



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

## STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

VALUE ESTIMATION OF A COMPANY

### DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

### AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Hana Hojecká

### VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

BRNO 2016

**Tato verze bakalářské práce je zkrácená (dle Směrnice děkana č. 2/2013). Neobsahuje identifikaci subjektu, u kterého byla bakalářská práce zpracována (dále jen „dotčený subjekt“) a dále informace, které jsou dle rozhodnutí dotčeného subjektu jeho obchodním tajemstvím či utajovanými informacemi.**

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Hojecká Hana, Bc.**

---

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

**Stanovení hodnoty podniku**

v anglickém jazyce:

**Value Estimation of a Company**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce

Analýza současného stavu

Vlastní návrhy řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

HIGGINS, R. C. Analýza pro finanční management. Vydání 1. Praha: Grada, 1997, 399 s. ISBN 80-7169-404-5.

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy. 2. doplněné vydání Praha: Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2015/2016.

L.S.

---

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.  
Ředitel ústavu

---

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
Děkan fakulty

V Brně, dne 29.2.2016

## **Abstrakt**

Tato diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku ABC s. r. o. použitím výnosových metod ocenění, které vychází z detailní analýzy podniku.

## **Abstract**

This diploma thesis is focused on valuation of the firm ABC s. r. o. with using income-based valuation methods, which are based on detailed analysis of the firm.

## **Klíčová slova**

Hodnota podniku, metody ocenění, finanční analýza, strategická analýza, SWOT analýza, účetní hodnota, substanční hodnota

## **Key words**

Enterprise value, valuation methods, financial analysis, strategic analysis, SWOT analysis, book value, substantial value

## **Bibliografická citace práce**

HOJECKÁ, H. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2016. 81 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Alena Kocmanová, Ph. D.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Dále prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským.)

V Brně dne 23. května 2016

.....

podpis

## **Poděkování**

Děkuji vedoucí diplomové práce doc. Ing. Aleně Kocmanové Ph. D. za její odborné vedení, čas, ochotu a rady, které mi poskytla při vypracování diplomové práce.

Dále děkuji společnosti ABC s. r. o. za poskytnuté materiály a informace potřebné k vypracování diplomové práce.



## Obsah

Úvod.....	10
1 Cíle práce.....	11
2 Teoretická východiska práce .....	12
2.1 Hodnota .....	12
2.2 Podnik jako předmět ocenění .....	13
2.2.1 Důvody ocenění podniku .....	13
2.2.2 Hladiny hodnoty podniku.....	14
2.2.3 Hodnota podniku .....	16
2.2.4 Kategorie hodnoty .....	16
2.3 Srovnání základních přístupů k ocenění .....	18
2.3.1 Investiční hodnota (subjektivní ocenění) .....	18
2.3.2 Tržní hodnota a objektivizované ocenění.....	18
2.3.3 Rozhodčí hodnota (Kolínská škola).....	18
2.4 Doporučený postup při oceňování .....	19
2.5 Přehled základních metod pro finanční ocenění .....	20
2.6 Strategická analýza.....	21
2.6.1 Analýza vnějšího potenciálu .....	21
2.6.2 Analýza vnitřního potenciálu .....	23
2.7 Analýza finančního zdraví podniku .....	25
2.7.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	26
2.7.2 Analýza poměrových ukazatelů .....	26
2.7.3 Altmanova analýza.....	30
2.8 Metody ocenění podniku.....	32
2.8.1 Metody založené na analýze trhu .....	32
2.8.2 Metody ocenění na základě analýzy majetku.....	32
2.8.3 Metody na základě analýzy výnosů .....	34
2.8.4 Kombinované metody .....	38
2.8.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) .....	40
3 Analýza současného stavu .....	41

3.1	Základní informace o společnosti .....	41
3.2	Strategická analýza.....	41
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu (obecného okolí - makroprostředí) .....	41
3.2.2	Analýza vnitřního potenciálu (oborového okolí - mikroprostředí) .....	45
3.3	Finanční analýza.....	48
3.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	48
3.3.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	55
3.3.3	Altmanova analýza.....	61
3.3.4	Závěr finanční analýzy .....	61
4	Ocenění.....	64
4.1	Volba metody ocenění.....	64
4.2	Ocenění majetku podniku .....	64
4.2.1	Ocenění dlouhodobého hmotného majetku.....	65
4.2.2	Ocenění zásob .....	69
4.2.3	Ocenění krátkodobých pohledávek .....	71
4.2.4	Ocenění krátkodobého finančního majetku.....	71
4.2.5	Ocenění časového rozlišení.....	72
4.3	Ocenění závazků .....	72
4.4	Porovnání substanční a účetní hodnoty podniku.....	74
5	Závěr.....	76
	Seznam literatury .....	78
	Seznam tabulek.....	80
	Seznam grafů .....	81
	Seznam příloh .....	81
	Přílohy.....	I

## Úvod

Oceňování podniku je disciplínou poměrně složitou, profesor Mařík ji dokonce nazval disciplínou královskou (Mařík, 2011). A to ze dvou důvodů. Prvním důvodem je časová náročnost celého procesu stanovení hodnoty podniku. Druhým, mnohem vážnějším důvodem, je fakt, že: „*Ocenění podniku je syntézou podnikohospodářských oborů, ve které by se měly skloubit rozsáhlé poznatky podnikové ekonomiky, disciplín zaměřených na trh, daní a vlastních metod ocenění.*“ (Mařík, 2011, s. 13)

Oceňování podniku je tedy proces relativně zdlouhavý a na zpracovatele, oceňovatele, poměrně náročný. Předpokladem pro co nejdůvěhodnější ocenění je dostupnost a pravdivost údajů. Možným rizikem je zde subjektivní postoj oceňovatele, ať už se jedná o výběr metody oceňování, kterou zvolí nebo o jeho zkušenosti a znalosti.

Metodika oceňování nemá jednotný ucelený přístup, jedná se o obor neustále se vyvíjející a nabízející více možností, jak podnik ocenit. Snahou je stanovit co nejpřesněji skutečnou hodnotu podniku. Výběr metody ocenění závisí na důvodu, proč chceme podnik ocenit. Důvody pro ocenění mohou být různé, například: prodej nebo koupě podniku, rozhodnutí o likvidaci nebo o sanaci společnosti, vstup nového investora, vypořádání společníků, fúze nebo přeměna společnosti, pro potřeby vlastníků a akcionářů a další důvody.

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

# 1 Cíle práce

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty zvoleného podniku. Klíčovým úkolem je na základě provedených analýz vybrat metodu ocenění, jež bude vyjadřovat skutečnou hodnotu podniku.

Diplomová práce se skládá ze tří dílčích cílů. Prvním dílčím cílem je zpracování teoretické části práce tak, aby se nabyté teoretické poznatky daly aplikovat při tvorbě analytické části. Druhým dílčím cílem je na základě získaných dat zpracovat strategickou a finanční analýzu a získání představy o aktuálním stavu podniku. Třetím a posledním dílčím cílem je vypracování ocenění. Splněním třetího dílčího cíle je naplněn i hlavní cíl práce.

## 2 Teoretická východiska práce

Teoretická část má za úkol uvést do problematiky oceňování podniku, poskytnout důležité poznatky, které budou použity při zpracování analytické části a pomohou zvolit nejvhodnější metodu ocenění.

### 2.1 Hodnota

*„Co ale je hodnota v ekonomickém smyslu a jak chápat hodnotu podniku?“* (Mařík, 2011, s. 20) Danou otázku si klade profesor Mařík ve své knize: *Metody oceňování podniku, Proces ocenění, základní metody a postupy.*

Hodnota v ekonomii je chápána jako vztah mezi objektem a určitým subjektem, to vše za předpokladu racionálního chování (PEEMÖller, 2001 citovaný Maříkem, 2011). Racionální chování je základní předpoklad ekonomie, který popisuje, že člověk alokuje své omezené zdroje do příležitostí s cílem maximalizovat výnosy a minimalizovat náklady na ně vynaložené.

Ekonomická hodnota je odvozena od dvou základních skutečností. První z nich je, že lidské potřeby obecně nemají hranice. Druhá, že zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny (Mařík, 2011, s. 20). Na základě toho jsme schopni dojít k závěru, že hodnota v ekonomickém smyslu má dvě vlastnosti: užitnou hodnotu a směnnou hodnotu.

*„Užitná hodnota závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka...“* ale *„...pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy i směnnou hodnotu. Směnná hodnota vyjádřena v penězích vede k tržní ceně.“* (Mařík, 2011, s. 20)

Z výše uvedeného vyplývá, že hodnota vyjadřuje schopnost určitého statku (objektu) uspokojit potřebu člověka (subjektu). Ovšem hodnota je i vlastnost směny statku (objektu) za jiný statek (objekt), který má pro daný subjekt vyšší užitnou hodnotu.

Hodnota není vlastností podniku. Ale co je to vlastně podnik?

## 2.2 Podnik jako předmět ocenění

Podnik je definován v odborné literatuře různě, někteří autoři definují podnik jako jedinečné a méně likvidní aktivum (Mařík, 2011).

V obchodním zákoníku v § 5 zákona č. 513/1991 Sb. je definován jako: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1)

Podle německých oceňovacích zásad je podnik účelnou kombinací materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je „nahospodařit zisk.“ (WP Handbuch 2002, IDW Standard S1 2005 citované Maříkem, 2011)

Soubor majetkových hodnot a práv je tedy podnikem pouze tehdy, plní-li svůj účel, dosahuje-li zisku.

### 2.2.1 Důvody ocenění podniku

Důvodů pro ocenění podniku je mnoho a mohou sloužit k různým účelům. Profesor Mařík rozlišuje, jestli ocenění souvisí se změnami ve vlastnické struktuře podniku či nikoliv.

#### Ocenění související s vlastnickými změnami:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
- ocenění v souvislosti s veřejným návrhem na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů,
- ocenění v souvislosti s právem výkupu účastnických cenných papírů, tj. tzv. squeeze-out,
- ocenění v souvislosti s povinnou nabídkou na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,
- ocenění v souvislosti s fúzí,

- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti.

### **Ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám:**

- změna právní formy podniku,
- zastavení obchodního podílu,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku (Mařík, 2011).

Docentka Kislingerová uvádí další podněty pro ocenění podniku

### **Další podněty pro ocenění podniku:**

- potřeba hodnocení výsledků práce managementu,
- pojištění podniku,
- placení různých daní (Kislingerová, 2001).

### **2.2.2 Hladiny hodnoty podniku**

Podnik může být oceňován na různých hladinách. Základní rozlišovací hodnoty jsou hodnota brutto a hodnota netto.

**Hodnota brutto** určuje hodnotu podniku jako celku podnikatelské entity. Udává hodnotu pro vlastníky a věřitele. V obchodním zákoníku § 6 zákona č. 513/1991 Sb., odstavci 1) je hodnota brutto definována takto:

*„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 1)*

Pojem obchodní jmění pak dále rozvíjí § 6, v odstavci 2) obchodního zákoníku:

*„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen „jmění“). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 2)*

**Hodnota netto** určuje ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňuje se vlastní kapitál, jehož pojetí pro ocenění však nutně nemusí souhlasit s pojetím vlastního kapitálu v účetnictví. V obchodním zákoníku je hodnota netto vymezena jako čistý obchodní majetek v § 6, odstavci 3).

*„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“ (Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5 odst. 3)*

Profesor Mařík z výše uvedeného vyvozuje závěr, že vlastní kapitál a čistý obchodní majetek mohou být dvě dosti odlišné veličiny, u kterých i způsob ocenění může být odlišný. Zatímco vlastní kapitál v jeho účetním pojetí vyjadřuje souhrn jednotlivých položek majetku účetnictví snížený o cizí pasiva, tedy závazky, výpočet čistého obchodního majetku lze získat dvěma způsoby: (Mařík, 2011)

- 1) na základě součtu jednotlivých položek majetku, který je snížený o souhrn sumy závazků. Daný postup, je možné užít pouze v případě oceňování likvidační hodnotou, nebo v případě, že je zde možnost skutečně ocenit veškeré majetkové položky, včetně nehmotného majetku. Tahle skutečnost, je však zcela výjimečná.
- 2) oceněním podniku jako celku, především použitím výnosových metod, případně metodami tržního porovnání.

*„Pro oceňovatele je podstatné, že má-li za úkol určit obchodní majetek, pak je tím pouze řečeno, že jeho úkolem je zjistit celkovou (brutto) hodnotu podniku, zatímco má-li určit čistý obchodní majetek, pak zjišťujeme čistou (netto) hodnotu podniku...“ (Mařík, 2001, s. 18)*



### 2.2.3 Hodnota podniku

Objektivní hodnota podniku neexistuje. Hodnota podniku je dána především jeho užitnou hodnotou a pro různé vlastníky zde existuje i různá užitná hodnota podniku. Hodnota podniku ovšem nezávisí pouze budoucí užitné hodnotě, ale hodnota podniku je dána i jeho očekávanými budoucími příjmy diskontovaných na úroveň současné hodnoty (Mařík, 2011)

*„Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad, který je v zásadě názor autora ocenění.*

- *Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.*
- *Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.“* (Mařík, 201, s. 20, 21)

### 2.2.4 Kategorie hodnoty

V návaznosti na předchozí popisy je nutno rozlišit hodnotu do čtyř základních kategorií.

- 1) Tržní hodnota
- 2) Subjektivní investiční hodnota
- 3) Objektivizovaná hodnota
- 4) Komplexní přístup na základě Kolínské školy

**Tržní hodnota** je dle mezinárodních oceňovacích standardů *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“* (International Valuation Standards 2005 citováno Maříkem, 2011, s. 22)

*„**Investiční hodnota** (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“* (International Valuation Standards 2005 citováno Maříkem 2011, s. 26)

U **objektivizovaného ocenění** je hlavním motivem dosáhnout pokud možno neutrálního, pro všechny strany srozumitelného a přijatelného ocenění založeného na neměnném konceptu podniku a obecně přijímaných očekáváních ohledně budoucnosti (Mařík, 2011).

**Kolínská škola** je toho názoru, že ocenění nemá smysl upravovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.

Kolínská škola má tyto základní funkce:

- a) funkci poradenskou,
- b) funkci rozhodčí,
- c) funkci argumentační,
- d) funkci komunikační,
- e) funkci daňovou.

Za nejdůležitější funkci je považována funkce **poradenská**. Smyslem této funkce je poskytnout kupujícímu informace o maximální ceně, kterou ještě může při koupi zaplatit, aniž by na transakci prodělal a o minimální ceně, kterou ještě může prodávající akceptovat, aniž by na prodeji prodělal. U funkce **rozhodčí** se jedná o výkon nezávislého oceňovatele, kdy oceňovatel musí odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a najít spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí. Cílem funkce **argumentační** je vytváření argumentů, které jsou podkladem pro jednání a mají zlepšit pozici dané strany. Funkce **komunikační** má zabezpečit podklady pro komunikaci

s veřejností, investory a bankami. Daňová funkce má za úkol zajistit podklady pro daňové účely (Mařík, 2011).

## **2.3 Srovnání základních přístupů k ocenění**

V každém případě platí, že při určitém podnětu k ocenění lze volit mezi jednotlivými přístupy. Oceňovatel by měl dobře uvážit, který z přístupů bude pro jeho potřeby nejvhodnější.

### **2.3.1 Investiční hodnota (subjektivní ocenění)**

Podnětem k ocenění je určení hodnoty podniku pro konkrétní subjekt. Investiční hodnota je založena na budoucnosti, do které se vnáší individuální očekávání daného subjektu. Používá se při koupi a prodeji podniku, případně při rozhodování o sanaci či likvidaci podniku. (Mařík, 2011)

### **2.3.2 Tržní hodnota a objektivizované ocenění**

*„Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné naopak v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Zásadní odlišnosti mezi těmito přístupy pak spočívají v tom, že objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech a na současnosti, zatímco tržní hodnota vyjadřuje jakési průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, které se může rychle měnit.“* (Mařík, 2011, s. 34)

Tržní hodnota se používá zejména při uvádění podniku na burzu a při prodeji podniku za účelem odhadnutí ceny, kdy konkrétní kupující není znám. Objektivizované ocenění se používá při poskytování úvěru a zjišťování současné reálné bonity podniku (Mařík, 2011).

### **2.3.3 Rozhodčí hodnota (Kolínská škola)**

Rozhodčí hodnota se používá převážně v případech, kdy je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran, spadá sem podstatná většina podnikových transformací, ale může sem spadat i prodej podniku (Mařík, 2011).

## 2.4 Doporučený postup při oceňování

Důvody pro ocenění mohou být jakékoliv, avšak profesor Mařík uvádí doporučený postup založený na základě teoretických východisek i praktických zkušeností, který lze doporučit pro každý z již dříve uvedených přístupů: (Mařík, 2011)

Profesor Mařík uvádí dva postupy: (Mařík, 2011)

1) Zpracování strategické a finanční analýzy podniku.

- Celkový stav podniku
- Postavení na trhu
- Konkurenční síla
- Schopnost dlouhodobě přežít
- Schopnost tvořit hodnotu

2) Na základě analýz zvolit nejvhodnější metodu ocenění.

Jde-li o ocenění pro účely akvizice podniků, je žádoucí bod 2 rozdělit.

- Ocenění podniků samo o sobě
  - Ocenění podniků z hlediska záměru (do ocenění se zahrnují i efekty synergie)
- 

1) Sběr vstupních dat

2) Analýza dat

- a. Strategická analýza
- b. Finanční analýza a zjištění finančního zdraví podniku
- c. Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
- d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

3) Sestavení finančního plánu

4) Ocenění

- a. Volba metody
- b. Ocenění podle zvolených metod
- c. Souhrnné ocenění

## 2.5 Přehled základních metod pro finanční ocenění

Cílem finanční ocenění podniku je vyjádření hodnoty pomocí určité peněžní částky. Hodnotí se především **potenciál podniku**. Pro přesnější vypovídající výslednou hodnotu se užívá více oceňovacích metod. Nejvhodnější je použití většího počtu základních metod a výsledné ocenění určit pomocí syntézy jejich výsledků. Volba metody vždy závisí na potřebách ocenění (Mařík, 2011).

Přehled základních metod:

### 1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

### 2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

### 3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Likvidační hodnota
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů (Mařík, 2011)

### 4. Docentka Kislingerová uvádí navíc **Ocenění na základě kombinace metod (metody kombinované)**. Metody kombinované zahrnují výsledky získané užitím metod výnosových a metod pracujících na majetkové bázi.

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty

- Tzv. švýcarská metoda
- Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku)
- Zákon č. 151/1997 Sb., na jehož základě se stanoví pro administrativní účely cena obvyklá kombinací metod (Kislingerová, 2001)

## 2.6 Strategická analýza

Strategická analýza je, podle názoru profesora Maříka, klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však není věnována odpovídající pozornost (Mařík, 2011).

### Vymezení a struktura strategické analýzy

Hlavní funkcí strategické analýzy je podle profesora Maříka vymežit **celkový výnosový potenciál** oceňovaného podniku, jehož závislost na daném potencionálu se rozlišuje na **vnější** a **vnitřní**. Jako vnější potenciál jsou uvažovány šance a rizika podnikatelského prostředí, za vnitřní potencionál zase silné a slabé stránky podniku s důrazem na konkurenční výhodu (Mařík, 2011).

#### 2.6.1 Analýza vnějšího potenciálu

Analýza vnějšího potencionálu v rámci strategické analýzy by měla udávat souhrnné hodnocení aktivity v odvětví a stručnou prognózu jeho vývoje. Z toho důvodu musí obsahovat **vymezení relevantního trhu** spolu s **odhadem velikosti, aktivitou trhu** a **prognózou vývoje** trhu (Mařík, 2011).

##### 2.6.1.1 SLEPT (PEST) analýza

Slept analýza analyzuje podle jednotlivých faktorů tyto skutečnosti:

#### Sociální faktory - S

- Demografické znaky
- Makroekonomické znaky trhu práce
- Sociálně – kulturní hlediska
- Dostupnost pracovní síly

### **Legislativní faktory - L**

- Existence a fungování podstatných zákonných norem
- Nehotová legislativa
- Další faktory (funkčnost soudu, vymahatelnost práva, autorská práva)

### **Ekonomické faktory - E**

- Základní zhodnocení makroekonomické situace
- Přístup ke zdrojům financí
- Daňové faktory

### **Politické faktory - P**

- Hodnocení politické stability
- Politicko – ekonomické faktory
- Hodnocení externích vztahů
- Politický vliv různých skupin (stakeholders)

### **Technologické faktory – T**

- Podpora vlády v oblasti výzkumu
- Výše výdajů na výzkum
- Nové nálezy a objevy
- Rychlost provedení nových technologií
- Rychlost morálního zastarání
- Nové technologické aktivity
- Celková technologická úroveň (Zich, 2015)

## **2.6.2 Analýza vnitřního potenciálu**

Analýza vnitřního potenciálu v rámci strategické analýzy si klade za cíl posoudit, jaký bude vývoj tržních podílů hodnocené společnosti v budoucnu.

Dále je třeba zjistit vnitřní vývojový potenciál podniku, jež je předmětem ocenění a také zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít příležitosti plynoucí z rozvoje trhu spolu s hodnocením konkurenční síly oceňovaného podniku vůči hlavní konkurenci (Mařík, 2011).

### **2.6.2.1 Porterův model konkurenčního prostředí**

Tento model tvrdí, že strategická pozice společnosti na trhu je dána působením pěti základních faktorů:

- vyjednávací silou zákazníků
- vyjednávací silou dodavatelů
- nebezpečím vstupu nových konkurentů
- nebezpečím nových substitutů
- rivalitou firem působících na stejném trhu (Keřkovský, Vykypěl, 2003).

## **SWOT analýza**

Tato analýza je zkratkou čtyř anglických slov: strenghts (silné stránky), weaknesses (slabé stránky), opportunities (příležitosti) a threats (hrozby).

SWOT analýza pomáhá identifikovat faktory a skutečnosti, které pro objekt analýzy představují silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby okolí. SWOT analýzu je při strategické analýze vhodné zakomponovat na úplný závěr analýzy. Je souhrnem nejdůležitějších závěrů uskutečněných dílčích analýz, vnějších i vnitřních. (Keřkovský, Vykypěl, 2003).



Tab. č. 1: SWOT analýza (Zdroj: vlastní zpracování)

S - silné stránky	W - slabé stránky
O - příležitosti	T – hrozby

### Závěrečné shrnutí strategické analýzy

Strategická analýza je tedy důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Z toho důvodu je nutné, aby strategická analýza nesla konkrétní odpovědi alespoň na tyto otázky (Mařík, 2011):

- Jaké jsou vyhlídky společnosti z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a hlavně vývoj tržeb společnosti můžeme v souvislosti s odpovědi na první otázku čekat?
- Která rizika se přímo dotýkají společnosti?

Cílem formulovaných otázek je přimět oceňovatele k jednoznačným závěrům.

Profesor Mařík k tomu říká: „*Volba základních předpokladů pro ocenění nemůže být postavena jen na odhadech a v horším případě i zájmech oceňovatele, ale musí být ráděně a srozumitelně zdůvodněna*“ a dále pokračuje „*oceňovatel samozřejmě nemůže budoucnost exaktně vypočítat, měl by však shromáždit dostatek faktů a argumentů, které by přesvědčily příjemce posudku, že do základů posudku vložené předpoklady o stavu a vývoji podniku jsou v rámci informací dostupných k datu ocenění z podnikatelského hlediska přiměřeně věrohodné.*“ (Mařík, 2011, s. 57)

## 2.7 Analýza finančního zdraví podniku

Profesor Mařík uvádí, že v rámci oceňování podniku musí finanční analýza splňovat dvě základní funkce (Mařík, 2011):

1. prověřit **finanční zdraví společnosti**,
2. vytvořit potřebný podklad pro **finanční plán**, ze kterého je pak odvozována výnosová hodnota.

V první fázi finanční analýzy se hledá odpověď na otázky typu: *„jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost.“* (Mařík, 2011, s. 96)

Druhá fáze finanční analýzy se považuje za nástroj, jehož pomocí je schopen oceňovatel získat co nejvíce informací z minulého vývoje pro plánování hlavních finančních veličin (Mařík, 2011).

Spočítané výstupní ukazatele nejsou výstupem finanční analýzy, neboli jak uvádí profesor Mařík: *„Je třeba zdůraznit a je třeba si uvědomit, že ukazatele mají samy o sobě malou vypovídací schopnost a záleží na interpretaci jejich výsledků. Oceňovatel tedy musí z finanční analýzy **vyvodit závěry**, které se promítnou do ocenění, a to zejména v těchto směrech:*

- *měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy,*
- *doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti* (Mařík, 2011, s. 96).

Oceňovatel by se při analýze finančního zdraví podniku většinou měl spolehnout na čísla v účetních výkazech a na závěry auditora, není-li to možné, je třeba, aby si účetnictví prověřil oceňovatel sám, případně pověřil kvalifikovanou osobu. Zároveň se ovšem musí zajímat i o všechny důležité informace, které se ve výkazech nevyskytují (Mařík, 2011).

### 2.7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Tato analýza využívá údajů z účetních výkazů při hodnocení finanční situace společnosti. Sledují se jednak změny absolutní hodnoty ukazatelů v čase a také procentní (relativní) změny.

**Analýza trendů (horizontální analýza)** – dochází k porovnávání změn ukazatelů v časové řadě, tzn., o kolik se absolutně a procentuálně změnila určitá položka. Výchozí data nalezneme v účetních výkazech firem a ve výročních zprávách.

**Procentní analýza komponent (vertikální analýza)** – dochází k posouzení jednotlivých položek majetku (aktiva) a kapitálu (pasiva). Z rozložení aktiv a pasiv zjistíme, jaký je obsah hospodářských prostředků nutných pro výrobní a obchodní aktivity společnosti a z jakých zdrojů majetku byly pořízeny. Tato analýza se zabývá jedním obdobím a je využívána k vzájemnému porovnávání jednotlivých společností (Sedláček, 1998).

### 2.7.2 Analýza poměrových ukazatelů

V americké literatuře mezi nejčastěji uváděné poměrové ukazatele patří: (Mařík, 2011)

- ukazatele likvidity,
- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadlužení.

*„Prvním požadavkem kladeným na vedení podniku „je udržet podnik při životě.“ Přežití nás bude zajímat především v rámci bezprostřední budoucnosti. Umožňuje finanční zdraví podniku jeho bezprostřední přežití?“* (Mařík, 2011, s. 102) Následující celou řadou otázek se dostáváme ke zkoumání **krátkodobé likvidity**, ukazatelům vypovídajícím o **dlouhodobé finanční rovnováze** až k **výnosnosti**.

#### 2.7.2.1 Ukazatele rentability (výnosnosti, ziskovosti)

Ukazatele rentability poměrují zisk dosažený podnikatelskou činností s výší zdrojů firmy, kterých bylo užito k jeho dosažení.

### **ROI - rentabilita vloženého kapitálu**

$$= \frac{\text{Zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{Celkový kapitál}}$$

- ukazatel sděluje, jaký má vliv celkový kapitál vložený do firmy nezávisle na zdroji financování; vyjadřuje, kolik Kč zisku připadne na 1 Kč dlouhodobých zdrojů

### **ROA - rentabilita celkových vložených aktiv**

$$= \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Aktiva}}$$

- ukazatel poměří zisk s celkovými aktivy vloženými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována (vlastních, cizích, krátkodobých, dlouhodobých)

### **ROE - rentabilita vlastního kapitálu**

$$= \frac{\text{Čistý zisk (EAT)}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

- ukazatel zjišťuje, zda kapitál vložený vlastníky (akcionáři, společníky a dalšími investory) přináší dostatečný výnos, zda se využívá s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika

### **ROS - rentabilita tržeb**

$$= \frac{\text{Zisk (EBIT)}}{\text{Tržby}}$$

- ukazatel charakterizuje zisk vztažený k tržbám; tržby představují tržní ohodnocení výkonů firmy za určité časové období (Sedláček, 1998)

#### **2.7.2.2 Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity vyhodnocují, jak efektivně společnost hospodaří se svými aktivy.

### **Obrat celkových aktiv**

$$= \frac{\text{Roční tržby}}{\text{Aktiva}}$$

- ukazatel znázorňuje počet obrátek (tj. kolikrát se aktiva obrátí) za daný časový interval

### **Doba obratu zásob**

$$= \frac{\text{Průměrná zásoba}}{\text{Denní spotřeba}}$$

- ukazatel znázorňuje průměrný počet dnů, kdy jsou zásoby vázány v podnikání do doby uskutečnění jejich prodeje nebo spotřeby

### **Doba obratu pohledávek (průměrná doba splatnosti pohledávek)**

$$= \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Denní tržby na fakturu}}$$

- ukazatel udává průměrnou dobu splatnosti pohledávek; po tuto průměrnou dobu společnost čeká na inkaso plateb za své již provedené tržby (Sedláček, 1998)

### **Doba obratu závazků (průměrná doba splatnosti závazků)**

$$= \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrná denní hodnota kapitálu}}$$

- ukazatel znázorňuje průměrnou dobu odkladu plateb; po tuto průměrnou dobu společnost odkládá platbu faktur svým dodavatelům (Mařík, 2011)

#### **2.7.2.3 Ukazatele zadluženosti**

Ukazatele zadluženosti znázorňují, v jakém vztahu jsou cizí a vlastní zdroje společnosti. A v jakém rozsahu firma používá dluhy k financování.

### **Celková zadluženost**

$$= \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}}$$

- větší podíl vlastního kapitálu značí větší bezpečnostní polštář proti ztrátám věřitelů, dojde-li k likvidaci. Věřitelé dávají přednost nízkému ukazateli zadluženosti a vlastníci naopak.

### **Ukazatel úrokového krytí**

$$= \frac{EBIT}{úroky}$$

- úrokové krytí značí, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Je-li ukazatel roven 1, na zaplacení úroků je potřeba veškerého zisku.

### **Ukazatel dlouhodobého krytí stálých aktiv**

$$= \frac{Vlastní kapitál + dlouhodobý cizí kapitál}{Stálá aktiva}$$

- vyjadřuje, jak jsou kryta stálá aktiva dlouhodobým kapitálem. Pokud je hodnota vyšší než 1, dochází k překapitalizaci, což značí vyšší stabilitu firmy, ale snižuje se celková efektivnost podnikání (Sedláček, 1998).

#### **2.7.2.4 Ukazatele likvidity**

Společnost je likvidní v případě, že je schopna hradit včas své závazky. Ukazatele likvidity jsou poměrem toho, čím může podnik platit (čítatel) a toho, co je nutno zaplatit (jmenovatel). Tyto ukazatele se rozdělují podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele z rozvahy.

#### **Běžná likvidita**

$$= \frac{Oběžná aktiva}{Krátkodobé závazky}$$

- značí, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky; je měřítkem budoucí solventnosti společnosti; dostačující hodnota je vyšší než 1,5.

#### **Pohotová likvidita**

$$= \frac{Oběžná aktiva - Zásoby}{Krátkodobé závazky}$$

- nízká hodnota pohotové likvidity značí nadměrné množství zásob v rozvaze společnosti; hodnota ukazatele pro zachování likvidity společnosti by neměla klesnout pod 1.

### **Okamžitá likvidita**

$$= \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Okamžitě splatné závazky}}$$

- značí, zda je společnost schopna hradit své právě splatné dluhy; společnost je likvidní, je-li ukazatel alespoň na hodnotě 0, 2 (Sedláček, 1998).

### **2.7.3 Altmanova analýza**

Altmanova analýza vyjadřuje finanční situaci podniku, je **identifikátorem bankrotu** (Kislingerová, 2001).

Uspokojivou finanční situaci podniku vyjadřuje hodnota Z-skóre větší než 2,99. Výsledek od 1,81 do 2,99 vypovídá o nevyhraněné finanční situaci, mluvíme o šedé zóně. Pokud je hodnota Z-skóre menší než 1,81 má firma velké finanční problémy a očekává se bankrot (Sedláček, 1998).

#### **Z-skóre pro firmy s veřejně obchodovatelnými akciemi:**

$$Z_i = 1,2 \times A + 1,4 \times B + 3,3 \times C + 0,6 \times D + 1,0 \times E$$

kde: A = pracovní kapitál / celková aktiva  
B = zisk po zdanění / celková aktiva  
C = zisk před zdaněním a úroky (EBIT) / celková aktiva  
D = tržní hodnota vlastního kapitálu / celkové dluhy  
E = celkové tržby / celková aktiva

### **Interpretace výsledků Z-skóre:**

$Z > 2,99$	můžeme předvídat uspokojivou finanční situaci
$1,81 < Z \leq 2,99$	šedá zóna nevyhraněných výsledků
$Z \leq 1,81$	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

### **Z-skóre pro ostatní firmy:**

$$Z_i = 0,717 \times A + 0,847 \times B + 3,107 \times C + 0,420 \times D + 0,998 \times E$$

kde:	A	= pracovní kapitál / celková aktiva
	B	= zisk po zdanění / celková aktiva
	C	= zisk před zdaněním a úroky (EBIT) / celková aktiva
	D	= základní jmění / celkové dluhy
	E	= celkové tržby / celková aktiva

### **Interpretace výsledků Z-skóre:**

$Z > 2,9$	můžeme předvídat uspokojivou finanční situaci
$1,2 < Z \leq 2,9$	šedá zóna nevyhraněných výsledků
$Z \leq 1,2$	firma je ohrožena vážnými finančními problémy (Sedláček, 1998)

Využití modelu profesora Altmana v podmínkách České republiky je spíše pouze výpočtem koeficientu, jehož výsledek o možnostech bankrotu je diskutabilní. Proto docházelo k pokusům model upravit pro podmínky České republiky. Tím je model IN – index důvěryhodnosti (Růčková, 2010).

### **Model IN:**

$$IN = 0,15 \times A + 0,11 \times B + 4,61 \times C + 0,72 \times D + 0,10 \times E + 55,89 \times F$$

kde:	A	= aktiva / cizí zdroje
	B	= EBIT / úroky
	C	= EBIT / celková aktiva
	D	= tržby / celková aktiva



E	= oběžná aktiva / krátkodobé závazky
F	= závazky po splatnosti / tržby

### **Interpretace výsledků indexu IN:**

$IN > 2$	můžeme předvídat uspokojivou finanční situaci
$1 < IN \leq 2$	šedá zóna nevyhraněných výsledků
$IN \leq 1$	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

## **2.8 Metody ocenění podniku**

Následující metody oceňování podniku, kterými se budeme zabývat:

- Metody založené na analýze trhu
- Metody ocenění na základě analýzy majetku
- Metody na základě analýzy výnosů
- Kombinované metody

### **2.8.1 Metody založené na analýze trhu**

Tyto metody jsou nejznámějšími pro běžného občana, kdykoliv něco prodává, zjišťuje, jakou cenu bude požadovat (Mařík, 2011).

**Přímé ocenění z dat kapitálového trhu** – s tímto oceněním se setkáváme, chceme-li ocenit akciovou společnost s veřejnou nabídkou akcií. Musíme tedy vynásobit aktuální cenu akcie počtem akcií určených k prodeji (Mařík, 2011).

**Ocenění metodou tržního porovnání** – toto ocenění používáme u akciových společností bez veřejné nabídky akcií a neakciových společností. Tržní hodnotu aktiv zjišťujeme z informací o jednotlivých cenách nebo tržních hodnotách podobných aktiv. Metoda se uplatňuje bez potíží pouze v případě, kdy jsou rozdíly mezi aktivy malé (Mařík, 2011).

### **2.8.2 Metody ocenění na základě analýzy majetku**

Majetková hodnota společnosti je charakterizována jako souhrn jednotlivě oceněných složek majetku. Odečteme-li od tohoto souhrnu sumu individuálně oceněných závazků

a dluhů, získáme hodnotu čistého obchodního majetku. Předpokládá-li se trvalá existence společnosti, dostáváme se k ocenění na going concern principu, tedy principu reprodukčních cen nebo také na principu substanční hodnoty. Pokud se nepředpokládá existence podniku v budoucnu, dostáváme se k likvidační hodnotě (Mařík, 2001).

## **Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku**

### ***2.8.2.1 Metoda účetní hodnoty***

Zde si pokládáme otázku, za kolik byl majetek doopravdy pořízen (princip historických cen). Dochází zde k odchylce od ekonomické reality u dlouhodobého majetku. Účetní ocenění má v podniku pouze úlohu doplňkovou.

### ***2.8.2.2 Metoda substanční hodnoty na principu reprodukčních cen***

Zjišťujeme, kolik by stálo znovuvybudování podniku od základů. Rozdělujeme substanční hodnotu brutto a netto. **Substanční hodnoty brutto** dosáhneme tak, že zjistíme aktuální reprodukční ceny stejného nebo podobného majetku a ty ponížíme o opotřebení. Pokud od této hodnoty, hodnoty brutto, odečteme dluhy, zjistíme **substanční hodnotu netto**. Úplnou substanční hodnotu podniku bychom zjistili, pokud bychom vyčíslili veškeré náklady na znovuvybudování podniku v tentýž stavu, ke kterému je k datu ocenění. Úplnou substanční hodnotu lze v praxi zjistit zcela výjimečně. Neúplná substanční hodnota v praxi převažuje a zjistíme ji tak, že do výpočtu substanční hodnoty zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek, hmotný i nehmotný (Mařík, 2011).

### ***2.8.2.3 Metoda substanční hodnoty na principu úspory nákladů***

Metoda se využívá v případě, rozhoduje-li se investor mezi koupí podniku a vybudováním nového podniku. U této metody nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, jako tomu je u metody substanční hodnoty založené na reprodukčních nákladech. Pracujeme s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami.

## **Majetkové ocenění, nepředpokládáme-li dlouhodobější existenci podniku**

### **2.8.2.4 Metoda likvidační hodnoty**

Tato metoda přichází v úvahu, kdy podnik nemá příznivé vyhlídky do budoucna, kdy majetek bude rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován (Mařík, 2011).

Množství prostředků nabytých prodejem určitých majetkových částí se nazývá likvidační hodnota. Likvidační hodnota je sumou prodejních cen jednotlivě prodávaných aktiv sníženou o odměnu likvidátora (Kislingerová, 2001).

### **Výpočet likvidační hodnoty podniku (Mařík, 2011)**

- + **Příjmy z prodeje majetku** (Pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, nebo se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku.)
- **Výdaje:** na vyrovnání dluhů, na úhradu nákladů na likvidaci, na úhradu případných daní z příjmů z odprodeje majetku a daní z převodu nemovitostí.
- ± Pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti, je třeba kalkulovat **běžné podnikové příjmy a výdaje**, případně i přechodně nezbytné výdaje investiční.

### **2.8.3 Metody na základě analýzy výnosů**

Metody na základě analýzy výnosů jsou charakteristické tím, že hodnota statku je definována očekávaným užitekem pro jeho majitele, tedy očekávanými výnosy (Mařík, 2011).

Dochází k výměně zdrojů za očekávaný budoucí prospěch, užitek, kdy jeho parametry se pouze odhadují a jeho výše není jistá (Kislingerová, 2001).

### 2.8.3.1 *Metoda diskontovaného cash-flow (DCF)*

Metoda diskontovaného cash-flow neboli **metoda diskontovaných peněžních toků** je hlavní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem, tzn. vyjádřením užítku z vlastněného podniku.

Tři způsoby výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda entity,
- metoda equity,
- metoda APV.

Cílem těchto metod je určit hodnoty čistého obchodního majetku nebo v mezinárodní terminologii hodnotu vlastního kapitálu. Metody se odlišují tím, jakým způsobem k hodnotě vlastního kapitálu dojdeme (Mařík, 2011).

**Výpočet metodou DCF entity** je následující. Vycházíme z peněžních toků a jejich diskontováním obdržíme hodnotu podniku jako celku. Poté odčítáme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáváme hodnotu vlastního kapitálu. U **metody DCF APV** nejprve zjišťujeme hodnotu společnosti jako celku, jako sumu dvou úspor z úroku. Pak odečteme cizí kapitál a dostaneme hodnotu netto. **Metoda DCF equity** vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním dostaneme hodnotu vlastního kapitálu (Mařík 2011).

Výpočet hodnoty podniku podle metody DCF:

1. sestavení finančního plánu dle analýzy zisku a ztrát z předcházejících období,
2. výpočet prognózovaných peněžních toků,
3. stanovení diskontní míry,
4. výpočet hodnoty podniku (Hálek, 2009).

### **Výpočet očekávaných peněžních toků (FCFF)**

Ve finančním plánu jsou k dispozici prognózy cash flow z provozní činnosti, cash flow z investiční činnosti, cash flow z finanční činnosti, cash flow celkového. K oceňování

není žádná z těchto metod použitelná. Potřebujeme zjistit, jakou částku peněz můžeme vzít ze společnosti, aniž bychom přímo narušili jeho podnikatelskou činnost, toto nám říká volný peněžní tok (Mařík, 2011).

### Výpočet volného peněžního toku FCFF (Mařík, 2011)

**Tab. č. 2: Volný peněžní tok FCFF** (Zdroj: vlastní zpracování dle Mařík, 2011, s. 170)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	-	Upravená daň z příjmů
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozní VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	=	<b>Volný peněžní tok</b>

### Určení diskontní míry

Diskontní míra převádí budoucí výnosy na současnou hodnotu. Vyjadřuje očekávanou výnosnost investic v čase a bere v úvahu také míru rizika spojenou s investicí do nákupu akcií společnosti (Kislingerová, 2001).

Pro výpočet diskontní míry použijeme průměrné vážené náklady na kapitál.

### Výpočet WACC

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

kde:  $r_e$  = vlastní náklady na kapitál

E = vlastní kapitál

C = celkový kapitál (E+D)

$r_d$  = cizí náklady na kapitál

D = cizí kapitál  
t = sazba daně z příjmu

### Vlastní výpočet hodnoty podniku

Očekáváme-li, že podnik bude fungovat nekonečně dlouho, je nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Použijeme metodu dvoufázovou. V první fázi vytvoříme budoucí odhad volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze začíná od konce první fáze a pokračuje do nekonečna, nazýváme ji pokračující hodnotou (Mařík, 2011).

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

kde: T = délka první fáze v letech  
PH = pokračující hodnota  
 $i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

#### 2.8.3.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizace zisku je základním a nejjednodušším modelem pro stanovení hodnoty podniku. Tato metoda vychází z minulé výkonnosti podniku. Hodnotu podniku odvozujeme z trvale udržitelné úrovně zisku podniku (Kislingerová, 2001).

Tato metoda je metodou netto (nebo equity), tzn., že výnosová hodnota je vypočtena z výnosů pouze pro vlastníky (Mařík, 2011).

### Výpočet metody kapitalizace zisku

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

kde: HP = hodnota podniku  
 $e_z$  = trvale dosažitelný zisk odvozený od minulého vývoje

$r$  = míra kapitalizace

Podmínky pro použití tohoto modelu závisí na:

- nekonečně dlouhé době trvání společnosti,
- důvěrné znalosti výsledků firmy v minulosti (výsledky za období tří až pěti let),
- investice jsou uvažovány do výše odpisů (Kislingerová, 2001).

## 2.8.4 Kombinované metody

Tyto metody pracují s výsledky dříve zmíněných metod, jsou odvozeny od metod substančních, výnosových, majetkových nebo jsou jejich kombinací (Kislingerová, 2011).

### 2.8.4.1 Schmalenbachova metoda, metoda střední hodnoty

Tato metoda je známá také jako **metoda obchodníků a praktiků**. Hodnota podniku je tvořena jak vloženými statky a výkony do společnosti, tak i budoucím výnosem.

#### Výpočet metody Schmalenbachovy

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

Musíme zdůraznit, že hodnota výnosu je stanovena metodou kapitalizace zisku (tj. trvale dosažitelný zisk) a hodnota substance je substanční hodnota netto, tedy jedná se o tržní hodnotu vlastního jmění (Kislingerová, 2011).

### 2.8.4.2 Metoda vážené střední hodnoty

Metoda je kombinací výpočtu tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Tato metoda je v praxi hojně zaváděna.

#### Výpočet metody vážené střední hodnoty

$$\text{Hodnota podniku} = v_1 \times S + (1 - v_1) \times V$$

kde:  $S$  = hodnota podniku stanovená substanční hodnotou

$V$  = hodnota podniku stanovená výnosovou metodou

$v_1$  = koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty

Nejvíce je využívána hodnota  $v_1 = 0,5$ . Hrozí-li riziko budoucích výnosů, použije se například hodnota  $v_1 = 0,7$ . U oborů, kde převažuje ve struktuře aktiv podíl hmotného investičního majetku, je přidělena vyšší váha hodnotě substance (Kislingerová, 2011).

### **2.8.4.3 Metoda nadzisku, superzisku**

Tato metoda vychází z toho, že společnost musí vytvářet vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Metoda kapitalizovaný nadzisk nebo superzisk určuje jako rozdíl mezi ziskem, kterého by majitel dosáhl z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku (Kislingerová, 2011).

#### **Výpočet metody nadzisku, superzisku**

$$H = \frac{Z - i_k \times S}{i_{k_2}}$$

kde:  $H$  = hodnota podniku

$Z$  = trvale udržitelný zisk

$i_k$  = kalkulovaný bezrizikový výnos

$i_{k_2}$  = výnosová míra

$S$  = hodnota substance



### 2.8.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Vložené prostředky produkují svým investorům hodnotu v případě, že její očekávaná výnosnost je vyšší než náklady na kapitál (Higgins, 1997). *EVA v podstatě rozvíjí pojem nákladů na kapitál jako imperativ směrem k oceňování ekonomické výkonnosti, a to v tom smyslu, že nějaká společnost nebo její divize vytváří hodnotu pro své vlastníky pouze tehdy, když její provozní příjem (zisk, výnos) převyšuje náklady na použitý kapitál (Higgins, 1997, s. 306).*

#### Výpočet EVA

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

kde:

NOPAT = provozní výsledek hospodaření po zdanění

WACC = vážené průměrné náklady na kapitál

C = celkový investovaný kapitál

### **3 Analýza současného stavu**

Analytická část se zabývá představením oceňované společnosti, kterou je společnost ABC s. r. o. Zprvu je provedena analýza obecného a oborového okolí, dále finanční analýza a nakonec SWOT analýza společnosti.

#### **3.1 Základní informace o společnosti**

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### **3.2 Strategická analýza**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

##### **3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu (obecného okolí - makroprostředí)**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu (oborového okolí - mikroprostředí)**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013



### **3.3 Finanční analýza**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### **3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

##### ***3.3.1.1 Vertikální analýza rozvahy***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.1.2 *Horizontální analýza rozvahy***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### ***3.3.1.3 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### ***3.3.1.4 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013



### ***3.3.2.1 Ukazatele rentability***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.2.2 *Ukazatele likvidity***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.2.3 *Ukazatele aktivity***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### ***3.3.2.4 Ukazatele zadluženosti***

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.3 Altmanova analýza**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **3.3.4 Závěr finanční analýzy**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013



## **4 Ocenění**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **4.1 Volba metody ocenění**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **4.2 Ocenění majetku podniku**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### **4.2.1 Ocenění dlouhodobého hmotného majetku**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

## **4.2.2 Ocenění zásob**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **4.2.3 Ocenění krátkodobých pohledávek**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

### **4.2.4 Ocenění krátkodobého finančního majetku**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013



#### **4.2.5 Ocenění časového rozlišení**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### **4.3 Ocenění závazků**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

#### **4.4 Porovnání substanční a účetní hodnoty podniku**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

## 5 Závěr

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Úvodní část práce je věnována zpracování teoretických poznatků z odborné literatury. Teoretické poznatky byly dále použity pro zpracování analytické části práce.

Společnost byla oceněna postupem, který byl doporučen v odborné literatuře. Za nejdůležitější části práce se považuje zpracování strategické a finanční analýzy, které jsou součástí analytické části. Strategická analýza zkoumala, které vnější a vnitřní faktory působí na podnik. Vnější působení bylo analyzováno pomocí SLEPT analýzy a vnitřní faktory byly hodnoceny Porterovou analýzou. Následovala finanční analýza, kdy byla provedena analýza absolutních ukazatelů, u které na základě údajů z účetních výkazů byly zpracovány vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Druhou částí finanční analýzy bylo zpracování analýzy poměrových ukazatelů, která měří finanční výkonnost podniku. Analýza poměrových ukazatelů zahrnovala zpracování ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti. Altmanova analýza stanovila stav finančního zdraví společnosti. SWOT analýza odhalila silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby.

Pro stanovení hodnoty společnosti byla pro majetkové ocenění vybrána metoda substanční hodnoty na principu reprodukčních cen. Podnik byl oceněn neúplnou substanční hodnotou, z toho důvodu, jelikož nelze ocenit některá nehmotná aktiva (know-how, dobré jméno společnosti, kladné vztahy s obchodními partnery, atd.)

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Ocenění bylo provedeno pro potřeby jednatelů společnosti a pro splnění primárního cíle diplomové práce.

## Seznam literatury

BUSINESSCENTER.CZ. *Obchodní zákoník*. [online]. 2015 [cit. 2015-10-18]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>

ČESKÁ TELEVIZE. *Počet obyvatel roste, díky vyšší porodnosti i přistěhovalcům* [online]. 2015 [cit. 2015-11-21]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/domaci/1514084-pocet-obyvatel-rostl-diky-vyssi-porodnosti-i-pristehovalcum>

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Obyvatelstvo* [online]. 2015 [cit. 2015-11-21]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo\\_lide](https://www.czso.cz/csu/czso/obyvatelstvo_lide)

FINANCE. *Nezaměstnanost*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-20]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/trh-prace/statistiky/mira-nezamestnanosti/>

HIGGINS, C. Robert. *Analýza pro finanční management*. Vydání 1. Grada Publishing, spol. s r. o., 1997 399 s., ISBN 80-7169-404-5

JUSTICE.CZ. *Veřejný rejstřík a Sběrka listin*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-18]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik-firma?navez=Zadejte+n%C3%A1zev+subjektu+nebo+I%C4%8CO>

KEŘKOVSKÝ Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 1. Vydání. Praha: CH. Beck, 2002, 172 s. ISBN 80-7179-578-X

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2011, 367 s. ISBN 80-7179-529-1

KURZYCZ. *Mzdy*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-21]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/mzdy/>

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce – říjen 2015*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-24]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-rijen-2015-22888>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu*. [online]. 2015 [cit. 2015-1-12]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument162071.html>

PATRIA ONLINE A. S. *Přehled nové legislativy od 1. 1. 2015*. [online]. 2015 [cit. 2015-11-24]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/pravo/2811662/prehled-nove-legislativy-od-1-1-2015.html>

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza*. 3. rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, a. s., 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. Praha: Computer Press, 1998, 195 s. ISBN 80-7226-140-1

VLÁDA. *Premiér Sobotka: Přeji všem občanům úspěšný a šťastný rok 2015!* [online]. 2015 [cit. 2015-11-20]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/clenove-vlady/premier/projevy/premier-sobotka-preji-vsem-obcanum-uspesny-a-stastny-rok-2015!-125752/>

ZICH, R. *Strategický management*. Přednáška. Brno: Fakulta podnikatelská, 3. 2. 2015



## **Seznam tabulek**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

## **Seznam grafů**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

## **Seznam příloh**

Text kapitoly podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

## **Přílohy**

### **Příloha č. 1: Aktiva společnosti (v tis. Kč)**

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

**Příloha č. 2: Pasiva společnosti (v tis. Kč)**

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

**Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty společnosti (v tis. Kč)**

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013

Text podléhá utajení dle Směrnice děkana č. 2/2013