis. Kč	71
Graf 5: Struktura aktiv společnosti GOSTAS s.r.o. v relativním vyjádření	72
Graf 6: Struktura pasiv společnosti GOSTAS s.r.o. v relativním vyjádření	73

Seznam příloh

Příloha 1: Výkaz zisku a ztrát společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014	98
Příloha 2: Rozvaha společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014 - aktiva	98
Příloha 3: Rozvaha společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014 - pasiva	99

Seznam vzorců

Vzorec 1: Absolutní změna	24
Vzorec 2: Relativní změna	24
Vzorec 3: Podíl na celku	25
Vzorec 4: Okamžitá likvidita	26

Vzorec 5: Pohotová likvidita	26
Vzorec 6: Běžná likvidita	27
Vzorec 7: ROA	27
Vzorec 8: ROE.....	28
Vzorec 9: ROS	28
Vzorec 10: Věřitelské riziko	28
Vzorec 11: Zadluženost vlastního kapitálu.....	29
Vzorec 12: Úrokové krytí	29
Vzorec 13: Ukazatele aktivity.....	29
Vzorec 14: Index IN95	30
Vzorec 15: Výpočet hodnoty podniku dle metody DCF	40
Vzorec 16: Gordonův vzorec	40
Vzorec 17: WACC.....	41
Vzorec 18: Základ pro CAPM	42
Vzorec 19: Výpočet r_e dle CAPM	43
Vzorec 20: Základní rovnice stavebnicové metody.....	43
Vzorec 21: Výpočet r_e dle MPO	44
Vzorec 22: Výpočet hodnoty podniku dle DCF entity	44
Vzorec 23: Gordonův vzorec (FCFF).....	45
Vzorec 24: Výpočet FCFF v 1. roce 2. fáze	45
Vzorec 25: Výpočet hodnoty podniku dle DCF equity	45
Vzorec 26: Trvale dosažitelný zisk.....	46
Vzorec 27: Výpočet hodnoty podniku dle paušální metody.....	47
Vzorec 28: Výpočet hodnoty podniku dle analytické metody.....	47
Vzorec 29: Výpočet EVA	48
Vzorec 30: Výpočet EVA s použitím NOA.....	49
Vzorec 31: Součet investovaného kapitálu a přidané hodnoty trhem.....	49
Vzorec 32: Hodnota podniku dle EVA.....	50
Vzorec 33: Hodnota podniku dle metody střední hodnoty	50
Vzorec 34: Hodnota podniku dle metody vážené střední hodnoty	51
Vzorec 35: Superzisk	51

Přílohy

Příloha 1: Výkaz zisku a ztrát společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	62				
Obchodní marže	62				
Výkony	18655	16770	15555	14671	18088
Výkonová spotřeba	16220	14189	13834	11821	15134
Přidaná hodnota	2497	2581	1721	2850	2954
Osobní náklady	2100	1981	2036	2024	1972
Daně a poplatky	32	38	36	41	45
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	361	426	23	439	495
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	103			3	
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	209			18	
Ostatní provozní výnosy	293	55		8	8
Ostatní provozní náklady	165	24	50	288	18
Provozní výsledek hospodaření	26	167	-424	51	432
Ostatní finanční výnosy				2	
Ostatní finanční náklady	86	111	100	97	83
Finanční výsledek hospodaření	-86	-111	-100	-95	-83
Daň z příjmů za běžnou činnost	8	3			19
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-68	53	-524	-44	330
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	-68	53	-524	-44	330
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-60	56	-524	-44	349

Příloha 2: Rozvaha společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014 - aktiva

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	3493	4121	3487	3506	2872
Dlouhodobý hmotný majetek	1808	1382	1359	902	915
OBĚŽNÁ AKTIVA	1484	2704	2087	2569	1916
Zásoby		108			
Krátkodobé pohledávky	919	1092	1532	1307	1127
Krátkodobý finanční majetek	565	1504	555	1262	789
OSTATNÍ AKTIVA	201	35	41	35	41

Příloha 3: Rozvaha společnosti GOSTAS s.r.o. 2010-2014 - pasiva

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
PASIVA CELKEM	3493	4121	3487	3506	2872
Vlastní kapitál	567	620	96	52	382
Základní kapitál	500	500	500	500	500
Výsledek hospodaření minulých let	135	67	120	-404	-448
Výsledek hospodaření běžného účetního období /+ -/	-68	53	-524	-44	330
Cizí zdroje	2926	3493	3387	3430	2400
Dlouhodobé závazky	1716	1716	1416	1595	750
Krátkodobé závazky	1210	1777	1971	1835	1650
Časové rozlišení		8	4	24	90