

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomiky**



**Diplomová práce**  
**Oceňování podniku**

**Tomáš Rákosník**

© 2019 ČZU v Praze

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Tomáš Rákosník

Podnikání a administrativa

Název práce

**Oceňování podniku**

Název anglicky

**Business Valuation**

### Cíle práce

Cílem práce je ocenění vybraného podniku na základě vhodně zvolených metod. Hlavního cíle práce bude dosaženo prostřednictvím dílčích cílů, které jsou následující:

syntéza teoretických východisek oceňování podniku,  
zhodnocení jednotlivých metod a jejich komparace,  
definování různých způsobů ocenění podniku v závislosti na jeho využití.

### Metodika

Diplomová práce je členěna do dvou částí. První, teoretická část, je zaměřena na studium odborné literatury daného tématu, představení základních pojmů souvisejících s problematikou oceňování podniku, charakteristiku obvyklých účelů ocenění podniku a také cílů ocenění, včetně procesu ocenění. V závislosti na zvoleném účelu a cíli ocenění budou rozebrány jednotlivé běžně využívané metody oceňování.

V praktické části bude charakterizován oceňovaný podnik a zpracováno jeho ocenění na základě doporučeného postupu. Konkrétně bude stanoven účel a cíl ocenění, proveden sběr vnitřních a vnějších dat o podniku, analýza dat, v rámci které bude zpracována a vyhodnocena strategická a finanční analýza podniku, analýza a prognóza generátorů hodnoty, následně bude vytvořen finanční plán, výběr vhodné metody ocenění včetně jejího zdůvodnění, interpretace výsledků vzešlých z výpočtů.

## Doporučený rozsah práce

60 – 80

## Klíčová slova

Podnik, oceňování podniku, finanční analýza, strategická analýza, metody oceňování podniku

---

## Doporučené zdroje informací

- HENDL, J. *Kvalitativní výzkum : základní teorie, metody a aplikace*. Praha: Portál, 2008. ISBN 978-80-7367-485-4.
- HENDL, J. *Přehled statistických metod : analýza a metaanalýza dat*. Praha: Portál, 2015. ISBN 978-80-262-0981-2.
- KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies. Completely rev. and updated 4th ed., University ed.* Hoboken, N.J.: John Wiley, c2005. ISBN 978-0-471-70221-4
- KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku : proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé : hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra v oceňování*. Praha: VŠE, 2001. 101 s. ISBN 80-245- 0228-3
- VOCHOZKA, M. – MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1.
- WAGNER, J. *Měření výkonnosti : jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2924-4.

---

## Předběžný termín obhajoby

2018/19 LS – PEF

## Vedoucí práce

Ing. Renata Aulová, Ph.D.

## Garantující pracoviště

Katedra ekonomiky

---

Elektronicky schváleno dne 7. 11. 2018

**prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.**

Vedoucí katedry

---

Elektronicky schváleno dne 12. 11. 2018

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 29. 03. 2019

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že svou závěrečnou práci „Oceňování podniku“ jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucí závěrečné práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou v práci citovány a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci této práce. Jako jediný autor této závěrečné práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne \_\_\_\_\_

## **Poděkování**

Touto cestou bych rád poděkoval zejména Ing. Renatě Aulové, Ph.D. za velmi milé, četné, a hlavně podnětné konzultace, za doporučení odborné literatury a celkové profesionální vedení při psaní této práce. Další poděkování patří Ing. Milanu Rákosníkovi za umožnění využití a zveřejnění interních materiálů podniku. Dále děkuji ostatním dotčeným zaměstnancům za pomoc při přípravě podkladových údajů.

# Oceňování podniku

## **Abstrakt**

Diplomová práce „Oceňování podniku“ se zabývá ohodnocením podniku.

V teoretické části této práce jsou čtenáři seznámeni s obecnou koncepcí ohodnocení podniku za použití různých metod a popisuje rozdíl mezi nimi. Jednotlivé metody jsou rozebrány na úrovni návodu k ohodnocení, tedy obsahují postup a předpoklady použití.

V druhé části je pak analyzován vybraný podnik, Stavební společnost RBK a.s., který je oceněn pomocí dvou metod představených v teoretické části této práce.

Závěr práce je věnován zhodnocení výsledků ohodnocení a jejich komparace.

## **Klíčová slova**

Podnik, oceňování podniku, finanční analýza, strategická analýza, metody oceňování podniku.

# Business Valuation

## **Abstract**

Diploma thesis “Business Valuation” discuss about theme business valuation.

In the theoretic part of diploma thesis is presented general concept of business valuation to readers while using different methods and describe differences between it. Every single method is presented like a manual for valuation, so it contains procedure and assumption for using.

In the second part of this thesis is analyzed selected company, Stavební společnost RBK a.s., which is valued via two methods presented in the theoretic part.

Conclusion is dedicated to assessment of the evaluation and it's comparation.

## **Key words**

Company, Business Valuation, financial analysis, strategic analysis, methods of business valuation.

## Obsah

<b>1</b>	<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>2</b>	<b>CÍL PRÁCE A METODIKA</b> .....	<b>9</b>
<b>3</b>	<b>TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>10</b>
3.1	OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ .....	10
3.1.1	<i>Důvody k ocenění</i> .....	10
3.1.2	<i>Předpoklady pro ocenění podniku</i> .....	11
3.1.3	<i>Právní rámec</i> .....	11
3.2	HODNOTA A CENA PODNIKU .....	12
3.2.1	<i>Tržní hodnota</i> .....	13
3.2.2	<i>Subjektivní hodnota</i> .....	14
3.2.3	<i>Objektivizovaná hodnota</i> .....	14
3.3	PROCES OCENĚNÍ.....	15
3.3.1	<i>Sběr vstupních dat</i> .....	16
3.3.2	<i>Analýza dat</i> .....	16
3.3.3	<i>Sestavení finančního plánu</i> .....	23
3.3.4	<i>Ocenění</i> .....	23
3.3.5	<i>Výnosové metody</i> .....	26
3.3.6	<i>Tržní metody</i> .....	46
<b>4</b>	<b>ANALYTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>49</b>
4.1	PŘEDSTAVENÍ PODNIKU .....	49
4.1.1	<i>Důvody k ocenění a metody</i> .....	49
4.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	49
4.2.1	<i>PEST analýza</i> .....	50
4.2.2	<i>Porterův model konkurenčních sil</i> .....	53
4.2.3	<i>SWOT analýza</i> .....	56
4.2.4	<i>Analýza odvětví</i> .....	58
4.3	ANALÝZA DAT .....	59
4.3.1	<i>Analýza aktiv</i> .....	59
4.3.2	<i>Analýza pasiv</i> .....	60
4.3.3	<i>Analýza finančních ukazatelů</i> .....	61
4.4	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ .....	66
4.4.1	<i>Krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, dlouhodobý majetek</i> .....	66



4.4.2	<i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</i> .....	67
4.5	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY .....	67
4.5.1	<i>Tržby</i> .....	67
4.5.2	<i>Investice do pracovního kapitálu</i> .....	68
4.5.3	<i>Investice do dlouhodobého majetku</i> .....	69
4.5.4	<i>Odpisy</i> .....	69
4.6	STANOVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	70
4.7	WACC .....	72
4.7.1	<i>Náklady na vlastní kapitál</i> .....	72
4.7.2	<i>Náklady na cizí kapitál</i> .....	73
4.7.3	<i>Výsledné stanovení hodnoty WACC</i> .....	73
4.8	VLASTNÍ OCENĚNÍ .....	74
4.8.1	<i>Metoda účetní hodnoty</i> .....	74
4.8.2	<i>Metoda DCF entity</i> .....	75
<b>5</b>	<b>ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ</b> .....	<b>76</b>
<b>6</b>	<b>ZÁVĚR</b> .....	<b>77</b>
<b>7</b>	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ</b> .....	<b>78</b>
<b>8</b>	<b>SEZNAM GRAFŮ</b> .....	<b>79</b>
<b>9</b>	<b>SEZNAM TABULEK</b> .....	<b>80</b>
<b>10</b>	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b> .....	<b>81</b>

## 1 Úvod

Oceňování podniku je téma, které je v rámci trhu řešeno každý den, a to z nejrůznějších důvodů. Ocenění podniků je předpokladem každé fúze, akvizice, likvidace, prodeje a někdy i nástrojem pro rozhodování managementu.

Ocenění podniků je stále důležitější a dostává se mu tak větší pozornosti jak na akademické půdě, tak ze strany consultingových společností, investičních bank nebo například znaleckých ústavů.

V dnešní době silné konkurence, je akvizice zejména menších společností ze strany těch velkých, často i nadnárodních, zcela běžnou praxí. Jedná se bezesporu o efektivní nástroj, jak se zbavit hrozby ze strany konkurence ať už nové či stávající. Bez kvalitního ocenění by se však mohla stát akvizice pověstným posledním hřebíčkem do rakve i velké a stabilní firmy. Přesto existují společnosti, u kterých jsou akvizice předmětem podnikání. Bez důkladného ocenění podniku by tomu tak jistě nemohlo být.

Samostatnou kapitolou je likvidace podniků, kdy důsledky mohou být velmi dalekosáhlé. Není tomu tak dlouho, co se v prostředí českého trhu řešila likvidace podniku OKD, který momentálně prochází restrukturalizací za státní účasti. Likvidace takového podniku by se jistě negativně projevila ve státním rozpočtu. Ocenění tedy hraje zcela klíčovou roli.

Vždy tedy záleží, proč je k ohodnocení podniku přistoupeno. Podle toho je zvolena oceňovací metoda, která by měla reflektovat záměry společnosti, u některých metod i vnější a vnitřní vlivy a samozřejmě také uživatele, kterému má ohodnocení posloužit.

## 2 Cíl práce a metodika

Cílem práce je ocenění vybraného podniku na základě vhodně zvolených metod. Hlavního cíle práce bude dosaženo prostřednictvím dílčích cílů, které jsou následující: syntéza teoretických východisek oceňování podniku, zhodnocení jednotlivých metod a jejich komparace, definování různých způsobů ocenění podniku v závislosti na jeho využití.

Diplomová práce je členěna do dvou částí. První, teoretická část, je zaměřena na studium odborné literatury daného tématu, představení základních pojmů souvisejících s problematikou oceňování podniku, charakteristiku obvyklých účelů ocenění podniku a také cílů ocenění, včetně procesu ocenění. V závislosti na zvoleném účelu a cíli ocenění budou rozebrány jednotlivé běžně využívané metody oceňování.

V praktické části bude charakterizován oceňovaný podnik a zpracováno jeho ocenění na základě doporučeného postupu. Konkrétně bude stanoven účel a cíl ocenění, proveden sběr vnitřních a vnějších dat o podniku, analýza dat v rámci které bude zpracována a vyhodnocena strategická a finanční analýza podniku, analýza a prognóza generátorů hodnoty, následně bude vytvořen finanční plán, výběr vhodné metody ocenění včetně jejího zdůvodnění, interpretace výsledků vzešlých z výpočtů.

## 3 Teoretická část

### 3.1 Oceňování podniků

Nutnost oceňování podniků v české ekonomice získalo na významu po roce 1989, tedy po pádu komunismu a s tím spojené transformace české ekonomiky na tržní typ. Svou roli při transformaci sehrála i plánovaná privatizace státních podniků.

Výsledkem oceňování podniku by měl být věrný a nezávislý odhad hodnoty podniku, která vyplývá z faktů a specifických faktorů oceňované společnosti. Podobně jako u nemovitostí, má zásadní vliv na odhadovanou cenu účel, za jakým se ocenění provádí. V dnešní době, kdy privatizace státních podniků probíhá jen sporadicky, nejčastějším důvodem ocenění je prodej mezi soukromými subjekty. V takovém případě se tedy jedná o ocenění potenciální tržní ceny podniku. Výsledek odhadu je i přes to orientační, jelikož zásadní dopad na prodejní cenu mají vyjednávací schopnosti obchodních stran.

#### 3.1.1 Důvody k ocenění

*„Důvodů pro ocenění konkrétního podniku může být mnoho, patří mezi ně např. transformace společnosti, prodej, sloučení, finanční tíseň apod. Příčinou ocenění je nerovnost mezi účetní a tržní hodnotou.“ (Kislingerová, 2001)*

Fúze a akvizice jsou v současné době stále častějším tématem v neustále se rozvíjejícím konkurenčním prostředí. Podniky skupují ty konkurenční, zbavují se tak konkurence a k absorpci jiné společnosti je samozřejmě zapotřebí znát její hodnotu. Profesorka Kislingerová jako další, ještě nezmíněné důvody k ocenění uvádí tyto:

- Poskytování úvěru
- Změna právní formy společnosti
- Vstup podniku na burzu cenných papírů
- Hodnocení úspěšnosti podniku

- Likvidace či insolvence podniku
- Pojištění společnosti

(Kislingerová, 2001)

### 3.1.2 Předpoklady pro ocenění podniku

Ke správnému výpočtu hodnoty podniku je nutné si nejdříve správně určit několik kritérií, podle nichž bude oceňování probíhat.

- Zamýšlení uživatelé
- Zamýšlené použití odhadu
- Podnik, který je předmětem ocenění
- Typ podniku
- Obchodní podíl
- Kategorie hodnoty
- Předpoklad hodnoty
- Čas, kdy ocenění probíhá

(<https://www.ivsc.org/files/file/view/id/646>)

Dále je nutné stanovit, jaké části podniku se ocenění týká. Oceňovat je totiž možné jak celé společnosti, tak pouze jejich menší části (jednotlivé závody, divize apod.) Ocenění lze provádět jako ocenění souhrnu aktiv, ale i jen dílčího aktiva nebo např. investovaný kapitál. Podle toho, co je účelem ocenění dochází ke stanovení metody ocenění. Ze získané hodnoty lze vycházet pouze po omezenou dobu, jelikož hodnota podniku může být v některých případech rychle se měnící veličina.

### 3.1.3 Právní rámec

Právní rámec pro oceňování se samozřejmě liší dle země, kde se ocenění provádí. Pro tuto diplomovou práci, která souvisí pouze s právním prostředím České Republiky je důležité říci, že žádný zákon ani jiný legislativní nástroj konkrétně neupravuje problematiku oceňování podniků. Ocenění by sice měl provádět člověk, který má znalosti z účetnictví, ekonomické teorie a prostředí trhu, na němž se daný podnik nachází, ale nařízené to není.

Zákon, který alespoň částečně s oceňováním podniků souvisí je *Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů a s ním související vyhlášky ministerstva financí České Republiky.*

Zákon je velmi zevrubný, avšak najdeme v něm obecně závazné předpisy pro

oceňování konkrétních majetkových složek podniku.

S tímto zákonem souvisí *Vyhláška č. 441/2013 Sb. Vyhláška k provedení zákona o oceňování majetku.*

Dále lze v souvislosti s oceňováním podniku zmínit tyto zákony:

- Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností
- Zákon č. 90/2012 Sb. O obchodních společnostech a družstvech
- Zákon č. 89/2012 Sb. Zákon občanský zákoník
- Zákon č. 182/2006 Sb. O úpadku a způsobech jeho řešení
- Zákon č. 99/1963 Sb. Občasný soudní řád

Dalšími dvěma důležitými dokumenty zabývající se oceňováním podniků jsou standardy. Všeobecně platné jsou dva dokumenty, a to EVS a IVS.

#### EVS

Zkratka pochází z anglického „European Valuation Standards“, tedy evropské oceňovací standardy. Vydává je organizace TEGoVA a usilují o objektivnější tržní odhady nemovitostí a jiné druhy nemovitostí. EVS slouží k oceňování na území celé Evropy. Bylo tedy nezbytné vytvořit standardy, které budou k oceňování dodržovány a jejich výsledky tak budou moc být porovnávány napříč Evropou.

#### IVS

Z anglického International Valuation Standards, tedy mezinárodní oceňovací standardy. Vydávány jsou výborem pro mezinárodní oceňovací standardy. Princip je totožný jako u EVS, avšak v měřítku celého světa.

### 3.2 Hodnota a cena podniku

Nejprve je důležité vymezit si pojmy hodnoty a ceny podniku. Hodnota podniku je závislá na budoucím užitku, nikoliv na již uplynulých výnosech či nákladech. Jak popisuje profesor Mařík *„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými, budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu.“* (Mařík, 2011) Zjednodušeně popisuje hodnotu podniku takto *„...hodnota podniku není vlastně nic jiného, než určitá víra v budoucnost, která je vyjádřena v penězích.“* (Mařík, 2011)

Budoucí příjmy podniku nejsou samozřejmě žádnou konkrétní hodnotou a jedná se tedy o odhad. Ocenění hodnoty podniku je tedy jakási predikce budoucího vývoje, proto dva odhady stejné společností od různých odhadců nebudou s největší pravděpodobností stejné.

Pokud budeme vycházet z ekonomické teorie, můžeme hodnotu podniku rozlišit na hodnotu směnnou a užitnou. Hodnota užitná má uspokojovat lidské potřeby, ale velikost užítku nebude pro každého spotřebitele stejně velká. Způsobená rozlišenost je dána především rozlišnými preferencemi každého spotřebitele. Naproti tomu hodnota směnná by měla být pro každého v podstatě stejná. Peněžní vyjádření směnné hodnoty je teoretická tržní cena.

Profesor Mařík dělí hodnoty podniku do tří základních kategorií:

- Hodnota tržní
- Hodnota subjektivní
- Hodnota objektivizovaná
- Kolínská škola

(Mařík, 2003)

### 3.2.1 Tržní hodnota

Jak bylo již zmíněno v předchozím odstavci, tržní hodnota je potenciální (teoretická) cena podniku. Tato cena by tedy měla být taková, jakou je potencionální kupující ochoten zaplatit nebo kolik by mohl potencionální prodávající za svůj podnik či podíl dostat peněz. Mezinárodní organizace pro oceňování IVSC stanovila definici, kterou převzal a publikoval i profesor Mařík a zní následovně:

*„Tržní hodnota je 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.“* (Mařík, 2011)

Stanovení tržní hodnoty by měl předcházet důkladný průzkum trhu, z nějž by měly vzejít adekvátní informace o konkrétním trhu a jeho dotčeném odvětví, které by měly sloužit jako srovnávací nástroj k ocenění. Tyto informace by měly být v souladu se zásadami průzkumů, tedy nezkreslené, pravdivé a měly by tvořit dostatečnou datovou základu při srovnání. Při porovnání odhadce přihlíží k **mediánu** (střední hodnotě) datové řady.

Mediánem se rozumí hodnota, která dělí hodnoty z datové řady, které jsou seřazeny podle velikosti, na dvě stejně početné poloviny.

Ocenění tržní hodnotou je využíváno v případě, kdy není známa protistrana obchodu. V praxi to znamená, že touto hodnotou je oceňován podnik, který vstupuje na burzu nebo podnik, u něž ještě není znám kupující. Výsledná hodnota je tedy jakási průměrná, očekávaná hodnota v budoucnosti.

### 3.2.2 Subjektivní hodnota

Někdy též označována jako investiční hodnota se zásadním způsobem liší od hodnoty tržní, proto by nikdy nemělo dojít k jejich vzájemnému zaměňování. Subjektivní hodnota nahlíží na podnik z pohledu konkrétní osoby. Většinou stávajícího společníka či konkrétního kupujícího. Definici subjektivní hodnoty publikuje profesor Mařík následovně:

*„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investičního cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota majetkového aktiva.“* (Mařík, 2011)

Očekávání konkrétního investora jsou reakcí na jeho plány se společností, jako jsou rozvoj, fúze, zachování stávajícího tržního postavení apod. Záměry s podnikem zná většinou pouze konkrétní investor, a proto jen on může odhadovat budoucí cash-flow a s tím spojenou výhodnost investice.

### 3.2.3 Objektivizovaná hodnota

Při použití **objektivizované hodnoty** je nutné si uvědomit, že se nejedná o **objektivní hodnotu**. Ačkoliv se jedná o opak metody subjektivní, pojmenování objektivní by bylo nadnesené a nepřesné. Proto byl zaveden pojem objektivizovaná hodnota. Premisou je, že se nejedná o zcela objektivní metodu, ale měla by být co nejméně sporná. Proto by měly být dodržovány alespoň základní pravidla. Pokud bychom mluvili o objektivním ohodnocení podniku, museli by nutně všichni nezávislí odhadci dojít k naprosto totožnému výsledku. Něco takového je však v praxi nedosažitelné. (Mařík, 2003)

Objektivizovaná metoda vznikla proto, aby byl eliminován rozptyl v jednotlivých odhadech a pro její výpočet je tedy nutné dodržovat zásady a požadavky, které toho dosahují. Také by při výpočtu mělo být využito co možná nejvíce všeobecně uznávaných dat.

Objektivizovaná metoda tedy pracuje s jednoznačnými daty a s ohledem na současnost, jelikož budoucnost je vždy nejasná. Z důvodu snadné doložitelnosti a prokazatelnosti je tato metoda využívána například bankami při schvalování úvěrů.

*„Tržní hodnotu je možné hledat z pohledu průměrného investora, kdy, jsou očekávané výnosy diskontovány diskontní mírou na úrovni výnosnosti požadované trhem. Subjektivní hodnota diskontuje výnosy očekávané konkrétním investorem, jeho požadovanou výnosností. Objektivizovaná hodnota pracuje pouze s výnosy, které se k datu ocenění jeví jako jisté a jsou doložitelné, a to při stejném konceptu, stávajícím vedení a způsobu financování podniku.“* (Mařík, 2011)

Základní zásady, které by měly být dodržovány při využití metody **objektivizované hodnoty** jsou následující:

- Udržovat substanci – z podniku smí být vyváděno jen tolik prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata
- Volný zisk – ta část zisku, kterou mohu vybrat, aniž by byla ohrožena substance
- Nepotřebný majetek – výnosové ocenění se týká pouze části majetku nezbytnou pro provoz podniku
- Možnosti změn – zásada udržení stávajícího stavu v momentě oceňování, s výjimkou například rozestavěné investice, která je však součástí stávající situace
- Metoda ocenění – jednoznačná a jasná metoda ocenění (možná replikace výsledku)
- Neměnný management – přetrvání stávajícího managementu při využití výnosové metody
- Zdanění – zdanění na úrovni vlastníka podniku (Vochozka, Mulač, 2012)

### 3.3 Proces ocenění

Jak již bylo zmíněno několikrát na předchozích stranách, při rozhodování odhadce jakým způsobem podnik ocenit, je nejdůležitější **důvod k ocenění**. Na jeho základě pak odhadce zvolí vhodnou metodu pro ocenění. Postup je dále možné modifikovat dle dalších konkrétních podmínek jako je kategorie hodnoty, zvolené metody nebo například dostupných dat. Obecně však profesor Mařík doporučuje tento postup:

- 1) *„Sběr vstupních dat*
- 2) *Analýza dat*



- a) *Strategická analýza*
  - b) *Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku*
  - c) *Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná*
  - d) *Analýza a prognóza generátorů hodnoty*
  - e) *Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty*
- 3) *Sestavení finančního plánu*
- 4) *Ocenění*
- a) *Volba metody*
  - b) *Ocenění podle zvolených metod*
  - c) *Souhrnné ocenění“*

(Mařík, 2003)

### 3.3.1 Sběr vstupních dat

Již v první fázi musí oceňovatel vycházet z toho, za jakým účelem ocenění provádí a také čas, kdy je ocenění prováděno. Na důkladném sběru relevantních dat je založen předpoklad správného stanovení hodnoty podniku. Informací je nutno nahromadit co možná největší množství.

Sběr dat se týká jak podniku samotného, ale i dat z odvětví, a nakonec data makroprostředí. Nahromaděná data jsou dále postoupena analýze. (Kislingerová, 2001)

### 3.3.2 Analýza dat

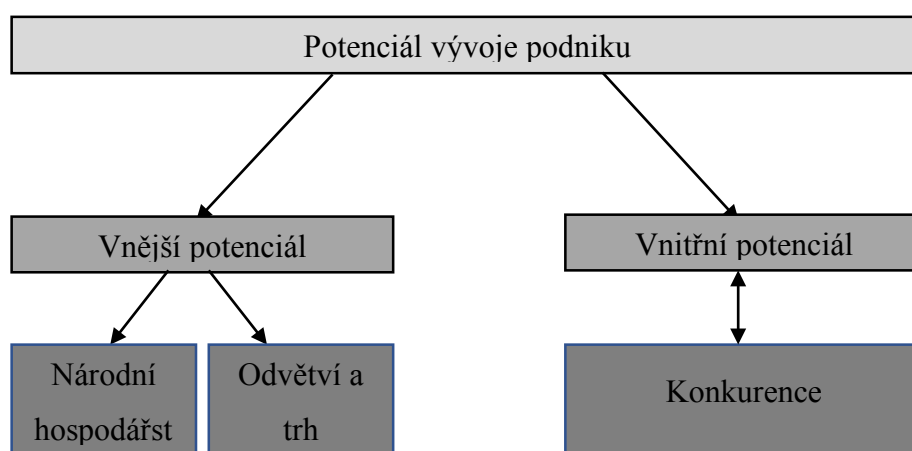
Analýza dat je náročný proces zahrnující několik dílčích úkolů, které budou rozebrána na následujících řádcích. Profesor Mařík (2003) považuje analýzu dat za nejdůležitější fázi oceňování podniku.

#### 3.3.2.1 *Strategická analýza*

*„Úkolem strategické analýzy je zanalyzovat vývoj makroprostředí a mikroprostředí konkrétního podniku. Makroprostředí podniku lze zkoumat z politického, ekonomického, sociálního nebo technologického prostředí. Účelem strategické analýzy je identifikace základních charakteristických znaků odvětví a prognóza jejich vývoje.“* (Kislingerová, 2001)

Profesor Mařík (2003) zastává názor, že hlavním úkolem strategické analýzy je identifikace celkového výnosového potenciálu. Dále uvádí, že celkový výnosový potenciál

je dán vnějším (potenciál odvětví) a vnitřním (podnikovým) potenciálem. Vnější potenciál označuje Mařík za šance a rizika. Šancemi lze označit potenciální výnos nebo také potenciální poptávku na trhu, kterou je podnik schopen uspokojit. Riziky rozumíme hrozby konkurence, tedy potenciální zákazníci, které konkurence podniku přebere. Vnitřním potenciálem podniku je jeho schopnost čelit rizikům trhu, a naopak schopnost využít šance, které trh nabízí. Názorná ukázka fungování vývoje potenciálu ukazuje následující obrázek, převzatý z knihy profesora Maříka.



Obrázek 1 – Analýza vývoje potenciálu podniku

(Mařík, 2003)

Strategická analýza je základním předpokladem pro věrohodné výsledné ocenění a měla by přinášet odpověď na tři následující otázky.

- 1) *Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?*
- 2) *Jaký vývoj trhu, konkurence, a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?*
- 3) *Jaká rizika jsou s podnikem spojena?*

(Mařík, 2003)

*Možný postup strategické analýzy může sestávat z následujících kroků:*

- 1) *Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího prostředí)*
- 2) *Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku*
- 3) *Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků)*

(Mařík, 2003)

Nejprve je nutné definovat relevantní trh, čímž se rozumí stanovení jeho velikosti, segmentace a vývoj v čase. Analýza relevantního trhu znamená identifikace jeho šancí a rizik. Prognózu je vhodné přizpůsobit přístupu ocenění tedy tržnímu, subjektivnímu a objektivizovanému. Prognóza by měla také zahrnovat porovnání s vyspělejšími ekonomikami.

Analýza konkurence a vnitřního potenciálu znamená zmapovat konkurenční síly v odvětví. K tomu lze využít například Porterův model pěti sil, který preferuje například profesorka Kislingerová. Profesor Mařík naproti tomu upřednostňuje tabulkové srovnání. Dále je vhodné určit míru, do jaké je podnik schopen využít šance, které poskytuje rostoucí trh.

### 3.3.2.2 Finanční analýza

Finanční analýza je důležitou a neoddělitelnou součástí ocenění podniku, neboť nám podává report o finančním zdraví oceňovaného podniku a také slouží k tvorbě finančního plánu podniku. Podklady pro finanční analýzu má každý podnik dobře připravené, jelikož podle nichž je podnik řízen po finanční stránce. (Kislingerová, 2001)

Ačkoliv při finanční analýze pracujeme s minulým vývojem podniku, lze podle nich vyvodit další jeho směřování. Právě prognóza do doby minulé je podstatná pro ocenění.

Dříve než oceňovatel začne s finanční analýzou měl by si uvědomit, že vypočtení jednotlivých ukazatelů referuje o zdraví podniku jen velmi málo. K této problematice se ve své knize vyjadřuje i profesor Mařík následovně.

*„Finanční analýza by z hlediska oceňování měla z finančního pohledu doplnit předběžný výrok strategické analýzy o perspektivnosti podniku a doplnit již zjištěná rizika.“*  
(Mařík, 2011)

Základními vstupními daty jsou zákonem stanovené účetní výkazy, tedy rozvaha, výkaz zisku a ztráty a cash-flow. Ačkoliv sestavování těchto dokumentů podléhá zákonu o účetnictví a jsou kontrolovány, i přesto by měl oceňovatel provést jejich kontrolu a případně doplnění. Pokud jsou podklady v pořádku, poté se přistoupí k výpočtu ukazatelů (poměrové, rozdílové, absolutní). Všechny absolutní ukazatele nalezneme ve finančních výkazech. Z poměrových můžeme zmínit tyto:

- 1) Ukazatele rentability – ROA, ROE, ROS, ROCE

(Zdroj:<https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

Rentabilita aktiv - <b>ROA</b>	$\frac{\text{Hospodářský výsledek}}{\text{Celková aktiva}}$
Rentabilita vl. Kapitálu - <b>ROE</b>	$\frac{\text{Hospodářský výsledek}}{\text{Celková aktiva}}$
Rentabilita tržeb - <b>ROS</b>	$\frac{\text{Hospodářský výsledek}}{\text{Tržby}}$
Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu - <b>ROCE</b>	$\frac{\text{Hospodářský výsledek}}{\text{Vlastní kapitál} + \text{dl. závazky}}$

Zde se dá hovořit jako o nejzákladnějších ukazatelích z oblasti finanční analýzy. Referují o úspěšnosti podniku v ohledu tvorby zisku a veličiny, kterých bylo k jeho dosažení zapotřebí a v jaké výši. Pro jednoduchost a přehlednost uvedu vzorce v následující tabulce.

- 2) Ukazatele aktivity – Obrat aktiv, obrat zásob, doba obratu zásob, obrat pohledávek, doba obratu pohledávek.

Tyto nám podávají obraz o cyklech podniku, a to hned ve dvou rovinách. Na jedné straně ukazují rychlost, s jakou podnik dokáže provést jeden cyklus obratu. Na straně druhé podávají informace o tom, kolik cyklů obratu je podnik schopen uskutečnit za jedno účetní období, tedy jeden rok. Výpočty jsou opět uvedeny v následující tabulce.

<b>Obrat aktiv</b>	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva}}$
<b>Obrat zásob</b>	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$
<b>Doba obratu zásob</b>	$\frac{365}{\text{Obrat zásob}}$
<b>Obrat pohledávek</b>	$\frac{\text{Tržby}}{\text{Pohledávky}}$
<b>Doba obratu pohledávek</b>	$\frac{365}{\text{Obrat pohledávek}}$

(Zdroj: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

- 3) Ukazatele likvidity – okamžitá, pohotová, běžná

Likvida je ukazuje schopnost aktiva rychle se přeměnit na peníze a pokrýt tak krátkodobé závazky. Spolu s ukazateli rentability se jedná o nejběžnější poměrové ukazatele.

Likvidita okamžitá	$\frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
--------------------	---

Likvidita pohotová	$\frac{\text{Oběžná aktiva – zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$
Likvidita běžná	$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$

(Zdroj: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

- 4) Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy – podíl vlastního kapitálu na celkovém, podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech, krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem, krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem

„Současné zadlužení je porovnáváno s doporučenými hodnotami. Na tomto základě je pak odhadována možná velikost dalšího zadlužení. To je důležité vědět při následném sestavování plánu.“ (Mařík, 2003)

Podíl vlastního kapitálu na celkovém	$\frac{\text{Vlastní kap.}}{\text{Celková aktiva}}$
Podíl dl. majetku na celk. aktivech	$\frac{\text{Dlouhodobý majetek}}{\text{Celková aktiva}}$
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	$\frac{\text{Vl. kapitál + dlouhodobý cizí kap.}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$
krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	$\frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Dlouhodobý majetek}}$

(Zdroj: <https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

### 3.3.2.3 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

„Vycházíme z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud jde o podnik s více podnikatelskými aktivitami, pak by měl být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka by měla být oceňována zvlášť.“ (Mařík, 2003)

Pro své primární zaměření potřebuje oceňovaná společnost aktiva v určité výši, která se mění dle oboru podnikání. Tato aktiva jsou označována za provozně nutná. Pokud je možné rozdělení aktiv na nutná a nenutná provést, mělo by následně dojít k separaci výnosů a nákladů plynoucích z provozně nenutných aktiv. Typicky lze považovat za provozně nenutná aktiva finančního charakteru (obligace, držené dluhopisy, držené akcie apod.) nebo přímo peníze, které však přesahují nezbytně nutnou výši k zajištění chodu podniku.

Dalším typicky nenutným aktivem jsou držené akcie, podílové cenné papíry, realizované cenné papíry, půjčené peníze a ostatní dlouhodobý finanční majetek, což je účet, na němž jsou zpravidla vedena aktiva určená k pronajímání.

Provozně nenutným aktivem mohou být i nemovitosti, jež přímo nesouvisí s výkonem hlavní podnikatelské činnosti, např. pozemky, podnikové byty apod.. Nadbytečné zásoby jsou taktéž označovány za provozně nutné aktivum, jelikož ho podnik bezprostředně nepotřebuje či nevyužívá nebo jen v malém množství.

Z řádků výše plyne, že nutné aktivum je takové, které podnik k hlavní podnikatelské činnosti bezprostředně nepotřebuje nebo takové aktivum, které je ve vyšší hodnotě, než je pro provoz podniku nutné. Tato poučka by měla postačit k správné separaci nutných a nenutných aktiv. (Mařík, 2003)

#### 3.3.2.4 *Analýza a prognóza generátorů hodnoty*

Ke správnému provedení této dílčí fáze je nutné interpretovat generátory hodnoty. *Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.* (Mařík, 2003)

Typickými generátory hodnoty jsou:

- 1) Tržby a jejich růst
- 2) Marže u provozního hospodářského výsledku,
- 3) Investice do pracovního kapitálu,
- 4) Investice do dlouhodobého majetku (provozně nutného)
- 5) Diskontní míra,
- 6) Rozdělení kapitálu (cizí a vlastní),
- 7) Předpokládaná doba existence podniku

Po správné identifikaci generátorů hodnoty dochází k jejich výpočtu. Ten by měl být založen na předchozích výpočtech zejména z finanční analýzy. Při výpočtech generátorů odkazují zejména na kapitolu 3.2.3, kde bylo rozebráno rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Právě s výsledkem hospodaření očištěným o provozně nutné náklady a výnosy počítáme generátory hodnoty. Nazýváme jej „korigovaný provozní výsledek hospodaření“. S vzešlými výsledky z analýzy přichází fáze prognózy. Jednotlivé generátory hodnoty podrobíme postupu, který je ilustračně vyobrazen pro ziskovou marži.



Obrázek 2 – Prognóza ziskové marže (Mařík, 2003)

Výsledek ziskové marže je vypočten v souladu s přístupem shora. Počítá se tedy procentuální marže z prodejní ceny (tržeb). Vzorec výpočtu je následující:

$$\text{Provozní zisková marže (\%)} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hosp.}}{\text{Tržby}} \cdot 100$$

Přístup zdola počítá procentuální marží z nákladové ceny, neboli skladové. V takovém případě je procentuální marže vyšší, avšak v peněžním vyjádření to je naprosto totožný výsledek.

Jednotlivé faktory se budou lišit v závislosti konkrétního generátoru hodnoty, a i konkrétního odvětví, v němž oceňovaný podnik působí. Prognóza je také první fází sestavení finančního plánu.

### 3.3.2.5 Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty

Za předpokladu, že jsou generátory hodnoty podloženy finanční analýzou, lze přistoupit k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na metodě peněžních toků, která bude více rozebrána v kapitole metody **oceňování podniku** 3.4.2.2. a 3.4.2.3. V zájmu zachování posloupnosti je však tato metoda již zmíněna zde. K výpočtu je nutné si definovat proměnné a rovnici výpočtu. Hovoříme o výnosové hodnotě podniku (vychází z předpokládaných výnosů) v následujících letech. (Mařík,2003)

X – velikost tržeb za zboží a výrobky

g – tempo růstu tržeb

$r_{ZPx}$  – provozní zisková marže (počítáno s korigovaným VH)

d – sazba daně

$k_{WC}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst prac. Kapitálu

$k_{DMx}$  – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku

t – aktuální rok

$H_b$  – výnosová hodnota podniku

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g}$$

(Mařík, 2003)

### 3.3.3 Sestavení finančního plánu

Pokud oceňovatel vybere pro ohodnocení jednu z výnosových metod, měl by být součástí ocenění kompletní finanční plán. Finanční plán se skládá ze třech dobře známých účetních výkazů a to:

- 1) Rozvaha,
- 2) Výkaz zisku a ztráty,
- 3) Výkaz cash-flow,

Vzhledem k tomu, že oceňovatel nemůže znát záměry podniku, je při sestavování výkazů nutná konzultace s vedením oceňovaného podniku. Slepé přebírání existujících výkazu společnosti by však mělo být tabu. Oceňovatel nese odpovědnost za ocenění a z toho důvodu by se neměl spoléhat na materiály vytvořené někým jiným, navíc když smysl jejich užití má zcela jiný charakter.

Z kapitoly o rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná máme již k dispozici některé hodnoty, které budeme pro sestavení finančního plánu potřebovat. Patří mezi ně tržby z prodeje hlavních produktů, zisková marže, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků, plán investic do provozně nutných dlouhodobých položek majetku.

*„Jednotlivé výkazy finančního plánu pro ocenění přitom obvykle postačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se používá například v účetním výkaznictví nebo při krátkodobějším plánování podniku.“* (Mařík, 2003)

Po dokončení finančního plánu by měla následovat jeho zestručněná finanční analýza. Záměrem této analýzy je následně potvrdit nebo vyvrátit předpoklady o perspektivnosti podniku. Dále by měla tvořit část z podkladů ke stanovení míry rizika, která nakonec bude zapotřebí ke stanovení diskontní míry.

### 3.3.4 Ocenění

Všechny kroky zmíněné v kapitole 3 – „Proces ocenění“ směřovaly k této, závěrečné fázi, kdy dojde k vlastnímu ocenění společnosti. Jak již bylo zmíněno v této práci několikrát, pro každé ocenění je třeba určit podnět na jehož základě ocenění vzniklo (účel) a dále určit



kategorii hodnoty a její úroveň. Dalšími faktory mající vliv na užití konkrétní metody jsou faktor rizika, situace podniku a čas. Dle metody a také vstupních veličin můžeme metody rozdělit do 3 základních skupin, které se dále dělí. Pro lepší přehled jsou vyobrazeny v následujícím organizačním diagramu.

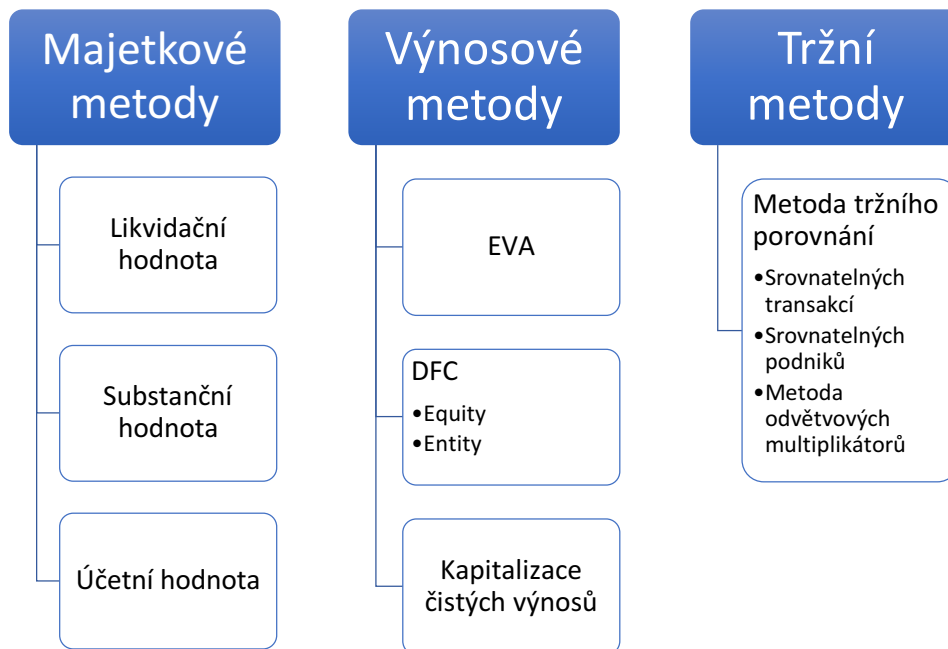


Diagram 1 – Dělení základních metod oceňování (vlastní zpracování dle: Mařík, 2011)

#### 3.3.4.1 Majetkové metody

*„Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků.“ (Mařík, 2003)*

Z výše zmíněné citace je patrné, že majetkové metody neberou v úvahu nic jiného než jen soubor majetku. V praxi jsou tyto metody využívány zejména v **likvidaci či insolvenční podniku**. V takovém případě se majetek podniku rozprodá a z financí získaných prodejem se uspokojují pohledávky věřitelů za podnikem. Tím se dostáváme v první z majetkových metod ocenění.

#### 3.3.4.2 Likvidační hodnota

Při užití likvidační hodnoty hodnotíme podnik dle výnosů vzniklých z prodeje majetku podniku. Užití **likvidační metody** má smysl v momentě, kdy se jeho vlastník rozhoduje o setrvání na trhu či ukončení podnikání a získání financí z prodeje majetku. Samozřejmě jen za předpokladu, že podnik nemá závazky převyšující hodnotu majetku.

K tomu by však docházet nemělo. Od souhrnné hodnoty majetku je tedy nutné odečíst kromě celkových závazků také náklady spojené s likvidací.

*„Nevýhodou této metody je průběh likvidace aktiv, který musí proběhnout v určitém časovém intervalu a za zlomkovou cenu.“ (Kislingerová, 2001)*

Tvrzení profesorky Kislingerové je platné zejména pro nucenou insolvenční řízení, kdy věřitelé vyvíjí nátlak na rychlé ukončení insolvenčního řízení. Za předpokladu dobrovolné insolvence je rychlost zpravidla nižší.

#### 3.3.4.3 Substanční hodnota

Tento přístup zachycuje do jisté míry **vývoj hodnoty v čase**. Substanční hodnota totiž znamená, kolik by stálo vybudování stejného podniku v současnosti. Doplňuje tak nedostatky účetní hodnoty, která nepracuje s aktuálními cenami.

Profesor Mařík dále rozděluje substanční hodnotu na brutto a netto.

*„Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení.“ (Mařík, 2003) Dále píše: „Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto.“ (Mařík, 2003)*

Dále profesor Mařík dělí substanční hodnotu úplnou a neúplnou. Počítá totiž s tím, že některý, zejména nehmotný majetek, jako know-how, jsou špatně vyčíslitelné. Dále jako těžko vyčíslitelné uvádí dodavatele, odběratele nebo zaměstnance. Důležité je poznamenat, že úplná i neúplná substanční hodnota se dělí na brutto a netto.

#### 3.3.4.4 Metoda účetní hodnoty

*„Účetní hodnota je založena na historických cenách, které lze nalézt v rozvaze. V rámci ocenění podniku se jedná pouze o doplňkovou metodu, jejíž podstatou je porovnání s tržní hodnotou.“ (Kislingerová, 2001)*

Jelikož je smyslem podnikání rozvoj účetní hodnoty, i po krátké době by měla být hodnota podniku vyšší, než jaká je jeho účetní hodnota. Samozřejmě za předpokladu ziskového působení na trhu. Profesor Mařík popisuje tuto problematiku následovně: *„Pokud by účetní hodnota byla zřetelně větší než výnosová, mohlo by to naznačovat, že i likvidační hodnota by mohla být větší.“ (Mařík, 2011)*

Kdyby platil výše zmíněný paradox znamenalo by to, že by bylo pro majitele společnosti výhodnější podnik rozprodat. V praxi je tato metoda používána tedy jen jako podpůrná nebo se nepoužívá. Nepodává věrný obraz o skutečné hodnotě podniku.

### 3.3.5 Výnosové metody

Z pohledu ekonomické teorie jsou výnosové metody považované za jediné správné ke stanovení hodnoty podniku. Zejména z toho důvodu, že na výnosy podniku pohlíží jako na užitek majitele podniku. Dalším důvodem je předpoklad pokračování společnosti v podnikání i v budoucnosti (tento předpoklad je pojmenován jako going concern). Ke zvolení vhodné výnosové metody musíme nutně vědět, co se v každém konkrétním případě pod výnosy nachází.

#### 3.3.5.1 EVA – (ekonomická přidaná hodnota)

Ukazatel EVA je vlastně čistý výnos z provozní oblasti podniku (NOPAT), očištěný o náklady na kapitál, a to jak vlastního, tak i cizího. K výpočtu EVA je zapotřebí si definovat jednotlivé parametry rovnice.

NOPAT – čistý provozní zisk z provozní činnosti

Jako všechny zkratky i tato pochází z anglického jazyka a znamená nett operating profit after taxes. Problém u ukazatele NOPAT je ten, že naše legislativa neumožňuje naprosté ztotožnění s americkým výkladem. V České Republice by měl být tedy používáno přesnější označení **hospodářský výsledek z operačních činností**. Vypočteme jej ze vzorce:

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - t)$$

WACC – průměrné vážené náklady na kapitál

Weighted average cost of capital, neboli průměrné vážené náklady na kapitál. Zahrnují zejména procentuální úrokovou sazbu cizího kapitálu, hodnotu inflace pokud jde o vlastní kapitál (u cizího je inflace započtena již v úrokové sazbě), nebo potenciální ušlý zisk, který se využívá na stanovení ceny vlastního kapitálu. Výpočet není nikterak složitý, avšak vzorec obsahuje mnoho veličin. Začněme jejich definováním.

$r_d$  – úroky (náklady na cizí kapitál)

$t$  – daň z příjmu

$D$  – výše cizího kapitálu

$C$  – celkový kapitál (souhrn vlastního a cizího)

$r_e$  – náklady na vlastní kapitál (ROE)

$E$  – hodnota vlastního kapitálu

Pokud známe hodnoty těchto veličin, dosadíme do následujícího vzorce:

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

(Kislingerová, 2001)

Capital – neboli NOA, kapitál vázaný v aktivech sloužících k hlavní činnosti podniku

Ukazatel NOA se bude lišit dle povahy podniku. K dosažení operačního výsledku hospodaření není v každém odvětví zapotřebí stejných aktiv. Je však nutné upozornit na souvislost s NOPAT. Hodnota NOPAT by měla vycházet z aktiv, které jsou součástí NOA. Proto pozor na pouhé převzetí hodnoty aktiv z rozvahy, to by mohla být špatná hodnota.

K výpočtu EVA dosadíme do následujícího vzorce:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

Výše zmíněný vzorec je však jen obecný a je nutné zavést do rovnice čas. Upravený vzorec tedy vypadá následovně:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t$$

Výsledná hodnota je tedy vždy k počátku roku, jelikož se počítá s uzavřenými hodnotami z rozvahy.

Interpretace výsledku je jednoduchá. Pokud je hodnota  $EVA > 0$ , pak podnik vytváří hodnotu pro vlastníky. Pokud je  $EVA < 0$ , pak podnik hodnotu netvoří a bylo by lepší jej uzavřít.

### 3.3.5.2 Metoda DCF entity

Jedná se bezesporu o nejčastěji užívanou metodou oceňování. Zjednodušeně lze říci, že je založená na výpočtu výnosů investovaného kapitálu.

*„Postup stanovení hodnoty metodou DCF entity se skládá z vymezení volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele a jeho následným diskontováním. Diskontováním v metodě DCF entity se získá hodnota podniku brutto, od které je nutno odečíst cizí kapitál a teprve pak se získá požadovaná hodnota podniku netto. Na rozdíl od DCF equity, kde je diskontováním získána přímo hodnota netto.“ (Mařík, 2011)*

Nejprve je však nutné dojít k hodnotě korigovaného provozního výsledku hospodaření, zmíněného již v kapitole 3.2.4. této práce. Spolu s investicemi jsou to složky pro výpočet volných peněžních toků (FCF). Výpočet lze učít dle následujícího schématu:

Tabulka 1 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (Mařík, 2003)

	Provozní výsledek hospodaření (z výsledovky)
-	Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+	Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem

+	Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
-	Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
=	<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)</b>

(Zdroj: Mařík, 2003)

### Výpočet FCF

Základním podkladem pro metodu DCF je tzv. volný peněžní tok FCF. Tímto pojmem rozumíme část peněžních prostředků podniku, kterou lze z podniku vybrat, aniž by tím byl ovlivněn předpokládaný budoucí vývoj podniku.

Profesor Mařík ve své knize znázorňuje výpočet v přehledné tabulce.

*Tabulka 2 - Výpočet provozního peněžního toku*

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)
2.	- Upravená daň z příjmů (=KPVD × daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním 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 (FCF)</b>

(Zdroj: Mařík, 2003)

V případě metody DFC entity se rozumí volné peněžní prostředky, které jsou k dispozici pro:

- Vlastníky
- Věřitele

V odborné literatuře jsou tyto prostředky pojmenovány jako free cash-flow to firm, neboli FCFF. V překladu tedy volné peněžní toky do firmy. Jedná se o přesnější verzi výpočtu FCF, kde je navíc započtena veličina průměrných vážených nákladů na kapitál WACC. Pro výpočet dosadíme do následující tabulky:

Tabulka 3 - Výpočet volného peněžního toku do firmy (Mařík, 2011)

<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření KPVH</b>
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
+/- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
<b>= Volný peněžní tok do firmy (FCFF)</b>

(Zdroj: Mařík, 2011)

Vypočtený výsledek volného peněžního toku do firmy v sobě tedy zahrnuje objem peněz pro vlastníky (podíl na zisku) a pro věřitele (úroky a splátky dluhů).

Investice – V této metodě se pod pojmem investice rozumí objem peněz, který byl investovaný do dlouhodobého majetku. Investice lze rozdělit do dvou skupin, a to na rozšiřovací a investice do obnovy.

### 3.3.5.2.1 Vlastní ocenění

Výsledná hodnota podniku je v praxi nejčastěji vypočtena tzv. dvoufázovou metodou. V první fázi je oceňovatel schopen predikovat výši volného peněžního toku v jednotlivých letech. V Evropě bývá tato fáze často omezována na maximálně 6 let.

Druhá fáze zahrnuje období začínající na konci první fáze a pokračuje nekonečně dlouho. Pro volný peněžní tok ve druhé fázi je předpokládán stabilní a nekonečný růst.

Dvoufázová metoda výpočtu

K ocenění společnosti dvoufázovou metodou je využíván následující vzorec.

$$H_b = \sum_{t=1}^T \underbrace{FCF_t \cdot (1 + i_k)^{-t}}_{\text{První fáze}} + \underbrace{\frac{PH}{(1 + i_k)^T}}_{\text{Druhá fáze}}$$

kde:

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

$i_k$  = diskontní míra

Výsledná hodnota je brutto

(Mařík, 2003)

### Výpočty pokračující hodnoty založené na výnosových modelech

K výpočtu pokračující hodnoty nezbytné pro stanovení hodnoty podniku lze použít několik způsobů výpočtu, avšak ne všechny mohou být pro dané ocenění vhodné.

#### 1. Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

##### Gordonův vzorec

Při užití Gordonova vzorce se předpokládá, že růst peněžního toku bude stabilní a také trvalý. Tzn. že se jedná o nekonečnou řadu peněžních toků. Jejich současná hodnota udává hodnotu pokračující. Výpočet dle vzorce:

$$PH \text{ v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze

FCF = volný peněžní tok

Tento výpočet může být realizován za předpokladu, že kalkulovaná úroková míra je vyšší než předpokládané tempo růstu volného peněžního toku.

##### Parametrický vzorec

Parametrický vzorec pracuje s proměnnými faktory tvorby hodnoty, např. očekávaná rentabilita čistých investic, tedy investice do pracovního kapitálu a do provozně nutného dlouhodobého majetku. Druhým faktorem je tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížený o daně. Rentabilita investic se vypočítá pomocí následující rovnice.

$$r_i = \frac{\text{přírůstek korigovaného VH po daních}}{\text{přírůstek investovaného kapitálu v roce } T - 1}$$

(Mařík, 2003)

Nyní lze již přistoupit k samotnému parametrickému vzorci, který vypadá následovně.

$$PH = \frac{KVP_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$$

Z poměru  $g/r_i$  lze vyčíst míru investic. Pod tímto pojmem se rozumí ta část zisku, která je věnována na čisté investice. Při výpočtu hodnoty je předpoklad, že tento poměr zůstane po celou dobu druhé fáze neměnný.

## Výpočet pokračující hodnoty založený na jiných než výnosových modelech

- Likvidační metoda
- Substanční metoda
- Tržní hodnota stanovená pomocí majtkových násobitelů
- Účetní hodnota

### 3.3.5.2.1.1 Třífázová metoda výpočtu

V této části již umíme vypočítat všechny proměnné. Jak již název napovídá, tady metoda počítá se třemi fázemi. První je fáze rychlého růstu, druhá je fáze přechodná a třetí opět fáze stability. Vzorec pro výpočet je následující.

$$HP = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} \cdot i_k}$$

kde:

FCF = volný peněžní tok

$i_k$  = diskontní míra

$T_1$  = počet let rychlého růstu

$T_2$  = součet počtu let rychlého a přechodného růstu

### 3.3.5.3 Metoda DCF equity

Metoda DCF equity se liší od předchozí, entity zejména v těchto bodech:

- Způsobem výpočtů volných toků
- Výsledkem, který získáme diskontováním těchto toků
- Použitou diskontní mírou

Ačkoliv se jedná o méně častou variantu výpočtu, stále se s ní lze nezdědka kdy setkat. Jak bylo zmíněno výše, liší se, mimo jiné metoda výpočtu volných peněžních toků. S případě výpočtu DCF equity je označována jako FCFE. Výpočet je opět uveden v tabulce.

Tabulka 4 - Výpočet hodnoty FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (ZP)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného



<p><b>= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok·(1-daňová sazba)</li> <li>- Splátky úročeného cizího kapitálu</li> <li>+ Nově přijatý úročený cizí kapitál</li> </ul>
<p><b>= FCFE</b></p>

(Zdroj: Mařík, 2003)

„Tyto peněžní toky pak diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení.“ (Mařík, 2003)

Vzešlé výpočty dále dosadíme do rovnice Gordonova modelu. Výpočet bude vypadat následovně:

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot (1 + i_k)^{-T}$$

kde:  $i_k$  = kalkulovaná úroková míra vlastního kapitálu při stanovené míře zadlužení  
 $g$  = předpokládané tempo růstu FCFE

### 3.3.5.3.1 Diskontní míra

Diskontní míra je velmi důležitou položkou ve výpočtu ocenění podniku metodou DCF. Zachycuje budoucí výnos kapitálu a zásadně ovlivňuje hodnotu ocenění podniku. Je to zejména z toho důvodu, že umožňuje převést budoucí výnosy i náklady na současnou hodnotu. Diskontní míra se dá rozdělit na brutto hodnotu a netto hodnotu.

- „Hodnota brutto, která určuje hodnotu podniku jak pro vlastníky, tak pro věřitele, se vypočítá diskontováním FCFE pomocí váženého průměru nákladu na kapitál (weighted average cost of capital, dále jen WACC).
- Hodnota netto, která zahrnuje hodnotu podniku pouze pro vlastníky, se získá diskontováním FCFE pomocí nákladu na vlastní kapitál  $r_e$  „ (Kislingerová, 2001)

Dvě základní veličiny určující diskontní míru jsou riziko a čas jejichž působení bude detailněji rozebráno následovně.

#### Faktor času při výpočtu diskontní míry

To, že se cena aktiv v čase vyvíjí, a tedy hodnota kapitálu v čase není lineární veličinou nejspíše není nutné nějak více rozvádět, tento fakt bude nejspíše každému zřejmý. Podívejme se však, čím je tento jev způsobován. Základem pro výpočet diskontní míry jsou budoucí výnosy, které je ovšem nutné převést na hodnotu v současnosti. Výpočet diskontní míry počítá s reinvestováním výnosů a to okamžitě, kdy je podnik získá a dochází tedy k jejich

opětovnému úročení.

Výpočty diskontní míry jsou založeny na složeném úročení a abychom získali současnou hodnotu, musíme vypočítat buď odúročitele, hodnotu perpetuity nebo zásobitele. Ať se rozhodneme jakkoliv, ve výpočtu bude neznámou vždy právě diskontní míra. (Mařík, 2011)

#### Faktor rizika při výpočtu diskontní míry

Riziko zásadním způsobem ovlivňuje výši diskontní sazby. Platí zde přímá úměra, čím vyšší je riziko investice, tím vyšší je i hodnota složky rizika v diskontní míře (požadované zúročení investora). Čím je naopak investice bezpečnější, tedy méně riziková, tím nižší je i hodnota složky rizika v diskontní míře.

Profesor Mařík ve své knize (2011) píše: „*Riziko chápeme v rámci oceňování jako míru přesnosti, s níž jsme schopni počítat výsledky hospodaření podniku.*“ (Mařík, 2011)

Ačkoliv je v konečném důsledku riziko vždy jedním a tím samým faktorem, můžeme rozlišit různé druhy rizika s ohledem na příčinu vzniku a to na:

- Systematické – vyplývá z celkového ekonomického vývoje (pro všechny stejné)
- Nesystematické – specifické riziko, nepostihuje všechny subjekty
- Obchodní – postihuje zejména poptávku na konkrétním trhu a schopnost podniku jí uspokojit, potažmo v jaké míře je podnik tuto poptávku uspokojit
- Finanční – vyplývá ze zadluženosti podniku

(Mařík, 2011)

#### 3.3.5.3.1.1 Náklady na cizí kapitál

Výpočet nákladů na cizí kapitál je snadnější než náklady na vlastní. Výpočet je vážený průměr úrokových sazeb, které podnik platí z cizího kapitálu. Platby, které podnik odvede jako cenu cizího kapitálu obsahují tři složky.

1. Úroky
2. Disážio
3. Další výdaje

Úroky a disážio jsou započítány již v úrokové míře. Pod pojmem další výdaje rozumíme

náklady na administrativu, provize a jiné výdaje, spojené se získáním cizího kapitálu. I toto je nutné započítat.

Výpočet probíhá dle následujícího vzorce:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t(1-d) + S_t}{(1+i)^t}$$

Kde:

D = čistá částka cizího kapitálu

$U_t$  = úrokové platby

d = sazba daně z příjmu

$S_t$  = splátka dluhu po uplynutí lhůty

n = počet období, po které se za kapitál platí

i = hledaná úroková míra/výše efektivního úroku

*„Jedná se v podstatě o obecný zápis pro výpočet výnosů do doby splatnosti dluhu, který můžeme použít pro jakýkoliv typ úročeného cizího kapitálu. Půjde-li například o dluhopisy se splatností až na konci životnosti, bude veličina S v letech v průběhu životnosti papíru nulová a až v roce n bude za S dosazena celá nominální hodnota dluhopisu.“ (Mařík, 2003)*

Dále lze náklady na cizí kapitál vypočítat jednodušeji, a to jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky. Ta je stanovena na základě rizikové třídy daného dluhu. Výpočet je následující:

$$r_d = r_f + RP$$

Tuto metodu však nelze použít vždy. Podnik, do něž je investováno musí podléhat ratingu. Mezi společnostmi, které podléhají ratingu však malé a střední podniky nepatří. Nejtypičtějším a nejznámější ratingované subjekty jsou státy. Rating státních dluhopisů je zcela běžné, rozšířené a informuje investora o bezpečnosti své investice. Pro ukázkou následující je přiložena následující tabulka.

Tabulka 5 - Rating vybraných zemí k datu 29.8.2018

MOODY'S		STANDARD & POOR'S		Fitch	
Investiční stupně					
Aaa	Austrálie, Dánsko, Kanada, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, N. Zéland, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, USA	AAA	Austrálie, Dánsko, Kanada, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko	Dánsko, Kanada, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Norsko, Singapur, Švédsko, Švýcarsko, USA, Austrálie	
Aa1	Finsko, Rakousko	AA+	Finsko, Hongkong, Rakousko, USA	Finsko, Hongkong, Rakousko	
Aa2	Francie, Hongkong, Korea, Kuvajt, Spojené království	AA	Belgie, Francie, Korea, Kuvajt, Nový Zéland, Spojené království	Belgie, Francie, Kuvajt, Nový Zéland, S. Arábie, Spojené království	
Aa3	Belgie, Chile, Tchaj-wan	AA-	<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b> , Estonsko, Izrael, Tchaj-wan	<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b> , Korea	
A1	<b>ČESKÁ REPUBLIKA</b> , Čína, Estonsko, Izrael, Japonsko, S. Arábie	A+	Čína, Irsko, Chile, Japonsko, Slovensko, Slovinsko	Čína, Estonsko, Chile, Irsko, Izrael, Malta, Slovensko, Tchaj-wan	
A2	Irsko, Polsko, Slovensko	A	Island, Litva	Island, Japonsko	
A3	Island, Litva, Lotyšsko, Malajsie, Malta, Mexiko	A-	Lotyšsko, Malajsie, Malta, S. Arábie, Španělsko	Litva, Lotyšsko, Malajsie, Polsko, Slovinsko, Španělsko	
Baa1	Slovinsko, Španělsko	BBB+	Mexiko, Polsko	Mexiko	
Baa2	Bulharsko, Indie, Indonésie, Itálie	BBB	Itálie	Bulharsko, Indonésie, Itálie, Kazachstán, Portugalsko	
Baa3	J. Afrika, Kazachstán, Maďarsko, Rumunsko	BBB-	Bulharsko, Indie, Indonésie, Kazachstán, Maďarsko, Portugalsko, Rumunsko, Rusko	Indie, Maďarsko, Rumunsko, Rusko	

(Zdroj: webové stránky ČNB)

Z výše zmíněné, ilustrační tabulky lze vypožorovat, že Česká Republika je ve třetí až čtvrté skupině nejbezpečnějších investičních příležitostí. Následuje tabulka, která vyobrazuje doporučenou přírážku k aktuální výkonosti dlouhodobých státních dluhopisů v návaznosti na ratingovou skupinu. Tabulka čerpá data z webových stránek profesora

Domodarana.

Tabulka 6 - Rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu

Rozmezí úrokového krytí Pro velké firmy s hranicí trhu pod 5 miliard		Rozmezí úrokového krytí Pro velké firmy s hranicí trhu nad 5 miliard		Ratingová třída	Doporučená přirážka k aktuální výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů
od	do	od	do		
-100000	0,499999	-100000	0,199999	D2/D	18.60%
0,5	0,799999	0,2	0,649999	C2/C	13.95%
0,8	1,249999	0,65	0,799999	Ca2/CC	10.63%
1,25	1,499999	0,8	1,249999	Caa/CCC	8.64%
1,5	1,999999	1,25	1,499999	B3/B-	4.37%
2	2,499999	1,5	1,749999	B2/B	3.57%
2,5	2,999999	1,75	1,999999	B1/B+	2.98%
3	3,499999	2	2,2499999	Ba2/BB	2.38%
3,5	3,9999999	2,25	2,499999	Ba1/BB+	1.98%
4	4,499999	2,5	2,999999	Baa2/BBB	1.27%
4,5	5,999999	3	4,249999	A3/A-	1.13%
6	7,499999	4,25	5,499999	A2/A	0.99%
7,5	9,499999	5,5	6,499999	A1/A+	0.90%
9,5	12,499999	6,5	8,499999	Aa2/AA	0.72%
12,5	100000	8,5	100000	Aaa/AAA	0.54%

(Zdroj: vlastní zpracování, data od prof. Domodarana)

K nákladům na cizí kapitál lze závěrem konstatovat, že pouhé úroky nemusí být zcela přesným vyjádřením nákladů tohoto kapitálu. Profesor Mařík ve své knize uvádí, že je můžeme použít za předpokladu, že:

„

- *Že se jedná o velmi solventní firmu*
- *Že úvěr byl přijat nedávno a odráží tedy současné podmínky*
- *Že se podmínky úvěru výrazně neliší od obvyklých podmínek pro podobné úvěry na trhu*
- *Že vypočteme efektivní úrok“ (Mařík, 2003)*

### 3.3.5.3.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Pojem náklady na vlastní kapitál může někomu přijít matoucí, jelikož se domnívá, že vlastní kapitál je zadarmo. To je však zásadně milná představa a při stanovení hodnoty WACC, finančního plánu a jiných hodnot by způsobilo zásadní zkreslení, kdyby kdokoliv nepočítal s náklady na vlastní kapitál. Vzhledem k tomu, že náklady na vlastní kapitál dosahují hodnot na úrovni několika procentních bodů, mohlo by být zkreslení tak markantní, že by výsledky byly zcela nepoužitelné. Profesor Mařík náklady na vlastní kapitál vysvětluje takto:

*„Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Princip je tedy stejný jako při posuzování nákladů na cizí kapitál.“*  
(Mařík, 2003)

Způsobů, jak vypočítat náklady na vlastní kapitál je několik, avšak v praxi se používají zejména metody CAPM (z anglického Capital Asset Pricing Method) a stavebnicová metoda.

#### **Stavebnicová metoda**

Někdy také označovaná jako build-up model, je velmi jednoduchá. Základem pro výpočet je výnosová míra „bezrizikových“ cenných papírů. K nim se dále připočítává přírážka za riziko a součtem těchto hodnot získáme cenu za užití vlastního kapitálu. Abychom získali sumu přírážky za riziko, je nutné si jednotlivá rizika nejprve identifikovat a následně kvantifikovat, tj. převést je na číselnou hodnotu. Profesor Mařík ve své knize publikuje několik následujících druhů rizika, které by měly být ohodnoceny. Jde podle něj o:

- Riziko oboru
- Riziko konkurence
- Riziko managementu
- Riziko výrobního procesu
- Riziko trhu
- Obchodní riziko
- Finanční riziko
- „riziko“ za menší likviditu

Ministerstvo průmyslu a obchodu uvádí pro výpočet ceny vlastního kapitálu následující rovnici:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU}$$

(<https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

kde:

$r_e$  = cena vlastního kapitálu

$r_f$  = bezriziková výnosová míra

$r_{LA}$  = přírážka za malou velikost firmy, která je závislá na objemu celkově zpoplatněného kapitálu

$r_{POD}$  = přírážka za podnikatelské riziko

$r_{FINSTAB}$  = přírážka za finanční stabilitu, která zohledňuje běžnou likviditu

$r_{FINSTRU}$  = přírážka za finanční strukturu

Profesor Mařík (2003) ve své knize publikuje několik následujících druhů rizika, které by měly být ohodnoceny. Jde podle něj o:

- Riziko oboru
- Riziko konkurence
- Riziko managementu
- Riziko výrobního procesu
- Riziko trhu
- Obchodní riziko
- Finanční riziko
- „riziko“ za menší likviditu

### Metoda CAPM

Jedná se v praxi o nejčastěji využívanou metodu výpočtu ceny vlastního kapitálu. Vyjadřuje závislost očekávané výnosnosti cenného papíru na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a koeficientu  $\beta$ . Jak je z výše uvedeného patrné, závislost je způsobena zejména faktory trhu, konkrétního podniku se týká pouze koeficient  $\beta$ . Náklady na vlastní kapitál lze vypočítat dosazením do následující rovnice publikovanou profesorem Maříkem. (2003)

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \cdot \beta_A$$

Prémie za tržní riziko

kde:

$E(R_A)$  = střední očekávaná výnosnost

$r_f$  = bezriziková výnosnost

$E(R_M)$  = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

$\beta_A$  = koeficient beta A

„Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého cenného papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku.“ (Mařík, 2003) To potom znamená, že bude-li platit  $\beta=1$ , pak je riziko, potažmo prémie za riziko na stejné úrovni jako je tržní průměr.

Prémie za riziko se v praxi nejčastěji používá následujícím postupem:

- zjištění dlouhodobějšího úroveň výnosnosti akcií na trhu ( $R_m$ ), vycházíme tedy z běžně publikovaných tržních výnosových indexů
- spočítat průměrnou výnosnost státních dluhopisů ( $r_f$ )
- $R_m - r_f$  = hledaná riziková prémie

„Za nejméně rizikový výnos v dané zemi se považují 10ti a víceleté státní dluhopisy. Pro prémii za tržní riziko lze použít ratingové hodnocení. Jedná se o rating celé země, na jejímž území funguje kapitálový trh a oceňovaný podnik. Ratingové hodnocení společnosti Standard & Poor's počítá základní prémii za riziko akcionáře v modelu CAPM u nejvyššího ohodnocení AAA 5,5 %. Pokud má země nižší rating, než AAA k základní prémii se připočítává dodatečná prémie, která vyjadřuje zvýšenou míru rizika pro investora v dané zemi.“ (Kislingerová, 2001)

Dále by měla rovnice zahrnovat přírážku za menší velikost oceňovaného podniku. Stanovení její výše se zabývá několik institucí, mezi než patří např. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, Duff & Phelps, New York University Stern School of Business (zde působí prof. Domodaran),spod.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ve spolupráci s Vysokou školou ekonomickou vytvořili model, podle nějž lze hodnotu přírážky za velikost vypočítat. Lze ji najít v metodice INFA.

(<https://www.mpo.cz/assets/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/2016/11/metodika-vypoctu.pdf>)

„Riziková přírážka za velikost podniku ( $r_{LA}$ ) je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku ( $UZ$ ), tj. součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů.

Když  $UZ \leq 100$  mil. Kč, pak  $r_{LA} = 5.00\%$

Když  $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $r_{LA} = 0.00\%$

Když  $100$  mil. Kč  $< UZ < 3$  mld. Kč pak  $r_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2}$ , přičemž  $UZ$  jsou dosazeny v mld. Kč.



*Doporučení pro individuální aplikaci metodiky: Nejt s dolní hranicí pod 50 mil. Kč a s horní hranicí nad 10 mld. Kč.*“ (Ministerstvo průmyslu a obchodu – metodika Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA)

### Koeficient $\beta$

Definice koeficientu  $\beta$  byla zmíněna již na předešlé straně. Pokud tuto definici generalizujeme, lze říci, že koeficient  $\beta$  je tedy hodnota citlivosti investice v určitém odvětví na změnu hospodářského cyklu. Je tedy ukazatelem toho, o kolik se změní výnosnost investice, pokud dojde ke změně na trhu o jeden procentní bod. Při odhadování koeficientu  $\beta$  je počítáno pouze se systematickým rizikem (tím, které ovlivňují všechny podniky).

*„Koeficient  $\beta$  může nabývat hodnot:*

- $\beta > 1$  - *cenný papír je rozkolísanější než trh, vyšší rizikovost cenného papíru*
- $\beta < 1$  - *akcie se pohybuje ve stejném směru jako trh, ale pomaleji*
- $\beta = 1$  - *akcie je neutrální, mění se s trhem*
- $\beta = 0$  - *nereaguje na trh*“ (Kislingerová, 2001)

Pro odhad koeficientu  $\beta$  jsou k dispozici 3 následující možnosti.

#### 1. Historické $\beta$

Základem této metody je zjištění regresní závislosti výnosů akcie oceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku, dále pak použít sklon regresní přímky (sklon = hodnota  $\beta$ ) (Mařík, 2003)

Historické  $\beta$  má však následující nevýhody, které jeho užití nezřídka kdy znemožní.

- Oceňovaná společnost musí mít akcie obchodovatelné na kapitálovém trhu
- Za spolehlivě propočtené hodnoty  $\beta$  se dají považovat jen hodnoty z Británie, USA a Německa
- Ani na stabilních trzích není stabilita koeficientu  $\beta$  příliš vysoká (Mařík, 2011)

#### 2. Metoda analogie

Jak již název napovídá, jedná se o analogii (ztotožnění) s jinými podniky. Jedná se o to, že najdeme na trhu společnosti, které jsou tomu oceňovanému velmi podobné, avšak jeho akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích a zároveň jejich obchodní činnost není diverzifikována. Pak už jen zmíněný koeficient odhadce „převzme“. Alternativou může být užití průměrného koeficientu  $\beta$  pro dané odvětví. Pak je ovšem nutné hodnotu koeficientu

přepočítat v souladu s kapitálovou strukturou oceňované společnosti. Koeficienty jsou průměrné za celé odvětví a jsou uváděny buď v podobě zcela nezadlužené (s těmi pracuje i prof. Domodaran) nebo zcela zadlužené. K dopočítání  $\beta$  pro konkrétní podnik využíváme následujícího vzorce.

$$\beta_N = \frac{\beta_Z}{(1+(1-d)\frac{CK}{VK}}$$

Kde:  $\beta_N$  = beta nezadlužené společnosti

$\beta_Z$  = beta zadlužené společnosti

d = sazba daně z příjmu (Mařík, 2003)

Pokud bude oceňovatel pracovat s nalezenou hodnotou  $\beta$  zadlužené společnosti, vzorec si musí samozřejmě upravit.

### 3. Metoda na základě analýzy faktorů

Při tomto postupu je odvozována  $\beta$  od analýzy finančního a obchodního rizika. Předpokladem je, že hodnota  $\beta=1$  a je k této hodnotě připočteno riziko finanční a obchodní zvlášť, a to dle třídy, do které je podnik, případně odvětví zařazeno. Nejprve je nutné správně zařadit společnost do rizikové třídy. **Příčemž je nutné vzít v úvahu**, že třetí třída tvoří průměr trhu, a jednotlivá odvětví reagují na změny ve výnosech jinak. Je na uvážení odhadce, do které kategorie podnik zařadí.

Tabulka 7 - Třídy systematického obchodního rizika

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava $\beta$
1	-0,50
2	-0,25
3	0
4	+0,25
5	+0,50

Zdroj: Mařík, 2003

Finanční riziko je naproti tomu jasně identifikovatelné. Vychází totiž z hodnoty zadluženosti oceňované společnosti. Předpoklad, který dal vzniku těchto tříd je ten, že více zadlužená společnost bude více ovlivněna změnami na trhu, neboť její zatížení v důsledku splácení závazků je větší.

Tabulka 8 - Závislost finančního rizika na zadlužení společnosti

Zadlužení společnosti	Riziková úprava $\beta$ oproti změně při základním zadlužení
0 %	-0,20
20 %	-0,10
40 %	0
60 %	+0,1
80 %	+0,2
100 %	+0,3
120 %	+0,4
140 %	+0,5

(Zdroj: Mařík, 2003)

Pokud si pozorně prostudujeme tabulky výše, je patrné, že touto metodou může koeficient  $\beta$  nabývat hodnot z intervalu  $\langle 0,3;2 \rangle$ , přičemž čím nižší hodnota, tím lepší situace pro podnik.

### 3.3.5.3.1.3 WACC – průměrné vážené náklady na kapitál

Ačkoliv byla tato veličina zmíněna již v kapitole „EVA“, z tematického hlediska je nutné ji zmínit i zde. Všechny propočty u kapitol „Náklady na vlastní kapitál“ a „Náklady na cizí kapitál“ směřovaly k tomu, aby byl nyní odhadce sto vypočítat WACC neboli průměrné vážené náklady na kapitál. Je to jeden z velmi důležitých ukazatelů podnik, podle něhož by měla probíhat i případná optimalizace nákladů, pokud je to možné. Celkové průměrné náklady na kapitál lze vypočítat dosazením do následující rovnice.

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK} \cdot \frac{VK}{K}$$

kde:

$n_{CK}$  = náklady na cizí kapitál

$d$  = sazba daně

$CK$  = cizí kapitál

$K$  = kapitál celkem

$n_{VK}$  = náklady na vlastní kapitál

$VK$  = vlastní kapitál

(Mařík, 2003)

S ohledem na to, že se jedná o velmi důležitý výpočet, následuje legenda pro alternativní popis veličin.

Tabulka 9 - Alternativní popis veličin (vlastní zpracování)

Veličina	Značení dle mezinárodních standardů	Značení v ČR
Sazba daně z příjmu	t	d
Vlastní kapitál	E	VK
Cizí kapitál	D	CK
Kapitál celkem	C	K
Náklady na vlastní kapitál	$r_e$	$n_{VK}$
Náklady na cizí kapitál	$r_d$	$n_{CK}$

S mezinárodním značením se lze setkat i v české literatuře. Pracuje s ním i profesorka Kislingerová, z jejíž knihy bylo čerpáno v kapitole metody „EVA“.

### **Struktura kapitálu**

S výpočtem průměrných vážených nákladů na kapitál úzce souvisí určení kapitálové struktury. Ačkoliv je jsou váhy v propočtu zahrnuty, rád bych jim věnoval samostatný odstavec.

Strukturou kapitálu rozumíme procentuální podíl vlastní a cizího kapitálu vůči celkovému. K ověření výpočtu lze uplatnit logický matematický princip, že součet procentuální hodnoty vlastního a cizího kapitálu musí dát hodnotu 1, jinak řečeno 100 %. K určení struktury kapitálu se užívá následující rovnice.

$$K = \frac{VK}{K} + \frac{CK}{K}$$

#### *3.3.5.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů*

Tato metoda je běžně rozdělována do dvou rovin. První, je tzv. akademický přístup. Ten je ve své podstatě totožný s metodou DCF equity, jelikož také počítá hodnotu podniku na základě cash-flow.

Druhý přístup je přístupem praktickým, užívaným zejména v německy mluvících zemích. V České republice je z důvodu legislativních restrikcí rozdělování podílů na zisku její užití o něco komplikovanější. Metoda je nicméně postavena na základě účetních výsledků hospodaření, jinak řečeno z rozdílu výnosů a nákladů. (Mařík, 2003)

Užití metody kapitalizovaných čistých výnosů je na místě zejména při oceňování průmyslových podniků, jelikož plánování investic a potažmo i životnost dlouhodobého hmotné majetku je v řádech desetiletí.

Postup ocenění podniku probíhá dle následujícího schématu.

1. „Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
2. Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
3. Odhad kalkulované úrokové míry
4. Vlastní propočet výnosové metody“ (Mařík, 2003)

#### 3.3.5.4.1 Analýza a úprava dosavadních ukazatelů

V této části by měl být kladen důraz zejména na základní podmínky. Zejména je nutné dělit majetek na provozně nutný a nenutný, dále by měly být všechny položky zařazeny do toho období, do kterého věčně a časově patří. To je i základní podstata účetnictví, v praxi na toto zařazení však není často kladen dostatečný důraz. Zejména se jedná o nedokončenou výrobu, ze které by měla být do výnosů zařazená odpovídající část realizovaná v daném účetním období. Dalším aspektem je vyřazení výnosů a nákladů nepravidelné povahy. Tím rozumíme zejména odprodej či nákup majetku. Dále je důležité, aby účetní důsledky ze změn v užívaných účetních přístupech (metody oceňování zásob, odpisová politika a jiné). Dále je zapotřebí z účetních výkazů exportovat položky, které souvisí s konkrétními osobami.

Pokud výše popsané úpravy účetních výkazů nějakým způsobem zasahují do základu daně, a tedy částka placená na daních by byla jiná než ta zaplacená, je nutné přepočítat i tuto hodnotu.

#### 3.3.5.4.2 Volba metody a následný dopočet hodnoty podniku

V tomto kroku je nutné se rozhodnout pro jeden ze dvou možných způsobů ocenění. Buď odhadce zvolí paušální, anebo analytickou metodu.

##### **Paušální metoda**

Ta je používána zejména v případě, kdy je obtížné nebo dokonce nemožné predikovat budoucí vývoj společnosti. Typickou ukázkou takového podniku jsou mále společnosti pracující na zakázku. U nich je reálně možné, že budou expandovat stejně tak, jako že v nedaleké době ukončí činnost. Pro paušální metodu jsou typické následující rysy.

- Základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění
- Budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu.

- Předpoklad udržení dosavadního potenciálu investicemi ve výši odpisů
- Základem ocenění je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení (tzn. Výsledku hospodaření, který se dá rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata společnosti)
- Současný výnosový potenciál je vyvozován z hodnoty výnosů v posledním roce před datem ocenění. Tento výnos by měl být objektivizovaný tak, že jsou zkoumány výnosy za posledních 3-5 let. Pro výpočet trvalého výnosu je pak kalkulováno s průměrem za celé zkoumané období, kde vzdálenější roky mají menší váhu než roky poslední.

(Mařík, 2003)

Prvním krokem je při užití paušální metody, jako u většiny úprava předešlých výsledků hospodaření. Ta probíhá dle následujícího postupu.

*Tabulka 10 - ÚPRAVA VÝSLEDKŮ HOSPODAŘENÍ (MAŘÍK, 2003)*

Výsledek hospodaření před zdaněním
+ Odpisy
- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
+ Zůstatková cena prodaného dl. majetku
+ Mimořádné provozní náklady-restrukturalizace
- Mimořádné výnosy
+ Mimořádné náklady
<b>Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy</b>
Cenový index řetězový
Cenový index bazický vztažený k patřičnému roku
<b>UVH upravený o inflaci (UVH/Bazický cenový index)</b>
Váhy
<b>UVH upravený o inflaci • váhy</b>

Po dokončení tohoto kroku následuje výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu. Pro výpočet této hodnoty je využíván následující vzorec.

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \cdot \check{C}V_t$$

kde:

$q_t$  = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok  
 $ČV_t$  = minulé upravené čisté výnosy  
 $K$  = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

(Mařík, 2003)

V dalším, tedy třetím kroku je určována úroková míra. Ta však musí být ponížena o inflaci, jelikož je počítáno ve stálých cenách (v cenách referenčního roku).

Pokud odhadce úspěšně dopočítal všechny výše zmíněné veličiny, lze přistoupit k výpočtu hodnoty podniku, a to dosazením do následující rovnice.

$$H_n = \frac{TČV}{i_k}$$

kde:

$TČV$  = trvale odnímatelný čistý výnos  
 $i_k$  = kalkulovaná úroková míra

Paušální metoda je poněkud speciální. Jak je patrné z předcházejících řádků, ze všeho především je velmi opatrná. Kalkuluje zejména s již realizovaným výsledkem hospodaření, popřípadě výnosový potenciál, který je však vztažen k datu oceňování. Další bod, ve kterém můžeme spatřit opatrnost této metody je fakt, že se jedná vlastně o odhad dolní hranice hodnoty výnosů, tedy je odhadován podnik bez možností expanze.

Na úplný závěr paušální metody je vhodné podotknout, že je vhodná pro ocenění objektivizované hodnoty. Hodnota růstových možností, neboli očekávaných výnosů, by totiž v hodnotě tržní a subjektivní v žádném případě neměly chybět.

### **Analytická metoda**

Analytická metoda je do jisté míry s metodou DCF. Obě jsou založeny na výpočtu očekávaného výnosu, avšak zatímco u metody DCF se kalkuluje s prognózou výnosů z cash-flow, u analytické metody dochází k propočtu očekávaných a upravených výsledků hospodaření. Výsledkem jsou odnímatelné části výsledků hospodaření, tedy částky, které lze každý rok z podniku vyvést, aniž by byl narušen výnosový potenciál společnosti.

#### 3.3.6 Tržní metody

V Evropě, kde nemá obchodování na burze takovou tradici jako např. v severní Americe, se jedná o nástroj ocenění, který je použitelný pouze pro poměrně malé množství podniků (myšleno procentuálně). Z hlediska chápání pro člověka je však nejjednodušší. Jedná se o porovnávání podniků či transakcí za určitých podmínek. Tou základní je, že mezi porovnávanými podniky či transakcemi musí být co možná nejmenší rozdíl. Pokud však

nemá oceňovatel vhodnou jednotku ke srovnání, zapříčiní tento stav problémy. Jak vyplývá z předchozích řádků, metody založené na tržním porovnání můžeme rozdělit do dvou skupin.

1. Metoda srovnatelných podniků
2. Metoda srovnatelných transakcí

#### *3.3.6.1 Metoda srovnatelných podniků*

Tato metoda je užívána v případě, kdy není známa aktuální cena akcií. To znamená, kdy cenu akcií neurčuje kapitálový trh. Podniků, které nemají veřejně obchodované akcie je v ČR většina. Tuto metodu lze užít i u společností s jinou právní formou, než je akciová společnost. Předpokladem pro užití této metody je, že hodnota akcií podniku, se kterým je ten oceňovaný srovnáván, je známa. Je však třeba si uvědomit, že hodnota akcií realizovaných na kapitálovém trhu ještě zcela nevyovídají o hodnotě podniku.

Základními podklady pro srovnání je strategická a finanční analýza podniků. Z nich by mělo být možné jasně identifikovat znaky, které by měl hledaný podnik ke srovnání splňovat. Mezi elementární znaky patří výnosnost, míry rizika a budoucí expanze. I na největších trzích je však šance najít takový podnik poměrně malá. Proto by měla být hledána shoda alespoň v následujících znacích (Mařík, 2003).

1. Odvětví a obor podnikání
2. Vyráběné produkty
3. Velikost
4. Právní forma
5. Struktura financování
6. Základní technologie
7. Struktura dodavatelů a odběratelů
8. Výkonnost
9. Perspektiva

Aby měl oceňovatel alespoň šanci takový podnik najít, je nutné hledat kompromis mezi mírou podobnosti a dostatečným počtem podniků ke komparaci. Za předpokladu, že bude oceňovatel přespříliš striktní při dodržování maximální míry podobnosti, nepřímo úměrně tomu bude klesat množství podniků, které bude moci ke srovnání použít. Optimálně by mělo být ke srovnání nalezeno alespoň 8 podniků.

Pokud dojde k nalezení dostatečného množství srovnatelných podniků, je nutné identifikovat postavení oceňovaného podniku vůči ostatním. Tím se rozumí to, zda



oceňovaný podnik je spíše nadprůměrný či dokonce špičkový, zda je podprůměrný nebo zcela zapadá do průměru vybraných podniků.

Dalším krokem ke stanovení hodnoty podniku je volba tzv. násobitelů. Tento pojem vyjadřuje poměr tržní ceny akcie ku vybrané veličině, tedy:  $Násobitel = \frac{Tržní\ cena\ akcie}{Vztahová\ veličina}$

Za násobitele si může oceňovatel vybrat opravdu z velkého množství. Nejčastější používaný násobitel je  $\frac{Cena\ akcie}{Zisk\ na\ akcii}$ . Často se lze setkat s dělením násobitelů na dvě skupiny.

- Výnosové (EBIT, EBITDA, tržby apod.)
- Majetkové (vlastní kapitál, zúročený investovaný kapitál)

Pakliže jsou vybrány násobitele, je zapotřebí zjistit jejich hodnotu pro všechny vybrané podniky ke srovnání. Výpočty se provádí pro každého násobitele zvlášť a tyto hodnoty jsou označovány jako dílčí odhady.

Samotné ocenění probíhá dle následujícího vzorce (jedná se o ukázkou pouze pro násobitele cena akcie a zisk na akcii):

$$H_{A\left(\frac{P}{E}\right)} = Z_{OP} \cdot \left(\frac{P}{E}\right)_{SP}$$

kde:

$Z_{(OP)}$  = zisk na akcii přepočtený na oceňovaný podnik (stavová veličina)

$(P/E)_{(SP)}$  = hodnota násobitele P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků (násobitel)

(Mařík, 2003)

Hodnotu, která je vypočítána z rovnice výše je nutné vynásobit počtem akcií podniků.

### 3.3.6.2 Metoda srovnatelných transakcí

Postup je zde velmi podobný, jako u metody srovnatelných podniků. Rozdíl spočívá v tom, že v tomto případě se počítá násobitel z ceny, která byla skutečně zaplacená za podobné podniky a prodej byl realizován v nedávné době. Výhoda této metody tkví v tom, že je zjištěna hodnota podniku jako celku a není tedy nutné ji přepočítávat na jeden kus akcie.

Na základě zvoleného násobitele pak oceňovatel získá buď hodnotu vlastního kapitálu celkem, nebo hodnotu investovaného kapitálu.

### 3.3.6.3 Metoda odvětvových ukazatelů

Tato metoda má jen podpůrný, nebo orientační charakter. Vychází totiž z průměrných hodnot násobitelů za celé dané odvětví. Přesnost výpočtu hodnoty podniku je

doty nepřesná, jelikož datová základna pro výpočet násobitelů je velmi široká, a tedy podobnost s oceňovaným podnikem bude naopak nejspíše malá. (Mařík, 2011)

## 4 Analytická část

### 4.1 Představení podniku

Předmětem ocenění bude Stavební společnost RBK a.s., která byla vznikla již v roce 1991 nejprve jako společnost s ručením omezeným a roku 1998 byla transformována na akciovou společnost. Nyní je vedena u Městského soudu v Praze pod spisovou značkou B 15502. Společnost momentálně sídlí na adrese Dědinská 893/29, Praha 6, Ruzyně – 161 00. Identifikační číslo společnosti je 250 30 884 a je držitelem živnostenských oprávnění k provádění staveb, jejich změn a odstraňování, k silniční motorové dopravě – nákladní vnitrostátní provozovaná vozidla o nejvyšší povolené hmotnosti do 3,5 tuny včetně, k projektové činnosti ve výstavbě, a nakonec k výrobě obchodu a službám neuvedených v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Jakožto akciová společnost je její změna rozdělena do 45 kusů kmenových akcií na jméno v listinné podobě o jmenovité hodnotě 200 000Kč. Z výše zmíněné vyplývá, že základní kapitál společnosti činí 9 000 000Kč z něž je splaceno 100 %. Společnost je vlastněna třemi akcionáři v poměru 44,44 %, 33,33 %, 22,22 %. Největší podíl vlastní Ing. Milan Rákosník, třetinovým vlastníkem je společnost Nordack Master s.r.o. a zbývající podíl drží Ing. Miroslav Marek.

#### 4.1.1 Důvody k ocenění a metody

Důvody k ocenění podniku je potřeba akcionářů k vyčíslení hodnoty jejich stávajícímu majetku. Možná dokonce dojde k odprodeji jedné části podílu a tato práce by mohla posloužit jako podklad k vyjednávání o ceně.

S ohledem na důvod ocenění bude využita jednak metoda DCF entity a dále pak metoda účetní hodnoty.

### 4.2 Strategická analýza

Ve strategické analýze bude využito nejtypičtějších nástrojů, jako je PEST analýza, Porterův model pěti konkurenčních sil, SWOT analýzy. Výsledkem bude ucelený přehled o situaci jak makroprostředí, mikroprostředí i postavení sledovaného podniku na trhu.

#### 4.2.1 PEST analýza

Pest analýza zkoumá makroprostředí a vlivy, které ho ovlivňují. Mezi zkoumané veličiny patří politické, ekonomické, sociálně-ekonomické a technologické.

##### 4.2.1.1 *Politické vlivy*

Co se týká právního rámce stavebnictví, obecně je největší překážkou stavební řízení. Průměrná doba získání stavebního povolení, jakožto posledního stupně zdlouhavého procesu, je 247 pracovních dní. Součástí tohoto je zajištění kladného stanoviska mnoha institucí. Sledovaný podnik staví převážně výrobní a skladovací haly, které často stojí mimo města a místo výstavby jsou tak často na místech, které jsou v momentě plánování chráněné zemědělským půdním fondem. Vyjmutí z něj je možné, ale administrativně velmi náročné a zdlouhavé. Dále je zapotřebí získat vyjádření od energetické společnosti, technické správy komunikací, v případě nového napojení na silniční síť vyjádření policie ČR, stanovisko města či obce s rozšířenou působností a mnoho dalšího. Vše, co je zmíněno výše se sledovaného podnik v drtivé většině případů netýká, jelikož k podpisu smlouvy většinou dochází až po získání stavebního povolení. V případech, kdy podnik provádí také projekt management, je to však velmi důležitá část.

Mnohem více se má na podnik vliv zejména pracovní právo. I nákladově představuje poměrně značné zatížení. Je zapotřebí dělníky vybavit velkým množstvím ochranných pomůcek, zařízení toalet na staveništi a dalších věcí. Na staveništi je třeba striktně dodržovat BOZP, jinak by mohlo dojít k vážným, někdy i smrtelným zraněním.

Co se týká politické stability, v tomto odvětví je stabilní. V uplynulých letech nedošlo k větším změnám, které by podnik či jeho fungování ovlivnilo.

Dále je důležitým aspektem ochrana životního prostředí. Zejména u zakázek, kdy dochází i k demolicí stávající budovy s ochrannou životního prostředí vznikají někdy dosti vysoké náklady. Velmi často byly při stavbě starých budov použity materiály, které jsou dnes zakázány a je potřeba jejich odborná likvidace. Nejtypičtějším materiálem je azbest, na jehož demontáž bývají najímány dodavatelské firmy. Také likvidace odpadu, který není nebezpečný podléhá jistým regulacím. Je zapotřebí například využívat skládek specializované na stavební materiál, které jej často dále recyklují. Opomenout se nesmí ani ochrana spodních vod před zamořením, nebo ochrana zeleně. Z neznalosti tohoto faktu společnost platila před třemi lety pokutu za pokácení chráněného stromu.

Poslední analyzovanou částí jsou daňové povinnosti. Základní placenou daňí je daň z příjmu, respektive zálohy na tuto daň. Podnik hradí zálohu v režimu 25 % v cyklicitě

čtyřikrát za rok. Daňová sazba daně z příjmu je již od roku 2010 stabilně na úrovni 19 %. Dalšími placenými daněmi jsou samozřejmě daně z příjmů hrazené za zaměstnance a sociální a zdravotní pojištění, které sice nejsou přímo daněmi, ale v tomto případě je za ně lze považovat. Další daňovou položkou je silniční daň, kterou musí platit všechny podnikatelské subjekty, které mají registrovaná vozidla. Společnost je plátcem DPH, veškerá fakturace je tak o DPH navýšena. Naopak při nákupu společnost uplatňuje nárok na vrácení.

#### 4.2.1.2 Ekonomické vlivy

V současné době ekonomika dosahuje velmi dobrých výsledků. Ukazatel HDP drží již od roku 2013 setrvale rostoucí trend a z prognózy ČNB vyplývá, že minimálně do roku 2020 by měl setrvat.

Hladina inflace od roku 2014 také roste, avšak je zapotřebí zmínit, že je to důsledkem intervencí ČNB. Dříve totiž byla inflace až příliš nízká a kdyby ČNB neintervenovala, mohlo tehdy dojít dokonce k deflaci, což je pro vývoj národního hospodářství ještě škodlivější. Česká národní banka má stanoven inflační cíl na úrovni 2 % a to do roku 2020. S velmi mírou pravděpodobnosti lze očekávat, že inflační hladina bude kolísat kolem této hodnoty, jinak opět národní banka využije monetárních nástrojů k udržení této hladiny.

Jistou komplikací je, nejen pro sledovaný podnik, nezaměstnanost. Ačkoliv z hlediska národního hospodářství se jedná o pozitivní jev, z hlediska zaměstnavatelů je silně nežádoucí. Podniku chybí pracovní síla zejména v řadách dělníků. Kolem let 2008 a 2009 došlo k velkému odlivu pracovníků ze stavebního odvětví, jelikož panovala světová hospodářská krize a stavebnictví bylo celkově na ústupu. Aktuálně, tedy ke konci února 2019, se nezaměstnanost drží pod průměrem Evropské unie, konkrétně na úrovni 3,2 %. Oproti konci loňského roku se sice jedná o nepatrný růst, avšak z predikcí vyplývá pokračující snižování nezaměstnanosti. Prognózovaná hodnota podle ministerstva financí je pro rok 2019 je 2,2 %.

#### 4.2.1.3 Sociální vlivy

Při analýze vzdělanosti bylo zjištěno následující rozdělení dosaženého stupně vzdělání. Viz. graf 1.

Graf 1 - Vzdělanost obyvatelstva (vlastní zpracování)



Míra vzdělanosti se neustále vyvíjí. Zatímco počet lidí se základním vzděláním či zcela nevzdělaných neustále klesá, počet vysokoškolsky vzdělaných lidí naopak prudce roste. Jak již bylo zmíněno, sledovaný podnik se dlouhodobě potýká s nedostatkem lidí zejména z řad dělníků, což jsou většinou lidé se středním vzděláním bez maturity nebo s maturitou. S ohledem na dlouhodobý vývoj lze předpokládat, že tento personální deficit bude pokračovat i nadále. Dále lze předpokládat, že bude na trhu práce více lidí, kteří budou moci vykonávat manažerské funkce.

#### 4.2.1.4 Technologické vlivy

Technologický vývoj je ve stavebnictví nezadržitelný. Neustále se rozvíjejí nové materiály i technologické postupy. Naneštěstí se nejedná o nikterak zásadní změny, zpravidla jde spíše o modifikaci těch existujících. Ačkoliv to zní paradoxně, i ve stavebnictví sehrávají důležitou roli módní trendy. Jedním z těch posledních, který si vyžádal zásadní změnu technologických postupů, včetně projektové dokumentace byly dřevostavby. Dřevostavby nebyly ničím novým, v severních zemích Evropy se jedná o nejběžnější postup výstavby. Na českém trhu se jednalo o zcela nový přístup, který si vyžádal učení, investice pro projektových programů i následné ovládnutí know-how.

Ačkoliv inovace na poli stavebnictví nepředstavují hrozbu, pokud je podnik nesleduje, lze je považovat za příležitost, pokud společnost inovacím pozornost věnuje. Jednou by mohl být vyvinut přístup, pomocí něhož by se výstavba mohla zásadně zlevnit při udržení požadované kvality, a podnik by tak mohl disponovat, alespoň po určitou dobu, konkurenční výhodou.

#### 4.2.2 Porterův model konkurenčních sil

Jak již bylo zmíněno v teoretické části této práce, Porterův model konkurenčních sil udává ucelený přehled o vnitřním potenciálu podniku a analýze odvětví. V Porterův model bude použit v jeho základní interpretaci, tedy pěti konkurenčních sil, které obsahují stávající konkurenci, vliv dodavatelů, vliv odběratelů, novou konkurenci a substituční produkty.

##### 4.2.2.1 *Vymezení trhu*

Hlavní činností neboli specializací podniku je stavba výrobních a skladových hal a železobetonové monolitické konstrukce. Z tohoto zaměření podnik samozřejmě může vybočit, pokud požadovaná stavba odpovídá výrobním postupem základním specifikům. Jako příklad lze uvést provozovny KFC, které jsou postaveny stylem vyzděná monolitická konstrukce.

Představitelé společnosti uvádějí, že výstavba po celé ČR pro podnik nepředstavuje cílový trh. S ohledem na velké náklady při přepravě techniky i personálu, si podnik vytyčil hlavní osu podnikání Rumburk – Praha - Plzeň a zhruba padesáti kilometrový záběr kolem této osy. Součástí této oblasti je několik průmyslových parků a poměrně velké množství výrobních či spedičních podniků a klientela je tak dostatečně velká.

Dalším faktorem vytyčující klientelu je velikost zakázek. To je pro stavební odvětví také specifické. Stavební společnost RBK a.s. považuje jako své pole působnosti zakázky od 10 do 100 mil. Kč. Výjimky existují zejména u stávající klientely, kde je s ohledem na historii a dobré vztahu vhodné výjimku udělat a vyhotovit i zakázky za méně než 10 mil. Kč. K tomu také čas od času dojde. Naopak větší poptávky větší než 100 mil. Kč podnik odmítá. Jednak není dostatečně kapitálově vybaven, aby takovou stavbu profinancoval a také kvůli eliminaci rizika. Neproplacená zakázka v takovém objemu by znamenala pro sledovaný podnik jistý krach.

##### 4.2.2.2 *Vliv dodavatelů*

Vliv dodavatelů je pro sledovaný podnik, potažmo celé odvětví, zcela zásadní. Dodavatelé totiž při výstavbě představují se zcela drtivou převahou největší část rozpočtu projektu, a to buď v podobě pouze dodaného materiálu, či dodávky materiálu a služeb. Pro představu bych uvedl jeden konkrétní případ. Momentálně sledovaný podnik staví výrobní halu v areálu AG Plastics Milovice. Cena zakázky je 39,5 mil. Kč. Dodavatelské dodávky jsou spočítány na 31 mil. Kč. Zde je názorně vidět, že vyjednávací síla dodavatelů je dosti výrazná. Nelze však zapomínat ani na spolehlivost dodávek a jejich kvalitu, které jsou u stavebních prací klíčové.

Pro vybraný podnik je tedy nejvýhodnější mít ověřené dodavatele, se kterými mají pozitivní zkušenosti a pouze kontrolovat jejich předkládané rozpočty.

Mezi podniky, se kterými Stavební společnost RBK a.s. udržuje dlouhodobou spolupráci patří zejména Česká Doka bednicí technika s.r.o., Ferrmon s.r.o., Českomoravský beton a.s., KHmont s.r.o. Dále pak dochází k dlouhodobé spolupráci s živnostníky, kteří jsou najímány na konkrétní úkoly, ty jsou však nákladově relativně malou položkou.

#### *4.2.2.3 Vliv odběratelů*

Vliv odběratelů je, jako všude, také velký. Naštěstí pro sledovaný podnik, pokud je odběratelská společnost úspěšná, zvětšuje objemy vlastních zakázek a ve většině případů nemá na výběr, zda například novou skladovací halu pořídí či nikoliv. Dokonce i v době hospodářské krize, která panovala v letech 2008 a 2009, neměl vybraná společnost o zakázky nouzi, ačkoliv dlužno dodat, že se jednalo o menší zakázky, kterých bylo více. Mezi nejlepší odběratele v těchto letech patřily společnosti Lidl a Kaufland. S ohledem na to, že se jedná zejména o potravinové prodejny, ekonomický útlum na ně nemá téměř žádný vliv.

Stavební odvětví je dosti specifické, co se týká představě o ceně. Vzhledem k tomu, že se jedná o velmi specifické „zboží“, mnoho zákazníků má představu o ceně, která je absolutně nedosažitelná. Občas se dokonce stane, že investor ze svého záměru zcela ustoupí. To je však minoritní podíl. Jak již bylo zmíněno, pozice zákazníků jim většinou neumožňuje investici neuskutečnit, a to i za cenu toho, že se musí zadlužit více, než plánovali.

Ve strany zákazníků pochopitelně dochází k velkému tlaku na cenu. Sledovaná společnost si však drží svůj standard kvality, z nějž odmítá ustoupit. Často i za cenu ztráty zákazníka. Na druhou stranu se v historii společnosti stalo několikrát, že si zákazník vybral konkurenční společnost, ale při další výstavbě šel rovnou za vybraným podnikem, jelikož byl nespokojen.

Důležité je také říci, že klientela Stavební společnosti RBK a.s. je věrná. Pokud dochází k dalším investicím ve výstavbě, často není vypsáno ani výběrové řízení a zakázka je rovnou svěřena sledovanému podniku.

#### *4.2.2.4 Vliv stávající konkurence*

Ve stavebním odvětví je konkurence velmi tvrdá. Dochází k neustálým bojům o zakázky, často i nekalou soutěží. Zcela nejrozšířenější je nekalá soutěž ve státním sektoru. Je známo mnoho případů, kdy docházelo k podplácení státních úředníků, aby kandidáti zmanipulovali výběrová řízení. Patrně nejznámějším případem je situace z Karlových Varů, kde probíhalo výběrové řízení na výstavbu sportovní haly. Losování se tehdy stalo hitem

sledovanosti a mezi lidmi je nazýváno „karlovarská lisovačka“. Z důvodu ochrany dobrého jména se Stavební společnost RBK a.s. zcela distancuje od státních zakázek.

Ovšem i konkurence v mezích zákona je velmi silná. S ohledem na specializaci podniku je konkurence o něco menší než v běžném stavebnictví, jako je například výstavba rodinných domů. Pro podnik představuje stávající konkurence pravděpodobně největší překážku. V poslední době je stále častější ze strany zákazníků, i ve veřejném sektoru, výběr stavební společnosti ve výběrovém řízení, popřípadě aukci na stavební práce. Při těchto řízeních většinou hraje nejdůležitější roli cena a další kritéria, jako jsou reference, know how a kvalita bývají často přehlíženy. Jako na každém trhu, konkurence je zdravý jev, který tlačí cenu dolů. Nižší ceny lze dosáhnout optimalizací výrobních postupů, úsporou z rozsahu či eliminací nákladů, ve stavebnictví je to však většinou na úkor kvality materiálů i samotných stavebních prací, výsledné dílo tedy kvalitou příliš neoplývá. Sledovaný podnik tedy většinou vyhrává ta výběrová řízení, kde cena není klíčovým parametrem a vedení odběratelského subjektu upřednostňuje právě reference a kvalitu.

Z poslední zveřejněné statistiky (končí rokem 2016) MPO vyplývá, že na českém trhu existuje 171 571 podnikatelských jednotek v oblasti stavebnictví. Z toho je však 166 322 jednotek s počtem zaměstnanců v kategorii 0-9. I přes to, že se jedná o enormní číslo, meziročně došlo k poklesu o 908. Avšak ve stavebnictví existují „stavební podniky“, kteří vysoutěží zakázku, a nakonec poptávají subdodávky. I s nimi tak někdy sledovaný podnik soutěží.

Odvětvové srovnání je však vždy kategorizováno podle počtu zaměstnanců. Bohužel tak jde o jediný srovnatelné měřítko. V této kategorii, kam patří i sledovaný podnik, působí 1280 podnikatelských subjektů.

#### *4.2.2.5 Nová konkurence*

Jako hrozbu by nebylo vhodné označit novou konkurenci, a to hned z několika důvodů. Předně je odvětví stavebnictví považováno za odvětví neatraktivní pro vstup na trh, jelikož je zde již velmi silná konkurence.

Dále fakt, že stavební podnik, který by si mohl dovolit profinancovat tak velké zakázky, jako má Stavební společnost RBK a.s. vyžaduje buď velmi silnou kapitálovou základnu nebo nadstandardně dobré postavení u bank, které by jí s financováním pomohli. Z tohoto důvodu vzniká nová konkurence spíše v podobě dceřiných společností těch největších stavebních firem na trhu. To je však velmi vzácný jev, který se nelze spatřit často.



Další důvod, proč se nová konkurence pro sledovaný podnik v podstatě neobjevuje je know-how. Zejména v oblasti monolitických konstrukcí se jedná o technologicky velmi náročné stavby, k jejichž zhotovení je potřeba mít dostatek zkušeností.

#### 4.2.2.6 *Substituční produkty*

Za substituční produkty lze považovat mobilní a montované domy. Ty se kupodivu těší poměrně velké oblibě, zřejmě kvůli jejich nákladovosti. To jsou však substituty pouze ve výstavbě rodinných domů.

Pro sledovaný podnik proto žádné substituční produkty neexistují a podnik tedy nabízí jedinečné produkty.

#### 4.2.3 SWOT analýza

K postavení podniku v konkurenčním prostředí poslouží SWOT analýza, která hodnotí silné stránky, slabé stránky, hrozby a příležitosti.

##### 4.2.3.1 *Silné stránky*

Mezi silné stránky podniku patří zejména dobré jméno společnosti a její reference. Tato skutečnost přinesla podniku mnoho dalších zákazníků, kteří se na ní obrátili právě na základě zkušeností známých.

Další silnou stránkou je certifikace podniku. Společnost je držitelem ISO 9001:2008, ISO 14001:2004 a OHSAS 18001:2007. Tyto certifikáty jsou dalším podkladem k důvěryhodnosti podniku.

Již zmínění stálý dodavatelé, kteří jsou spolehlivým partnerem pro většinu projektů, jež podnik realizuje.

Poslední zmíněnou složkou silných stránek jsou jistě zaměstnanci, kteří jsou pravidelně školeni, seznamováni s cíli společnosti i postupy, kterými jich má být dosaženo. Zaměstnanci podniku jsou spolehliví, pracovití a velmi dobře rozumí své práci. Proto se jedná o důležitou oporu společnosti.

Jak již bylo zmíněno v této práci několikrát, zejména monolitické konstrukce jsou technologicky velmi náročné a skutečně neexistuje mnoho podniků, kteří je dokáží kvalitně zhotovit. S ohledem na to se o to však ani nepokoušejí, jelikož si jsou tohoto faktu vědomy. V souvislosti s tím lze za silnou stránku jednoznačně považovat know-how podniku.

Z hlediska podnikání je silnou stránkou podniku jistě právní zastoupení, které je velmi důležité při kontrole každé smlouvy o dílo.

#### 4.2.3.2 Slabé stránky

Nejslabší stránkou podniku jsou její webové stránky. Ačkoliv jsou funkčně velmi dobré, přístupné a použitelné, jejich design je dávno překonaný. Vzhledem k tomu, že se může jednat o první kontakt s touto společností, měla by jim být věnována větší pozornost.

Za slabou stránku je možno považovat propagaci obecně. Propagace podniku probíhá pouze pomocí webových stránek, tištěných materiálů a referencí. Bylo by jistě vhodné propagaci podpořit a využít dalších možných způsobů.

V tomto momentě lze stále považovat za slabou stránku i controllingový systém. To by se však mělo velmi brzy změnit, jelikož na odstranění tohoto nedostatku podnik již velmi usilovně pracuje.

#### 4.2.3.3 Příležitosti

Ve vztahu k současné situaci na trhu bydlení v Praze, je nemožné přehlédnout příležitost v rozšíření působnosti na vlastní developerské projekty. Nemusí se jednat o projekty, které se každému pod tímto termínem vybaví, jako je Prague Marina, Central Park Praha a jim podobné, což jsou projekty v řádech miliard korun a obsahují stovky bytů. Bohatě by postačily projekty o několika bytových jednotkách. Společnost disponuje zkušenostmi z projekt managementu i developmentu, proto bych tuto příležitost hodnotil jako prioritu.

Za další příležitost je možné považovat vyplnění místa na trhu, které se vyklidí zkrachováním jiného podniku. V oblasti stavitelství je jedná o zcela běžný jev.

Bylo by možné také provést akvizici jiného podniku, který má stálou klientelu a dobré jméno a rozšířit tak působnost podnikání.

#### 4.2.3.4 Hrozby

Ve stavitelství je největší hrozbou neproplacení zakázky. V této situaci se podnik již jednou ocitl a sice v roce 2005. Tehdy se podnik zachránil na poslední chvíli. Příčina nezaplacení je irelevantní, nemusí se vždy jednat o lhostejnost či nedostatečný chťič odběratele dostát svým závazkům. Někdy se může i odběratel dostat do finančních potíží v průběhu výstavby a pak nemůže svým závazkům dostát i kdyby chtěl. Důsledky pro sledovanou společnost závisí na velikosti zakázky.

Ačkoliv podnik pracuje s prověřenými dodavateli, někdy je zapotřebí využít i někoho jiného. Potíže s dodavateli může být poměrně zásadní komplikací. Zejména pro to, že sledovaná společnost nese odpovědnost za termín dokončení výstavby a při jeho nedodržení

hrozí podniku penále. Stejně tak může být hrozbou kvalita odvedené práce dodavatelů, která se může projevit vážnějšími problémy v pokračování stavby.

Z naopak velmi slabou hrozbu lze považovat celkový útlum stavebnictví, respektive v případě sledovaného podniku útlum poptávky po nově postavených výrobních a skladových halách. Malá hrozba je to z toho důvodu, že společnost staví pro odběratele bez ohledu na jejich zaměření. Je tedy poměrně nepravděpodobné, že by došlo v poklesu poptávky u všech těchto odběratelů zároveň.

#### 4.2.4 Analýza odvětví

Nezbytné je zmapovat predikce budoucího vývoje stavebního odvětví. Velmi zajímavým faktem je vytíženost stavebních firem, která se momentálně, dle kvartálního hodnocení společnosti CEEC research, pohybuje na úrovni 97 %. I z tohoto důvodu se nedá očekávat převratný růst odvětví, jelikož není, kdo by zakázky realizoval.

Pro rok 2019 i 2020 se předpokládá další růst cen materiálů i práce. Z meziročního srovnání vychází nákladový nárůst těchto položek na 14 %. V závislosti na tom nastane zvyšování cen realizací v průměru o 6,5 % pro rok 2019 a 4,7 % v roce 2020.

Celkové výkony stavebnictví měly dosáhnout růstu 2,6 %. Vývoj tržeb je prak predikován na úrovni 5 % v roce 2019 a 4,3 % v roce 2020. Všechny výše zmíněné hodnoty predikovali ředitelé stavebních společností.

(Kvartální analýza českého stavebnictví Q4/2018, CEEC research)

Vzhledem k tomu, že tato predikce, na pouhé dva roky vpřed, není dostatečná, byl odhadnut vývoj až do roku 2023. Tato predikce vychází z časové řady počínající v roce 2011 a odhad byl provede pomocí extrapolace trendové funkce. Z důvodu omezení velikosti stránky není v tabulce zaznamenána celá délka časové řady. Přehled odhadovaného vývoje je vyobrazen v následující tabulce 11.

Tabulka 11 - (Přehled odhadovaného vývoje růstu odvětví, vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Růst odvětví	8,4	5	4,3	7,20	8,44	9,69

## 4.3 Analýza dat

Analýza dat vychází zejména z účetních závěrek z let 2014 až 2018. V posledním roce se jedná o předběžné výkazy, aby bylo ocenění co možná nejaktuálnější, jsou do výběru zahrnuty. Dále pak bude čerpáno z vnitropodnikového soupisu majetku.

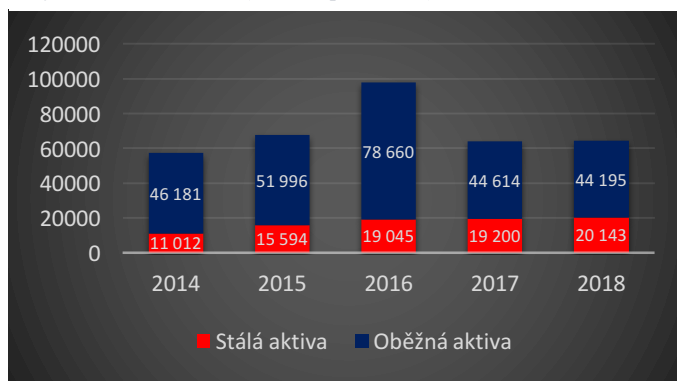
### 4.3.1 Analýza aktiv

Aktiva podniku lze považovat za poměrně stabilní, ačkoliv v roce 2016 došlo k markantnímu výkyvu. To zapříčinila zákonná změna v účetních výkazech a jejích dopadů na nedokončenou výrobu a její aktivace a krátkodobých pohledávek. Rozdíl je v krátkodobých pohledávkách, které v roce 2015 činily 17,26 milionu, zatímco v roce 2016 dosahovaly 45,9 milionu. Tento rozdíl byl způsoben neproplacenou pohledávkou za vystavěnou zakázku Constellium Construction v Děčíně. Jinak hodnoty oscilují kolem průměru v rozmezí 9 %. Vývoj v čase je vyobrazen na grafu 2.



U stavebního podniku je zapotřebí rozdělit aktiva na stálá a oběžná. Oběžná aktiva jsou převážně ta, díky nimž podnik tvoří obrat. Toto rozdělení lze vypořádat z následujícího grafu 3.

Graf 3 - Rozdělení aktiv (vlastní zpracování)

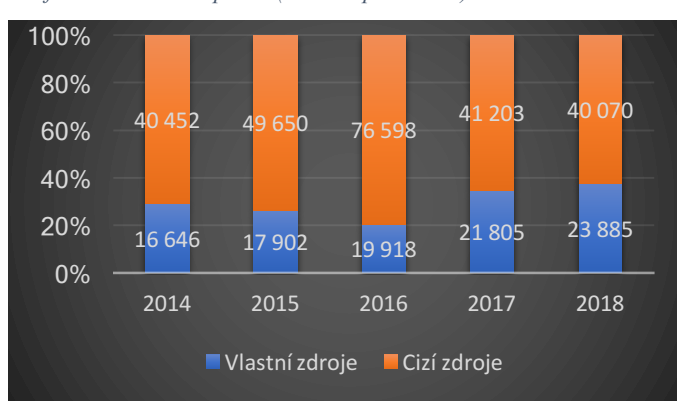


Jak je z grafu (3) patrné, oběžná, někdy také nazývána provozní aktiva, tvoří převážnou část celkových aktiv. Nejvyšší hodnoty dosahuje rok 2016, kdy byly také nejvyšší výkony podniku, což je zcela logické a souvisí to s velkou výkonovou spotřebou, především materiálu. V letech, kdy byly výkony společnosti nižší je nižší i hodnota oběžných aktiv a plně tak korespondují s tímto předpokladem. Pokud by byla provozní aktiva vysoká znamenalo by to, že je v nich zbytečně vázán kapitál, který může být využit např. k investicím do vybavení společnosti.

#### 4.3.2 Analýza pasiv

Pasiva představují financování aktiv, proto musí být vždy ve stejné výši. Celkovou hodnotu pasiv tedy není nutné uvádět, jelikož by se jednalo o zcela totožný graf jako v případě aktiv (graf 1). Předmětem analýzy bude tedy rozložení pasiv mezi vlastní zdroje financování a cizí zdroje. Z tohoto porovnání vychází též ukazatel zadluženosti neboli míra samostatnosti.

Graf 4 - Rozdělení kapitálu (vlastní zpracování)



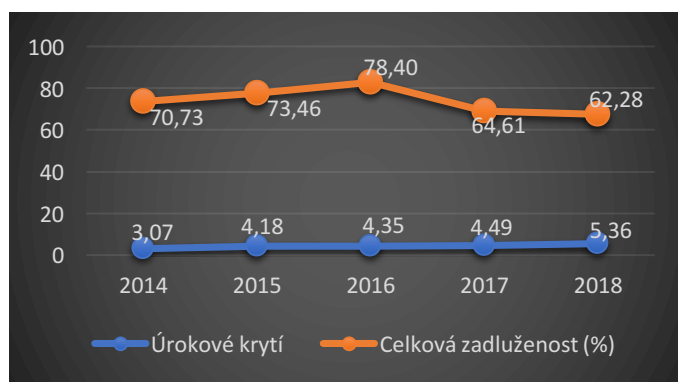
Graf 4 prozrazuje, že podnik pracuje s vlastním kapitálem na úrovni kolem 30 %. Na první pohled by se tedy mohlo zdát, že je podnik dosti zadlužený. Je však všeobecně známo, že vlastní kapitál je na užití mnohem dražší nežli kapitál cizí. Třiceti procentní zajištění je zcela dostatečným pro fungování podniku. Důležitým faktem v tomto případě je, že banky poskytují podniku finanční výpomoci na základě podepsaných smluv. Pro banku tyto smlouvy představují další zajišťovací element a zvyšuje tak důvěryhodnost půjčky než v případě, kdy by si podnik vypůjčil na neúčelově. Na základě výše zmíněného lze konstatovat, že společnost bilancuje na hraně optimálního rozprostření financování s ohledem na nákladovost kapitálu.

### 4.3.3 Analýza finančních ukazatelů

#### 4.3.3.1 Úrokové krytí a celkové zadlužení

V souvislosti kapitolou 4.2.2. je vhodné podpořit tvrzení, že podnik je finančně zabezpečený. Jedním z ukazatelů je míra úrokového krytí, tedy jak je podnik schopen pokrýt nákladovost cizího kapitálu. Ukazatel je vztažen pouze k výsledku hospodaření, což může být poměrně zavádějící. Náklady na cizí kapitál nejsou hrazeny pouze ze zisku, naopak jsou v průběhu roku rozpouštěny do nákladů. Jedná se o teorii, zda má podnik v momentě vypůjčení dostatek financí k pokrytí úroků. U tohoto ukazatele je považováno za dobrou hodnotu vše, co je vyšší než 3. Dále je v tomto grafu (5) uveden ukazatel celkového zadlužení společnosti, které s úrokovým krytím věcně souvisí. V porovnání s odvětvovým průměrem je celková zadluženost o zhruba 9 % vyšší.

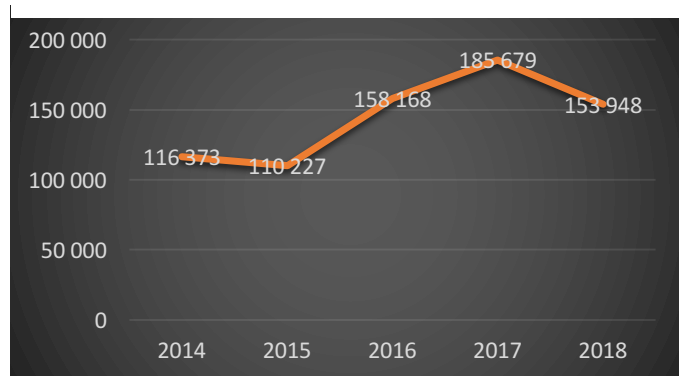
Graf 5 - Cizí kapitál a úrokové krytí (vlastní zpracování)



#### 4.3.3.2 Výkony

Podnik vykazuje poměrně stabilní výkony, s mírně rostoucí tendencí. Ve sledovaném období byly tyto hodnoty vykázány v rozpětí 110 až 185 milionů. U podniku, kde se průměrná cena zakázky pohybuje kolem 14 milionů korun to lze považovat za poměrně vyrovnané hodnoty. Tendence je patrná z níže uvedeného grafu 6.

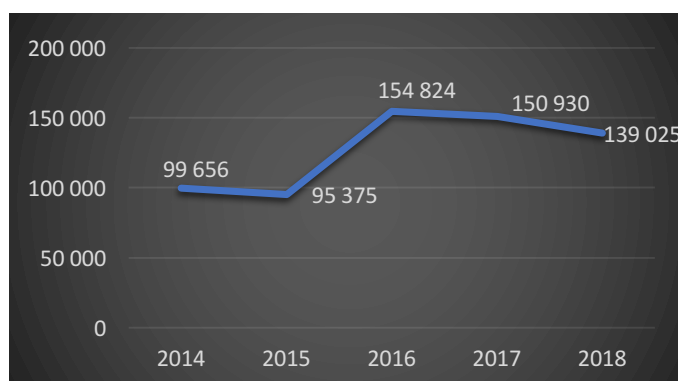
Graf 6 - Výkony podniku (vlastní zpracování)



#### 4.3.3.3 Výkonová spotřeba

S tvorbou výkonů podniku souvisí výkonová spotřeba. Odečtená výkonová spotřeba spolu s režijními náklady ukazují zisk. Z hodnoty výkonové spotřeby lze tedy do jisté míry vyvozovat, jak efektivně podnik hospodaří. Je samozřejmě zapotřebí brát v úvahu předmět podnikání. U stavebních podniků jsou režijní náklady velmi vysoké. I přes poměrně vysokou marži u jednotlivých zakázek, která činí kolem třiceti procent, tak dochází k markantnímu snížení hodnoty právě skrze úhradu režijních nákladů. Výkonová spotřeba by měla trendově odpovídat celkovým výkonům, což se v tomto případě skutečně děje, jak lze spatřit v následujícím grafu 7.

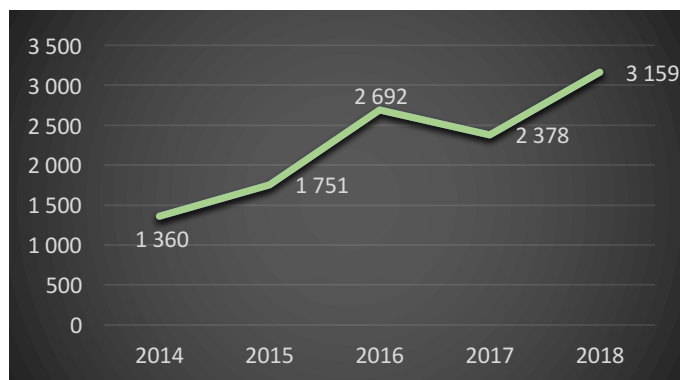
Graf 7 - Výkonová spotřeba (vlastní zpracování)



#### 4.3.3.4 Hospodářské výsledky

V návaznosti na to se jeví jako velmi zajímavý vývoj hodnoty hospodářského výsledku. Ten totiž trendově nekopíruje hodnoty výkonů, což by se dalo předpokládat. To je způsobeno rozdílnou procentuální marží, která se mění vlivem konkurence. Vývoj je vyznačen v grafu 8.

Graf 8 - Vývoj hospodářského výsledku v letech (vlastní zpracování)

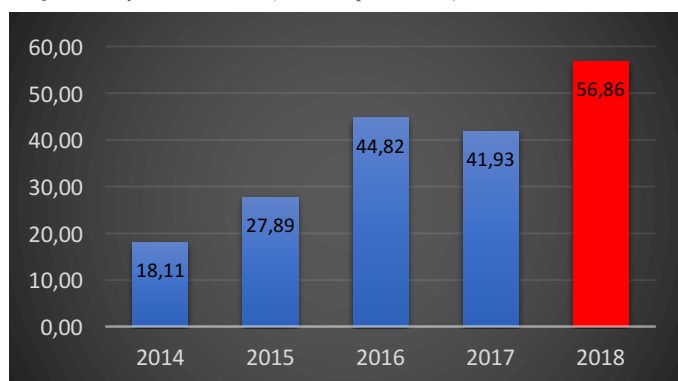


Hospodářský výsledek je analyzován před zdaněním z toho důvodu, že doposud nebyla daň k roku 2018 vyčíslena. Navíc ještě nenaběhly veškeré náklady, což je ve stavebním sektoru běžné. Dá se tedy předpokládat, že tato hodnota bude ještě snížena. I tak je však patrné, že v nejlepším roce s ohledem na obrát, tedy v roce 2017 nebyl hospodářský výsledek nejvyšší. Nejúspěšnější rok z hlediska zisku byl rok 2016, který byl však výkonově o 27 milionů horším.

#### 4.3.3.5 Čistý zisk na akcii

Tento ukazatel je důležitý zejména pro stávající akcionáře, případně potenciální investory, aby mohli stanovit dobu návratnosti své investice. Jelikož nejsou akcie podniku volně obchodovatelné, pak je cena akcií potenciálního obchodu na dohodě obou stran. Čistý zisk na akcii je tedy klíčovým ukazatelem pro stanovení této ceny a jak už bylo řečeno, návratnost investice. Struktura akcií byla valnou hromadou změněna v průběhu roku 2014, výpočet tohoto ukazatele je tedy i za tento rok stejný, jelikož účetní výkazy jsou k poslednímu dni kalendářního roku.

Graf 9 - Čistý zisk na akcii (vlastní zpracování)



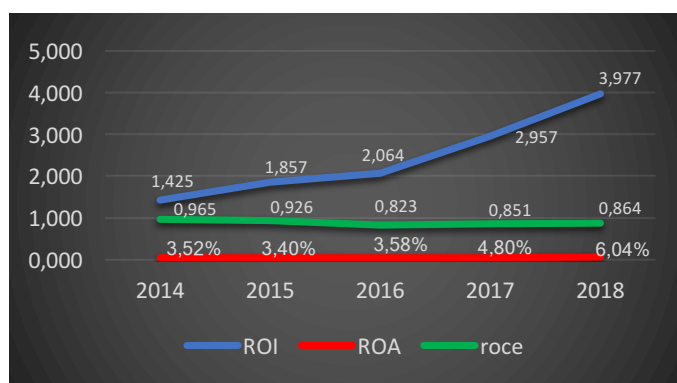


Čistý zisk na akciích vykazuje rostoucí trend, což je pro držitele akcií pozitivní informace. Červený sloupec za rok 2018 je odlišen, jelikož tato hodnota se může ještě lehce změnit. Jak již bylo v této práci několikrát uvedeno, účetní výkazy za tento rok jsou prozatím předběžné. Zdá se však nepravděpodobné, že by tento rok ztratil první příčku v žebříčku.

#### 4.3.3.6 Rentabilita

Výnosnost vlastního kapitálu neboli rentabilita, je dalším ukazatelem vhodnosti investice. Rentabilita umožňuje srovnání investičních příležitostí, ale slouží také majitelům podniku v zhodnocení situace a zvážení setrvání či odchod ze společnosti. Na základě grafu 10 o rentabilitě kapitálu lze jednoznačně doporučit setrvání ve společnosti. Nejen že podnik vykazuje dobré výsledky rentability, hlavně ale vykazuje téměř jednocentní rostoucí trend v meziročním srovnání za poslední tři roky.

Graf 10 - Rentability (vlastní zpracování)



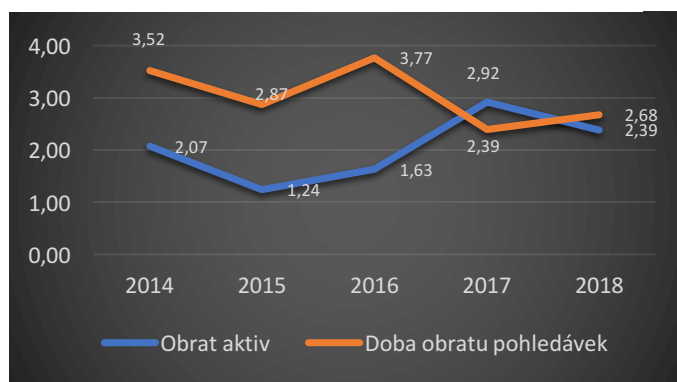
V grafu 10 je patrný taktěž ukazatel ROA, tedy rentabilita aktiv. Hodnoty ukazatele produkční síly, jak je také rentabilita aktiv nazývána, jsou považovány za dobré, pokud přesahují pětiprocentní hranici. Je však zapotřebí zvážit, co je předmětem podnikání. U stavebního podniku je možné považovat za dobrou i hodnotu nad čtyřmi procentními body. Touto optikou se sledovaná společnost dostala do dobrého oboru hodnot až v roce 2017. Důležitým faktem je, že i přes mírný pokles při meziročním srovnání v roce 2015 drží podnik setrvalý trend nárůstu. Tento ukazatel je oproti odvětvovému průměru vyšší o zhruba 0,2 %.

Dalším typem rentability uvedeným v grafu 10 je ROCE, tedy rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu. Ideální hodnoty nejsou přímo stanoveny, avšak ROCE by mělo být alespoň dvojnásobkem úrokové sazby. Komparace s nákladovými úroky bude dále rozebrána v kapitole WACC.

#### 4.3.3.7 Aktivita

Ukazatel aktivity je důležitý k určení toho, jak dlouho jsou v aktivech vázány finanční prostředky. Jedná se o další ukazatel efektivity využití aktiv. Je samozřejmé, že některá aktiva budou zadržovat finance po dobu, dokud budou v majetku podniku. To jsou stálá aktiva, jako jsou například budovy, pozemky apod. I přes to však v kombinaci s ostatními, uvedenými ukazateli vhodně dokresluje celkový obraz podniku. Vývoj aktivity je vyobrazen v grafu 11.

Graf 11 - Aktivita (vlastní zpracování)



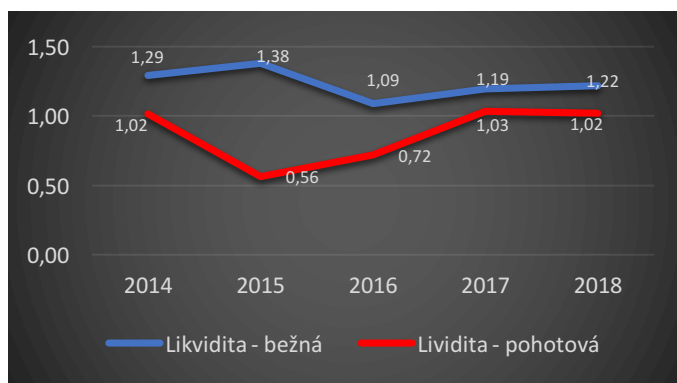
Obecně lze říci, že hodnota aktivity je požadována co možná nejvyšší. Ukazatel prozrazuje, kolikrát se celková aktiva obrátí za rok. V ideálním případě lze u výrobního podniku dosahovat hodnoty kolem 1,5. Tuto hodnotu sledovaný podnik, s výjimkou v roce 2015, naplňuje.

Dále graf prozrazuje vývoj obratu pohledávek. S ohledem na to, že se analýza věnuje stavebnímu podniku, kde jsou splatnosti delší, je ukazatel vypočítán v měsících. To znamená, že v loňském roce činila průměrná doba na zaplacení pohledávky 2,68 měsíce. Doba obratu pohledávek je však požadována nejnižší možná.

#### 4.3.3.8 Likvidita

Posledním ukazatelem ve finanční analýze je likvidita. Běžná likvidita je ukazatelem toho, kolikrát hodnota oběžných aktiv pokryje krátkodobé závazky. Z toho vyplývá, že na základě hodnoty běžné likvidity lze vyvodit schopnost podniku dostát svým krátkodobým závazkům v podstatě okamžitě. Hodnoty tohoto ukazatele platební schopnosti by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5, přičemž průměr v odvětví je na úrovni 2 %. Stavební společnost RBK a.s. těchto hodnot nedosahuje. Vývoj hodnot v jednotlivých letech je patrný z následujícího grafu 12.

Graf 12 - Likvidity (vlastní zpracování)



Vedle toho stojí hodnota likvidity běžné, která by se měla teoreticky pohybovat v intervalu od 1 do 1,5. Odvětvový průměr je na úrovni zhruba 1,7, čehož sledovaný podnik opět nedosahuje.

#### 4.4 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

##### 4.4.1 Krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek, dlouhodobý majetek

Za dobu působnosti ve sledovaném podniku jsem měl možnost vypořádat, která aktiva jsou nezbytné pro fungování podniku a která nikoliv.

V provozně nenutných aktivech je běžně zařazen dlouhodobý finanční majetek. Ten je po celé sledované období na úrovni 771 tis. Kč. Dále sem bývá zařazen krátkodobý finanční majetek. Ten lze zahrnout v plné výši, jelikož podnik má předschválený kontokorent do výše 8 mil. Kč. To je dostatečná suma na to, aby podnik mohl fungovat na denní bázi. Podnik dále disponuje množstvím nemovitých statků (budovy a pozemky), které nejsou k provozu nutné. Kancelářské prostory má podnik v pronájmu a vlastněné nemovitosti nemají s hlavní činností podniku souvislost. Pokud tedy odečteme všechny výše zmíněné soubory aktiv od celkových, získáme následující hodnoty.

Tabulka 12 - Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (vlastní zpracování)

	2014	2015	2016	2017	2018
Provozně nenutná aktiva	8618	11774	12869	13042	11096
Provozně nutná aktiva	48 575	55 816	84 836	50 772	53 242
Aktiva celkem (netto)	57 193	67 590	97 705	63 814	64 338

#### 4.4.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

K ohodnocení podniku bude zapotřebí znát korigovaný provozní výsledek hospodaření. Tento ukazatel bude vycházet z hodnoty provozního výsledku hospodaření, snížený o tržby a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a odpisy budov, které byly zahrnuty do provozně nenutné části aktiv.

Naopak připočteny budou nákladové úroky, které představují platbu za vypůjčení cizího kapitálu, který je pro provoz podniku nezbytný. Ačkoliv je v majetku společnosti evidován dlouhodobý finanční majetek, jedná se o držení podílu v jiném podniku. Žádné výnosy z něj však pro společnost neplynou.

Tabulka 13 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (vl. zpracování)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Provozní výsledek hospodaření	3 416	4 252	4 617,4	5 068,8	5 520,2	5 971,6	6 423
Tržby z prodaného DM	609	250	418	483	516	380	342
Odpisy budov	3 382	3 856	4 223	4 636	5 049	5 462	5 875
Nákladové úroky	682	724	763,6	790,4	817,2	844	870,8
KPVH	107	870	741	740	772	974	1 077

## 4.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

### 4.5.1 Tržby

Prvním ze stanovených generátorů hodnoty jsou tržby. Jedná se o elementární generátor hodnoty v každém podniku. Predikovaný vývoj na následující dva roky je uveden v kapitole 4.2.4. – Analýza odvětví. Nejprve je nutné analyzovat relevantní tržní podíl sledované oblasti na celkovém objemu odvětví, jelikož predikce je vypracována pouze na odvětví jako celek. Do relevantního trhu byly zahrnuty následující kraje. Ústecký, Liberecký, Středočeský, Hl. m. Praha, Jihočeský a Plzeňský kraj. Před samotnou predikcí je nutné získat podkladová data, která jsou uvedena v tabulce 14.

Tabulka 14 - Výpočet relevantního podílu na trhu relevantního trhu (vl. Zpracování)

	2014	2015	2016	2017	2018
Objem celkem	238 262	268 136	235 728	244 026	248 389
Relevantní trh	127 705	139 774	131 908	138 999	141 709
Relativní podíl (%)	53,60	52,13	55,96	56,96	54,67

Vývoj tržeb podniku v podstatě kopíruje relativní tržní podíl dané oblasti. Tržní podíl se podíl sledované společnosti na celkovém objemu dané oblasti kolísá. Jeho hodnoty v jednotlivých letech je vyjádřen v následující tabulce 15.

Tabulka 15 - Relativní tržní podíl sledovaného podniku (vl. zpracování)

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby sledovaného podniku	118,00	83,00	160,00	186,00	153,00
Relativní tržní podíl (%)	0,09	0,06	0,12	0,13	0,10

Po zvážení a započítání všech výše zmíněných faktorů, získáváme predikci pro roky 2019 a 2020. Bohužel, delší časový horizont není možný, jelikož chybí kvalifikované odhady stavebního odvětví na pokračující roky. Prognózované tržby sledovaného podnik jsou vyčísleny v následující tabulce 16.

Tabulka 16 - Predikce tržeb podniku (vl. zpracování)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby podniku	118	83	160	186	153	191,9	209,2	226,5	243,8	261,1
	Skutečné hodnoty					Predikce				

#### 4.5.2 Investice do pracovního kapitálu

Zde dochází k poměrně velké komplikaci. Do pracovní kapitálu jsou běžně zařazovány zásoby, pohledávky a finanční majetek. Teoretický předpoklad pracuje s faktem, že se jedná o výrobní podnik, který nakupuje materiál do zásoby, který posléze přeměňuje na hotové výrobky. Pokud je pracovní kapitál nedostatečný, je chod podniku brzděn, pokud je pracovní kapitál nadbytečný vyvolává to další náklady (skladovací apod.).

Za investici do pracovního kapitálu je považován souhrn oběžného majetku podniku v jednotlivých letech. K prognóze budoucího stavu byla využita trendová funkce za použití časové řady počínající v roce 2014. Přehled průběhu investic vyjádřených v meziroční změně viz. Tabulka 17.

Tabulka 17 - Predikce investic do prac. kapitálu v meziroční změně (vl. zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Investice do pr. kap.	-419	5528	-1135,4	-1135,4	-1135,4	-1135,4

#### 4.5.3 Investice do dlouhodobého majetku

Momentálně se společnost nachází v období, kdy nakoupila značné množství drobné mechanizace, a proto vynaložené částky na pořízení dalšího takového majetku nebude nijak vysoká. Naopak jsou momentálně objednány 2 vozy v souhrnné hodnotě 902 500 Kč bez DPH. V roce 2019 plánuje společnost investovat do dlouhodobého majetku v podobě administrativně-skladové budovy v areálu v Rumburku a 1 milión korun do další skladové budovy. V areálu v Srbské Kamenici plánuje podnik investovat do rekonstrukce střechy a přízemního prostoru v celkové výši 750 000 Kč.

V roce 2020 je z větších položek naplánováno pořízení vozu pro předsedu představenstva v hodnotě 1,7 milionu bez DPH a bagru ve stejné hodnotě. Je však velmi důležité, že pořízení dražších položek dlouhodobého majetku, jako jsou vozy, bagry, nákladní vozy, nakladače a další, jsou vždy pořizovány prostřednictvím leasingu. Jeví se tedy jako vhodné, v každém roce započítat pouze splátky a placené úroky, jelikož pouze tyto položky zatíží v každém roce cash-flow podniku. Odpisy za dlouhodobý majetek budou rozebrány v samostatné kapitole 4.6.4. – Odpisy.

Souhrnný plán investic do DHM v následujících letech je pro přehlednost uveden v následující tabulce 18.

Tabulka 18 - Predikce investic do DHM (vl. Zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Budovy a rekonstrukce	1250	5 250	500	500	500	500
Osobní vozy	753	902	1 700	1301	1301	130
Těžká stavební technika	2100	0	1 700	850	850	850
Rezerva na drobnou mechanizaci	66	80	80	80	80	80
<b>Celkem</b>	<b>4169</b>	<b>6 232</b>	<b>3 980</b>	<b>2 731</b>	<b>2 731</b>	<b>2 731</b>

#### 4.5.4 Odpisy

Stavební společnost RBK a.s. využívá nejpoužívanější metodu odepisování, tedy lineární a to na veškerý svůj dlouhodobý majetek. V příštím roce bude odepsán jeden valník a jeden bagr. Měsíční odpis valníku činí 8 050 a bagru 19 700. Bagr spadá do třetí odpisové skupiny, proto je i přes násobně vyšší pořizovací cenu je odpis „jen“ zhruba dvojnásobně vyšší.

V dalším roce dojde k účetnímu odepsání pouze osobního automobilu předsedy představenstva, který činí 16 000.

Pro úplnost je vhodné uvést, že cenovým kritériem pro zařazení do DHM je 40 000Kč. Ze drobného stavebního majetku tuto podmínku splňuje jen velmi málo položek. Tyto odpisy budou pokračovat i v následujících letech. Dále je vhodné zmínit, že osobní automobily větší části podniku jsou pořízovány na operativní leasing a proto jej sledovaný podnik neodepisuje. Odpisový plán nastávajících let je uveden v následující tabulce 19.

Tabulka 19 - Predikce odpisů (vl. zpracování)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	2646	3150	3593	4083	4556,5	5031,9	5507,3

Do odpisového plánu u končících položek byly zahrnuty samozřejmě jen odpisy za měsíce, ve kterých bude ještě odepisování uplatňováno. Dále ty položky, které do odepisování teprve vstoupí, a to opět pouze v konkrétních měsících.

Odpisy dlouhodobého nehmotného majetku ve společnosti neprobíhá, jelikož vlastněný nehmotný majetek je již odepsán. Odepisování pohledávek taktéž neprobíhá, společnost naštěstí neneviduje nedobytné pohledávky.

#### 4.6 Stanovení finančního plánu

Z kapitoly 4.6. – Analýza a prognóza generátorů hodnoty jsou k dispozici některé důležité hodnoty, které jsou nezbytné k sestavení finančního plánu podniku a některé je třeba ještě dopočítat. První z představených výkazů účetní závěrky bude výkaz zisku a ztráty, zjednodušené na provozní oblast.

Tabulka 20 – Predikovaný VZZ (vlastní zpracování)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby z prodeje výrobků a služeb	185 679	153 226	191 900	209 200	212 311	223 234	234 158
Tržby z prodeje zboží	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	714	440	577	577	577	577	577
<b>Provozní tržby celkem</b>	<b>186 393</b>	<b>153 666</b>	<b>192 477</b>	<b>209 777</b>	<b>212 888</b>	<b>223 811</b>	<b>234 735</b>
Výkonová spotřeba	150 930	139 025	164 075	178 866	185 438	196 324	207 210
Změna stavu zásob vl. Činností	20 512	-1 041	9 736	9 736	9 736	9 736	9 736
Aktivace	-6 132	-6 692	-7 252	-7 812	-8 372	-8 932	-9 492
Osobní náklady	13 261	14 050	14 839	15 628	16 417	17 206	17 995

Ostatní provozní náklady	113	52	83	83	83	83	83
<b>Provozní náklady celkem</b>	<b>178 684</b>	<b>145 394</b>	<b>181 480</b>	<b>196 500</b>	<b>203 301</b>	<b>214 416</b>	<b>225 531</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7 709</b>	<b>8 272</b>	<b>10 998</b>	<b>13 277</b>	<b>9 586</b>	<b>9 395</b>	<b>9 204</b>
Odpisy	2 646	3 150	3 593	4 083	4 557	5 032	5 507
<b>EBIT</b>	<b>5 063</b>	<b>5 122</b>	<b>7 405</b>	<b>9 194</b>	<b>5 030</b>	<b>4 363</b>	<b>3 697</b>

Tržby z prodeje výrobků a služeb byly již odvozeny, ostatní provozní výnosy mají nahodilý charakter, proto byl do plánu zahrnut jejich průměr. V případě výkonové spotřeby se jedná o průměrný procentuální podíl na tržbách z prodeje výrobků a služeb. Rozptyl hodnot je na úrovni osmi procentních bodů, proto lze považovat tento postup odvození za vhodný. Změna stavu zásob vlastní činnosti opět nevykazuje žádnou logickou návaznost, a proto je i tento ukazatel nahrazen průměrem předcházejících let. Aktivace a osobní náklady mají lineární povahu, a proto byl jejich vývoj odhadnut pomocí trendové funkce. A poslední výkazová položka, tedy ostatní provozní náklady byly stanoveny opět na úrovni průměru hodnot předchozích let.

Dalším výkazem bude rozvaha. Opět se bude jednat pouze o zjednodušenou verzi, která je pro tuto diplomovou práci dostačující.

Tabulka 21 - Predikovaná rozvaha (vlastní zpracování)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Krátkodobý fin. Majetek	0	0	0	0	0	0	0
Čistý prac. kapitál	5308	7108	8908	10708	12508	14308	16108
Dlouhodobý majetek	20311	20543	23182	23079	24514,5	25608,8	26703,1
<b>Aktiva</b>	<b>25619</b>	<b>27651</b>	<b>32090</b>	<b>33787</b>	<b>37022,5</b>	<b>39916,8</b>	<b>42811,1</b>
Dlouhodobé závazky	3813	3766	5390	6259	7047,5	7943,7	8839,9
Vlastní kapitál	21806	23885	26700	27528	29975	31973,1	33971,2
<b>Pasiva</b>	<b>25619</b>	<b>27651</b>	<b>32090</b>	<b>33787</b>	<b>37022,5</b>	<b>39916,8</b>	<b>42811,1</b>

Čistý pracovní kapitál byl odvozen trendovou funkcí, což je vzhledem k vývojové povaze vhodné. Dlouhodobý majetek byl vypočítán jako dlouhodobý majetek předchozího roku plus investice do DM mínus odpisy. Investice i odpisy byly již odvozeny v kapitole 4.6. – Analýza a prognóza generátorů hodnoty.



Dlouhodobé závazky byly taktéž odvozeny pomocí trendové funkce. Vzhledem k tomu, že dle bilančního pravidla se musí aktiva a pasiva rovnat, pak výpočet vlastního kapitálu je dán vztahem aktiva mínus dlouhodobé závazky. Pasiva jsou dále jen součtem dlouhodobých závazků a vlastního kapitálu.

Ačkoliv jsou v tabulce 21 uvedeny pouze roky 2017 a 2018, k odvození pomocí trendové funkce byla použita časová řada od roku 2014 do roku 2018.

## 4.7 WACC

Ke výpočtu průměrných vážených nákladů na kapitál je zapotřebí nejprve stanovit hodnotu na vlastní i cizí kapitál a následně tyto hodnoty dosadit do vzorce.

### 4.7.1 Náklady na vlastní kapitál

Ohodnocení nákladů na vlastní kapitál bude stanoveno pomocí metody CAPM.

#### $r_f$ – bezriziková úroková míra

Vychází z průměrného zhodnocení státních dluhopisů uplynulých let. Stejně jako doposud i teď bude mít sledované období počátek v roce 2014, kde úroková míra desetiletých státních dluhopisů činila 0,67 %, pro rok 2015 0,49 %, v roce 2016 byla 0,53 %, v roce 2017 1,5% a v roce 2018 2,01 %. Na základě těchto údajů vychází průměrná úroková míra  $r_f = 1,04$  %.

(hodnoty výnosů jsou dostupné na adrese [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_strid=AEBA&p\\_sestuid=22049&p\\_tab=1&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=22049&p_tab=1&p_lang=CS))

#### $\beta_L$ běžné tržní riziko

Hodnota běžného tržního rizika je převzata ze stránek profesora Domodarana. Ten uvádí běžné tržní riziko pro stavební odvětví v Evropě na úrovni 1,05 %. Aby byla zohledněna kapitálová struktura podniku, v téměř v každé odborné literatuře je doporučeno zahrnout ji do vzorce  $\beta_L = \beta_U \cdot \left[ 1 + (1 - t) \cdot \frac{CK}{VK} \right]$ .  $\beta_L$  značí koeficient beta nezadlužené společnosti,  $\beta_U$  značí beta koeficient zadlužené společnosti,  $t$  značí daňovou sazbu a zlomek vyjadřuje podíl cizího kapitálu a vlastního kapitálu. Po dosazení vypadá výpočet takto:  $\beta_L = 1,05 \cdot \left[ 1 + (1 - 0,19) \cdot \frac{40070}{23885} \right] = 2,4768$ .

([http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html))

#### [E (r<sub>m</sub>) - r<sub>f</sub>] - tržní riziková prémie

I poslední zbývající proměnná bude vzata ze stránek profesora Domodarana. Ten uvádí tuto prémii pro jednotlivé země. Pro Českou Republiku je tato prémie stanovena na hodnotu 6,94 %.

([http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html))

Nyní je již možné přistoupit k samotnému výpočtu nákladů na vlastní kapitál dle vzorce  $r_e = r_f + \beta_L \cdot [E (r_m) - r_f] = 1,04 + 2,4768 \cdot 6,94 = 18,23 \%$ .

Z předchozího řádku je patrné, že nákladovost vlastního kapitálu je stanovena na úroveň 18,23 %.

#### 4.7.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál budou odvozeny z výkazů účetní závěrky. Z rozvahy účetní závěrky bude vzat údaj o úročeném cizím kapitálu, tedy dlouhodobé závazky celkem – odložený daňový závazek. K této hodnotě bude následně připočítána hodnota krátkodobých závazků k úvěrovým institucím. Důležité je, že tyto stavy musí být konečné za rok 2017, jelikož právě taková hodnota vstoupí do účetnictví v roce 2018. Tato hodnota vstoupí do jmenovatele ve výpočtu.

Do čitatele bude dosazena hodnota placených nákladových úroků v roce 2018. Výsledkem tohoto podílu je požadovaná úroková míra.

$$r_d = \frac{724}{(3813 - 220) + (14394)} \cdot 100 = 4,025 \%$$

#### 4.7.3 Výsledné stanovení hodnoty WACC

K souhrnnému výpočtu bude použit vzorec, který využívá profesorka Kislingerová.

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

kde:

r<sub>d</sub> – úroky (náklady na cizí kapitál)

t – daň z příjmu

D – výše cizího kapitálu

C – celkový kapitál (souhrn vlastního a cizího)

r<sub>e</sub> – náklady na vlastní kapitál (ROE)

E – hodnota vlastního kapitálu

(Kislingerová, 2001)

$$WACC = 0,04025 \cdot (1 - 0,19) \cdot \frac{40070}{64338} + 0,1823 \cdot \frac{23885}{64338} = 0,087977$$

Výsledek je pochopitelně nutné vynásobit 100, aby byla výsledná hodnota v procentech. Výsledná hodnota WACC je tedy 8,798 %.

## 4.8 Vlastní ocenění

K vlastnímu ohodnocení ceny podniku bude využito dvou metod, jednak metoda účetní hodnoty a také výnosová metoda DCF entity. Dvou metod je využito z toho důvodu, aby byla možná komparace jednotlivých výsledků. Jednotlivé výsledky se budou zcela jistě lišit. S ohledem na důvod ohodnocení by mělo být směřovatější ohodnocení metodou DCF a vzhledem k velikosti podniku a finančních objemů, které jím proudí se dá očekávat hodnota ohodnocení metodou DCF podstatně vyšší nežli u metody účetní hodnoty.

### 4.8.1 Metoda účetní hodnoty

Teoretická východiska tohoto ocenění byla představena již v kapitole 3.4.1.3. – Metoda účetní hodnoty. Při užití této metody jde o souhrn historických cen majetku podniku. S ohledem na to, že jedná o historické ceny, jsou použity rozvahové hodnoty brutto.

Účetní hodnota ukazuje, kolik by majitelé mohli utržit za majetek podniku, pokud by se jej rozhodli rozprodat. Od této hodnoty je pochopitelně nutné odečíst celkovou hodnotu závazků, které by v případě ukončení podnikání museli být uhrazeny. Výsledek ocenění je uveden v následující tabulce 22.

Tabulka 22 - Ohodnocení podniku metodou účetní hodnoty (vl. zpracování)

	Aktiva	Pasiva
DHM	44 279	
DNM	1 574	
Dlouhodobý finanční majetek	771	
Oběžná aktiva	44 195	
<b>Aktiva celkem</b>	<b>90 819</b>	
Dlouhodobé závazky		3 766
Krátkodobé závazky		36 304
<b>Pasiva celkem</b>		<b>40 070</b>
<b>Účetní hodnota podniku</b>	<b>50 749</b>	

Dle metody účetní hodnoty je tedy cena podniku 50 749 000 Kč. Takovou sumu peněz by si mohli akcionáři teoreticky rozdělit, pokud by se rozhodli podnik rozprodat. V praxi by však suma byla nejspíše vyšší, jelikož tržní cena některého odepsaného či

částečně odepsaného dlouhodobého majetku bude jistě vyšší než jeho účetní hodnota, která je v případě zcela odepsaného majetku nulová.

#### 4.8.2 Metoda DCF entity

V následující tabulce 23 je ohodnocení krok za krokem tak, jak jej doporučuje profesor Mařík. Výpočet hodnoty podniku byl proveden dle dvoufázové metody, která byla představena již v kapitole 3.4.2.2. – Metoda DCF entity a proto je přistoupeno rovnou k tabulkovým výpočtům. Míra růstu podniku byla stanovena na 3 % ročně, což se dle finanční a strategické analýzy jeví jako udržitelný cíl. Pokračující hodnota byla vyčíslena dle Gordonova vzorce.

Tabulka 23 - Výpočet hodnoty podniku dle DCF entity (vl. zpracování)

DCF entity	První fáze						Druhá fáze
	-2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Tržby celkem	153	191 900	209 000	226 500	243 800	261 100	
EBITDA	8 272	10 998	13 277	9 586	9 395	9 204	
Odpisy	3 150	3 593	4 083	4 557	5 032	5 507	
EBIT	5 122	7 405	9 194	5 030	4 363	3 697	
Daňová sazba právnických osob	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	
KPVH	4 149	5 998	7 447	4 074	3 534	2 995	
Investice do prac. kapitálu	-419	5 528	-1 135	-1 135	-1 135	-1 135	
Investice do DM	4 169	6 232	3 980	2 731	2 731	2 731	
Požadovaný pracovní kapitál		50 291	50 291	50 291	50 291	50 291	
Odpisy	3 150	3 593	4 083	4 557	5 032	5 507	
<b>FCFF</b>	<b>11 049</b>	<b>-2 169</b>	<b>8 686</b>	<b>7 035</b>	<b>6 970</b>	<b>6 906</b>	<b>7 113</b>
Časový faktor		1	2	3	4	5	
Diskont		0,92	0,84	0,78	0,71	0,66	
<b>DCF</b>		<b>-1 993</b>	<b>7 338</b>	<b>5 463</b>	<b>4 975</b>	<b>4 531</b>	<b>122 688</b>
Součet diskontovaných CF z první fáze	20 312						
Současná hodnota pokračující hodnoty	80 483						
<b>Hodnota firmy v provozu</b>	<b>100 796</b>						
Úročený dluh	12 047						
<b>Hodnota vl. kap. v provozu</b>	<b>88 749</b>						
Stav pracovního kap. vzhledem k požadovanému	38 458						
Ostatní neprovozní aktiva	11 096						
<b>Hodnota podniku</b>	<b>116 110</b>						

Z tabulky výše plyne, že stanovená hodnota podniku pomocí DCF entity je 116 110 100 Kč.

## 5 Zhodnocení výsledků

Předpoklad, že ohodnocení metodou DCF entity bude vyšší, nežli metodou účetní hodnoty se nakonec potvrdil. Hodnota podniku dle účetní metody je 50 749 000 Kč a metodou DCF entity 116 110 100 Kč. Rozdíl je tedy více než dvojnásobný.

Z těchto výsledků lze vyvodit jediný závěr, a to že pro akcionáře podniku je mnohem výhodnější, aby v podnikání setrvali. I za předpokladu, že by pozitivní generátory hodnoty vykazovali mírně nižší hodnoty, než jaké byly predikovány, a naopak negativní generátory byly nepatrně vyšší, rozdíl výsledný hodnot vykazuje dostatečnou rezervu k tomu, aby pojmul případné nuance a zvrátil doporučení na setrvání akcionářů v podnikání.

Zajímavé je porovnání hodnoty podniku se základním kapitálem, který činí 9 000 000 Kč. Zde je patrné zhodnocení na úrovni 120 %. Nelze však zapomínat na to, že základní kapitál je v podniku vázaný již dlouhou dobu a také na to, že ohodnocení předpokládá zachování podnikání při setrvalém tříprocentním růstu.

I přesto lze považovat výsledky ocenění ze strany akcionářů za velmi uspokojivé.

## 6 Závěr

Cílem této práce bylo ocenit Stavební společnost RBK a.s. s důvodem nedávného odkoupení části podniku novým subjektem. Dalším důvodem je potencionální prodej další části podniku jedním ze stávajících akcionářů. Předpokladem správného ocenění byla volba vhodných metod pro ohodnocení.

Výsledného cíle bylo možné dosáhnout pomocí dílčích cílů, kterými byla syntéza teoretických východisek ke stanovení hodnoty podniku a seznámení se s problematikou. Dále pak zhodnocení jednotlivých metod, jejich komparace a určení vhodnosti vzhledem k účelu.

V teoretické části byly cíle naplněny. Je zde přehledně rozpracována problematika oceňování, postup ke stanovení hodnoty a potřebné analýzy, kterými jsou finanční analýza a strategická analýza. Odkazuje se zde na množství odborné literatury.

Praktická část byla rozdělena do několika dílčích kapitol, které korespondují s doporučením z teoretické části. Byla zde představena oceňovaná společnost, provedena strategická analýza, finanční analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty, predikce finančního plánu, stanoveny náklady na kapitál, a nakonec došlo k vlastnímu ocenění subjektu.

Ke stanovení vlastní hodnoty podniku bylo využito dvou metod. První byla metoda účetní hodnoty, která měla mít spíše informativní charakter a měla sloužit jako výchozí bod. Dále byla hodnota podniku stanovena pomocí metody DCF entity, tedy výnosové metody s předpokladem pokračování podnikatelské činnosti v budoucnosti. Ta měla být vyvrcholením celé této práce a měla přinést informace o skutečné hodnotě, kterou akcionáři vlastní.

Lze konstatovat, že i cíle praktické části byly zcela naplněny. Ohodnocení pomocí metody účetní hodnoty vydalo informaci o ocenění na úrovni 50 749 000 Kč. Vzhledem k základnímu kapitálu společnosti ve výši 9 000 000 milionů lze konstatovat, že zhodnocování kapitálu se podniku daří.

Vlivem peněžních toků byla však hodnota společnosti stanovena, pomocí metody DCF entity, na hodnotu 116 110 000 Kč, tedy více než dvojnásobná. Tato hodnota je tedy výsledkem této diplomové práce.

## 7 Seznam použitých zdrojů

1. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku : proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2
2. MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé : hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4
3. VOCHOZKA, M. -- MULAČ, P. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4372-1
4. WAGNER, J. *Měření výkonnosti : jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2924-4
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529
6. KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Completely rev. and updated 4th ed., University ed. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2005. ISBN 978-0-471-70221-4
7. KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2865-0
8. [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_strid=AEBA&p\\_sestuid=22049&p\\_tab=1&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=22049&p_tab=1&p_lang=CS)
9. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
10. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
11. <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/analyza-vyvoje-ekonomiky-a-zari-2018--240577/>
12. <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2017--237570/>
13. <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/benchmarkingovy-diagnosticky-system-financnich-indikatoru-infa--30195/>
14. Kvartální analýza českého stavebnictví Q4/2018, CEEC research
15. <http://www.ceec.eu/research/>
16. [https://www.czso.cz/csu/czso/sta\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/sta_cr)

## 8 Seznam grafů

Graf 1 - Vzdělanost obyvatelstva (vlastní zpracování).....	52
Graf 2 - analýza aktiv (vlastní zpracování).....	59
Graf 3 - Rozdělení aktiv (vlastní zpracování).....	59
Graf 4 - Rozdělení kapitálu (vlastní zpracování).....	60
Graf 5 - Cizí kapitál a úrokové krytí (vlastní zpracování).....	61
Graf 6 - Výkony podniku (vlastní zpracování).....	62
Graf 7 - Výkonová spotřeba (vlastní zpracování).....	62
Graf 8 - Vývoj hospodářského výsledku v letech (vlastní zpracování).....	63
Graf 9 - Čistý zisk na akcii (vlastní zpracování).....	63
Graf 10 - Rentability (vlastní zpracování).....	64
Graf 11 - Aktivita (vlastní zpracování).....	65
Graf 12 - Likvidity (vlastní zpracování).....	66



## 9 Seznam tabulek

Tabulka 1 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (Mařík, 2003)	27
Tabulka 2 - Výpočet provozního peněžního toku.....	28
Tabulka 3 - Výpočet volného peněžního toku do firmy (Mařík, 2011).....	29
Tabulka 4 - Výpočet hodnoty FCFE.....	31
Tabulka 5 - Rating vybraných zemí k datu 29.8.2018.....	35
Tabulka 6 - Rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu .....	36
Tabulka 7 - Třídy systematického obchodního rizika.....	41
Tabulka 8 - Závislost finančního rizika na zadlužení společnosti.....	42
Tabulka 9 - Alternativní popis veličin (vlastní zpracování).....	43
Tabulka 10 - ÚPRAVA VÝSLEDKŮ HOSPODAŘENÍ (MAŘÍK, 2003).....	45
Tabulka 11 - (Přehled odhadovaného vývoje růstu odvětví, vlastní zpracování)....	58
Tabulka 12 - Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (vlastní zpracování)...	66
Tabulka 13 - Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření (vl. zpracování)	67
Tabulka 14 - Výpočet relevantního podílu na trhu relevantního trhu (vl. Zpracování)	67
Tabulka 15 - Relativní tržní podíl sledovaného podniku (vl. zpracování).....	68
Tabulka 16 - Predikce tržeb podniku (vl. zpracování).....	68
Tabulka 17 - Predikce investic do prac. kapitálu v meziroční změně (vl. zpracování)	68
Tabulka 18 - Predikce investic do DHM (vl. Zpracování).....	69
Tabulka 19 - Predikce odpisů (vl. zpracování).....	70
Tabulka 20 – Predikovaný VZZ (vlastní zpracování).....	70
Tabulka 21 - Predikovaná rozvaha (vlastní zpracování).....	71
Tabulka 22 - Ohodnocení podniku metodou účetní hodnoty (vl. zpracování).....	74
Tabulka 23 - Výpočet hodnoty podniku dle DCF entity (vl. zpracování).....	75

## 10 Seznam příloh

Přílohy budou odevzdány mimo papírovou formu z kapacitních důvodů.

Příloha 1.....	Finanční analýza podniku
Příloha 2.....	Tabulky pro odvětvové srovnání
Příloha 3.....	Rozvaha 2018
Příloha 4 .....	VZZ 2018
Příloha 5.....	Podíl tržeb stavebnictví dle krajů