

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

Vysoká škola ekonomie a managementu

+420 841 133 166 / info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ocenění vybraného průmyslového podniku, porovnání metod

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

10/2011

JMÉNO A PŘÍJMENÍ / STUDIJNÍ SKUPINA

Ing. Oldřich Crhonek / MBA23

JMÉNO VEDOUcíHO DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ing. Miroslav Špaček, Ph.D., MBA

PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Prohlašuji tímto, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použil pouze literární prameny v práci uvedené.

Datum a místo: 23.8.2011 Brno

podpis studenta

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu diplomové práce za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytl při zpracování mé diplomové práce. Rád bych také poděkoval vlastníkům a pracovníkům společnosti AEZ s.r.o. za poskytnuté informace a konzultace.

Vysoká škola ekonomie a managementu

+420 841 133 166 / info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

**OCENĚNÍ VYBRANÉHO
PRŮMYSLOVÉHO PODNIKU,
POROVNÁNÍ METOD**

VALUATION OF SELECTED INDUSTRIAL COMPANY, THE
COMPARISON OF METHODS

Autor: Ing. Oldřich Crhonek

Souhrn

Předmětem diplomové práce „Ocenění vybraného průmyslového podniku, porovnání metod“ je ocenění konkrétního průmyslového podniku. Práce předkládá důvody a obecné postupy oceňování pomocí vybraných metod a jejich komparaci s následným rozbohem jejich jednotlivých výhod a nevýhod. Základ práce tvoří obecný popis postupu oceňování a podrobný popis vybraných metod oceňování. Při praktickém ocenění podniku AEZ s.r.o. jsou aplikovány jednotlivé vybrané metody, je provedena analýza a komparace výsledků ocenění a použitých metod.

Summary

The subject of the thesis "Valuation of selected industrial company, the comparison of methods" is valuation of a particular industrial company. The work presents the reasons and the general valuation process using the selected methods and their comparison with subsequent analysis of their individual advantages and disadvantages. The base work is a general description of valuation and detailed description of selected valuation methods. In practical valuation of AEZ Ltd. particular selected methods are applied, an analysis and a comparison of selected results of the valuations and used methods are made.

Klíčová slova:

Oceňování, hodnota, metody, srovnání, podnik.

Keywords:

Valuation, value, methods, comparison, company.

JEL Classification:

G120 – Asset Pricing; Trading volume; Bond Interest Rates

G10 – General

G320 – Financing Policy; Financial Risk and Risk Management; Capital and Ownership
Structure

M210 – Business Economics

Obsah

1 Úvod.....	1
2 Teoreticko-metodologická část práce.....	3
2.1 Důvody oceňování podniku.....	3
2.2 Základní postup při oceňování podniku.....	4
2.3 Metody používané při oceňování podniku.....	5
2.4 Metoda účetní hodnoty (vlastního jmění).....	7
2.5 Metoda substanční, věcné hodnoty.....	8
2.6 Metoda likvidační hodnoty.....	11
2.7 Modely diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE.....	12
2.7.1 Časová hodnota peněz.....	12
2.7.2 Podstata modelů diskontu cash flow.....	13
2.7.3 Vymezení peněžních toků.....	14
2.7.4 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF).....	15
2.7.5 Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE).....	16
2.7.6 Základní tvary modelů diskontu cash flow.....	18
2.7.7 Model diskontu cash flow s využitím FCFF.....	18
2.7.8 Model diskontu cash flow s využitím FCFE.....	20
2.7.9 Odhad tempa růstu.....	22
2.7.10 Metody stanovení diskontní míry.....	23
2.7.11 Průměrné vážené náklady na kapitál.....	24
2.7.12 Určení nákladů na cizí kapitál.....	25
2.7.13 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu.....	26
2.7.14 Gordonův růstový model.....	26
2.7.15 Model CAMP.....	27
2.7.16 Stanovení bezrizikové míry výnosu.....	29
2.7.17 Stanovení beta koeficientu.....	29
2.7.18 Stanovení tržní rizikové premie.....	30
2.8 Metoda tržních multiplikátorů.....	31
2.8.1 Definice tržních multiplikátorů.....	32
2.8.2 Výběr srovnatelných podniků.....	33
2.8.3 Postup stanovení hodnoty podniku.....	33
3 Analytická/praktická část práce.....	34
3.1 Charakteristika oceňovaného podniku.....	34

3.2 Finanční analýza	35
3.2.1 Analýza jednotlivých ukazatelů.....	36
3.2.2 Výsledek analýzy jednotlivých ukazatelů	39
3.3 Ocenění podniku metodou účetní hodnoty	40
3.4 Ocenění podniku metodou substanční hodnoty	40
3.4.1 Ocenění jednotlivých položek aktiv	41
3.4.2 Ocenění jednotlivých položek pasiv	42
3.4.3 Stanovení substanční hodnoty	43
3.5 Ocenění podniku metodou likvidační hodnoty	44
3.6 Ocenění podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFF	46
3.6.1 Výpočet volného peněžního toku	47
3.6.2 Výpočet hodnoty podniku v první fázi	48
3.6.3 Výpočet hodnoty podniku v pokračující fázi.....	51
3.6.4 Celková hodnota podniku.....	53
3.7 Ocenění podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFE.....	54
3.7.1 Výpočet volného peněžního toku	54
3.7.2 Výpočet hodnoty podniku v první fázi	55
3.7.3 Výpočet hodnoty podniku v pokračující fázi.....	55
3.7.4 Celková hodnota podniku.....	56
3.8 Ocenění podniku metodou tržních multiplikátorů	57
3.9 Komparace výsledků použitých metod, zhodnocení výsledků	57
4 Závěr.....	62
Literatura	64
Přílohy.....	1

Seznam zkratk

APT	Teorie arbitrážního oceňování (Arbitrage pricing theory)
ASŘ	Automatický systém řízení (Automatic system of control)
BV	Účetní hodnota vlastního jmění (Book value)
CAGR	Složená roční míra růstu (Compound annual growth rate)
CAMP	Model oceňování kapitálových aktiv (Capital assets pricing model)
CF	Peněžní tok (Cash flow)
DCF	Diskontovaný peněžní tok (Discounted cash flow)
DDM	Dividendový diskontní model (Dividend discount model)
DIV	Dividenda (Dividend)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EPS	Čistý zisk na akcii (Earnings per share)
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added)
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky (Free cash flow to the equity)
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (Free cash flow to the firm)
FIFO	"První dovnitř – první ven" (First in – first out)
HDP	Hrubý domácí produkt (Gross domestic product)
INV	Investice (Investment)

MVA	Tržní přidaná hodnota (Market value added)
NPV	Čistá současná hodnota (Net present value)
ODP	Odpisy (Depreciation)
PE	Tržní cena akcie / čistý zisk na akcii (Price-to-earnings ratio)
RMP	Riziková tržní prémie (Risk market premium)
ROA	Rentabilita úhrnných vložených prostředků (Return on assets)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return on equity)
ROI	Rentabilita vloženého kapitálu (Return on investment)
ROS	Rentabilita tržeb (Return on sales)
SPL	Splátky úvěru (Repayments of loan)
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál (Weighted average cost of capital)
WC	Pracovní kapitál (Working capital)

Seznam tabulek

Tabulka 1 Ukazatele rentability (v tisících Kč)	36
Tabulka 2 Ukazatele aktivity (v tisících Kč)	37
Tabulka 3 Ukazatele zadluženosti (v tisících Kč).....	38
Tabulka 4 Ukazatele likvidity (v tisících Kč)	39
Tabulka 5 Účetní hodnota firmy (v tisících Kč)	40
Tabulka 6 Stanovení hodnoty automobilu (v Kč).....	41
Tabulka 7 Substanční hodnota firmy (v tisících Kč)	43
Tabulka 8 Stanovení hodnoty automobilu (v Kč).....	44
Tabulka 9 Likvidační hodnota firmy (v tisících Kč).....	46
Tabulka 10 Výpočet FCFF (v tisících Kč).....	47
Tabulka 11 Váhy jednotlivých složek kapitálu (v tisících Kč).....	49
Tabulka 12 Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob	49
Tabulka 13 Výpočet WACC	50
Tabulka 14 Tempo růstu tržeb (v tisících Kč)	51
Tabulka 15 Tempo růstu provozního výsledku hospodaření tržeb (v tisících Kč) ..	51
Tabulka 16 Tempo růstu zisku po zdanění (v tisících Kč).....	52
Tabulka 17 Stanovení parametrů pro výpočet	53
Tabulka 18 Výpočet volného peněžního toku FCFE (v tisících Kč).....	54
Tabulka 19 Stanovení parametrů pro výpočet	56
Tabulka 20 Porovnání výsledků ocenění společnosti (v tisících Kč)	60

Tabulka 21 Parametry potřebné pro ocenění metodou DCF (v tisících Kč).... Příloha č. 7

Tabulka 22 Výpočet upraveného provozního zisku po zdanění
(v tisících Kč)Příloha č. 7

Tabulka 23 Výše přijatých a splacených úročených cizích zdrojů (v tisících Kč)
..... Příloha č. 7

Seznam grafů

Graf 1 Ukazatele rentability	Příloha č. 6
Graf 2 Ukazatele aktivity	Příloha č. 6
Graf 3 Ukazatele aktivity	Příloha č. 6
Graf 4 Ukazatele zadluženosti	Příloha č. 6
Graf 5 Ukazatele likvidity	Příloha č. 6

Seznam obrázků

Obrázek 1 Modely DFC z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopnosti výsledné hodnoty	14
---	----

1 Úvod

Česká republika se dne 1. května 2004 stala plnoprávným členem Evropské unie. Tímto krokem se ekonomika České republiky otevřela konkurenci. S pádem hospodářských – a nejen těchto – bariér a s pokračující globalizací tlak na českou ekonomiku vzrůstal. To se projevilo i na českých podnicích. Vznikají nové podniky, stávající fúzí, mění své vlastníky, končí svoji činnost z vlastního rozhodnutí nebo také bohužel končí v insolventi, v konkurzu. Není to nic neobvyklého. K těmto procesům dochází ve vyspělých světových ekonomikách běžně. Všechny tyto změny v podnicích si žádají znalost hodnoty podniků, jakožto výsledku procesu oceňování podniku. Znalost hodnoty podniku je důležitá nejen pro budoucí investory, případně likvidátory, ale je důležitá i pro manažery při řízení podniku, při získávání úvěrů, apod.

Oceňování podniku je komplexní a časově náročný proces. Vyžaduje znalosti fungování podniku, přehled o situaci vnitřního a vnějšího okolí podniku. Klade vysoké nároky na odborného odhadce, vyžaduje jak hojnost teoretických vědomostí o různých metodách, které je možno použít při ocenění, tak profesních zkušeností a znalostí z oblasti praktického řízení podniku. Důležité je vymezit cíl ocenění, tedy proč k ocenění dochází a pro koho je určeno. Klíčovými faktory úspěšného ocenění je kvalita vstupních informací a především volba správné metody ocenění.

Téma diplomové práce „Ocenění vybraného průmyslového podniku, porovnání metod“ si autor vybral záměrně. Oceňování společností je vzhledem k častým požadavkům znát tržní hodnotu problematikou velmi aktuální. Autor pracuje již 12 let ve společnosti AEZ s.r.o., která se zabývá automatizací energetických zařízení. Navzdory tomu, že se jedná o velmi malou společnost, dokázala si v odvětví automatizace turbín získat dobré jméno. Bude bezesporu zajímavé zjistit, jakou tržní hodnotu takováto společnost má.

Tato diplomová práce si klade za cíl stanovit hodnotu konkrétní společnosti s využitím vybraných metod oceňování, a to pomocí metod účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, modelů diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metody tržních multiplikátorů. Tyto použité metody stanovují otázky: „Jaké jsou výhody a nevýhody jednotlivých přístupů ve vztahu k analyzovanému subjektu? Existují odchylky mezi jednotlivými typy ocenění a proč? Jaké jsou pohledy na ocenění očima

stávajícího vlastníka a potenciálních kupců? Projevuje se vliv perpetuity a vážených nákladů na kapitál na ocenění?“

V teoreticko-metodologické části bude nastíněna struktura procesu oceňování společnosti, přehled používaných metod oceňování podniku a teoretické poznatky vybraných metod oceňování podniku, které jsou zmíněny výše.

V analytické/praktické části bude charakterizována oceňovaná společnost a bude provedeno její ocenění pomocí vybraných metod účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, modelů diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metody tržních multiplikátorů. Po ocenění společnosti budou analyzovány výhody a nevýhody jednotlivých přístupů ve vztahu k oceňovanému podniku, identifikace a zdůvodnění odchylek mezi jednotlivými typy ocenění, možné pohledy na ocenění očima stávajícího vlastníka a potenciálních kupců, vliv perpetuity a vážených nákladů na kapitál na ocenění a posouzení relevantnosti ocenění ve vztahu ke spolehlivosti zpracovávaných souborů dat. Na závěr budou učiněny zevšeobecnující závěry.

V závěru bude provedeno zhodnocení výsledku ocenění podniku a zhodnocení, zda bylo dosaženo stanovených cílů.

2 Teoreticko-metodologická část práce

Hlavním cílem teoreticko-metodologické části této diplomové práce je poskytnutí přehledu o struktuře procesu (postupu) oceňování společnosti (včetně teoretických poznatků jednotlivých částí), přehled jednotlivých metod oceňování podniku a popis vybraných oceňovacích metod účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, modelů diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metody tržních multiplikátorů.

2.1 Důvody oceňování podniku

Oceňování podniku slouží pro získání představy o jeho hodnotě v peněžních jednotkách. Motivy, které vedou k ocenění podniku, lze třídit do dvou hlavních skupin podle vůle k ocenění.

První skupinou jsou motivy z vůle vlastníků společnosti:¹

- uvažovaná změna vlastnických vztahů (např. koupě či prodej podniku, přijetí nebo vystoupení společníků, splynutí podniku nebo rozdělení podniku, dědické řízení);
- uvažovaná změna stavu kapitálu nebo jeho struktury (např. získání cizího kapitálu emisí akcií, úvěrem, dotací, subvencí);
- rozhodování při uvádění podniku na burzu;
- garance (zajištění úvěru, vstup do pojistných smluv);
- uvažované ukončení podnikání (úvahy o sanačních opatřeních i o likvidaci podniku);
- vnitřní potřeba hodnocení úspěšnosti podnikání.

Druhou skupinou jsou motivy nezávislé na vůli vlastníků společnosti:²

- ocenění majetkových účastí společníků (v případě sporů);
- ocenění pro účely zdanění;

¹ MLČOCH, J. (1998). *Oceňování podniku*. Praha: Linde Praha, str. 21.

² MLČOCH, J. (1998). *Oceňování podniku*. Praha: Linde Praha, str. 21.

- ocenění v rámci poskytování úvěru (žádost o úvěr – bonita podniku, záruky, zástavy).

2.2 Základní postup při oceňování podniku

Oceňování podniku je proces nesmírně náročný. Postup při oceňování podniku obvykle tvoří následující fáze:³

1. Vymezení zadání práce

Na počátku práce je třeba vymežit účel, pro který se ocenění zpracovává a který se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se následně pracuje.

2. Vytvoření pracovního týmu

Pracovní tým, podílející se na zpracování ocenění podniku, by měl být složen jednak z vedoucího týmu, který řídí práce na ocenění, a jednak ze specialistů a asistentů, kteří podle pokynů vedoucího týmu řeší zadané úkoly. Důležitá je i účast zástupců vrcholového vedení oceňované firmy, protože jsou významnými dodavateli informací a dat z podniku.

3. Plán práce

Práce týmu se řídí časovým harmonogramem, který je stanoven již na počátku práce. Základním a důležitým východiskem pro sestavení plánu je konečný termín, ve kterém je potřeba znát výsledky ocenění.

4. Sběr vnějších a vnitřních informací

Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici množství kvalitních informací. Na jedné straně jsou to interní informace z podniku, jejichž rozsah je značný a pokrývá téměř celé dění v podniku. Na straně druhé jsou to externí informace z prostředí, ve kterém firma funguje, tzn. makroprostředí a mikroprostředí, do kterého podnik náleží.

³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 26.

5. Analýza dat

Analytická fáze následuje po fázi shromažďování dat. Zahrnuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku v časovém horizontu 3 – 5 let. Pokud bude při oceňování použito výnosových metod, které využívají informace o budoucnosti, je nezbytné provést i analýzu podnikatelského plánu.

6. Výběr metod ve vazbě na cíl práce

Výběr metod ocenění je přímo závislý na účelu ocenění, zkoumá se metodologická oprávněnost, syntéza proměnných, výběr modelů.

7. Analýza ocenění

Pomocí vybraných metod se zjišťuje tržní hodnota firmy, přičemž je vhodné, aby bylo aplikováno více modelů. Tím bude zajištěna správnost a hodnověrnost výsledků.

8. Syntéza výsledků

Zahrnuje analýzu a syntézu výsledků a přípravu závěrečného protokolu.

9. Závěr

K určitému datu je stanovena hodnota podniku. Uvedení data ocenění je velice důležité. Pokud by chtěl někdo tento výsledek později použít, nelze ho prostě jen převzít. Musí vzít v úvahu, za jakých předpokladů bylo ocenění zpracováno a zjistit, jestli se v podniku nebo v rámci celé ekonomiky nezměnily některé skutečnosti natolik, že je nutné výpočet přepracovat. Výsledek ocenění je tedy časově omezený.

2.3 Metody používané při oceňování podniku

K určení tržní hodnoty podniku se používá celá řada metod. V České republice se teorií a praxí oceňovacích metod zabývají především prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., doc. Ing. Eva Kislingerová, CSc., a doc. Ing. Jan Mlčoch, CSc. Všichni tito autoři jsou

v problematice oceňování podniků velice zkušenosti a jejich teoretické a praktické zkušenosti budou využity při naplňování cílů této diplomové práce. Z těchto zdrojů velmi často čerpají ostatní autoři, zabývající se problémem oceňování podniku.

Metody oceňování podniku lze rozdělit do pěti základních skupin:⁴

1. Metody oceňování založené na stavových veličinách (majetkové ocenění):
 - Metoda účetní hodnoty;
 - Metoda substanční, věcné hodnoty;
 - Metoda likvidační hodnoty.
2. Metody oceňování založené na analýze výnosů (výnosové metody):
 - Metoda kapitalizovaných výnosů;
 - Dividendový diskontní model (DDM – dividend discount model);
 - Modely diskontu cash flow:
 - FCFE (free cash flow to the firm);
 - FCFE (free cash flow to the equity);
 - Metoda diskontu peněžního toku (DCF adjusted present value);
 - Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA – economic value added).
3. Metody kombinované:
 - Schmalenbachova metoda střední hodnoty;
 - tzv. švýcarská metoda;
 - Model diferenciální renty;
 - Zákon č. 151/1997 Sb., na jehož základě se stanoví pro administrativní účely cena obvyklá kombinací metod.
4. Metody relativního oceňování:
 - Metoda tržních multiplikátorů;
 - Metoda srovnatelných podniků.
5. Metody oceňování reálných opcí.

Jak je vidět z výše uvedeného výčtu, metod pro oceňování podniku existuje celá řada. Pro účely této diplomové práce se dále bude v teoretické a praktické části pracovat

⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 21-24.

MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 18-19.

pouze s metodami, vztahujícími se k cílům této diplomové práce, tedy s metodami účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, modely diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metodou tržních multiplikátorů.

2.4 Metoda účetní hodnoty (vlastního jmění)

Metoda účetní hodnoty se řadí mezi metody oceňování založených na stavových veličinách, neboli na majetkovém ocenění.⁵ Obchodní zákoník a další právní normy stanoví podniku povinnost vést účetnictví. Jedná se buď o účetnictví jednoduché, které vedou menší organizace (zejména živnostníci) anebo účetnictví podvojně, které vedou větší společnosti, zejména společnosti s ručeným omezeným a akciové společnosti. Zákon o účetnictví stanovuje, že každá podnikatelská jednotka (bez ohledu na právní formu podnikání) musí jednou za rok zpracovat účetní závěrku. Účetní evidence nám poskytuje alespoň tyto informace:⁶

- účetní hodnotu podniku jako celku = aktiva (pasiva);
- hodnotu základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie;
- hodnotu vlastního jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

Účetní hodnota v nominálním vyjádření udává původní rozsah investovaného kapitálu. Pro investory je důležitý vztah:⁷

$$BV < P,$$

kde BV – účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii (book value),

P – aktuální cena akcie na kapitálovém trhu.

⁵ kapitola 2.3 *Metody používané při oceňování podniku*.

⁶ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 128.

⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 128.

Pokud tento vztah platí, tedy aktuální cena akcie na kapitálovém trhu je větší než účetní hodnota vlastního jmění na jednu akcii, vzniká tzv. MVA (Market value added), neboli tržní přidaná hodnota, která znamená růst bohatství pro vlastníky.

V případě společnosti, která neemituje akcie, např. společnost s ručením omezeným, lze účetní hodnotu podniku stanovit jako rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.⁸

Proti praktickému použití metody účetní hodnoty existuje celá řada výhrad především vzhledem k používaným účetním technikám. Problémem je, že ocenění majetku v účetnictví bývá obvykle jiné, než by odpovídalo reálné hodnotě majetku v čase ocenění. Navzdory tomu lze tuto metodu používat, neboť dává informaci pro ty analytiky, kteří věří tzv. vnitřní hodnotě. Výhodou této metody je „jednoduché zjištění a průkaznost hodnot, ze kterých vychází“⁹. Při oceňování podniku se vždy používá jako výchozí hodnota ocenění podniku.

2.5 Metoda substanční, věcné hodnoty

Metoda substanční, věcné hodnoty patří mezi metody oceňování založených na stavových veličinách, neboli na majetkovém ocenění.¹⁰ Používala se pro stanovení tržní hodnoty podniku v minulosti a má své praktické opodstatnění i v současné době. Substanční hodnota podniku je základním oceněním založeným na analýze jednotlivých majetkových složek podniku. Tyto složky jsou oceňovány podle relativně objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (tzv. going-concern princip). Metoda substanční hodnoty reaguje na nedostatky metody účetní hodnoty, tedy na princip oceňování v historických cenách.

První složku majetku tvoří dlouhodobý majetek (stálá, fixní aktiva), tedy majetek dlouhodobě vázaný v podniku a vytvářející kapacitu, která je základem tvorby užitečných

⁸ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 88.

⁹ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 88.

¹⁰ kapitola 2.3 *Metody používané při oceňování podniku*.

hodnot. Problém historických a čistých reprodukčních nákladů se projevuje zejména právě u oceňování fixních aktiv.

Druhou složku majetku tvoří oběžný majetek (oběžná aktiva). Při jeho oceňování substanční metodou jde prioritně o to, zda jsou částky uváděné v účetnictví vztahující se k zásobám, pohledávkám a jiným krátkodobým složkám oběžného majetku schopny reálné přeměny v pohotové likvidní prostředky. Znamená to tedy, že aktiva mají rozdílnou funkci a z toho pohledu je nutné přistoupit k jejich přehodnocení v účetním vyjádření.

Při oceňování se pracuje nejen s aktivy, ale i s pasivy. Na straně pasiv jde zejména o reálné vyjádření závazků; musí se vyjádřit i ty potenciální závazky, které sice účetnictví nepodchycuje, ale v případě realizace směny by tyto závazky znamenaly zatížení nákladů pro nového vlastníka podniku.

Metoda substanční hodnoty je velmi pracnou metodou. Odhadce musí projít všechny jednotlivé majetkové části (základní data při tom čerpá z podnikové evidence) a ty znovu ocenit z pohledu going-concern principu; prioritně se ale jedná o náklady znovupořízení s vyjádřením míry opotřebení.

Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení buď aktualizované pořizovací hodnoty, nebo čistých reprodukčních nákladů. Výsledek má dát odpověď na základní otázku, kolik by musel investor zaplatit, kdyby podobný podnik měl znovu pořídit „na zelené louce“.

Náklady na znovupořízení, které jsou základem pro určení substanční hodnoty, je v zásadě možno zjišťovat několika způsoby:¹¹

- indexovou metodou – vychází z historických cen, upravených vhodně zvoleným cenovým indexem k datu ocenění (např. index životních nákladů, index pro vybrané okruhy zboží);
- přímým zjišťováním cen – je založena na odvozování cen z podkladů výrobců (např. ceníky, kalkulace cen apod.);

¹¹ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 89-90.

- zjišťováním cen pomocí zvolených jednotek – je obměnou předchozí metody, zjištěné ceny se ale přepočítávají na zvolenou jednotku (např. čtvereční metr budovy);
- funkčním zjišťováním cen – obvykle kombinuje všechny předešlé metody, vychází ze zjišťování nákladů na určitý proces (např. produkce určitého množství výrobků), kdy se náklady na jednotku s rozsahem mění.

Po přehodnocení jednotlivých položek aktiv a pasiv následuje vlastní stanovení substanční hodnoty dle schématu:¹²

1. Pozemky a komunikace;
2. Budovy a stavby;
3. Stroje a zařízení;
4. Finanční investice;
5. Stálá aktiva (suma ř. 1. – 4.);
6. Zásoby;
7. Pohledávky;
8. Peníze;
9. Oběžná aktiva celkem (suma ř. 6. – 8.);
10. AKTIVA CELKEM = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA
(suma ř. 5. + ř. 9.);
11. Krátkodobé závazky;
12. Dlouhodobé závazky;
13. Rezervy
14. CIZÍ ZDROJE CELKEM (suma ř. 11. – ř. 13.);
15. VLASTNÍ KAPITÁL V TRŽNÍ HODNOTĚ = NETTO SUBSTANČNÍ
HODNOTA (rozdíl ř. 10 – ř. 14.).

Význam hodnoty substance spočívá v tom, že umožňuje:¹³

- kvantifikovat majetkovou základnu podniku;

¹² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 141-142.

¹³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 142.

- identifikovat nastavení zdrojové struktury;
- získat významné informace pro odhad budoucích předpokladů podnikatelské činnosti;
- odhad eventuelních finančních rizik;
- zjistit východiska pro formulaci podmínek směny.

V praxi je metoda substanční hodnoty využívána především tam, kde podnik nemá vyjasněný podnikatelský záměr (popř. jeho finanční zdraví je narušeno) nebo tam, kde podnik disponuje specifickými aktivy, která nelze využít pro jiný účel.

2.6 Metoda likvidační hodnoty

Metoda likvidační hodnoty se řadí mezi metody oceňování založených na stavových veličinách, neboli na majetkovém ocenění.¹⁴ Její podstatou je zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku za předpokladu, že podnik ukončí svoji činnost, jednotlivá aktiva budou oceněna, prodána a ze získaných prostředků se uhradí všechny závazky a případný přebytek případně vlastníků. Likvidační metoda tedy představuje množství peněz získané prodejem jednotlivých majetkových složek podniku.

Likvidační hodnota má dvě základní funkce:¹⁵

- tvoří dolní hranici hodnoty;
- slouží při rozhodování o sanaci podniku.

Dolní hranicí hodnoty podniku – a tedy hodnotou podniku – se stává likvidační hodnota v případě, pokud se při oceňování např. výnosovými metodami dosáhne nižší hodnoty, než je hodnota likvidační.

V případě rozhodování o sanaci podniku je třeba určit jednak jeho likvidační hodnotu, jednak výnosovou hodnotu vypočítanou z finančního plánu, zahrnujícího i sanační

¹⁴ kapitola 2.3 *Metody používané při oceňování podniku*.

¹⁵ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 89.

opatření. K sanaci podniku by se mělo přistoupit jedině tehdy, bude-li výnosová hodnota vyšší než hodnota likvidační.

Metodu likvidační hodnoty je vhodné použít v případech, kdy má podnik problémy, kdy nemá jasno o své další existenci. Právě tehdy může být likvidace zajímavým řešením pro vlastníky, kteří získají více, než kdyby podnik zůstal nadále v chodu. Důležitou roli zde hraje faktor času, tedy nutnost prodat v určitém časovém horizontu jednotlivé majetkové části. Na rozdíl od substanční hodnoty, kde jsou jednotlivé majetkové části oceňovány z pohledu going-concern principu, se zde předpokládá i prodej jednotlivých částí podle zájmu potenciálního kupce. Tento způsob oceňování tedy může značně snížit cenu některých specifických aktiv, např. speciálních strojů.

2.7 Modely diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE

Modely diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE se řadí mezi metody oceňování založených na analýze výnosů neboli výnosové metody.¹⁶ Při stanovení hodnoty podniku pomocí modelů diskontu cash flow se pohlíží na podnik jako na subjekt, který přináší určitý efekt. Investor posuzuje, jaké užítky mu přinesou investice do daného podniku. Základem investorova rozhodování je současná hodnota budoucích výnosů za předpokladu investorova racionálního chování. U každé investice je třeba zvážit následující tři faktory – výnosnost, čas a riziko, přičemž jsou tyto faktory spolu v rozporu; nelze dosáhnout maxima ve všech faktorech.

2.7.1 Časová hodnota peněz

Hodnota peněz není v čase neměnná. Působením inflace, možností zhodnocení a riziku, souvisejícímu s platbami v budoucnu „*má každá koruna, kterou máme k dispozici dnes, větší hodnotu, než stejná částka, kterou obdržíme v budoucnosti*“.¹⁷

¹⁶ kapitola 2.3 *Metody používané při oceňování podniku*.

¹⁷ HYRŠLOVÁ, J., KLEČKA, J. (2008). *Ekonomika podniku*. Praha: VŠEM, str. 239.

Vzhledem k této skutečnosti je při rozhodování o investici důležité vycházet z čisté současné hodnoty, která je dána rozdílem současných hodnot budoucích výnosů a nákladů na investici. Má-li být investice úspěšná (zisková), pak musí platit vztah:¹⁸

$$NPV > 0,$$

kde NPV – čistá současná hodnota.

Pokud tento vztah platí, pak aktiva, do kterých podnik své prostředky investoval, přinesou v budoucnosti vyšší výnos, než byl náklad s investicí spojený.

2.7.2 Podstata modelů diskontu cash flow

Podstatou oceňování podniku pomocí metod diskontu cash flow (DCF – discounted cash flow) je odvozování hodnoty aktiv od budoucích výnosů, převedených na současnou hodnotu. Základem je tedy časová hodnota budoucích výnosů. Používání modelů DCF je založeno na následujících, byť zjednodušujících, předpokladech:¹⁹

- kapitálové trhy jsou efektivní;
- kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem;
- existuje pouze daň z příjmů;
- podnik (z pohledu going-concern principu) musí trvale investovat do výše odpisů.

Při práci s modely DCF musí oceňovatel řešit tři základní okruhy problémů. Za prvé musí určit tvar budoucího výnosu (co bude diskontovat), za druhé jaký model použije (jakým způsobem bude diskontovat) a jak stanoví diskontní míru (čím bude diskontovat).

¹⁸ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 146.

¹⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 157.

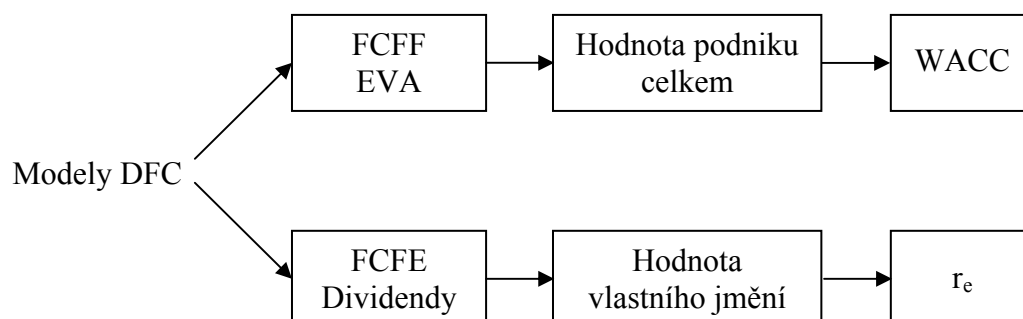
2.7.3 Vymezení peněžních toků

Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, se rozlišuje:²⁰

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, tj. peněžní tok do podniku jako celku (FCFF – free cash flow to the firm);
- volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE – free cash flow to the equity);
- peněžní tok pro akcionáře (DDM – dividend discount model);
- peněžní tok převyšující oportunitní náklad akcionáře (EVA – economic value added).

Při konstrukci peněžních toků je třeba dbát na správné stanovení diskontní míry v modelech. „Zásadně platí, že sladujeme obsah čitatele se jmenovatelem.“²¹ Následující obrázek znázorňuje, jak se promítá výběr peněžního toku do vypovídací schopnosti výsledné hodnoty.

Obrázek 1 Modely DFC z pohledu budoucích výnosů a vypovídací schopnosti výsledné hodnoty



Zdroj: KISLINGEROVÁ, E. (2001). Oceňování podniku. str. 160.

kde FCFF – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

EVA – ekonomická přidaná hodnota,

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu,

²⁰ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 160.

²¹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 160.

FCFE – volný peněžní tok pro vlastníky,

r_e – náklady vlastního kapitálu.

2.7.4 Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF)

Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele představuje veškeré provozní peněžní toky, které podnik generuje z provozních aktiv bez explicitního určení, komu jsou určeny. Proto FCFF není bezprostředně ovlivňován zadlužeností podniku a překlenuje ten případ, kdy volný peněžní tok pro vlastníky je záporný.

FCFF lze vypočítat podle následujícího vzorce:²²

$$FCFF_t = EBIT_t (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t,$$

kde $FCFF_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

$EBIT_t$ – provozní zisk před zdaněním,

t – sazba daně z příjmu,

ODP_t – odpisy,

ΔWC_t – změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky),

INV_t – investice (trvalé kapitálové výdaje).

Hodnota FCFF představuje peněžní tok, z něhož budou uspokojeny nároky akcionářů (především dividendy) a věřitelů (především úroky a splátky půjček) po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku, kterými jsou investice a změna pracovního kapitálu.

²² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 161.

Pro FCFF je tedy charakteristické:²³

- představuje výhradně provozní peněžní toky;
- vychází z hypotézy financování vlastním kapitálem;
- diskontní míra na bázi průměrných nákladů kapitálu promítá vliv kapitálové struktury (WACC);
- výsledkem je ocenění firmy celkem.

2.7.5 Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE)

U peněžního toku pro vlastníky je nutno rozlišit dvě situace. Pokud je podnik financován pouze vlastním kapitálem, tedy bez cizích zdrojů (bez finanční páky – financial leverage), pak FCFE lze vypočítat podle následujícího vzorce:²⁴

$$FCFE_t = EBIT_t (1 - t) + ODP_t - \Delta WC_t - INV_t,$$

kde $FCFE_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky,

$EBIT_t$ – provozní zisk před zdaněním,

t – sazba daně z příjmu,

ODP_t – odpisy,

ΔWC_t – změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky),

INV_t – investice (trvalé kapitálové výdaje).

²³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 161.

²⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 162.

V případě, že je podnik financován navíc k vlastnímu kapitálu i cizími zdroji, musí se peněžní tok snížit o tu část, která je určena věřitelům, a výpočet FCFE pak bude vypadat takto:²⁵

$$FCFE_t = EBIT_t (1 - t) + ODP_t + (t \times I_t) - \Delta WC_t - INV_t - SPL_t,$$

kde $FCFE_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele,

$EBIT_t$ – provozní zisk před zdaněním,

t – sazba daně z příjmu,

ODP_t – odpisy,

I_t – úroky,

ΔWC_t – změna čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky),

INV_t – investice (trvalé kapitálové výdaje),

SPL_t – splátky úvěru.

Věřitelé, s ohledem na jejich postavení, vždy stojí v první řadě z hlediska uspokojování nároků. Rozdíl proti volnému peněžnímu toku pro vlastníky a věřitele bez finanční páky spočívá v daňovém štítu z úroků, tedy $t \times I_t$.

Pro FCFE je tedy charakteristické:²⁶

- peněžní toky zohledňují kapitálovou strukturu;
- diskontní míra je na bázi nákladů vlastního kapitálu;
- výsledkem je hodnota vlastního kapitálu.

²⁵ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 162 – 163.

²⁶ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 163.

2.7.6 Základní tvary modelů diskontu cash flow

Základní tvary modelů DFC dávají odpověď na otázku, jakým způsobem diskontovat. Pro diskontování peněžního toku se obvykle vychází z nejobecnějšího tvaru modelu:²⁷

$$\text{Hodnota} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} ,$$

kde CF_t – peněžní tok v čase t ,

r – diskontní míra odrážející rizikovost peněžního toku v čitateli.

Rozlišují se tři základní tvary modelů:²⁸

- Stabilní růst (např. Gordonův model stabilního růstu);
- Dvoufázový výpočet (budoucí vývoj podniku na období je rozdělen na období vysokého růstu a na období stability);
- Třífázový výpočet (budoucí vývoj podniku na období je rozdělen na období mimořádného růstu, na přechodné období a na období stabilního růstu).

U modelů DFC se rozlišují jednotlivé fáze, lišící se zejména tempem růstu podniku.

2.7.7 Model diskontu cash flow s využitím FCFF

Tento model pro stanovení hodnoty podniku používá volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele a vychází z ocenění podniku jako celku. Z tohoto důvodu musí diskontní míra odrážet skutečnost, že peněžní tok je určen jak věřiteli, tak vlastníkům, diskontní míra se stanovuje pomocí modelu průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC):²⁹

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

²⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 166.

²⁸ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 167.

²⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 169.

kde $FCFF_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,

n – počet období,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál.

V praxi se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (going-concern princip). V tom případě je třeba řešit problém, jak správně předvídat budoucí neomezené peněžní toky.

V případě, že se jedná o stabilní růstový model, lze použít výpočet:³⁰

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n} ,$$

kde $FCFF_1$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele na konci prvního období,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál.

V případě, že se jedná o dvoufázový model, rozděluje se budoucí období na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze bývá označována jako „pokračující hodnota“³¹. Pak lze hodnotu podniku vypočítat jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi následujícím způsobem:³²

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

kde $FCFF_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna,

³⁰ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 170.

³¹ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 55.

³² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 170.

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál,

n – počet období.

Tento výpočet hodnoty druhé fáze není jediný, může se např. využít tržních násobitelů, ve kterých se pracuje s některými z výnosů (EBIT, EBDIT). V tomto případě se hodnota druhé fáze vypočítá jako jejich násobek.

2.7.8 Model diskontu cash flow s využitím FCFE

Tento model pro stanovení hodnoty podniku používá volný peněžní tok FCFE, tedy volný peněžní tok pro vlastníky. Tento peněžní tok je spojen s vyšší mírou rizika než peněžní tok FCFF. Tato skutečnost se musí odrazit i ve stanovení diskontní míry, která musí být v relaci právě s rizikovostí peněžního toku.³³

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} ,$$

kde FCFE_t – volný peněžní tok pro vlastníky v čase t,

r_e – náklady na vlastní kapitál.

Stejně jako při výpočtu hodnoty podniku s peněžním tokem FCFF se i v tomto výpočtu předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (going-concern princip) a i zde se řeší problém, jak správně předvídat budoucí neomezené peněžní toky.

V případě, že se jedná o stabilní růstový model, pak lze použít výpočet:³⁴

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \frac{\text{FCFE}_1}{r_e - g_n} ,$$

kde FCFE_1 – volný peněžní tok pro vlastníky na konci prvního období,

³³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

³⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

r_e – náklady na vlastní kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

V případě, že se jedná o dvoufázový model, rozděluje se budoucí období na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Pak lze hodnotu podniku vypočítat jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi následujícím způsobem:³⁵

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(r_e - g_n)} (1 + r_e)^{-n} ,$$

kde FCFE_t – volný peněžní tok pro vlastníky v čase t ,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna,

n – počet období.

Důležité je dodržovat příslušné vyjádření rizikovosti peněžního toku, tedy vyjádření diskontní míry. Platí totiž, že WACC je vždy nižší hodnota než r_e , protože při stanovení nákladů cizího kapitálu se projevuje tzv. daňový štít, kdy úroky za cizí kapitál tvoří nákladovou položku podniku a tím snižují základ daně z příjmu.

Ve kterých případech použít pro ocenění podniku model FCFF a ve kterých FCFE? Podle doc. Kislingerové³⁶ je vhodné modely FCFF používat u podniků s relativně vysokou finanční pákou, která se v průběhu zahrnovaného období mění a to včetně změn diskontní míry. Typickými představiteli jsou podniky, které procházejí, procházejí nebo budou procházet procesem revitalizace, restrukturalizace apod. Modely FCFE je vhodné používat u podniků s ustálenou finanční pákou (stabilizovanou strukturou financování).

³⁵ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

³⁶ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 173.

2.7.9 Odhad tempa růstu

Ve všech modelech DFC hraje zcela zásadní roli tempo růstu g . Pro stanovení hodnoty podniku musí být tempo růstu správně stanoveno, jinak oceňovatel může dojít k nesprávnému výsledku. Pro stanovení parametru tempa růstu existují v podstatě tři přístupy:³⁷

1. Odvození od historických dat

Přístup spočívá v odvození parametru g od historických růstových měr za posledních 3-5 let. Parametr g může být určen jako prostý aritmetický průměr, medián, tzv. složená roční míra růstu (compounded annual growth rate – CAGR), kterou představuje geometrický průměr, nebo za pomoci složitých matematicko-statistických technik.

Pro použití tohoto principu je klíčovým předpokladem kontinuita minulosti (je vypočítáván z předchozích let) a kontinuita budoucnosti.

2. Odvození od vnitřních parametrů fungování podniku

Přístup spočívá ve sledování výsledných poměrů charakterizujících finanční zdraví podniku, které je odrazem minulých, současných a budoucích rozhodnutí podniku. Používají se zejména dva propočty:

- propočet g na základě rentability vlastního kapitálu a aktivačního poměru;
- propočet g na základě rentability vlastního kapitálu a kapitálové struktury podniku – udržitelná míra růstu.

Vnitřní míra růstu představuje maximální růst podniku, při kterém podnik není nucen zajišťovat dodatečné cizí zdroje, dochází k poklesu zadluženosti podniku v čase.

³⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 203.

Základní tvar rovnice má pak tvar:³⁸

$$g_n = \text{ROE} \times (1 - \text{DIV}/\text{EPS}),$$

kde g_n – tempo růstu,

ROE – rentabilita vlastního kapitálu,

$(1 - \text{DIV}/\text{EPS})$ – aktivační poměr, kde DIV je dividenda a EPS čistý zisk na akcii.

Z rovnice vyplývá, že v případě konstantního ROE závisí výsledná úroveň tempa růstu na aktivačním poměru, tedy na tom, kolik z čistého zisku bude zpět reinvestováno do podniku při zajištění shodné návratnosti.

3. Odvození od kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku

Ke stanovení očekávaného tempa růstu lze využít i názor analytika. Analytik na základě minulého vývoje a současnosti podniku, analýzy konkurence, odvětví a ekonomiky vysloví názor na budoucí vývoj. Doc. Kislingerová předpokládá, že navzdory tomu, že pro uživatele není k dispozici žádný matematicko-statistický aparát, mají výroky analytiků shodnou, ne-li vyšší vypovídací schopnost, než předchozí dva přístupy.³⁹ Vzhledem ke skutečnosti, že analytikové jsou zpravidla v bankách, investičních společnostech nebo makléřských firmách, je na místě opatrnost, protože ani tito analytikové nemusí být imunní vůči chybám a profesní slepotě, jak např. ukázala současná hospodářská krize.

2.7.10 Metody stanovení diskontní míry

Mimo tempa růstu g_n hraje v modelech DFC velkou roli a výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu ocenění také diskontní míra. Ta slouží především k převedení budoucích

³⁸ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 206.

³⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 210.

výnosů na současnou hodnotu, k vyjádření očekávané míry investice v čase a zohlednění míry rizika spojeného s investicí. V souvislosti s investicí se hovoří o alternativních nákladech (investicí se investor zbavuje možnosti investovat do jiných investičních příležitostí), které se stávají základem přístupu k očekávané výnosnosti v případě diskontování budoucích výnosů. Podstatou je, že z investice musí vyplynout minimálně takový výnos, jaký by vyplynul ze srovnatelné investice se shodnou mírou rizika.

Pro získání správného výsledku ocenění je nejen nutné správně stanovit diskontní míru, ale také ji správně přiřadit k budoucímu výnosu. Každé nadhodnocení nebo podhodnocení diskontní míry má vliv na konečnou hodnotu. Pro budoucí výnos ve formě FCFF bude diskontní míra vypočítána jako vážené průměrné náklady na kapitál WACC, pro budoucí výnos ve formě FCFE bude diskontní míra vypočítána jako požadovaný výnos vlastníkem, tedy nákladů na vlastní kapitál r_e , odhadovaný modelem oceňování kapitálových aktiv CAMP.

2.7.11 Průměrné vážené náklady na kapitál

Průměrné vážené náklady kapitálu WACC (weighted average cost of capital) jsou relevantní v čitateli FCFF, proto i diskontní míra musí odrážet odpovídajícím způsobem čítelel. Jak vyplývá z níže uvedeného vzorce, je hodnota WACC závislá na celé řadě faktorů. Hodnotu ovlivňuje jednak úrok – cena za použití kapitálu věřitelů r_d , kde je zohledněn i vliv tzv. daňového štítu $(1 - t)$, kdy úroky za cizí kapitál tvoří nákladovou položku podniku, jednak požadovaný výnos akcionářů r_e . Dále je WACC ovlivněn strukturou kapitálu, tedy v jakém poměru používá podnik k financování své činnosti vlastní a cizí kapitál a v neposlední řadě i sazbou daně z příjmu. WACC má následující vzorec:⁴⁰

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

kde r_d – úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál,

⁴⁰ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 176.

t – sazba daně z příjmu,

D – úročené cizí zdroje,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

E – vlastní kapitál,

C – celková bilanční suma ($D + E$).

Ze vzorce vyplývá, že náklady na cizí kapitál jsou násobeny výrazem $(1 - t)$, neboť jsou na rozdíl od nákladů vlastního kapitálu daňově uznatelné. Pro potřebu stanovení nákladů je tak použita pouze ta část kapitálových nákladů, která dopadá přímo na podnik.

Váha složek kapitálu se stanoví podle vzorce:⁴¹

$$1 = \frac{D}{C} + \frac{E}{C},$$

kde D – úročené cizí zdroje,

E – vlastní kapitál,

C – součet $D + E$.

Pro účely této diplomové práce budou pro stanovení hodnoty D a E použity účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu.

2.7.12 Určení nákladů na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál r_d lze nejlépe určit jako vážený aritmetický průměr jednotlivých složek cizích zdrojů. Celkové cizí zdroje jsou tvořeny jednak položkami rozvahy – dluhopisy (obligace), dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční

⁴¹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 177.

výpomoci, jednak tzv. mimobilančními položkami – komplexní pronájem, finanční leasing a ostatní úročené závazky.

2.7.13 Odhad požadované míry výnosu vlastního kapitálu

Vlastní kapitál, stejně jako cizí kapitál, má svoji cenu. V případě cizího kapitálu je stanovení jeho ceny relativně jednoduché, odvíjí se od úrokové míry, tedy nákladu za jeho „zapůjčení“. Odhad nákladů vlastního kapitálu r_e vyjadřuje očekávanou míru výnosu investorů s ohledem k míře rizika investice. V případě vlastního kapitálu není stanovení jeho ceny vůbec jednoduché, existují však různé modely jejího určování:⁴²

- Gordonův růstový model;
- Model CAMP (capital asset pricing model);
- Model APT (arbitrage pricing theory);
- Ostatní modely.

2.7.14 Gordonův růstový model

Gordonův růstový model pro stanovení požadované míry výnosu má vzorec:⁴³

$$r_e = \frac{\text{dividenda}_{t+1}}{\text{cena akcie}_t} + g ,$$

kde r_e – požadovaná míra výnosu akcionářem,

g – tempo růstu dividend.

Gordonův model pro stabilní růst naráží v praxi na nedostatky, mezi které patří především stabilní růst dividend a jeho relativně přesný odhad.

⁴² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 187-188.

⁴³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 188.

2.7.15 Model CAMP

Model oceňování kapitálových aktiv je při oceňování podniku velmi často používán. Jeho podstata spočívá v rozdělení rizika na nediverzifikované a diverzifikované. Riziko nediverzifikované (systematické) zahrnuje riziko sociální, politické, vnitřní a vnější riziko ekonomické a je výrazem charakteristiky odvětví, ve kterém podnik působí. Riziko diverzifikované (jedinečné) je spjato s riziky konkrétního podniku.

Model CAPM stanovuje tzv. rizikovou prémii, která je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou. Tento rozdíl tedy vyjadřuje investorem dlouhodobě očekávaný výnos, tj. zvýšení oproti bezrizikové investici. Riziková premie je proporcionální k nediverzifikovatelnému riziku cenného papíru a je měřena koeficientem β . Pokud se β rovná 1, je riziko a v důsledku toho i premie za riziko dané akcie (tj. vlastního kapitálu podniku) na úrovni kapitálového trhu jako celku. Je-li β větší nebo menší než 1, je i výnosová přirážka větší nebo menší než průměrná premie za riziko na kapitálovém trhu.

Očekávaný výnos lze vypočítat podle vzorce:⁴⁴

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

kde $E(r_i)$ – očekávaný výnos i -tého cenného papíru,

r_f – bezriziková míra,

β_i – systematické riziko i -tého cenného papíru,

$E(r_m)$ – očekávaný výnos tržního portfolia.

Model CAMP je založen na očekáváních investorů. To souvisí se základními zjednodušujícími předpoklady, jež se spoléhají na shodné očekávání všech investorů. Předpoklady lze členit do dvou skupin. První skupinou jsou předpoklady z teorie portfolia.⁴⁵

⁴⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 189.

⁴⁵ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 189.

- investoři mají averzi k riziku a maximalizují očekávaný užitek z výnosu v horizontu jednoho roku;
- investoři činí svá rozhodnutí pouze na základě průměrné hodnoty a směrodatné odchylky výnosů portfolií, přičemž průměr a směrodatná odchylka musejí existovat;
- všechna kapitálová aktiva jsou nekonečně dělitelná;
- investoři akceptují cenu a nemohou ji ovlivnit;
- daně a transakční náklady neexistují.

Druhou skupinou jsou předpoklady pro odvození CAMP:⁴⁶

- existuje bezriziková výpůjční a zápůjční sazba;
- všechna aktiva lze obchodovat a mají stanovenou cenu (včetně lidského kapitálu);
- kapitálové trhy jsou dokonalé (všechny informace jsou zdarma a volně dostupné každému účastníkovi trhu, investor má neomezenou možnost vypůjčit si za bezrizikovou sazbu, výpůjční a zápůjční bezriziková sazba jsou shodné a platí pro všechny investory);
- horizont rozhodování všech investorů je jedno časové období a všichni investoři mají stejnou představu o očekávaných výnosech cenných papírů, jejich standardní odchylce a vzájemných kovariacích.

Na výše uvedených předpokladech lze vidět paradox modelu CAMP – je evidentní, že žádný z výše uvedených předpokladů neodráží aktuální stav kapitálových trhů, model je označován jako vysoce teoretický a odtržený od praxe. Přesto je empiricky potvrzeno, že je spolehlivým nástrojem pro investory.⁴⁷

Pro praktickou aplikaci modelu CAPM je nutné znát jeho výchozí parametry:⁴⁸

- parametr bezrizikové míry výnosu r_f ;
- hodnotu systematického tržního rizika cenného papíru β_i ;

⁴⁶ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 189.

⁴⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 189.

⁴⁸ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 190.

- tržní rizikovou prémii (RMP).

2.7.16 Stanovení bezrizikové míry výnosu

Pro stanovení bezrizikové míry výnosu existují různé ekonomické teorie (např. teorie determinace úrokové sazby, teorie preference likvidity, teorie racionálních očekávání), ale ani tyto teorie nedávají konkrétní návod, jak při stanovování bezrizikové sazby postupovat.

Obvykle se doporučuje použít pro etalon bezrizikové míry výnosu dlouhodobé státní obligace, např. obligace s 30letým časovým horizontem, což je ale na druhou stranu spojeno s problémem s odhadem kupní síly v době splatnosti obligace. Odhadce by také mohl využít pro stanovení bezrizikové míry krátkodobé cenné papíry (státní pokladniční poukázky), což je také spojeno s problémem, že krátkodobé bezrizikové míry mají významný vliv na hodnotu firmy, neboť tvoří podstatnou část nákladů na kapitál a tato hodnota je pak značně citlivá na pohyby krátkodobých úrokových měr.

V praxi se pro stanovení bezrizikové míry výnosu nejvíce používají dlouhodobé státní dluhopisy.⁴⁹

2.7.17 Stanovení beta koeficientu

Koeficient β udává citlivost investice vůči vzestupu či poklesu trhu, čímž odráží míru nediverzifikovatelného (systematického) rizika. V praxi to funguje tak, že cena určité akcie při růstu trhu o 1 % se zvýší o β koeficient této akcie v závislosti na výši tohoto koeficientu takto:⁵⁰

- je-li $\beta > 1$, pak cenný papír reaguje na pohyb trhu ve stejném směru, ale silněji, cenný papír agresivně reaguje na trh;

⁴⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 193.

⁵⁰ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 111.

- je-li $\beta < 1$, pak cenný papír reaguje na pohyb trhu ve stejném směru, ale slaběji, cenný papír je defenzivní oproti trhu;
- je-li $\beta = 1$, pak cenný papír se mění současně s trhem, cenný papír je neutrální;
- je-li $\beta = 0$, pak cenný papír nereaguje na pohyb trhu, je inertní.

Méně rizikové cenné papíry mívají hodnotu koeficientu β v intervalu $<0;1>$, více rizikové cenné papíry mívají hodnotu koeficientu $\beta > 1$. Existují ale také cenné papíry, u nichž je koeficient $\beta < 0$, cenné papíry se pohybují oproti pohybu trhu.

Koeficient β je možné buď vypočítat na základě regresní analýzy, nebo získat ze zdrojů analytiků. V obou případech je nutné před výběrem konkrétní hodnoty indexu vzít v úvahu následující skutečnosti:⁵¹

- výběr zástupců do tržního portfolia – zjištění, zda hodnotitel důsledně diverzifikoval zastoupení firem v indexu, aby tento byl co nejvěrnější (v České republice je to např. index PX 50);
- délka pozorovacího intervalu – jaké období jsou do regrese zahrnuty (denní, týdenní, měsíční, atd.);
- vzorové období – je spojeno s pozorovacím intervalem;
- použitá metodologie dat – nejčastější metodou je metoda nejmenších čtverců;
- korekční faktor.

2.7.18 Stanovení tržní rizikové prémie

Odhad tržní rizikové prémie (RMP) se rovná rozdílu mezi průměrnými výnosy u reprezentativního tržního indexu (např. PX 50) a výnosu bezrizikového aktiva za podmínky, že tento cenný papír použitý k výpočtu bezrizikové míry je použit i k odhadu prémie. Před zahájením vlastního výpočtu je nejprve nutné zvolit délku období, která bude prostá významných variabilit rizikových prémie. Výběr delšího období umožní

⁵¹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 193.

získání stabilnějších výsledků, neboť v delším období nebude průměr zkreslen specifickými výkyvy určitého typu, jako by tomu bylo v krátkém období. Výpočet se poté provede buď jako aritmetický nebo geometrický průměr. Shoda nebo rozdíl výsledku jsou závislé na variabilitě výnosů vstupujících do propočtu. Geometrický průměr je zpravidla nižší než aritmetický a aritmetický průměr je na rozdíl od geometrického ovlivňován délkou období.

Kromě výpočtu lze pro stanovení rizikové prémie využít ratingové hodnocení země, na jejímž teritoriu funguje kapitálový trh a oceňovaný podnik. Je třeba brát v úvahu, že se nejedná o rating přímo zkoumaného podniku – rating podniku může dosáhnout maximálně úrovně dané země. Celková prémie za riziko je dána součtem základní prémie za riziko a dodatečné prémie dle ratingu dané země.

2.8 Metoda tržních multiplikátorů

Metoda tržních multiplikátorů se řadí mezi metody relativního oceňování.⁵² Podstatou metod relativního oceňování je odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu podniku z dostupných srovnatelných aktiv. Relativní oceňování vyžaduje:⁵³

- nalezení podniku, který bude srovnatelný s daným podnikem;
- převedení hodnoty srovnatelného podniku do standardizovaného tvaru, neboť absolutní hodnota nemůže být srovnávána;
- porovnání standardizované hodnoty nebo multiplikátoru se srovnatelným aktivem.

⁵² kapitola 2.3 *Metody používané při oceňování podniku.*

⁵³ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku.* Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 242.

2.8.1 Definice tržních multiplikátorů

V praxi se nejčastěji používají tři skupiny standardizovaných tržních multiplikátorů:⁵⁴

- roční násobitelé:

$$\frac{\text{price}}{\text{earnings ratio}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet vydaných akcií}}{\text{čistý zisk}} ,$$

$$\frac{\text{value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBIT}} ,$$

$$\frac{\text{value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{tržní kapitalizace} + \text{úročené dluhy} - \text{finanční aktiva}}{\text{EBITDA}} ,$$

$$\frac{P}{\text{cash flow}} = \frac{\text{tržní cena akcie} \times \text{počet vydaných akcií}}{\text{cash flow}} .$$

- násobitelé odvození od účetní hodnoty (book value – BV):

$$\frac{P}{\text{book value}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{vlastní jmění na jednu akcii}} ,$$

$$\frac{P}{\text{book value of assets}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{hodnota aktiv na jednu akcii}} ,$$

$$\frac{P}{\text{replacement cost}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{reprodukční náklady}} .$$

- násobitelé odvození od prodeje:

$$\frac{P}{\text{sales per share}} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{tržby na akcii}} ,$$

$$\frac{P}{\text{sales}} = \frac{\text{tržní kapitalizace}}{\text{tržby}} .$$

Mimo těchto násobitelů lze použít specifické násobitele podle konkrétního průmyslového odvětví (např. P/kWh , $P/prodejní\ plocha\ m^2$ apod.).⁵⁵

⁵⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 242 – 243.

2.8.2 Výběr srovnatelných podniků

Výběr srovnatelných podniků je velmi důležitý faktor pro objektivní stanovení hodnoty podniku. Spočívá ve výběru souboru minimálně šesti srovnatelných podniků z hlediska předmětu, oboru, velikosti, historie a kapitálové struktury.⁵⁶

2.8.3 Postup stanovení hodnoty podniku

Jakmile je vybrán soubor srovnatelných podniků, přistoupí se ke stanovení hodnoty podniku.

Nejdříve se stanoví výchozí hodnoty ukazatelů pro tento soubor podniků a to jak z historických dat (3-5 let), tak z hodnot projektovaných do budoucna. V případě, že se provádí prognóza na několik let, stanoví se pomocí váženého aritmetického průměru tzv. normalizovaná hodnota. Následuje propočet ukazatelů pro celý vzorek srovnatelných firem, přičemž je třeba brát zřetel na hledisko nejvyšší stability (co nejmenší směrodatné odchylky a rozptylu). Výsledek se vynásobí zvoleným násobitelem a tím se získá hodnota podniku. Nutno podotknout, že tato hodnota je pouze orientační, neboť má řadu problematických stránek, jako jsou např. citlivost na aplikované účetní metody, konzervování stávající míry výnosu a rizika pro investora v budoucnosti.⁵⁷

⁵⁵ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 243.

⁵⁶ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 248.

⁵⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 251.

3 Analytická/praktická část práce

Předmětem oceňování je společnost AEZ s.r.o. Hlavním cílem analytické/praktické části této diplomové práce je charakteristika společnosti AEZ s.r.o. a provedení ocenění společnosti pomocí metod účetní hodnoty, substanční hodnoty, likvidační hodnoty, modelů diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metody tržních multiplikátorů. Dále zde budou analyzovány výhody a nevýhody jednotlivých přístupů ve vztahu k oceňované společnosti, identifikace a zdůvodnění odchylek mezi jednotlivými typy ocenění, možné pohledy na ocenění očima stávajícího vlastníka a potenciálních kupců, vliv perpetuity a vážených nákladů na kapitál na ocenění a posouzení relevantnosti ocenění ve vztahu ke spolehlivosti zpracovávaných souborů dat.

3.1 Charakteristika oceňovaného podniku

Společnost AEZ s.r.o. je malá společnost⁵⁸ typu společnosti s ručením omezeným (viz *Příloha č. 1 Výpis z Obchodního rejstříku*). Byla založena v roce 1998 jako pokračovatel oboru automatizace energetických zařízení zrušeného při restrukturalizaci *První brněnské strojírny, Brno*. Na počátku své existence navázala úzkou spolupráci s významným výrobcem a dodavatelem turbín, firmou *Ekol, spol. s r.o.* a stala se jejím výhradním dodavatelem automatizace na základě smlouvy na výhradní dodávky.

Společnost zajišťuje dodavatelsko-inženýrské činnosti v oblasti realizace projektů automatizace energetických zařízení, tj. projektování a řízení zakázek, nákup subdodávek, časové plánování a řízení, montáž, uvádění do provozu, záruční a pozáruční servisní služby a to nejen v České republice, ale i v zahraničí.

Výrobním programem společnosti jsou komplexní dodávky, kusové dodávky, servisní činnost v oboru automatických systémů řízení (ASŘ) pro energetická zařízení, jako jsou parní a spalovací turbíny, kotle, předávací stanice, výměňkové stanice a kogenerační jednotky. Specializací společnosti je zabezpečení a regulace parních a spalovacích

⁵⁸ 11 pracovníků – stav k 31.12.2010.

turbín, včetně vizualizace technologií. Další aktivitou společnosti je poradenská a konzultační činnost v oboru.

3.2 Finanční analýza

Finanční analýza slouží ke zjištění finančního zdraví oceňovaného podniku. Oceňovatel – a koneckonců i investor – získá informace, v jakém stavu se podnik nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnu. Podklady pro finanční analýzu byly čerpány z dokumentů finančního účetnictví – účetní závěrky za roky 2006 až 2010 společnosti AEZ s.r.o.

Pro analýzu vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli byly poměřovány hodnoty jednotlivých položek účetní závěrky, výsledkem čehož jsou ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity.⁵⁹

Před provedením finanční analýzy je třeba zmínit specifika společnosti a odvětví, ve kterém působí:⁶⁰

- hlavní zákazník tvoří 80-90% tržeb společnosti;
- společnost nemá téměř žádný dlouhodobý majetek;
- dlouhodobý majetek není podstatným výrobním faktorem produkce, tím je lidská manuální a duševní práce;
- společnost je financována pouze krátkodobými cizími zdroji (mimo výjimky v roce 2007);
- zakázky společnosti mají většinou dlouhodobý horizont, od zahájení po ukončení zakázky může uplynout i více než 1 rok;
- společnost nedoručuje zbytná (spekulativní) aktiva, její aktiva jsou využívána k provozu společnosti;
- náklady na zakázky vznikají převážně v 1. pololetí roku, výnosy ze zakázek ve 2. pololetí roku, což výrazně zkresluje hospodářské výsledky jednotlivých měsíců v roce.

⁵⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 68.

⁶⁰ Informace jednatele společnosti a hlavního účetního společnosti.

3.2.1 Analýza jednotlivých ukazatelů

Nyní následuje analýza jednotlivých ukazatelů.

Tabulka 1 Ukazatele rentability (v tisících Kč)

Ukazatele rentability		2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilita vloženého kapitálu ROI	EBIT / investovaný kapitál	0,94	0,53	0,40	0,31	0,36
Rentabilita úhrnných vložených prostředků ROA	EBT / aktiva	0,37	0,32	0,28	0,21	0,29
Rentabilita vlastního jmění ROE	EBT / vlastní kapitál	0,94	0,66	0,40	0,31	0,36
Rentabilita tržeb ROS	EBT / tržby	0,14	0,20	0,14	0,14	0,18
Zisková marže	EAT / tržby	0,10	0,15	0,11	0,11	0,14

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12. příslušného roku).

Ukazatele rentability poměřují dosažený efekt k určitému vstupu z podnikatelské činnosti. Vstupem se pro potřeby tohoto ukazatele rozumí celková aktiva (majetek), kapitál (vlastní kapitál) nebo tržby. Ukazatelé rentability by měly vykazovat když ne vzrůstající, tak alespoň stagnující trend.

Z rozvahy společnosti AEZ s.r.o. (viz *Příloha 2*) vyplývá důležitý faktor – společnost takřka nemá dlouhodobý majetek (v roce 2006 činil jeho podíl na celkovém majetku pouze 4,77%, v roce 2010 dokonce jen 0,80%), její aktiva jsou tvořena oběžnými aktivy. Rentabilita vloženého kapitálu ROI a rentabilita vlastního jmění ROE společnosti vykazuje sestupný trend od roku 2006 až do roku 2009 (viz *Příloha 5, Graf 1*). Navzdory poklesu není třeba mít obavy, protože rentability úhrnných vložených prostředků ROA, tržeb ROS a zisková marže vykazují za dané roky stabilních výsledků. Společnost sice dokáže vyprodukovat stabilní zisk, ale nedokáže využívat volné finanční prostředky nerozděleného zisku minulých let, které leží „ladem“, čímž dochází ke zhoršování ukazatelů rentability vloženého kapitálu ROI a rentability vlastního jmění ROE. V roce 2009 došlo k vyplacení části nerozděleného zisku společníkům a pokles těchto rentabilit byl zastaven.

Dalším důležitým faktorem je to, že společnost pro své financování nepoužívá dlouhodobé cizí zdroje, vyjma roku 2007, kdy společnost využila půjček společníků společnosti (křivka ROI a ROE je – mimo rok 2007 – totožná, viz *Příloha 5, Graf 1*)

Pro ukazatele byl použit zisk před zdaněním z důvodu vyloučení vlivu sazby daně z příjmu, která klesala od roku 2007 do roku 2010 z 24% na 19%.⁶¹

Tabulka 2 Ukazatele aktivity (v tisících Kč)

Ukazatelé aktivity		2006	2007	2008	2009	2010
Obrat aktiv	tržby / aktiva	2,71	1,59	2,01	1,46	1,65
Obrat zásob	tržby / zásoby	64,46	15,31	26,33	32,78	23,76
Obrat pohledávek	tržby / pohledávky	5,77	1,73	5,90	2,73	3,22
Obrat závazků	tržby / závazky	4,47	3,06	6,43	4,59	8,58
Doba obratu aktiv	aktiva / denní tržby	134,52	228,85	181,49	250,39	221,06
Doba obratu zásob	zásoby / denní tržby	5,66	23,84	13,86	11,13	15,36
Doba obratu pohledávek	pohledávky / denní tržby	63,22	211,18	61,84	133,79	113,52
Doba obratu závazků	závazky / denní tržby	81,68	119,21	56,77	79,50	42,53

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12. příslušného roku).

Ukazatele aktivity informují o tom, jak podnik dokáže využívat své jednotlivé části majetku, a měří dobu vázanosti jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv nebo pasiv. Ukazatele obratu by měly dosahovat co nejvyšších hodnot, naopak ukazatele doby vázanosti by měly být co nejnižší. V tabulce není zahrnut ukazatel obratu a doby obratu fixních aktiv, neboť, jak bylo napsáno výše, společnost takřka nemá dlouhodobý majetek.

V ukazatelích obratu dosahuje společnost dobrých výsledků, zejména výše obratu zásob je dosti vysoká, anomálie z roku 2006 je způsobena nízkým stavem zásob, zejména nedokončené výroby, společnosti se podařilo probíhající zakázky uzavřít do konce roku

⁶¹ DANARI ONLINE, <http://www.danarionline.cz/sazby--vzory--tabulky/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickyh-osob/> (data k 8.7. 2011).

(viz Příloha 5, Graf 2 a Graf 3). Z informací hlavního účetního společnosti plyne, že vysoké hodnoty obratu zásob a nízké hodnoty doby vázanosti vyplývají ze způsobu účtování. Společnost používá způsob *třídy B*, materiál nejde na sklad, ale jde hned do nákladů zakázky. Vysoká doba obratu pohledávek v letech 2007, 2009 a 2010 byla způsobena problémy hlavního zákazníka, nastal odklad plateb. Z toho důvodu společnost v roce 2007 vyjednala se svými dodavateli odklad svých plateb.

Tabulka 3 Ukazatele zadluženosti (v tisících Kč)

Ukazatelé zadluženosti		2006	2007	2008	2009	2010
Zadluženost I.	cizí zdroje / vlastní kapitál	1,55	1,09	0,46	0,47	0,24
Zadluženost II.	celkové cizí zdroje / aktiva	0,61	0,52	0,31	0,32	0,19
Koeficient samofinancování	vlastní jmění / celková aktiva	0,39	0,48	0,69	0,68	0,81
Úrokové krytí	EBIT / nákladové úroky	55,84	18,37	47,59	199,83	352,37

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12. příslušného roku).

Ukazatele zadluženosti charakterizují jednak zadluženost vlastního kapitálu, jednak proporce vlastního a cizího kapitálu. Jako za tzv. bezpečnou míru zadlužení se obecně považuje 40% cizího kapitálu a 60% vlastního kapitálu.⁶² Tyto ukazatele ukazují společnost jako bezpečnou. Závazky jsou krátkodobé povahy a jsou tvořeny hlavně závazky vůči dodavatelům (jsou ve své podstatě kryty dodaným materiálem a výrobky) a v roce 2006 a 2009 vůči společníkům společnosti. Celková aktiva jsou převážně kryta vlastním jměním. Cizí zdroje jsou kryty aktivy společnosti (viz Příloha 5, Graf 4).

⁶² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 73.

Tabulka 4 Ukazatele likvidity (v tisících Kč)

Ukazatelé likvidity		2006	2007	2008	2009	2010
Běžná likvidita	oběžný majetek / krátkodobé závazky	1,56	2,49	3,13	3,03	5,14
Pohotová likvidita	(oběžný majetek - zásoby) / krátkodobé závazky	1,49	2,22	2,88	2,89	4,78
Okamžitá likvidita	peněžní prostředky / okamžitě splatné závazky	0,71	-0,13	1,79	1,21	2,11
Podíl pracovního kapitálu na aktivech	(oběžná aktiva - krátkodobé závazky) / aktiva	0,34	0,58	0,67	0,65	0,80

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12. příslušného roku).

Ukazatele likvidity poměřují schopnost podniku plynule hradit své závazky. Ani v těchto ukazatelích nevykazuje společnost špatné výsledky (viz *Příloha 5, Graf 5*). Oběžný majetek několikanásobně kryje krátkodobé závazky a to i po odečtení zásob, nejméně likvidní složky oběžného majetku. Anomálií je rok 2007, kdy se společnost neměla dostatek peněžních prostředků z důvodu problémů hlavního zákazníka (viz *Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv*) a okamžitá likvidita je záporná – pro zajištění finančních prostředků byl použit krátkodobý kontokorentní úvěr banky (viz *Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv – minusová položka v kolonce Účty v bankách*). Společnost obecně řeší případný krátkodobý nedostatek finančních prostředků krátkodobými půjčkami společníků společnosti.

3.2.2 Výsledek analýzy jednotlivých ukazatelů

Z analýzy jednotlivých ukazatelů plyne, že společnost je zdravá. Tím, že produkt je tvořen zejména lidskou manuální a duševní prací a produkty, pro které nejsou potřeba zařízení spadající do dlouhodobých aktiv (výrobní a kancelářské provozy má společnost pronajaté), není společnost ohrožena vázaností kapitálu v nelikvidním dlouhodobém majetku. Společnost má i dostatek zdrojů pro samofinancování.

Na druhou stranu výraznou hrozbu představuje pro společnost 85% závislost na jednom zákazníkovi. V případě jeho problémů se může do odbytových problémů dostat i oceňovaná společnost.

3.3 Ocenění podniku metodou účetní hodnoty

Účetní hodnota (vlastní jmění) se stanoví jako rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.⁶³ V roční závěrce za rok 2010 byly provedeny účetní úpravy, aby účetní hodnoty lépe odpovídaly skutečnosti, zejména byla přeceněna účetní hodnota zásob dle aktuálních nákupních cen.⁶⁴

Tabulka obsahuje výpočet účetní hodnoty jako rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu pro roky 2006 až 2010.

Tabulka 5 Účetní hodnota firmy (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Účetní hodnota (vlastní jmění)	6 028	11 907	17 382	14 904	18 559

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. zjištěná k 31.10.2010 pomocí metody účetní hodnoty (vlastního jmění) činí **18,5 milionů Kč**.

3.4 Ocenění podniku metodou substanční hodnoty

Substanční hodnota se stanoví jako souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku.

⁶³ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 88.

⁶⁴ Informace jednatele společnosti a hlavního účetního společnosti.

3.4.1 Ocenění jednotlivých položek aktiv

Z rozvahy⁶⁵ vyplývá, že z dlouhodobých aktiv má společnost pouze dlouhodobý hmotný majetek – samostatné movité věci a soubory movitých věcí v účetní hodnotě 184 tisíc Kč a to osobní automobil.⁶⁶ Pro potřeby ocenění podniku je třeba stanovit reálnou hodnotu automobilu a to přímým zjišťováním ceny. Pro stanovení této hodnoty se použijí technický průkaz vozidla pro stanovení technických parametrů vozidla, nákupní faktura pro stanovení nákupní hodnoty a výbavy vozidla a kniha jízd pro stanovení ujetých kilometrů. Pomocí serveru Eurotax⁶⁷, zabývajícího se oceňováním automobilů, a na základě vstupních údajů byla stanovena hodnota automobilu na 436 800,- Kč.

Tabulka 6 Stanovení hodnoty automobilu (v Kč)

	Nákup	Prodej
Cena nového automobilu dle nákupní faktury		655 900
Poslední známá cena nového automobilu		645 900
Obecná cena dle Eurotax	330 300	373 200
Celková hodnota zvláštní výbavy	31 800	39 500
Měsíční korekce	19 400	21 900
Kilometrová korekce (-4 650)	2 200	2 200
Cena po korekci	383 700	436 800

Zdroj: Eurotax,

<http://cz2.eurotax.com/C/fzbewertung/bewert.php?sess=3d311b307bd0d20ce4b8c04efb9e1b3e&ordercode=> (data k 24.7.2011).

U metody substanční hodnoty byla použita cena prodejní (prodejní cena konečnému zákazníkovi), neboť společnost má dostatek času na prodej vozidla. Pro ověření ceny byly použity i nabídky podobných vozidel prodejců automobilů,⁶⁸ které potvrdily zjištěnou cenu vozidla.

⁶⁵ Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv (v tisících Kč).

⁶⁶ Účetní dokument *Přehled dlouhodobého hmotného majetku AEZ - účet 022100*.

⁶⁷ Eurotax, <http://cz2.eurotax.com/C/index.php> (data k 24.7.2011).

⁶⁸ TEAS.CZ,

<http://www.teas.cz/realprice/hledani.php?z=2&m=Octavia&p=1&v1=2009&v2=&s1=24.7.2010&s2=24.7.2011&c=&sub=Zobrazit>

Z rozvahy⁶⁹ vyplývá, že oběžná aktiva společnosti tvoří zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

Zásoby tvoří materiál a nedokončená výroba. Materiál lze ocenit pomocí účetní hodnoty na úrovni pořizovací ceny,⁷⁰ pokud je pro jeho řízení použita metoda FIFO. Společnost při účtování zásob používá způsob *třídy B*, kdy zásoby nevstupují na sklad, ale jsou hned účtovány na jednotlivé zakázky.⁷¹ Vzhledem k jeho zanedbatelné hodnotě vůči celkovým aktivům je účelné použít jeho účetní hodnotu. Tato výše činí 36 tisíc Kč. Nedokončená výroba se ocení výši jejich nákladů a činí 1 561 tisíc Kč.

Krátkodobé pohledávky tvoří pohledávky z obchodních vztahů. Všechny pohledávky jsou za hlavním zákazníkem společnosti a jsou do lhůty splatnosti, neboť ke konci roku uzavírá společnost dle jednatele společnosti zakázky, které fakturuje, dále daňové pohledávky státu a krátkodobé poskytnuté zálohy. Pohledávky z obchodních vztahů jsou podloženy fakturami, protokoly o předání díla a smlouvami. Dlužník je solventní firma, podléhající finančním auditům a má dle jednatele společnosti zakázky dobrou platební morálku a inkaso pohledávek je reálné. To stejné platí i o pohledávkách státu a krátkodobých poskytnutých záloh. Všechny tyto pohledávky se ocení jejich nominální hodnotou a činí 11 801 tisíc Kč. Hodnota pohledávek je již očištěna o nedobytné pohledávky dvou dlužníků, na které byl uvalen konkurz / insolventní řízení, formou opravných položek ve výši 100%.

Krátkodobý finanční majetek se ocení jeho nominální hodnotou a činí 9 327 tisíc Kč.

3.4.2 Ocenění jednotlivých položek pasiv

Z rozvahy⁷² vyplývá, že z cizích zdrojů má společnost pouze krátkodobé závazky. Z provedené analýzy (viz kapitola 3.2.1 *Analýza jednotlivých ukazatelů*) vyplývá, že

<http://www.tipcars.com/basic/karta.php?kf=1549&ki=2993&amb=E&odkud=T&ver=1311495070> (data k 24.7.2011). TIPCAR.S.COM,
<http://www.tipcars.com/basic/karta.php?kf=1549&ki=2993&amb=E&odkud=T&ver=1311495070> (data k 24.7.2011).

⁶⁹ Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv (v tisících Kč).

⁷⁰ MAŘÍK, M. (1998). *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, str. 88.

⁷¹ Informace hlavního účetního společnosti.

⁷² Příloha 3 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana pasiv (v tisících Kč).

společnost není předložena, že má dostatek svých prostředků na krytí svých závazků. Krátkodobé závazky se ocení jejich nominální hodnotou a činí 4 421 tisíc Kč.

3.4.3 Stanovení substanční hodnoty

Po přehodnocení jednotlivých položek aktiv a pasiv následuje vlastní stanovení substanční hodnoty.

Tabulka 7 Substanční hodnota firmy (v tisících Kč)

	Cena
1. Pozemky a komunikace	0
2. Budovy a stavby	0
3. Stroje a zařízení	437
4. Finanční investice	0
5. Stálá aktiva (suma ř. 1. – 4.)	437
6. Zásoby	1 597
7. Pohledávky	11 801
8. Peníze	9 327
9. Oběžná aktiva celkem (suma ř. 6. – 8.)	22 725
10. AKTIVA CELKEM = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (suma ř. 5. + ř. 9.)	23 162
11. Krátkodobé závazky	4 421
12. Dlouhodobé závazky	0
13. Rezervy	0
14. Cizí zdroje celkem (suma ř. 11. – ř. 13.)	4 421
15. VLASTNÍ KAPITÁL V TRŽNÍ HODNOTĚ = NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (rozdíl ř. 10 – ř. 14.)	18 741

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. zjištěná k 31.10.2010 pomocí metody substanční hodnoty činí **18,7 milionů Kč**.

3.5 Ocenění podniku metodou likvidační hodnoty

Likvidační hodnota se stanoví jako rozdíl mezi prostředky, získanými prodejem jednotlivých aktiv, a závazky, které společnost má, přičemž případný přebytek připadne vlastníkům. Pro účely této práce se předpokládá, že společnost ukončila činnost k 31.12.2010. Nejprve je nutné zjistit skutečnou prodejní cenu jednotlivých aktiv. Oproti metodě substanční hodnoty hraje při použití metody likvidační hodnoty faktor času, kdy je třeba co nejdříve rozprodat aktiva společnosti, aby mohli být uspokojeni věřitelé a podnik mohl ukončit svoji činnost.

Z rozvahy⁷³ vyplývá, že z dlouhodobých aktiv má společnost pouze dlouhodobý hmotný majetek – samostatné movité věci a soubory movitých věcí v účetní hodnotě 184 tisíc Kč a to osobní automobil.⁷⁴ Pro potřeby ocenění podniku je třeba stanovit reálnou hodnotu automobilu a to přímým zjišťováním ceny, stejně jako u metody substanční hodnoty. Pro stanovení této hodnoty se použijí technický průkaz vozidla pro stanovení technických parametrů vozidla, nákupní faktura pro stanovení nákupní hodnoty a výbavy vozidla a kniha jízd pro stanovení ujetých kilometrů. Pomocí serveru Eurotax⁷⁵, zabývajícího se oceňováním automobilů, a na základě vstupních údajů byla stanovena hodnota automobilu na 383 700,- Kč.

Tabulka 8 Stanovení hodnoty automobilu (v Kč)

	Nákup	Prodej
Cena nového automobilu dle nákupní faktury		655 900
Poslední známá cena nového automobilu		645 900
Obecná cena dle Eurotax	330 300	373 200
Celková hodnota zvláštní výbavy	31 800	39 500
Měsíční korekce	19 400	21 900
Kilometrová korekce (-4 650)	2 200	2 200
Cena po korekci	383 700	436 800

Zdroj: Eurotax,

<http://cz2.eurotax.com/C/fzbewertung/bewert.php?sess=3d311b307bd0d20ce4b8c04efb9e1b3e&ordercode=> (data k 24.7.2011).

⁷³ Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv (v tisících Kč).

⁷⁴ Účetní dokument *Přehled dlouhodobého hmotného majetku AEZ - účet 022100*.

⁷⁵ Eurotax, <http://cz2.eurotax.com/C/index.php> (data k 24.7.2011).

U metody likvidační hodnoty byla použita cena nákupní (prodejní cena zprostředkovateli prodeje), neboť u likvidační metody je třeba majetek prodat co nejdříve a od zprostředkovatele získá společně okamžitě finanční prostředky – hodnotu vozidla poníženou o provizi zprostředkovatele.

Z rozvahy⁷⁶ vyplývá, že oběžná aktiva společnosti tvoří zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

Zásoby tvoří materiál a nedokončená výroba. Problémem při odhadu ceny obojího je specifická materiálu a výrobků, poskytovaných společností.⁷⁷ V případě nutnosti bude jejich prodej velmi obtížný. Proto bude vhodné stanovit hodnotu materiálu a nedokončené výroby na nulovou hodnotu.

Krátkodobé pohledávky tvoří pohledávky z obchodních vztahů. Situace je zde stejná jako v případě metody substanční hodnoty. Všechny pohledávky jsou za hlavním zákazníkem společnosti a jsou do lhůty splatnosti, neboť ke konci roku uzavírá společnost dle jednatele společnosti zakázky, které fakturuje, dále daňové pohledávky státu a krátkodobé poskytnuté zálohy. Pohledávky z obchodních vztahů jsou podloženy fakturami, protokoly o předání díla a smlouvami. Dlužník je solventní firma, podléhající finančním auditům a má dle jednatele společnosti zakázky dobrou platební morálku a inkaso pohledávek je reálné. To stejné platí i o pohledávkách státu a krátkodobých poskytnutých záloh. Všechny tyto pohledávky se ocení jejich nominální hodnotou a činí 11 801 tisíc Kč. Hodnota pohledávek je již očištěna o nedobytné pohledávky dvou dlužníků, na které byl uvalen konkurz / insolventní řízení, formou opravných položek ve výši 100%.

Hodnota závazků k 31.12.2010 činí dle rozvahy 4 421 tisíc Kč.

⁷⁶ Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv (v tisících Kč).

⁷⁷ Informace jednatele společnosti.

Tabulka 9 Likvidační hodnota firmy (v tisících Kč)

	Cena
1. Pozemky a komunikace	0
2. Budovy a stavby	0
3. Stroje a zařízení	384
4. Finanční investice	0
5. Stálá aktiva (suma ř. 1. – 4.)	384
6. Zásoby	0
7. Pohledávky	11 801
8. Peníze	9 327
9. Oběžná aktiva celkem (suma ř. 6. – 8.)	21 128
10. AKTIVA CELKEM = LIKVIDAČNÍ HODNOTA (suma ř. 5. + ř. 9.)	21 512
11. Krátkodobé závazky	4 421
12. Dlouhodobé závazky	0
13. Rezervy	0
14. Cizí zdroje celkem (suma ř. 11. – ř. 13.)	4 421
15. KONEČNÝ NÁROK VLASTNÍKŮ (rozdíl ř. 10 – ř. 14.)	17 091

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. zjištěná k 31.10.2010 pomocí metody likvidační hodnoty činí **17 milionů Kč**.

3.6 Ocenění podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFF

Pro výpočet hodnoty podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFF je vhodné použít dvoufázový propočer, jehož použití je v podmínkách České republiky obvyklé. Dvoufázový propočer vychází z představy, že období existence firmy lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky, druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna.

Bohužel pro ocenění společnosti AEZ s.r.o. není použití metod DCF vhodné, neboť finanční prognóza, kterou má společnost vypracovanou na příští roky⁷⁸ neobsahuje detailní propočet cash flow, resp. nejsou k dispozici všechna budoucí data pro relevantní výpočet. Proto bude vhodnější pro dosažení co nejpřesnější hodnoty použít jako vstupní data pro metody DFC historická data z účetních závěrek 2006 – 2010.

3.6.1 Výpočet volného peněžního toku

Pro výpočet volného peněžního toku je třeba stanovit upravený provozní zisk po zdanění, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Všechny tyto výpočty obsahuje *Příloha 7 Pomocné výpočty pro metodu DCF*.

Vlastní volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele se vypočítá:

Tabulka 10 Výpočet FCFF (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT po zdanění	4 364	6 237	5 626	3 691	5 036
+ Odpisy	269	368	232	250	407
= Cash flow z operací	4 633	6 605	5 858	3 941	5 443
- Změna pracovního kapitálu (WC)	-	2 483	3 748	-1 121	2 476
- Investice	-	-99	366	533	-229
= Free cash flow to the firm	-	4 221	1 744	4 529	3 196

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

⁷⁸ AEZ s.r.o. (2010). *Plán hospodaření 2005-2014*. Brno: AEZ.

3.6.2 Výpočet hodnoty podniku v první fázi

Hodnota podniku v první fázi se vypočítá podle vzorce:⁷⁹

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} ,$$

kde FCFF_t – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,

n – počet období,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál.

Volný peněžní tok FCFF je vypočítán v kapitole 3.6.1 *Výpočet volného peněžního toku*.

Vážené náklady kapitálu WACC se vypočítají podle vzorce:⁸⁰

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

kde r_d – úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál,

t – sazba daně z příjmu,

D – úročené cizí zdroje,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

E – vlastní kapitál,

C – celková bilanční suma ($D + E$).

Položka D je tvořena všemi úročenými cizími zdroji (v tomto případě pouze závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení, což byly úročené půjčky společníků společnosti a v roce 2007 navíc kontokorentní úvěr banky). Položka E je tvořena vlastními zdroji.

⁷⁹ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 169.

⁸⁰ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 176.

Prvně se stanoví váhy jednotlivých složek kapitálu.

Tabulka 11 Váhy jednotlivých složek kapitálu (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Úročené cizí zdroje D	5 493	4 689	0	1 658	0
Vlastní kapitál E	6 028	11 907	17 382	14 904	18 559
Celková bilanční suma C = D + E	11 521	16 596	17 382	16 562	18 559

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Roli při výpočtu hraje i sazba daně z příjmů právnických osob. Následující tabulka zobrazuje vývoj její výše.

Tabulka 12 Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob

	2006	2007	2008	2009	2010
Sazba daně v %	24	24	21	20	19

Zdroj: DANARI ONLINE, <http://www.danarionline.cz/sazby--vzory--tabulky/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnicky-ch-osob/> (data k 31.12.2010).

Výše úrokové sazby za poskytnutý cizí kapitál r_d bude stanovena ve výši 6%, což byla výše úrokové sazby půjček společníků.⁸¹

Složitější je stanovit výši nákladů na vlastní kapitál r_e . Pro její stanovení se použije metoda CAMP a vypočítá se podle vzorce:⁸²

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

kde $E(r_i)$ – očekávaný výnos i -tého cenného papíru,

r_f – bezriziková míra,

β_i – systematické riziko i -tého cenného papíru,

$E(r_m)$ – očekávaný výnos tržního portfolia.

⁸¹ Informace hlavního účetního společnosti.

⁸² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 189.

Bezriziková míra r_f se stanoví jako výnos státních dluhopisů se splatností v roce 2036. Délka splatnosti pokrývá princip going-concern, tedy že firma bude pokračovat ve své činnosti. Státní dluhopis ST.DLUHOP. 4,20/36⁸³ stanoví bezrizikovou míru r_f na 4,2%.

Společnost působí ve strojírenství. Systematické riziko β odvětví, ve kterém podnikají evropské společnosti stejného odvětví (engineering) činí 0,97.⁸⁴ Hodnota koeficientu β je nižší než 1, odvětví lze hodnotit jako méně rizikové.

Očekávaný výnos tržního portfolia $E(r_m)$ lze stanovit na základě ratingového ohodnocení České republiky společností *Standard & Poor's*. Základní prémie za riziko má hodnotu 5,00% (rating České republiky je stanoven na A1)⁸⁵ a k tomu je nutné připočíst dodatečnou rizikovou prémii České republiky, která má hodnotu 1,28%.⁸⁶ Celkem tedy očekávaný výnos tržního portfolia činí 6,28%.

Výše nákladů na vlastní kapitál po výpočtu $E(r_i)$ v roce 2010 činí 6,22%.

Vzorec modelu CAMP ve své základní podobě nedokáže zohlednit větší riziko (tím i výnosnost) u malých podniků, které bývají obecně investory považovány za rizikovější; investoři požadují vyšší míru návratnosti. Tento nedostatek lze vyřešit přírážkou za tržní kapitalizaci malé společnosti. Pro velmi malé společnosti se použije prémie za tržní kapitalizaci ve výši 3,88%.⁸⁷

Výše nákladů na vlastní kapitál po úpravě o prémii za tržní kapitalizaci v roce 2010 činí 10,10%.

Průměrné vážené náklady na kapitál ukazuje následující tabulka.

Tabulka 13 Výpočet WACC

	2006	2007	2008	2009	2010
WACC	0,0746	0,0853	0,1010	0,0957	0,1010

Zdroj: Vypracoval autor (data k 31.12.2010).

⁸³ PATRIA ONLINE, <http://www.patria.cz/currenciesrates/online/CZ0001001796/bond.aspx#online> (data k 9.7.2011)

⁸⁴ DAMODARAN ONLINE, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls> (data k 9.7.2011)

⁸⁵ DAMORADAN ONLINE, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (data k 22.6.2011).

⁸⁶ DAMORADAN ONLINE, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (data k 22.6.2011).

⁸⁷ PRODĚLAL, F., http://www.ace.cz/cz/download/A&CE-Odhadce-Prirazka_za-trzni_kapitalizaci.pdf (data k 24.7.2011).

Po provedení výpočtu činí hodnota podniku v první fázi 10 946 tisíc Kč.

3.6.3 Výpočet hodnoty podniku v pokračující fázi

Hodnota pokračující fáze se stanoví pomocí Gordonova vzorce.⁸⁸

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n},$$

kde FCFF_1 – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele na konci prvního období,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Tempo růstu g_n se stanoví analýzou. Společnost za posledních 5 let vykázala růst jak tržeb, tak provozního výsledku hospodaření, tak zisku po zdanění.

Tabulka 14 Tempo růstu tržeb (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Růst tržeb	41 642	39 640	50 870	31 832	37 943
Tempo růstu v %	-	-4,8	28,3	-37,4	19,2
Aritmetický průměr v %	1,3				

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Tabulka 15 Tempo růstu provozního výsledku hospodaření tržeb (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní výsledek hospodaření	6 273	8 573	6 450	4 501	7 020
Tempo růstu v %	-	36,7	-24,8	-30,2	56,0
Aritmetický průměr v %	9,4				

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

⁸⁸ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 170.

Tabulka 16 Tempo růstu zisku po zdanění (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Růst zisku po zdanění	5 640	7 846	6 996	4 596	6 695
Tempo růstu v %	-	39,1	-10,8	-34,3	45,7
Aritmetický průměr v %	9,9				

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Z výpočtů je vidět, že společnost má průměrné tempo růstu tržeb, provozního výsledku hospodaření a zisku po zdanění kladné (z důvodu započítání vlivu poklesů – záporných hodnot – byl pro výpočet použit aritmetický, nikoliv geometrický průměr).

Jak odhadnout tempo růstu g_n ? Stanovit tempo růstu g_n na úrovni tempa růstu tržeb je příliš pesimistické, společnost dokáže vykazovat vysoká tempa růstu provozního výsledku hospodaření tržeb a zisku po zdanění. Použití tempa růstu provozního výsledku hospodaření tržeb a zisku po zdanění je příliš optimistické. Společnost je příliš závislá na jednom zákazníkovi, v případě jeho problémů se získáváním zakázek bude mít společnost také problémy a dojde k propadu tržeb. Společnost může reagovat snížením nákladů, aby udržela tempo růstu provozního výsledku hospodaření tržeb a tempo růstu zisku po zdanění, ale to (vzhledem k tomu, že nemá téměř žádný majetek na prodej) pouze za cenu snížení nákladů v oblasti personální. To by ale byla sebevražda, neboť kvalitní lidský kapitál je to, co této společnosti tvoří zisky. Proto by společnost pravděpodobně spíše než propouštění pracovníků volila snížení zisku. Hodnotu tempa růstu g_n je nejvhodnější z opatrnosti stanovit na úrovni předpokládaného růstu HDP pro příští období.

Hodnota tempa růstu g_n je z výše uvedených důvodů stanovena na 2,8%.⁸⁹

Dále je třeba stanovit FCFF pro pokračující období. S ohledem na historický vývoj za poslední roky lze předpokládat průměrnou hodnotu FCFF ve výši 3 422 tisíce Kč. Z průměrných hodnot lze vyjít i při stanovení objemu a vzájemného poměru úročených cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Cizí zdroje tvoří výhradně (mimo roku 2007) půjčky společníků a lze předpokládat, že tato praxe bude i v budoucnu, ale úrok naroste z 6%

⁸⁹ ČNB, http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#HDP (data k 24.7.2011).

KURZY.CZ, <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/> (data k 24.7.2011).

ČBA, http://www.czech-ba.cz/data/articles/down_21415.pdf (data k 24.7.2011).

na 8%.⁹⁰ Náklady vlastního kapitálu r_e v roce 2010 činí 10,10%. Sazba daně se předpokládá ve stejné výši 19%.⁹¹

Tabulka 17 Stanovení parametrů pro výpočet

	hodnota
Free cash flow to the firm	3 422
Úročené cizí zdroje D	2 368
Vlastní kapitál E	13 756
Celková bilanční suma C = D + E	16 124
Sazba daně v %	19
WACC	0,0957

Zdroj: Vypracoval autor z informací jednatele společnosti

Po provedení výpočtu činí hodnota podniku v pokračující fázi 50 566 tisíc Kč.

3.6.4 Celková hodnota podniku

Hodnotu podniku lze vypočítat jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi následujícím způsobem:⁹²

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

kde FCFF_t – volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t ,

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Po dosazení do vzorce se získá hodnota 42 966 tisíc Kč.

⁹⁰ Informace jednatele společnosti.

⁹¹ FINANČNÍ NOVINY, <http://www.financninoviny.cz/os-finance/zpravy/kalousek-reforma-dani-by-mela-mirne-snit-zdaneni-fyzickych-osob/607506> (data k 16.7.2011).

⁹² KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 170.

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. stanovená pomocí metody diskontu peněžního toku s využitím FCFF činí **43 milionů Kč**.

3.7 Ocenění podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFE

Pro výpočet hodnoty podniku metodou diskontu peněžního toku s využitím FCFE je opět vhodné použít dvoufázový propočer, i když i tady se musí konstatovat, že pro ocenění společnosti AEZ není použití metod DCF vhodné.⁹³ I pro tento výpočet bude vhodnější použít historická data z účetních závěrek 2006 – 2010.

3.7.1 Výpočet volného peněžního toku

Pro výpočet volného peněžního toku je třeba stanovit upravený provozní zisk po zdanění, investice do provozně nutného pracovního kapitálu a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Všechny tyto výpočty obsahuje *Příloha 7 Pomocné výpočty pro metodu DCF*.

Vlastní volný peněžní tok pro vlastníky se vypočítá:

Tabulka 18 Výpočet volného peněžního toku FCFE (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT po zdanění	4 364	6 237	5 626	3 691	5 036
+ Odpisy	269	368	232	250	407
- Změna pracovního kapitálu (WC)	-	2 483	3 748	-1 121	2 476
- Investice	-	-99	366	533	-229
- Splátky úvěrů	0	5 493	4 689	0	1 658
+ Nově přijatý úročený cizí kapitál	5 493	4 689	0	1 658	0
- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít	77	325	116	18	15
= Free cash flow to the equity	-	3 092	-3 061	6 169	1 522

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

⁹³ viz úvod kapitoly 3.6 Ocenění podniku metodou FCFE.

3.7.2 Výpočet hodnoty podniku v první fázi

Hodnota podniku v první fázi se vypočítá podle vzorce:⁹⁴

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} ,$$

kde FCFE_t – volný peněžní tok pro vlastníky v čase t ,

r_e – náklady na vlastní kapitál.

Volný peněžní tok FCFE je vypočítán v kapitole 3.7.1 *Výpočet volného peněžního toku*. Peněžní toky FCFE jsou diskontovány pouze náklady vlastního kapitálu. Jejich výše je stejná jako v případě výpočtu FCFF.

Po provedení výpočtu činí hodnota podniku v první fázi 5 942 tisíce Kč.

3.7.3 Výpočet hodnoty podniku v pokračující fázi

Hodnota pokračující fáze se stanoví pomocí vzorce:⁹⁵

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \frac{\text{FCFE}_1}{r_e - g_n} ,$$

kde FCFE_1 – volný peněžní tok pro vlastníky na konci prvního období,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Hodnotu tempa růstu g_n je nejvhodnější z opatrnosti stanovit na úrovni předpokládaného růstu HDP pro příští období a je odhadnuta na 2,8%, jako v případě výpočtu FCFF.

⁹⁴ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

⁹⁵ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

Dále je třeba stanovit FCFE pro pokračující období. S ohledem na historický vývoj za poslední roky lze předpokládat průměrnou hodnotu FCFE ve výši 1 931 tisíc Kč. Náklady vlastního kapitálu r_e činí 10,10%. Sazba daně se předpokládá ve stejné výši 19%.⁹⁶

Tabulka 19 Stanovení parametrů pro výpočet

	hodnota
Free cash flow to the firm	1 931
Sazba daně v %	19
r_e	0,1010

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010)

Po provedení výpočtu činí hodnota podniku v pokračující fázi 26 447 tisíc Kč.

3.7.4 Celková hodnota podniku

Hodnotu podniku lze vypočítat jako součet hodnoty podniku v první fázi a hodnoty podniku v druhé fázi následujícím způsobem:⁹⁷

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu podniku} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{(r_e - g_n)} (1 + r_e)^{-n} ,$$

kde FCFE_t – volný peněžní tok pro vlastníky v čase t ,

r_e – náklady na vlastní kapitál,

g_n – tempo růstu udržitelné do nekonečna.

Po dosazení do vzorce se získá hodnota 22 289 tisíc Kč.

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. stanovená pomocí metody diskontu peněžního toku s využitím FCFE činí **22 milionů Kč**.

⁹⁶ FINANČNÍ NOVINY, <http://www.financninoviny.cz/os-finance/zpravy/kalousek-reforma-dani-by-mela-mirne-snit-zdaneni-fyzickych-osob/607506> (data k 16.7.2011).

⁹⁷ KISLINGEROVÁ, E. (2001). *Oceňování podniku*. Praha: Nakladatelství C.H. BECK, str. 172.

3.8 Ocenění podniku metodou tržních multiplikátorů

Ocenění společnosti pomocí metody tržních multiplikátorů, resp. metodou relativního srovnání, je problematické z toho důvodu, že není možné učinit výběr srovnatelných podniků pro oceňovanou společnost, přičemž výběr srovnatelných podniků je velmi důležitý faktor pro objektivní stanovení hodnoty podniku. Tuto metodu nelze pro ocenění společnosti použít.

3.9 Komparace výsledků použitých metod, zhodnocení výsledků

Metody založené na stavových veličinách – metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty a metoda likvidační hodnoty – dávají takřka shodnou cenu za společnost. Je to dáno tím, že oceňovaná společnost nemá téměř žádný dlouhodobý majetek. Podstatou oceňování jsou vlastně pouze oběžná aktiva, která jsou tvořena cca 1:1 krátkodobými pohledávkami a penězi na bankovních účtech. Hodnotu firmy podle majetkových metod tvoří tedy peníze, bez ohledu na to, zda jsou na bankovních účtech, v hotovosti nebo na „cestě“. Společnost funguje na principu, že nedrží zásoby, účtuje zásoby přímo na jednotlivé zakázky, které nevstupují na sklad. Pokud by společnost měla více dlouhodobého majetku, rozdíly v jednotlivých oceněních by byly bezesporu větší. Rozdíl mezi hodnotou získanou pomocí účetní hodnoty a oběma druhými metodami činí ve způsobu ocenění dlouhodobého hmotného majetku. Rozdíl mezi hodnotou získanou metodou substanční a likvidační je dán rozdílným oceněním dlouhodobého hmotného majetku a zásob z důvodu časové tísně při prodeji majetku při oceňování metodou likvidační hodnoty. Dosažené hodnoty ocenění jsou u metod účetní hodnoty, substanční hodnoty a likvidační hodnoty zcela relevantní vzhledem k podkladům, neboť, jak je zmíněno výše, nejsou tyto hodnoty zkresleny případným chybným přeceněním dlouhodobého majetku nebo dlouhodobých pohledávek.

Metody založené na stavových veličinách zdůrazňují především majetkovou stránku podniku. Mají spíše nevýhody, které snižují jejich vypovídací schopnost a použitelnost. Proto je lepší je používat v kombinaci s ostatními metodami oceňování. Nevýhoda metody účetní hodnoty spočívá ve vlastní funkci účetnictví a jeho hlavních principů,

kdy účetnictví nedokonale zobrazuje tržní hodnotu majetku. Substanční hodnota se snaží korigovat tento nedostatek metody účetní hodnoty kladením důrazu na čisté reprodukční náklady. Substanční hodnota ale neoceňuje nekvantifikovatelné nehmotné složky jako je organizační struktura, goodwill, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů apod. Likvidační metoda dává hodnotu podniku při ukončení jeho činnosti.

Hlavní nevýhoda se spatřuje v tom, že tyto metody dávají hodnotu k určitému datu a vycházejí ze stavových veličin účetní závěrky k určitému datu. Neberou v potaz dynamiku společnosti v čase. Hrozí nebezpečí, že ačkoliv společnost dosahovala v předchozích letech dobrých výsledků, bude výsledek ocenění za poslední kalendářní rok, který mohl být pro společnost špatný, nižší, než je skutečný potenciál společnosti.

Oproti tomu metody založené na diskontu cash flow vycházejí z dynamického vývoje společnosti v čase. Z důvodů, které byly uvedeny v kapitole 3.6 *Ocenění podniku metodou diskontu cash flow*, byla jako vstupní data použita historická data z účetních závěrek 2006 – 2010. Metody diskontu cash flow odvozují hodnotu aktiv podniku od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Rozdíl mezi modelem diskontu cash flow s využitím volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF) a s využitím volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE) spočívá nejen ve způsobu výpočtu cash flow, ale hlavně ve stanovení diskontní míry. Model diskontu cash flow s využitím FCFE využívá náklady na vlastní kapitál, které jsou vždy vyšší, než průměrné vážené náklady na kapitál, které používá model diskontu cash flow s využitím FCFF, neboť se ve výpočtu odráží jednak rozdílné riziko různých peněžních toků, jednak i skutečnost, že úrok pro podnik představuje náklad, který podnik zahrnuje do svých nákladů, a tudíž snižuje základ pro výpočet daně z příjmů (tzv. daňový štít).

Hodnota společnosti stanovená metodou diskontu cash flow s využitím FCFF ve výši téměř 43 milionů Kč je vysoká hodnota, ukazující, že společnost je schopna generovat vzhledem k své malé velikosti slušné provozní peněžní toky ze svých provozních aktiv. Společnost není financována pouze svým kapitálem, ale i úročenými cizími zdroji. Společnost nevyužívá klasické úvěrové financování (bankovní úvěry), ale používá především půjčky společníků.

I po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění dalšího fungování společnosti dosahuje hodnota společnosti stanovená metodou diskontu cash flow s využitím FCFE kladné hodnoty, a to 22 milionů Kč. Kapitál společnosti je téměř tvořen pouze formou nerozděleného zisku minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období (nepočítají-li se krátkodobé závazky).

A nutno připomenout, že pro výpočet FCFF a FCFE byla použita historická data z let 2006 – 2010, tedy výsledky hospodaření společnosti z období světové krize; výsledek ocenění není nadhodnocen či jinak zkreslen ekonomickým boomem.

Metody diskontu cash flow pohlízejí na podnik jako na investici, která slouží ke zhodnocení kapitálu, který investor do podniku vložil. Jsou v České republice v praxi hodně používané. Při použití těchto metod je ale třeba se vyvarovat úskalím. Protože tyto metody pracují s budoucími peněžními toky a s budoucími hodnotami; je třeba stanovit správná vstupní data, zejména správný hospodářský výsledek, ze kterého se vychází, co nejpřesnější hodnoty nákladů na cizí a vlastní kapitál a co nejpřesnější odhad tempa růstu.

Vstupní data byla čerpána z účetní závěrky společnosti, účetních výkazů a informací majitelů, jednatelů a účetních společnosti. Oceňovatel se musí spolehnout na to, že společnost pečlivě vede své účetnictví, včetně evidencí majetku, inventur, analýz budoucího vývoje apod. Všechna tato data umožňují pravdivější stanovení hodnoty podniku. Tato oceňovaná společnost vede svoje účetnictví pečlivě, pro ocenění byly k dispozici podklady v dostatečné míře a kvalitě. Bohužel společnost nemá dostatečně propracovaný finanční plán budoucího vývoje pro stanovení hodnoty společnosti pomocí metod diskontu cash flow. Nicméně na druhou stranu využitím historických dat z posledních pěti let lze dosáhnout relevantnějšího výsledku ocenění, neboť se vychází ze skutečného výkonu podniku a nikoliv z predikce, která může být, při nedostatečných zkušenostech nebo zdrojových dat, vzdálená realitě výkonnosti podniku. Výsledky ocenění metodami diskontu cash flow odpovídají vstupním datům. Zajímavostí je, že sami majitelé společnosti odhadují hodnotu své společnosti k 40 milionům, blíží se tedy výsledku dosaženého metodou diskontu cash flow s využitím volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF).

Vážené náklady kapitálu WACC mají velký vliv na výslednou hodnotu. Musí odrážet jak cenu cizího kapitálu, tak cenu vlastního kapitálu. Cena cizího kapitálu u oceňované společnosti byla jasná. Společnost využívá cizí zdroje pouze ve formě půjček svých majitelů. Kontokorentní bankovní úvěr v roce 2007 byl pouze krátkodobý, čerpaný před koncem roku a splacený začátkem následujícího roku. Obecně cenu cizího kapitálu je snazší zjistit (ze zdrojů bank, úvěrových společností, finančních trhů apod.). Zásadní problém nastává při stanovení ceny vlastního kapitálu. Na výpočet pomocí metody CAMP má vliv řada faktorů, které nelze jednoznačně přesně určit. Dále se používají statistická data, která nemusí být přesná; přičemž nesprávně příliš nízko stanovená výsledná hodnota snižuje celkovou hodnotu WACC a tím se navyšuje hodnota společnosti.

Stanovení tempa růst g_n má také velký vliv na výslednou hodnotu. Jeho stanovení je ještě obtížnější než nákladů na vlastní kapitál. Pro ocenění společnosti byl z více možností jeho určení vybrán odhad analytika. Při jeho stanovení byl brán zřetel na vývoj ekonomiky jako celku, na vývoj tempa růstu HDP. Výše tempa růstu 2,8% není vysoká, ale u společnosti, která generuje svůj zisk jen z provozních aktiv, je na místě opatrnost. Chybný odhad jeho výše může znamenat velmi podstatné odchylky celkové hodnoty od skutečné hodnoty společnosti.

Výsledky ocenění společnosti AEZ s.r.o. shrnuje následující tabulka.

Tabulka 20 Porovnání výsledků ocenění společnosti (v tisících Kč)

Použitá metoda ocenění	Výsledná hodnota ocenění
Metoda účetní hodnoty	18 559
Metoda substanční hodnoty	18 741
Metoda likvidační metody	17 091
Metoda DFC - FCFF	42 966
Metoda DFC - FCFE	22 289

Zdroj: Vypracoval autor z výsledků ocenění společnosti

Je evidentní velký rozdíl mezi oceněními. Jakou hodnotu společnosti tedy vzít jako tu správnou? Společnost nelze brát jako podnik založený na majetku, neboť jeho hodnotu tvoří činnost, nikoliv vlastněný majetek. Jelikož nepředpokládáme, že společnost bude

končit svoji činnost, bude hodnota společnosti zjištěná pomocí substanční metody ve výši 18 – 19 milionů brána jako dolní hranice, za kterou by vlastníci byli ochotni společnost prodat.

Z pohledu stávajících vlastníků by ceně jejich společnosti odpovídala cena dosažená metodou diskontu cash flow s využitím FCFE.⁹⁸ Dle jejich mínění – i z výsledku ocenění to vyplývá – je společnost v budoucnu schopná generovat stanovené cash flow a cena je oprávněná. Z pohledu potenciálního kupce se ale tato cena může jevit příliš vysoká z několika důvodů. Za prvé je to cena dosažená predikcí budoucího vývoje, který může, ale také nemusí nastat. Za druhé společnost podniká v oboru automatizace turbín, který nenabízí mnoho zákazníků pro produkt společnosti; nebude tedy mnoho potenciálních zájemců o koupi společnosti. Za třetí společnost má více než polovinu aktiv v pohledávkách, které jsou sice dokumentově doložené, ale přece jen jsou to pohledávky, které se mohou stát těžko vymahatelné, případně terčem soudního sporu. A za čtvrté obor činnosti vyžaduje zkušené pracovníky, ochotné jezdit po zakázkách po světě. S ohledem na tato potenciální rizika by cena společnosti z pohledu kupce byla nižší, blíží se hodnotě stanovené metodou diskontu cash flow s využitím FCFE, přibližně 22 milionů Kč. Podle oceňovatele se hodnota společnosti AEZ s.r.o. reálně pohybuje v intervalu **25-35 milionů Kč**.

⁹⁸ Informace vlastníků společnosti.

4 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovit hodnotu vybrané společnosti s využitím alternativních metod oceňování. V souvislosti s aplikací těchto metod bylo třeba odpovědět i na otázky, které se oceňování podniku týkají a které byly vzneseny v úvodu této diplomové práce.

V teoreticko-metodologické části se diplomová práce věnovala zejména teoretickým poznatkům vybraných metod oceňování podniku – metodě účetní hodnoty, metodě substanční hodnoty, metodě likvidační hodnoty, modelům diskontu cash flow s využitím FCFF a FCFE a metodě tržních multiplikátorů. Zdrojů poznatků nejen k těmto metodám, ale i celkově k problematice oceňování společnosti je celá řada, ať už odborné knihy, články, seminární a diplomové práce a prezentace. Ovšem většina těchto zdrojů vychází z děl doc. Evy Kislingerové a prof. Miloše Maříka, zdroje konkrétních dat potom z webových stránek prof. Aswatha Damodarana.

V analytické/praktické části byla představena společnost AEZ s.r.o. Po její charakteristice byla provedena finanční analýza. Ocenění společnosti ukázalo, že různými oceňovacími postupy lze dospět k odlišným korektním hodnotám ocenění. Všechny dosažené výsledky lze považovat za správné, je však nutné přihlídnout k účelu, ke kterému se ocenění společnosti dělalo. Ukázalo se, že pro ocenění společnosti jsou vhodnější metody výnosové než majetkové, neboť společnost nemá dlouhodobý majetek a její hodnotu tvoří hlavní činnost, nikoliv vlastněný majetek.

Na výsledném hodnocení se ukázal i velký vliv nákladů na kapitál a odhadu tempa růstu. U nákladů na kapitál je problémem zejména stanovení nákladů na vlastní kapitál modelem CAMP, vycházejícího z podmínky existence bezrizikové výpůjční sazby. V reálné ekonomice také existují daně a transakční náklady. Investoři navíc nemívají všechny potřebné informace pro relevantní rozhodnutí. Tempo růstu také není ani sebelepší odhadce schopen určit přesně, zejména v současné hospodářsky rozkolísané době.

Určení hodnoty společnosti sice vychází z exaktně stanovených postupů, ale vyžaduje značnou míru úsudku oceňovatele. Různí znalci mohou při určování hodnoty podniku

dospět k různým výsledkům v důsledku odlišné interpretace stejných skutečností. Neexistuje žádná jedinečná metoda, která by zjistila tu jedinou „správnou“ tržní hodnotu podniku, a záleží na vlastnících a potenciálních investorech, na jaké ceně za společnost se dohodnou. Důležité je i upozornit, že každé ocenění podniku je platné v té době ocenění a za týchž podmínek, za kterých vzniklo. Pokud dojde ke změně podmínek, ze kterých bylo ocenění provedeno, musí se provést ocenění nové podle nových podmínek.

Hodnota společnosti AEZ s.r.o. dle názoru autora této diplomové práce činí přibližně 25-35 milionů Kč, která by byla akceptovatelná oběma stranami.

Na závěr lze říci, že stanoveného cíle bylo dosaženo a otázky zodpovězeny. Na druhou stranu by bylo vhodné zpracovat důslednou strategickou situační analýzu společnosti, která by dala odpovědi na otázky, jaké je postavení společnosti na trhu, jak jsou její produkty úspěšné a jaké jsou vyhlídky společnosti do budoucna. Tato analýza ale překračuje možnosti (zejména co rozsáhlosti a časové omezenosti) této práce a bylo by vhodné vypracovat samostatnou práci na toto téma.

Literatura

Primární zdroje

AEZ s.r.o. *Plán hospodaření 2005-2014*. Brno : AEZ, 2010

AEZ s.r.o. *Účetnictví za rok 2010*. Brno : AEZ, 2011

AEZ s.r.o. *Účetní závěrka ke dni 31.12.2006*. Brno : AEZ, 2007.

AEZ s.r.o. *Účetní závěrka ke dni 31.12.2007*. Brno : AEZ, 2008.

AEZ s.r.o. *Účetní závěrka ke dni 31.12.2008*. Brno : AEZ, 2009.

AEZ s.r.o. *Účetní závěrka ke dni 31.12.2009*. Brno : AEZ, 2010.

AEZ s.r.o. *Účetní závěrka ke dni 31.12.2010*. Brno : AEZ, 2011.

Monografie

HYRŠLOVÁ, J., KLEČKA, J. *Ekonomika podniku*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomie a managementu, 2008. 344 s. ISBN 978-80-86730-36-3.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha : Nakladatelství C.H. BECK, 2001. 368 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha : Linde Praha – Právnícké a ekonomické nakladatelství a knihkupectví Bohumily Hořínkové a Jana Tuláčka, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

SEKERKA, B. *Finanční analýza společnosti na bázi účetních výkazů*. 1. vyd. Praha : Profess, 1996. 152 s. ISBN 80-852-3540-4.

SYNEK, M. *Ekonomická analýza*. 1. vyd. Praha : VŠE, 2003. 79 s. ISBN 80-245-0603-3.

VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku : zakládání podniku, finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha : Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-861-92-11.

Internetové zdroje

ČBA: *ČBA ekonomická prognóza leden 2011 [online]*. Praha : ČBA, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <http://www.czech-ba.cz/data/articles/down_21415.pdf>.

ČNB: *Aktuální prognóza ČNB [online]*. Praha : ČNB, 2004 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#HDP>.

DANARI ONLINE: *Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob [online]*. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011 [cit. 2011-07-08]. Dostupné z WWW: <<http://www.danarionline.cz/sazby--vzory--tabulky/uzitecne-tabulky/vyvoj-sazby-dane-z-prijmu-pravnickyh-osob/>>.

DAMODARAN ONLINE: *Damodaran online [online]*. New York : Aswath Damodaran, 2011 [cit. 2011-06-22]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

DAMODARAN ONLINE: *Country Default Spreads and Risk Premiums [online]*. New York : Aswath Damodaran, 2011 [cit. 2011-06-22]. Dostupné z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>.

DAMODARAN ONLINE: *Levered and Unlevered Betas by Industry – Europe [online]*. New York : Aswath Damodaran, 2011 [cit. 2011-07-09]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>>.

Eurotax: *Main page [online]*. Praha : Eurotax Czech, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <<http://cz2.eurotax.com/C/index.php>>.

Eurotax: *Ocenění ojetého automobilu [online]*. Praha : Eurotax Czech, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <<http://cz2.eurotax.com/C/fzbewertung/bewert.php?sess=3d311b307bd0d20ce4b8c04efb9e1b3e&ordercode=>>.

FINANČNÍ NOVINY: *Kalousek: Reforma daní by měla mírně snížit zdanění fyzických osob [online]*. Praha : Česká tisková kancelář, 2011 [cit. 2011-07-16]. Dostupné z WWW: <<http://www.financenoviny.cz/os-finance/zpravy/kalousek-reforma-dani-by-mela-mirne-snizit-zdaneni-fyzickych-osob/607506>>.

KURZY: *HDP 2011, vývoj hdp v ČR [online]*. Praha : Kurzy.cz, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/>>.

PATRIA ONLINE: *Dluhopisy online - Státní dluhopisy ČR [online]*. Praha : Patria Online, 2011 [cit. 2011-07-09]. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/currenciesrates/online/CZ0001001796/bond.aspx#online>>.

PRODĚLAL, F.: *Přirážka za tržní kapitalizaci při stanovení nákladů na vlastní kapitál metodou CAMP [online]*. Praha : Odhadce a oceňování majetku 3-4/2009, 2009 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <http://www.ace.cz/cz/download/A&CE-Odhadce-Prirazka_za-trzni_kapitalizaci.pdf>.

TEAS: *Reálná cena vozu [online]*. Zlín : Teas, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <http://www.teas.cz/realprice/hledani.php?z=2&m=Octavia&p=1&v1=2009&v2=&s1=24.7.2010&s2=24.7.2011&c=&sub=Zobrazit&up_r=2009&up_p=1&up_k=1&up_v=103&up_o=2.0&up_z=A&up_n=1>.

TipCars: *Karta vozu [online]*. Frýdek-Místek : EBM System, 2011 [cit. 2011-07-24]. Dostupné z WWW: <<http://www.tipcars.com/basic/karta.php?kf=1549&ki=2993&amb=E&odkud=T&ver=1311495070>>.

...

Přílohy

Příloha 1 Výpis z Obchodního rejstříku AEZ s.r.o.

MSp ČR - Detail vybraného subjektu

<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=3159..>

V ý p í s

z obchodního rejstříku, vedeného
Krajským soudem v Brně
oddíl C, vložka 30694

!!!UPOZORNĚNÍ!!!

Tento výpis má pouze **informativní** charakter.
Data pro jeho vytvoření byla získána z počítačové sítě INTERNET. V případě, že se domníváte, že obsahuje chyby, obraťte se prosím na rejstříkový soud.

Datum zápisu: 18.května 1998
Obchodní firma: AEZ s.r.o.
Sídlo: Brno, Křenová 67c, okres Brno-město, PSČ 602 00
Identifikační číslo: 255 28 734
Právní forma: Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání:
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení
Statutární orgán:
Jednatel: Ing. Oldřich Chronek, r.č. 430529/402
Ostrovačice, Veverské Knínice 170, okres Brno-venkov, PSČ 664 81
jednatel: Ing. Gustav Poslušný, r.č. 500801/034
Brno, Rozárka 694/26, PSČ 644 00
den vzniku funkce: 20.prosince 2010
jednatel: Profesor Ing. Stanislav Veselý, CSc., r.č. 470115/457
Jinačovice 192, PSČ 664 34
den vzniku funkce: 20.prosince 2010
Jménem společnosti jednájí a podepisují společně alespoň dva jednatelé.
Společníci:
EKOL, spol s r.o.
Brno, Křenová 65, PSČ 602 00
Identifikační číslo: 416 00 983
Vklad: 100 000,- Kč
Splaceno: 100 000,- Kč
Obchodní podíl: 100%
Základní kapitál: 100 000,- Kč

Tento výpis je neprodejný a byl pořízen na Internetu (<http://www.justice.cz>).

Dne: 08.07.11 16:19:37

Údaje platné ke dni 08.07.2011, 6:00

Zdroj: JUSTICE,

<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=315920&sysinf.vypis.rozsah=aktualni&sysinf.@typ=transformace&sysinf.@strana=report&sysinf.vypis.typ=XHTML&sysinf.vypis.klic=cd8ec9534d57587cac5105112bc914b2&sysinf.spis.@oddil=C&sysinf.spis.@vložka=30694&sysinf.spis.@soud=Krajsk%FDm%20soudem%20v%20Brn%EC&sysinf.platnost=08.07.2011> (data k 8.7.2011).

Příloha 2 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana aktiv (v tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM		15 347	24 854	25 294	21 837	22 980
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B.	Dlouhodobý majetek	732	364	362	663	184
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	161	100	0
B. I. 1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3	Software	0	0	161	100	0
4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
5	Goodwill	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	732	364	201	563	184
B. II. 1	Pozemky	0	0	0	0	0
2	Stavby	0	0	0	0	0
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	732	364	201	563	184
4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B. III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
4	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	0	0	0	0	0
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	14 498	24 235	24 742	21 040	22 725
C. I.	Zásoby	646	2 589	1 932	971	1 597
C. I. 1	Materiál	322	68	98	57	36
2	Nedokončená výroba a polotovary	324	2 521	1 834	914	1 561
3	Výrobky	0	0	0	0	0
4	Zvířata	0	0	0	0	0
5	Zboží	0	0	0	0	0
6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0

C.	II.		Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
C.	II.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
		2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
		3	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
		5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
		6	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
		7	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
		8	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.	III.		Krátkodobé pohledávky	7 213	22 935	8 618	11 668	11 801
C.	III.	1	Pohledávky z obchodních vztahů	6 890	22 925	7 502	11 086	11 694
		2	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
		3	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
		5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
		6	Stát - daňové pohledávky	323	0	758	567	69
		7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	358	0	38
		8	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
		9	Jiné pohledávky	0	10	0	15	0
C.	IV.		Krátkodobý finanční majetek	6 639	-1 289	14 192	8 401	9 327
C.	IV.	1	Peníze	221	191	162	250	51
		2	Účty v bankách	6 418	-1 480	14 030	8 151	9 276
		3	Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
		4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
D.	I.		Časové rozlišení	117	255	190	134	71
D.	I.	1	Náklady příštích období	114	255	189	133	70
		2	Komplexní náklady příštích období	3	0	1	1	1
		3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Příloha 3 Rozvaha AEZ s.r.o. – strana pasiv (v tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
PASIVA CELKEM		15 347	24 854	25 294	21 837	22 980
A.	Vlastní kapitál	6 028	11 907	17 382	14 904	18 559
A. I.	Základní kapitál	100	100	100	100	100
1	Základní kapitál	100	100	100	100	100
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A. II. 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
5	Rozdíly z přeměn společností	-	-	-	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	10	10	10	10	10
A. III. 1	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	10	10	10	10	10
2	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 683	5 917	11 796	11 372	13 030
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	2 884	7 118	12 997	12 573	14 231
2	Neuhrazená ztráta minulých let	-1 201	-1 201	-1 201	-1 201	-1 201
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	4 235	5 880	5 476	3 422	5 419
B.	Cizí zdroje	9 319	12 947	7 912	6 933	4 421
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
4	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	3 209	0	0	0
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	3 209	0	0	0
5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
7	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
8	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
9	Jiné závazky	0	0	0	0	0
10	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0

B.	III.		Krátkodobé závazky	9 319	9 738	7 912	6 933	4 421
B.	III.	1	Závazky z obchodních vztahů	2 425	6 246	6 544	4 533	2 319
		2	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
		3	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0
		4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	5 493	0	0	1 658	0
		5	Závazky k zaměstnancům	156	215	234	340	310
		6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	100	142	149	208	189
		7	Stát - daňové závazky a dotace	1 140	1 931	343	185	554
		8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	1 200	633	0	900
		9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
		10	Dohadné účty pasivní	5	4	9	9	9
		11	Jiné závazky	0	0	0	0	140
B.	IV.		Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
B.	IV.	1	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
		2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
		3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C.	I.		Časové rozlišení	0	0	0	0	0
C.	I.	1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
		2	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Příloha 4 Výkaz zisku a ztrát AEZ s.r.o. (v tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
+	Obchodní marže	0	0	0	0	0
II.	Výkony	41 642	39 640	50 870	31 832	37 943
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	41 801	37 005	51 104	32 461	37 098
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-480	2 197	-687	-921	647
3	Aktivace	321	438	453	292	198
B.	Výkonová spotřeba	30 995	25 822	35 876	20 295	24 279
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	17 601	14 998	22 777	12 450	13 809
B. 2	Služby	13 394	10 824	13 099	7 845	10 470
+	Přidaná hodnota	10 647	13 818	14 994	11 537	13 664
C.	Osobní náklady	3 665	4 721	5 837	5 682	5 960
C. 1	Mzdové náklady	2 632	3 387	4 194	4 179	4 280
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	879	1 149	1 452	1 285	1 450
C. 4	Sociální náklady	154	185	191	218	230
D.	Daně a poplatky	49	27	28	36	45
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	269	368	232	250	407
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	1	727
III. 1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	603
2	Tržby z prodeje materiálu	0	0	0	1	124
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	73
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	73
F. 2	Prodaný materiál	0	0	0	0	0
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	199	-9	-542	-200	367
IV.	Ostatní provozní výnosy	76	70	25	103	76
H.	Ostatní provozní náklady	268	208	3 014	1 372	595
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	6 273	8 573	6 450	4 501	7 020
VI	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VII. 1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
VII. 2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
VII. 3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0

K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	38	27	11	6	3
N.	Nákladové úroky	101	427	147	23	19
XI.	Ostatní finanční výnosy	11	54	1 222	517	107
O.	Ostatní finanční náklady	580	448	561	410	913
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-632	-794	525	90	-822
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 405	0	1 520	1 174	1 276
Q. 1	-splatná	1 405	0	1 520	1 174	1 276
Q. 2	-odložená	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	4 236	7 779	5 455	3 417	4 922
XIII.	Mimořádné výnosy	9	67	33	5	497
R.	Mimořádné náklady	10		12	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	1 966	0	0	0
S. 1	-splatná	0	1 966	0	0	0
S. 2	-odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-1	-1 899	21	5	497
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	4 235	5 880	5 476	3 422	5 419
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	5 640	7 846	6 996	4 596	6 695

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

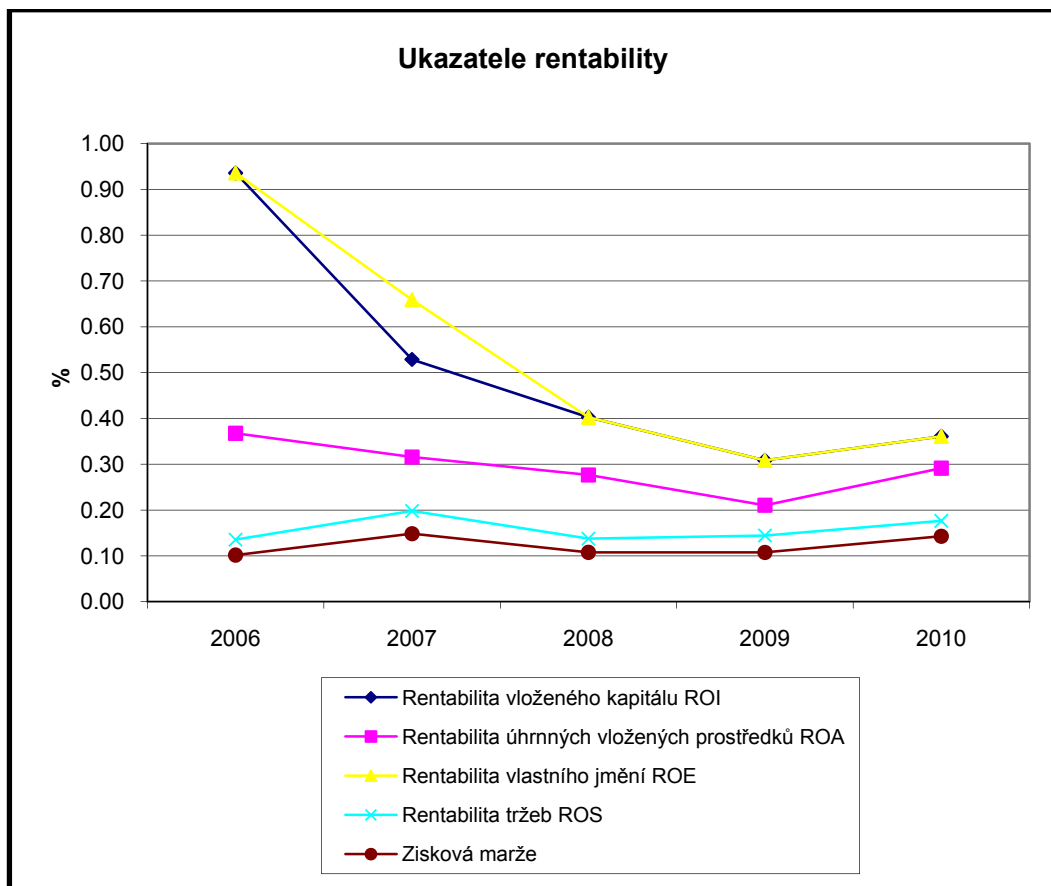
Příloha 5 Přehled o peněžních tocích AEZ s.r.o. (v tisících Kč)

		2006	2007	2008	2009	2010
P.	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	11 778	6 639	-1 288	14 192	8 401
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)						
Z.	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	5 641	7 779	6 975	4 591	6 198
A. 1	Úpravy o nepeněžní operace	332	768	368	267	-593
A. 1 1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	269	368	232	250	45
A. 1 2	Změna stavu opravných položek, rezerv	0	0	0	0	0
A. 1 3	Zisk z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0	-654
A. 1 4	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0	0
A. 1 5	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a vyúčtované výnosové úroky	63	400	136	17	16
A. 1 6	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	0	0	0	0	0
A. *	Čistý peněžní tok z prov.činnosti před zdaněním, změnami prac. kapitálu a mim.položkami	5 973	8 547	7 343	4 858	5 605
A. 2	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	7 273	-17 384	13 213	-3 012	-3 208
A. 2 1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	106	-15 860	14 382	-2 994	-70
A. 2 2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodných účtů pasiv	6 793	419	-1 826	-979	-2 512
A. 2 3	Změna stavu zásob	374	-1 943	657	961	-626
A. 2 4	Změna stavu krátkodobého finančního majetku nespádajícího do peněžních prostředků a ekvivalentů	0	0	0	0	0
A. **	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami	13 246	-8 837	20 556	1 846	2 397
A. 3	Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-101	-427	-147	-23	-19
A. 4	Přijaté úroky	38	27	11	6	3
A. 5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	-1 405	0	-1 520	-1 174	-1 276
A. 6	Příjmy a výdaje spojené s mimořádným hospodářským výsledkem včetně daně z příjmů	-1	-1 899	21	5	497
A. ***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	11 777	-11 136	18 921	660	1 602
Peněžní toky z investiční činnosti						
B. 1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-916	0	-230	-551	434
B. 2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0	654
B. 3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0
B. ***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-916	0	-230	-551	1 088

		Peněžní toky z finančních činností					
C.	1	Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	0	3 209	-3 209	0	0
C.	2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	-16 000	0	0	-5 900	-1 764
C.	2 1	Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení základního kapitálu, emisního ážia atd.	0	0	0	0	0
C.	2 2	Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	0	0	0	0	0
C.	2 3	Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0	0
C.	2 4	Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0	0
C.	2 5	Přímé platby na vrub fondů	0	0	0	0	0
C.	2 6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	-16 000	0	0	-5 900	-1 764
C.	***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	-16 000	3 209	-3 209	-5 900	-1 764
F.	Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků		-5 139	-7 927	15 482	-5 791	926
R.	Stav peněžních prostředků a pen. ekvivalentů na konci účetního období		6 639	-1 288	14 192	8 401	9 327

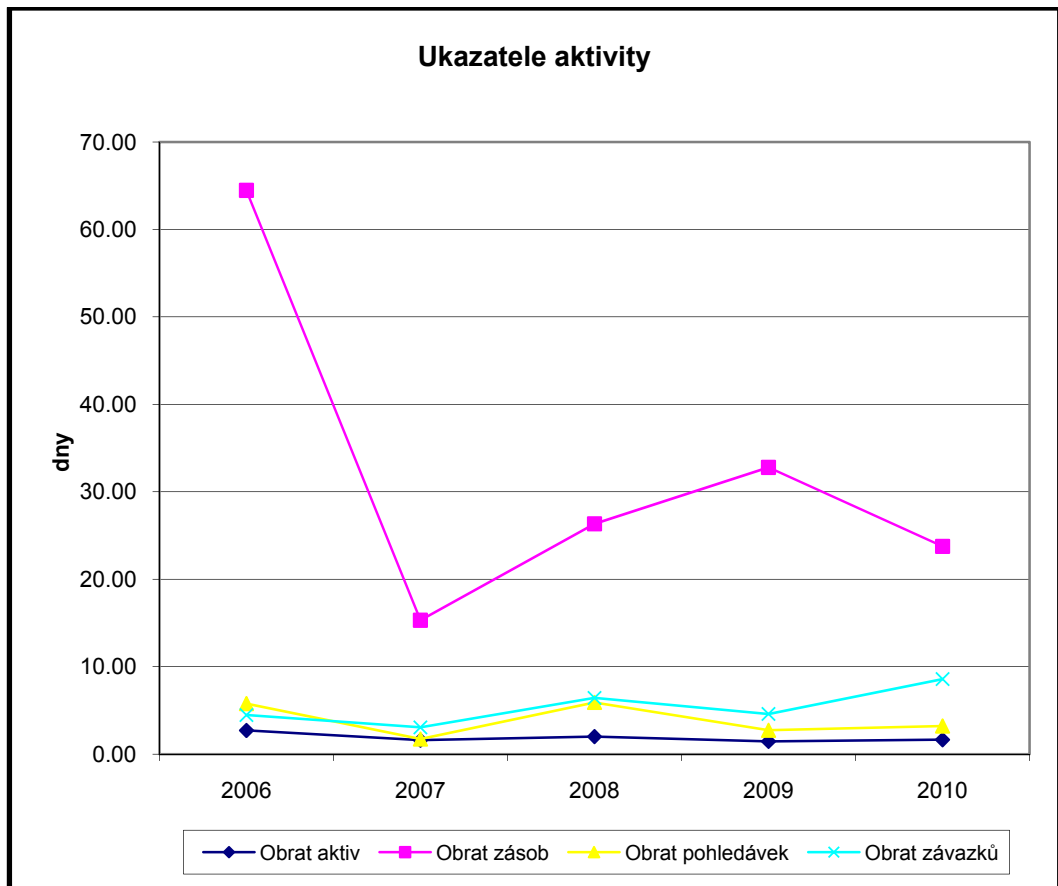
Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Graf 1 Ukazatele rentability



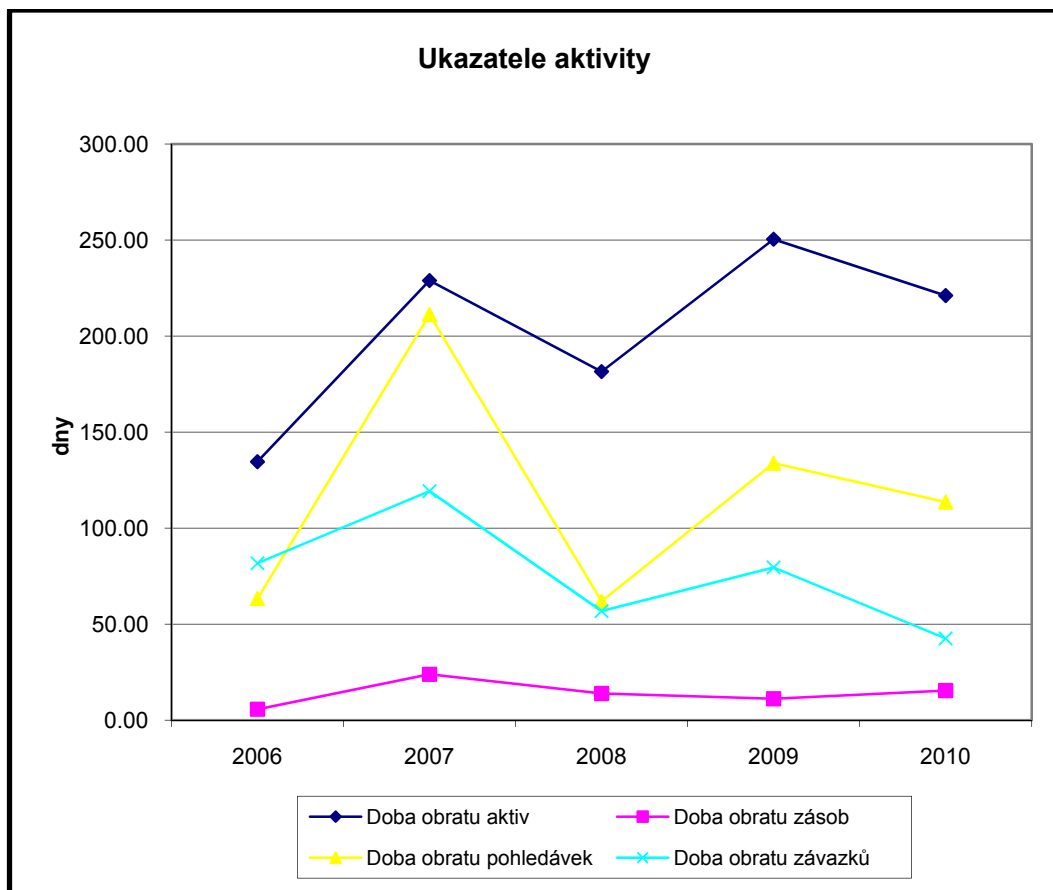
Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Graf 2 Ukazatele aktivity



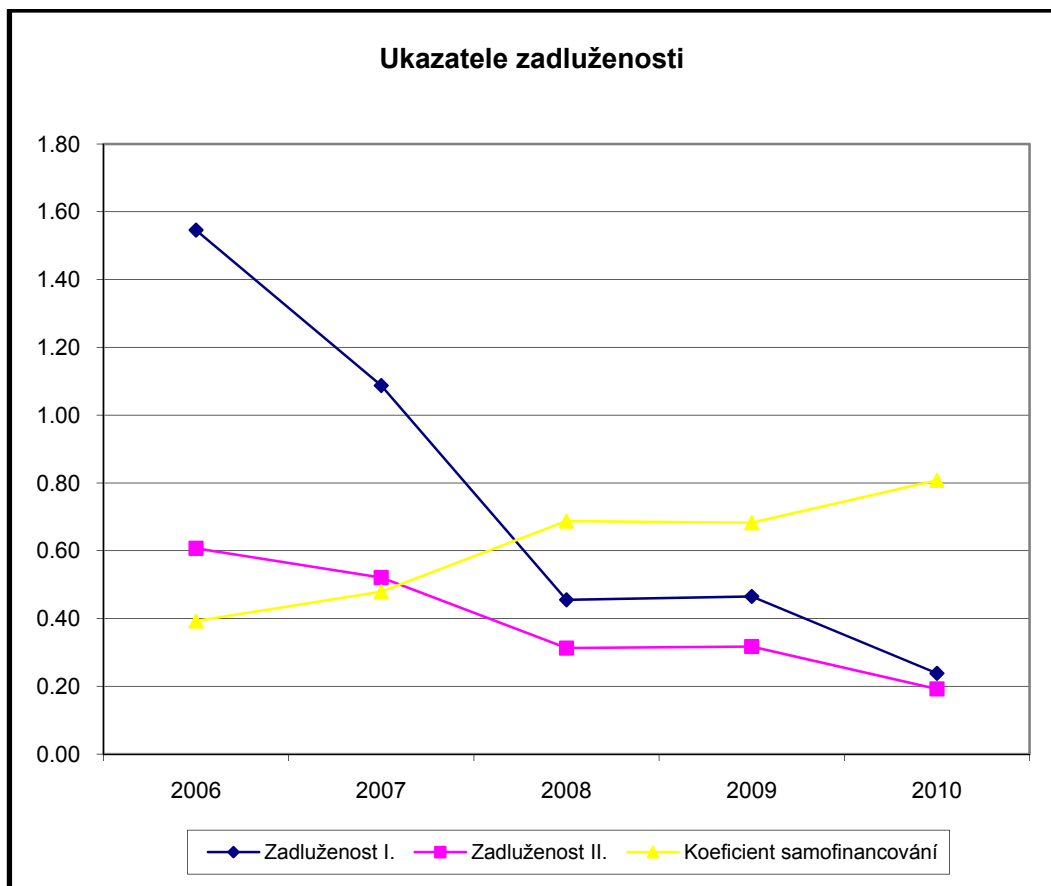
Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Graf 3 Ukazatele aktivity



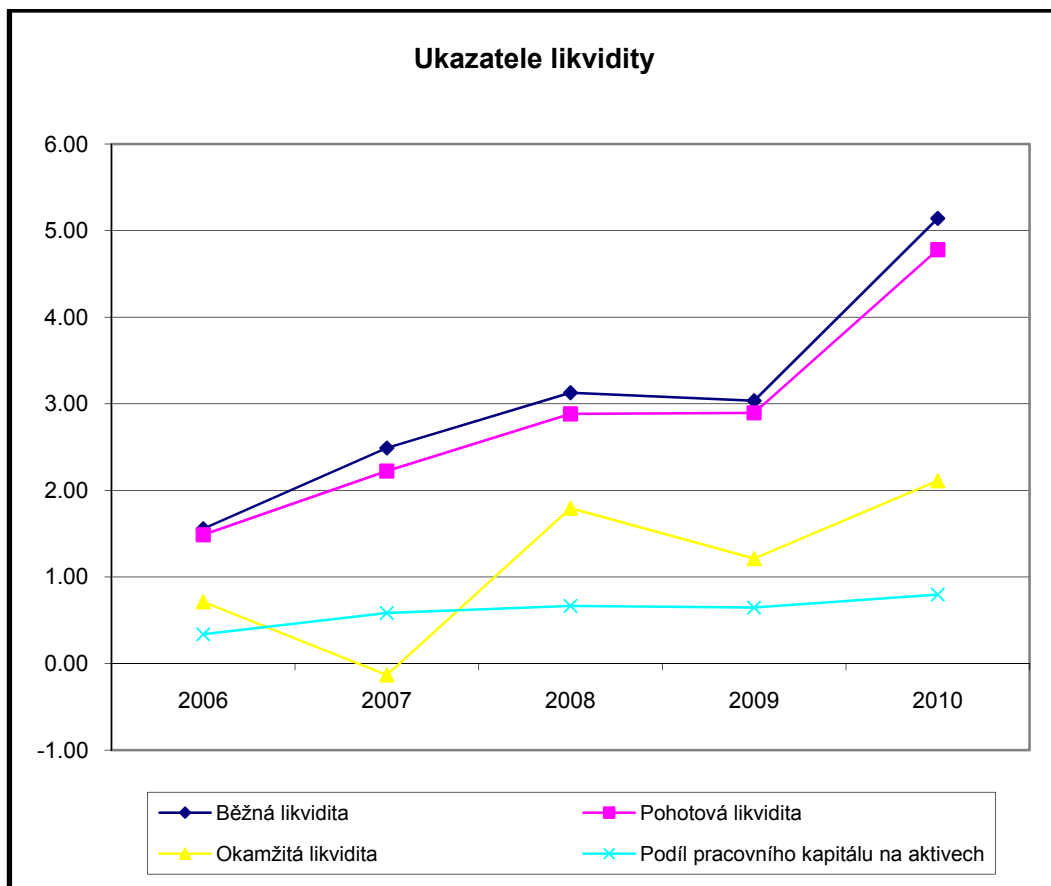
Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Graf 4 Ukazatele zadluženosti



Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Graf 5 Ukazatele likvidity



Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Příloha 7 Pomocné výpočty pro metodu DCF

1. Stanovení provozního výsledku po zdanění:

$$\begin{aligned} & \text{Provozní výsledek hospodaření z rozvahy} \\ & + \text{Finanční výsledek hospodaření z provozně nutných aktiv} \\ & + \text{Nákladové úroky z provozně nutných aktiv} \\ & \hline & = \text{EBIT} \\ & - \text{Upravená daň z příjmů (= EBIT x daňová sazba)} \\ & \hline & = \text{EBIT po zdanění} \end{aligned}$$

2. Stanovení upraveného pracovního kapitálu:

$$\begin{aligned} & \text{Provozně nutná oběžná aktiva} \\ & + \text{Časové rozlišení aktivní provozně nutné} \\ & - \text{Neúročené krátkodobé závazky} \\ & - \text{Pasivní časové rozlišení provozní povahy} \\ & \hline & \text{Provozně nutný pracovní kapitál} \end{aligned}$$

3. Stanovení investic do provozně nutného pracovního kapitálu:

$$\begin{aligned} & \text{Upravený pracovní kapitál v roce } t \\ & - \text{Upravený pracovní kapitál v roce } t-1 \\ & \hline & = \text{Investice do provozně nutného pracovního kapitálu pro rok } t \end{aligned}$$

4. Stanovení investic do provozně nutného dlouhodobého majetku:

$$\begin{aligned} & \text{Dlouhodobý majetek v roce } t \\ & - \text{Dlouhodobý majetek v roce } t-1 \\ & - \text{Odpisy za rok } t \\ & \hline & = \text{Investice do provozně nutného pracovního kapitálu} \end{aligned}$$

Tabulka 21 Parametry potřebné pro ocenění metodou DCF (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Provozně nutný pracovní kapitál	10 789	13 272	17 020	15 899	18 375
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-	2 483	3 748	-1 121	2 476
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-	-99	366	533	-229

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Tabulka 22 Výpočet upraveného provozního zisku po zdanění (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní výsledek z rozvahy	6 273	8 573	6 450	4 501	7 020
+ Finanční výsledek hospodaření	-632	-794	525	90	-822
+ Nákladové úroky	101	427	147	23	19
= Upravený provozní zisk před zdaněním	5 742	8 206	7 122	4 614	6 217
Daňová sazba	0,24	0,24	0,21	0,20	0,19
- (EBIT x daňová sazba)	1 378	1 969	1 496	923	1 181
= Upravený provozní zisk po zdanění	4 364	6 237	5 626	3 691	5 036

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).

Tabulka 23 Výše přijatých a splacených úročených cizích zdrojů (v tisících Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Stav úvěrů k 1.1.	0	5 493	4 689	0	1 658
Stav úvěrů k 31.1.	5 493	4 689	0	1 658	0
Placené úroky	101	427	147	23	19
Úroková míra v %	6	6	6	6	6
Výše nového čerpání	5 493	4 689	0	1 658	0
Splátky úvěrů	0	5 493	4 689	0	1 658

Zdroj: Vypracoval autor z účetní závěrky AEZ s.r.o. (data k 31.12.2010).