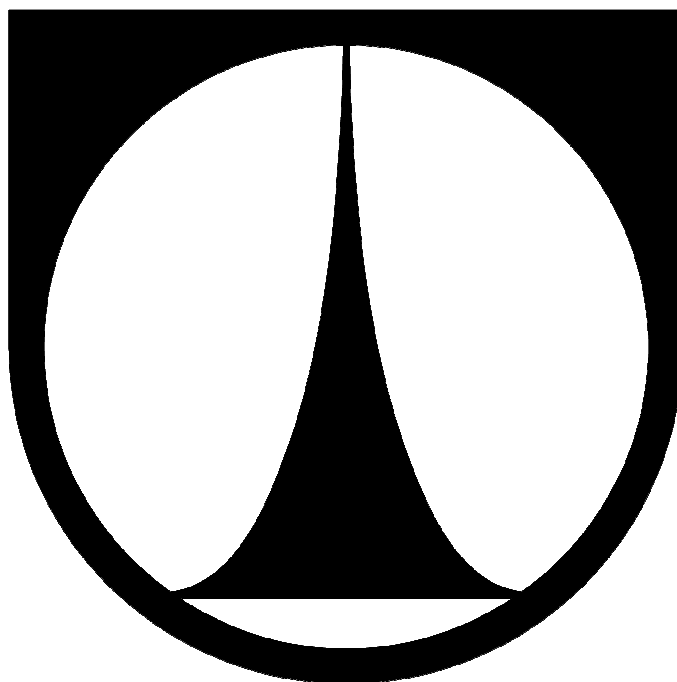


TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta



DIPLOMOVÁ PRÁCE

2012

Bc. Pavel Flegl

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Ekonomická fakulta

Studijní program: N 6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Podniková ekonomika

Odhad tržní hodnoty podniku The Market Value of the Company

DP-EF-KFÚ-2012-53

Bc. Pavel Flegl

Vedoucí práce: Ing. Josef Horák, Ph.D, KFÚ

Konzultant: Ing. Milan Křovina, finanční kontrolor

Počet stran: 83

Počet příloh: 6

Datum odevzdání: 10. 05. 2013

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

V Liberci, 2. 5. 2013

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá odhadem tržní hodnoty podniku. Hlavním cílem předložené práce je odhad tržní hodnoty firmy Ametek elektromotory s.r.o. První část je teoretická a zabývá se významem oceňování, finanční analýzou, která je nezbytnou součástí tržního odhadu podniku, a metodami oceňování. Druhá část je praktická, která zahrnuje důležité informace o firmě, výsledky finanční analýzy a odhad tržní hodnoty podniku na základě zvolené metody ocenění. Práce porovnává data a hodnotí získané výsledky. Sledovaná období vývoje jsou léta 2009 až 2011. Podnik jako funkční celek je velice složitým subjektem a proto i jeho oceňování je procesem náročným a specifickým. V závěru je odhadcem uveden možný budoucí vývoj podniku na základě zjištěných hodnot z minulých let.

Klíčová slova

Tržní hodnota, oceňovací metody, znalec, odhadce, kapitalizace zisku, ekonomická přidaná hodnota, finanční analýza, bonitní a bankrotní model.

Annotation

This Diploma Thesis deals with an evaluation of market value of company. The main aim of the work is the estimation of market value of Ametek elektromotory s.r.o. The first chapter of the work is theory-based. It describes the meaning of evaluation, financial measurements, which is the needy part of the work, and estimate methods. The second part is practical. It includes the important information about the company, gained results of financial measurements and the market value of the company on the base of selected evaluation method. The work compares current data and evaluates gained results. The followed periods are years starting from 2009 by 2011. Company evaluation is always done for a certain purpose and each estimation has its specific use. In the summary there is introduced estimator's possible future trend of evaluation on the base of gained measurements from last years.

Key words

Market value, methods of estimation, expert, valuer, capitalization of profit, Economic value addend, financial analysis, reputable and bankruptcy model.

OBSAH

Seznam tabulek	10
Seznam použitých zkratk, značek a symbolů	11
Úvod	12
1 Oceňování podniku	14
1.1 Definice podniku.....	14
1.2 Základní přístupy oceňování podniku.....	15
1.3 Kdo se zabývá oceňováním?.....	16
1.4 Postup při oceňování podniku.....	18
1.5 Metody používané pro oceňování podniku.....	23
1.5.1 Metody založené na stavových veličinách	24
1.5.2 Metody výnosové	26
1.5.3 Metody kombinované.....	37
1.5.4 Metody relativního oceňování.....	37
2 Finanční analýza.....	38
2.1 Metody finanční analýzy	39
2.2 Bonitní a bankrotní modely finanční analýzy.....	44
3 Ocenění vybraného podniku	46
3.1 Charakteristika podniku	46
3.2 Strategická analýza	47
3.2.1 Analýza vnějšího prostředí.....	48
3.2.2 Analýza vnitřního prostředí.....	48
3.3 Finanční analýza – vyhodnocení.....	50
3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	50
3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů	54
3.3.3 Bonitní a bankrotní modely.....	55
3.4 Metody ocenění.....	57
3.4.1 Metoda účetní hodnoty.....	58
3.4.2 Metoda kapitalizace zisku	58
3.4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	62
Závěr	68
Seznam použitých zdrojů	71

Příloha A	74
Příloha B	76
Příloha C	77
Příloha D	81
Příloha E	82
Příloha F	83

Seznam tabulek

<i>Tab. 1: Strategická analýza dle vstupních informací.....</i>	<i>20</i>
<i>Tab. 2: Vztahy mezi výkazem cash flow, rozvahou a výkazem zisků a ztrát.....</i>	<i>38</i>
<i>Tab. 3: Hodnotící tabulka pro Kralickův test.....</i>	<i>44</i>
<i>Tab. 4: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza aktiv 2009 – 2011.....</i>	<i>51</i>
<i>Tab. 5: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza pasiv 2009 – 2011.....</i>	<i>52</i>
<i>Tab. 6: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů 2009 – 2011.....</i>	<i>53</i>
<i>Tab. 7: Analýza absolutních ukazatelů – ukazatelé rentability 2009 – 2011.....</i>	<i>55</i>
<i>Tab. 8: Bonitní model – Kralickův rychlý test 2009 – 2011.....</i>	<i>56</i>
<i>Tab. 9: Bankrotní model – Altmanův index důvěryhodnosti 2009 – 2011.....</i>	<i>56</i>
<i>Tab. 10: Výnosové ocenění – Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....</i>	<i>59</i>
<i>Tab. 11: Vývoj inflace v ČR.....</i>	<i>59</i>
<i>Tab. 12: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob.....</i>	<i>60</i>
<i>Tab. 13: Stavebnicová metoda – Kalkulovaná úroková míra.....</i>	<i>60</i>
<i>Tab. 14: Výnosnost desetiletých státních dluhopisů.....</i>	<i>61</i>
<i>Tab. 15: Výsledné ocenění podniku KČV.....</i>	<i>62</i>
<i>Tab. 16: Propočet čistého operačního zisku po dani – NOPAT.....</i>	<i>63</i>
<i>Tab. 17: Propočet čistých operačních aktiv – NOA.....</i>	<i>63</i>
<i>Tab. 18: Propočet provozní ziskové marže.....</i>	<i>64</i>
<i>Tab. 19: Propočet pracovního kapitálu.....</i>	<i>64</i>
<i>Tab. 20: Váhy jednotlivých složek kapitálu.....</i>	<i>65</i>
<i>Tab. 21: Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu – WACC.....</i>	<i>65</i>
<i>Tab. 22: Propočet diskontované EVA – první fáze.....</i>	<i>66</i>
<i>Tab. 23: Propočet EVA₂₀₁₂ – druhá fáze.....</i>	<i>66</i>
<i>Tab. 24: Výnosové ocenění – Ekonomická přidaná hodnota.....</i>	<i>67</i>

Seznam použitých zkratek, značek a symbolů

CF	cash flow – tok peněz
DCF	discounted cash flow – diskontovaný hotovostní tok
DDM	divident discount model – dividendový diskontní model
EVA	economic value added – ekonomická přidaná hodnota
EBIT	provozní zisk
FCFE	free cash flow to equity – volný peněžní tok pro akcionáře
FCFF	free cash flow to firm – volný peněžní tok do firmy
KČV	kapitalizované čisté výnosy
MVA	market value added – tržní přidaná hodnota
NOA	net operating assets – čistá operační aktiva
NOPBT	net operating profit before tax – čistý operační zisk před daní
NOPAT	net operating profit after taxes – čistý operační zisk po dani
ROA	return on assets – rentabilita celkových vložených aktiv
ROE	return on equity – rentabilita vlastního kapitálu
ROI	return on investment – rentabilita vloženého kapitálu
ROS	return on sales – rentabilita tržeb
WACC	weighted average capital costs – průměrné vážené náklady kapitálu

Úvod

V současném tržním hospodářství, které se vyznačuje vysokou konkurencí, je základním finančním cílem dlouhodobá maximalizace tržní hodnoty podniku. Oceňování podniku je individuální a velmi složitý proces, jehož cílem je stanovení tržní hodnoty podniku pomocí zvolených metod oceňování. Tržní hodnotu podniku však nelze určit exaktně a objektivně, protože její stanovení je závislé na zvolené metodě, na účelu ocenění, na znalostech a zkušenostech odhadce, na kvalitě a množství dostupných informací apod. Výsledek ocenění stanovený pomocí zvolené metody dává ekonomický obraz o podniku a může být použitý pro další hodnocení.

Potřeba ocenění podniku může vycházet z různých podnětů, které mohou sloužit k různým účelům. Ocenění potřebujeme při koupi a prodeji podniku, při fúzích a transformacích, při vstupu nových investorů do společnosti, při změně právní formy společnosti, při poskytování úvěru atd. V důsledku velkého množství podnětů pro ocenění podniku vzniká i velké množství odlišných cílů, kterým má ocenění sloužit. Každý případ oceňování vyžaduje své specifické řešení, které spočívá ve volbě nejvhodnějšího přístupu a metod ocenění. O volbě metodiky oceňování rozhoduje odhadce na základě provedených analýz.

Účelem této diplomové práce je stanovit tržní hodnotu společnosti Ametek elektromotory s.r.o. (dále jen Ametek). Ocenění podniku je provedeno na základě výsledků vybraných ukazatelů finanční analýzy a výnosových metod. Teoretická část práce vychází především ze studia uvedené literatury a z vlastních poznatků získaných osmiletou praxí v tomto podniku. Základem je význam a postup tržního ocenění, význam finanční analýzy a přehled metod, které se používají pro tržní odhad. Praktická část se řídí celým obsahem první části. Od analýzy výsledků absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů, bonitního a bankrotního modelu, až po odhad hodnoty podniku na základě tří oceňovacích metod.

První zvolenou metodou je metoda účetní hodnoty, která je založena na základě stavových veličin. Tato metoda vychází z historických cen a má spíše informativní charakter. Další dvě jsou výnosové metody ocenění, a to metoda kapitalizace zisku a ekonomické přidané hodnoty. Výsledná tržní hodnota je stanovena na těchto dvou výnosových metodách.

Metoda kapitalizace zisku klade důraz na objektivitu a opatrnost při oceňování. Důraz je kladen na minulá data. Tedy základ ocenění bere v úvahu reálný stav společnosti a nikoliv její možný vývoj. Metoda ekonomické přidané hodnoty bere v potaz data minulá a možný vývoj společnosti.

1 Oceňování podniku

Problematika oceňování podniku je v dnešní době aktuální. Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty a zabývání se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazení určité hodnoty podniku. Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Tedy neexistuje jediné, obecně platné a správné universální ocenění. Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech, především na účelu ocenění, na zkušenostech odhadce, na množství a kvalitě dostupných informací, času na zpracování, apod.

1.1 Definice podniku

Jak je uvedeno v § 5 Obchodního zákoníku [1 s. 8], „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“

Vyjádření výše obchodního kapitálu lze nalézt v účetnictví v účetním výkazu rozvaha, kde obchodní majetek se rovná položce aktiva celkem. Z tohoto výkazu lze také vypočítat hodnotu čistého obchodního kapitálu, které je rozdílem mezi obchodním majetkem (aktiva) a závazky podniku.

Na podnik je třeba nahlížet i jako na funkční celek. Jeho funkce je definována v § 2 Obchodního zákoníku [1 s. 7], „*Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.*“

Jak uvádí Kislingerová [2 s. 9], „*Při oceňování majetku podniku se lze proto setkat s následujícími pojmy, které dokládají rozmanitost přístupů k majetkovým částem:*

- *pořizovací cena – cena, za kterou byl majetek pořízen, tj. cena historická,*
- *tržní cena – cena, za niž již proběhla směna,*

- *světová cena – cena, která vyjadřuje hodnotu určitého zboží v peněžním ekvivalentu,*
- *zjištěná cena – jedná se o cenu stanovenou podle určitého předpisu,*
- *reprodukční pořizovací – vyjádření úrovně nákladů spojených s pořízením srovnatelného aktiva v daný okamžik pořízení bez odpočtu opotřebení,*
- *obvyklá cena – cena, za kterou lze stejnou nebo podobnou majetkovou část v daný okamžik a v daném místě pořídit,*
- *výchozí cena – cena nové věci bez odpočtu opotřebení,*
- *administrativní cena – cena zjištěná podle cenového předpisu (vyhl. MF ČR č. 178/1994 Sb.).“*

1.2 Základní přístupy oceňování podniku

Dále se budeme věnovat čtyřem základním přístupům k oceňování majetku:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota (investiční hodnota),
- objektivizovaná hodnota,
- komplexí přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota

Tržní hodnota je podrobně definována v mezinárodních oceňovacích standardech. Je to směněná částka, k určitému datu. Vystupuje zde ochotný, samostatný prodávající a kupující. Všichni mají dostatek informací, jsou rozumní a jednají bez nátlaku. Pro stanovení ceny nemusí být znám konkrétní kupující. Ocenění tržní hodnotou se používá při uvádění podniku na burzu a v případě, kdy stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

Subjektivní hodnota

Subjektivní neboli investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovení investičního cíle. Subjektivní přístup se používá při koupi a prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná.

Subjektivní hodnota je různá dle konkrétního prodávajícího a kupujícího. Všichni můžou očekávat úplně jiné užítky nebo budoucí peněžní toky. Může být vyšší, ale i nižší než hodnota tržní, záleží na konkrétním cíli investora, jako je např. proniknutí na nový trh. Tento přístup se také používá při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy stávající vlastník má určitý investiční záměr a chce zjistit, zda by měl podnik větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti, nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku.

Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota by se dala označit jako protiklad hodnoty subjektivní. Předpokládá se, že podnik bude pokračovat ve své činnosti bez zásadních změn v jeho konceptu. Jeho ocenění bude provedeno na základně všeobecně uznávaných datech, zásadách a požadavcích. Jak uvádí Mařík [3 s. 28], „*Objektivizovaná hodnota podniku představuje hodnotu budoucích výnosů z hlediska vlastníka, kterou lze snadno nezávisle přezkoumat.*“ Více podrobností je zpracováno v oddíle 1.5.2 Výnosové metody Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Kolínská škola

Jak uvádí Mařík [3 s. 30], „*Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných **funkcích**, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.*“ Mohou to být funkce poradenské, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňové. Výsledné hodnoty ocenění se mohou od sebe lišit, jak z pohledu kupujícího, tak i prodávajícího. Kolínská škola má rozhodující význam tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran v konkrétním případě, především při podnikových transformacích a při prodeji.

1.3 Kdo se zabývá oceňováním?

Oceňováním se zabývají znalci a odhadci. Ve většině zemí představuje tato profese volnou živnost. Pro výkon není třeba žádných zvláštních požadavků. Obecným požadavkem, tak jako pro každou profesi, je bezúhonnost. Ve Velké Británii, ve Švédsku a v Německu

se odhadci řídí hlavními zásadami a principy oceňování, které vydává jejich profesní sdružení odhadců majetku. [2 s. 17, 18].

V České republice je mezi postavením znalce a odhadce značný rozdíl. Profese znalce je podrobně upravena v zákonech. Zpravidla jsou využíváni jako procesní účastníci u soudu. Každý znalec je povinen vést o vykonané práci deník. Odměňování znalců se řídí stanovenými sazbami s ohledem na stupeň odbornosti potřebné k provedení úkonu, jakož i s ohledem na množství účelně vynaložené práce. [2 s. 18, 19].

Odhadci jsou podnikatelé, jejichž činnost podléhá režimu obchodního zákoníku a živnostenskému zákonu. Odhadci pracující pro občany a právnické osoby, se kterými zpravidla uzavírají smlouvu o dílo. Odhadce nese plnou odpovědnost za eventuální vady posudku. Cena za provedenou práci je smluvní.

V Česku existuje profesní sdružení odborníků zabývajících se problematikou oceňování majetku a to Česká komora odhadců majetku. Ve většině vyspělých zemí se jedná o velice prestižní a výnosnou profesi. Jak uvádí Kislingerová [2 s. 19], „*Odpovědnost oceňovatele spočívá ve:*

- *volbě metody,*
- *přiměřenosti postupu“.*

V současné době, na rozdíl od Slovenské republiky, zde neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl obecně závazný při oceňování podniku. Existují však vybrané předpisy, které se uplatňují dílčími způsoby. Pro vymezený okruh případů se uplatňují následující české předpisy, a to Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR nebo metodický pokyn České Národní banky. Dále existují Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards), Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) a národní standardy některých zemí s dlouholetou tradicí. Mezi ně patří Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) a Německý standard IDW S1. Všechny tyto standardy jsou pravidelně aktualizovány. [3 s. 18, 19].

Jak uvádí Mařík [3 s. 35], „*Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek.*“ Tento užitek vychází z potřeb objednavatele a z cíle, ke kterému má sloužit. Ocenění tedy slouží k různým účelům, dále by se mělo rozlišovat, zda dochází ke změně vlastnictví podniku.

1.4 Postup při oceňování podniku

Je třeba stanovit účel, pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se pak následně pracuje. Dále je třeba určit představu o termínu řešení. Rozsah zpracovaných dat pokrývá celé dění v podniku. Nezbytné je mít informace o prostředí, ve kterém podnik funguje. Při aplikaci výnosových metod je třeba zohlednit podnikatelský záměr, protože se budeme snažit odhadnout výnosy a vývoj do budoucnosti. Poté následuje zhodnocení metody a ověření správnosti výsledků s cílem práce. Formulace závěru. Odhad hodnoty musí být uveden k určitému okamžiku.

Postup při ocenění:

- sběr vstupních dat,
- analýza prostředí podniku a rizik (strategická analýza),
- analýza finančního zdraví podniku (finanční analýza),
- rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
- posouzení podnikatelského záměru podniku (finanční plán),
- volba metody ocenění dle cíle,
- ocenění podniku, souhrnné ocenění a stanovení závěrů.

Sběr vstupních dat

Pro odborný odhad je třeba mít k dispozici maximum dostupných informací a objektivních dat. Jedná se o základní data o podniku, ekonomická data, informace o konkurenci, informace o odbytu, marketingu, výrobě, dodavatelích a lidských zdrojích.

Strategická analýza

Strategická analýza je velmi důležitou fází procesu oceňování podniku a její hlavní funkcí

je vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku. Vnější potenciál představuje šance a rizika podniku v podnikatelském prostředí, vnitřní potenciál vyjadřuje silné a slabé stránky podniku, zabývá se otázkou, zda podnik má konkurenční výhodu. Účelem strategické analýzy je poskytnout konkrétní výsledky a odpovědi na tři základní otázky:

- *Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?*
- *Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědi na první otázku očekávat?*
- *Jaká rizika jsou s podnikem spojena [3 s. 57]?*

Chceme-li zjistit, jaké jsou dlouhodobé perspektivy podniku, musíme posoudit zdraví podniku a rizika spojená s podnikem. Je třeba brát ohled na fiskální politiku státu, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kursů, vývoj inflace, citlivost na změny hospodářského cyklu, konkurenci, atd.

Analýza trhu a konkurence umožňuje předpovídat vývoj trhu, pomáhá najít silné a slabé stránky podniku a definovat konkurenční výhodu. Jedním z rozhodujících prvků ocenění je dlouhodobá prognóza tržeb a čistých příjmů podniku. Ekonomická hodnota podniku závisí na očekávaných čistých příjmech, které nám tento podnik může poskytnout. Krátkodobé odhady do budoucnosti mohou být odvíjeny z minulosti. Dlouhodobý vývoj příjmů, o který v tomto případě jde, je však zatím ve většině případů vysokým stupněm nejistoty [4 s. 189].

Důležitým úkolem strategické analýzy je vymezení rizik spojených s podnikem a výše jejich intenzity. Stanovení kvalifikované míry rizika hraje podstatnou roli při oceňování podniku. Prostředí podniku se neustále mění. Rizika jsou úroková, tržní, inflační a specifická, jako jsou rizika provozní a finanční. Jak uvádí Kislingerová [2 s. 104], „*Riziko vyjadřuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem.*“

Pro strategickou analýzu můžeme stanovit následující postup:

- Určení relevantního trhu, jeho analýza a odhad vývoje (analýza vnějšího potenciálu).

- Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
- Dlouhodobá prognóza tržeb podniku. [3 s. 58]

Tab. 1: Strategická analýza dle vstupních informací

Vstupní informace		
Vnější		Vnitřní
Makroekonomické	Mikroekonomické	Základní údaje o podniku
Politické a legislativní	Relevantní trh	Ekonomická data
Ekonomické	Konkurence	Odbyt a marketing
Sociální a demografické	Dodavatelé	Výroba a dodavatelé
Technologické	Zákazníci	Organizační struktura a pracovníci

Zdroj: Vlastní zpracování.

Vymezení relevantního trhu je výchozím krokem strategické analýzy. Volba relevantního trhu by měla umožnit získat základní data o trhu, posoudit jeho atraktivitu a následně předpovědět další vývoj tohoto trhu. Základní data o trhu zahrnují informace o velikosti trhu, o jeho vývoji za určité období, o segmentu výrobků daného trhu. Analýza atraktivity se zabývá hodnocením růstu trhu, zkoumá intenzitu přímých konkurentů, bariéry vstupu do odvětví, možnosti substituce výrobků a strukturu a charakter zákazníků. Výsledky této analýzy jsou základem pro následnou predikci vývoje daného trhu.

Při analýze konkurenční síly oceňovaného podniku musí oceňovatel stanovit tržní podíl podniku, identifikovat hlavní konkurenty a posoudit vnitřní vývojové možnosti podniku. Výsledky této analýzy by měli poskytnout informace o tom, zda je podnik schopen účinně čelit konkurenci a možným hrozbám, jaké jsou konkurenční výhody podniku a do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu. [3 s. 77] Základní soubor hlavních faktorů, které musí oceňovatel posoudit v rámci této analýzy, je následující:

- management a výkonný personál podniku,
- inovace, výzkum a vývoj,

- dlouhodobý majetek a investice,
- kvalita a technická úroveň výrobků,
- cena výrobků v porovnání s cenami konkurentů,
- reklama a komunikace se zákazníky,
- odbytové cesty.

Závěrečným krokem strategické analýzy je odhad budoucího vývoje tržeb. Prognózu tržeb získáme z výsledků předchozích kroků a z výsledků analýzy dosavadního růstu tržeb.

Finanční analýza

Při oceňování podniku je nezbytné prověřit finanční zdraví podniku k datu ocenění, posoudit jeho historický vývoj a odhadnout jeho vývoj pro nejbližší budoucnost. Nástrojem pro získání těchto informací je finanční analýza. V rámci oceňování podniku je finanční analýza základem pro finanční plán, který je podkladem pro vyvození výnosové hodnoty. Finanční analýza je podrobněji vysvětlena v 2. oddíle na straně 38.

Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

Základním předpokladem pro správnou aplikaci metody diskontovaných peněžních příjmů a ostatních výnosových metod je rozdělení aktiv cílové společnosti na část provozně nutnou a část provozně nenutnou, jejíž případný odprodej nebude mít vliv na výši budoucích peněžních příjmů a rizika spojeného s jejich dosažením. Může být ku prospěchu věci mít samostatně vyčíslen takový majetek, který by bylo možné odprodat, aniž se to dotklo hlavní činnosti podniku. Toto rozdělení nemá smysl při likvidační hodnotě oceňování. Pokud je možné neprovozní aktiva oddělit, mělo by následovat i vyřazení výnosů a nákladů s nimi souvisejících. Tyto aktiva by se měla oceňovat samostatně. Provozně nepotřebný majetek je zpravidla oceňován jednou z majetkových metod ocenění a jejich suma je na závěr přičtena k výnosové hodnotě cílové společnosti.

Mezi neprovozní aktiva bývají nejčastěji zařazovány následující položky:

- Krátkodobý finanční majetek – přebytek finančního majetku nad provozně potřebnou úroveň. Maximální provozně potřebnou úroveň můžeme odhadnout např. pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele likvidity.

- Dlouhodobý finanční majetek – finanční investice, které nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku.
- Nemovitosti – budovy, pozemky a jiný nemovitý majetek, který není využíván k provozu hlavní činnosti podniku.
- Pohledávky – část pohledávek, které nesouvisí s provozní činností a také nedobytné vykazované pohledávky.
- Majetek, který svou povahou patří mezi potřebný, ale společnost disponuje nadbytečným množstvím tohoto majetku – příliš velké zásoby, nadbytečné budovy, stroje atd.

Podnikatelský záměr

Podnikatelský záměr je významným podkladem pro aplikaci výnosových metod. Může se i stát, že podnik žádný nemá. Poté ho odhadce musí seriózně vypracovat sám. Je třeba znát finanční plán a možný reálný budoucí vývoj. Sestavení finančního plánu je klíčovým krokem při oceňování podniku. Tento plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

Finanční plán je součástí podnikového plánu a navazuje na podnikové cíle a finanční politiku. Podnikový plán je tvořen sestavou vzájemně vyvážených plánů, která zahrnuje plán prodeje pro budoucí odhad výnosů, plán produkce pro budoucí odhad nákladů, plány kapacit, plány pracovních sil, plán výše zásob, pohledávek a závazků, plán dlouhodobých investic. Sestavování finančního plánu musí navazovat na strategickou a finanční analýzu. Při sestavování je třeba brát zřetel na finanční politiku s důrazem na zvolené způsoby financování a jiné podstatné aspekty.

1.5 Metody používané pro oceňování podniku

Při oceňování podniku se používá více metod. Výsledné peněžní hodnoty se nedoporučuje průměrovat, ale zvolit jednu z možností a řádně ji okomentovat. Východiskem pro nejpřesnější stanovení ocenění podniku je použití více metod, více pohledů a vybrání té správné metody dle účelu daného ocenění [5 s. 13]. Mezi základní metody patří:

Metody založené na stavových veličinách – zjištění tzv. věcné hodnoty (majetkové ocenění):

- metoda účetní hodnoty,
- metody hodnoty substance (věcná hodnota),
 - hodnota substance brutto,
 - hodnota substance netto,
- metoda likvidační hodnoty,
- majetkové ocenění na principu tržních hodnot.

Metody výnosové:

- metoda kapitalizace zisku (metoda kapitalizovaných čistých výnosů),
- metody DCF (discounted cash flow – diskontovaných hotovostních toků),
 - FCFF (free cash flow to firm – volné peněžní toky do firmy),
 - FCFE (free cash flow to equity – volné cash flow pro akcionáře),
 - DDM (divident discount model – dividendový diskontní model),
- metoda EVA (economic value added – ekonomické přidané hodnoty).

Metody kombinované (nebo též korigované výnosové metody):

- metoda vážené střední hodnoty,
- metoda průměrné hodnoty,
- metoda uhrazení zvláštního zisku.

Metody relativního oceňování (komparativní metody).

Hodnota brutto vyjadřuje hodnotu podniku jako celku, tedy obchodní majetek. Zahrnuje hodnotu pro jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Hodnotou netto se rozumí ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňuje se vlastní kapitál.

1.5.1 Metody založené na stavových veličinách

Majetkové ocenění patří mezi nejvyužívanější a nejvhodnější pro oceňování podniku v konkurzu. Každá majetková složka je určitým způsobem oceněna. V závislosti na použití cen můžeme získat 3 různé majetkové hodnoty:

- účetní hodnotu vlastního kapitálu na principu historických cen,
- likvidační hodnotu na základě prodejních cen,
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen či úsporách nákladů.

Metoda účetní hodnoty

Tato metoda vychází z údajů roční závěrky. Tento princip vychází z původního rozsahu investovaného kapitálu, tedy z principu historických cen. Účetní hodnota (vlastní kapitál) je rozdílem mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu. Účetní hodnoty je možné upravovat pomocí opravných položek, tak aby odpovídaly nákupním či prodejním cenám. Výhodou je jednoduché zjištění a průkaznost hodnot, ze kterých se vychází [4 s. 194]. Tento přístup však často vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality, proto účetní ocenění má v rámci oceňování podniku pouze doplňkovou úlohu.

Hodnota podniku celkem = aktiva (pasiva)

Hodnota vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje

Výpočet účetní hodnoty je uveden v oddíle 3.4.1 na straně 58.

Metoda likvidační hodnoty

Jedná se o konečnou hodnotu v případě likvidace podniku k určitému datu, po splacení všech závazků. Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových

složek podniku. Tvoří dolní hranici hodnoty podniku [4 s. 195]. Tato metoda se používá při ocenění podniků s omezenou životností, při ocenění ztrátových podniků a při rozhodování mezi likvidací a sanací podniku. Hodnota podniku je velmi ovlivněna rychlostí a intenzitou jeho likvidace. Na hodnotu má významný vliv i skutečnost, zda je podnik likvidován dobrovolně či pod tlakem věřitelů.

Metoda substanční, věcné hodnoty

Vychází z údajů roční závěrky. Jedná se o velice pracnou metodu. Význam věcné hodnoty spočívá ve schopnosti majetku podniku generovat pro vlastníka výnos. Substanční hodnota, je reálné ocenění majetku, které vychází z aktuálních cen, za které se dá znovu pořídit, nikoliv prodat. Složky majetku se oceňují podle objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti. Ve většině případů se snažíme zjistit reprodukční hodnoty jednotlivých aktiv snížených o patřičné opotřebení [4 s. 196].

Rozlišuje se substanční hodnotu brutto a netto. Brutto substanční hodnota se používá při ocenění aktiv. Netto substanční hodnotu tvoří rozdíl mezi hrubou substanční hodnotou a reálným oceněním všech závazků. Všeobecně to znamená, kolik by investor vynaložil prostředků, kdyby měl podnik zřídit znovu. Metoda se využívá při prodeji podniku, nasazení nového managementu a podnikatelského záměru – např. podnik v konkurzu.

Principy oceňování

V České Republice jsou stanoveny závaznou normou pro oceňování, zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Na tento zákon navazuje vyhláška Ministerstva financí, která je každoročně aktualizována. V zákoně jsou dány obecné předpoklady a orientační postupy při oceňování. Vyhláška rozvádí zákon o podrobnější rozpracování postupů při oceňování jednotlivých druhů majetků [4 s. 202].

Metody oceňování podle využití

- oceňování v souladu se zákonem. Č. 151/97 Sb.,
 - u nemovitého majetku podle vyhlášky MF,
 - u movitého majetku cenou obvyklou,

- u ocenění podniků oceněním aktiv,
- tržní oceňování podle mezinárodních standardů,
 - výnosovou metodou,
 - tržně srovnávací metodou,
 - nákladovou metodou.

1.5.2 Metody výnosové

Výnosové metody pro ocenění majetku vycházejí z předpokladu, že hodnota majetku je určena očekávaným užitekem pro jeho majitele. Výnosové metody jsou založeny na časové hodnotě peněz a relativního rizika spojeného s využíváním oceňovaného majetku [4 s. 231].

Tato práce je zaměřená na metody kapitalizace zisku a ekonomické přidané hodnoty, které jsou zpracované v oddílech 3.4.2 strana 58 a 3.4.3 strana 62. Vzhledem k rozsahu této práce diskontní metody DCF nejsou jejím obsahem.

Metoda kapitalizace zisku

Nazývaná též jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). Jedná se o základní model pro stanovení hodnoty podniku. Jak uvádí Kislíngerová [2 s. 153], „*Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty trvale udržitelné úrovně zisku podniku.*“ Tato metoda klade důraz na objektivitu a opatrnost. Jedná se tedy o objektivizovanou metodu. Důraz je kladen na minulá data, tedy na prokazatelná fakta. Jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění. V úvahu se tedy bere reálný stav společnosti a její změny jen v tom rozsahu, ve kterém se k datu ocenění staly skutečností. Jedná se o metodu netto neboli equity, tzn., že se oceňuje přímo hodnota vlastního kapitálu pro vlastníky.

Odhadce pracuje na základě minulých výnosů podniku (3 – 5 let). Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň následujícím způsobem [4 s. 191]:

- Snad nejvýznamnější položkou vyžadující změny jsou odpisy. Odpisy je nutno upravit tak, aby se minimálně odchylovaly od reálného opotřebení. Nejblíže k tomu jsou lineární odpisy. Jakékoliv výkyvy je třeba vyloučit.
- Je třeba vyloučit náklady a výnosy, které vyplývají z provozu majetku, který není nezbytně nutný pro výkon základní činnosti podniku.
- Vyloučení jednorázových vlivů, jako je prodej dlouhodobého hmotného majetku, odstupné, atp.
- Mimořádné náklady a výnosy je třeba vyloučit, protože se pravděpodobně nebudou opakovat.
- Nepravidelné, ale opakující se výnosové a nákladové položky se doporučuje průměrovat.
- Je třeba vyloučit vliv tvorby a rozpouštění ostatních tichých rezerv.
- Je třeba vyloučit vliv metodických změn (například účetních).
- Náklady a výnosy by měly být zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují.
- Pro upravené hospodářské výsledky je třeba vypočítat i upravené daně. Je však třeba přihlížet k tomu, které úpravy hospodářských výsledků by byly daňově uznatelné.
- Řadu upravených hospodářských výsledků je třeba přepočítat na srovnatelné ceny platné k datu ocenění.

Východiskem pro ocenění je tedy upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Takto upravené hospodářské výsledky se označují jako čisté výnosy [4 s. 192].

Výpočet odnímatelného čistého výnosu

Tento výpočet (1) tvoří řada srovnatelných hospodářských výsledků. Odnímatelný čistý výnos lze chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku. Nepředpokládá se tvorba žádné rezervy ze zisku. (výjimkou je zákonná tvorba rezerv). Řada minulých upravených čistých výnosů je základem pro odhad odnímatelného čistého výnosu pro budoucí období [4 s. 192]. Jak uvádí Mařík [3 s. 272], „*předpokládá se, že průměrné výnosy za minulost jsou nejlepší dostupnou prognózou do budoucnosti.*“ Pokud je známa

změna daňových sazeb v příštích letech, musí být zohledněna v samotném výpočtu, pro co nejlepší odhad odnímatelného výnosu v budoucnosti.

Níže jsou popsány dvě metody odhadu odnímatelného čistého výnosu:

- metoda analytická,
- metoda paušální.

Analytická metoda se považuje za základní metodu a lze popsat následujícími kroky. Sestaví se řada upravených čistých výnosů, provede se její analýza, posoudí se setrvačnost dosud působících faktorů a zjišťuje se, zda nepůsobí nové. Poté se odhadne výše kalkulované úrokové míry a na základě rozboru faktorů se odhadne vývoj odnímatelného čistého výnosu do budoucnosti. Výsledkem je tedy odhad časové řady odnímatelných čistých výnosů [6 s. 71].

Podstatou **metody paušální** je vážený průměr minulých upravených čistých výnosů. Podnik by měl tedy dosahovat v budoucnosti minimálně trvalých čistých výnosů k rozdělení, na kterém je ocenění založeno. Důležitou zásadou je vyloučit z časové řady extrémní výchyly. Metoda je vhodná tam, kde se nepředpokládá žádný větší dlouhodobý růst, ale zároveň není ohrožena dlouhodobá existence podniku. Tato metoda je vyčíslena v oddíle 3.4.2 strana 58.

$$\text{TRVALE ODNÍMATELNÝ ČISTÝ VÝNOS} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (1)$$

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

q_t váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu

K počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Kalkulovaná úroková míra pro účely ocenění podniku (kapitalizační míra)

Snaží se vymezit relaci mezi očekávanými výnosy a investovaným kapitálem s ohledem na riziko. Oporou pro objektivizované vymezení této relace je kapitálový trh. Kalkulovaná úroková míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy, které budou použity pro výpočet ocenění [6 s. 104].

Kalkulovaná úroková míra (2) se vztahuje pouze ke kapitálu, který je investován vlastníky podniku. Při použití metody kapitalizace zisku je možno ji stanovit například podle **stavebnicového přístupu**.

$$\text{Kapitalizační míra } R = r_1 + r_2 + r_3 + r_4 \quad (2)$$

r_1 bezrizikový reálný výnos

r_2 míra inflace

r_3 specifické riziko (obvykle 2 – 5 %)

r_4 míra životnosti podniku (obvykle se odhaduje mezi 15 – 30 lety)

Výsledná kapitalizační míra je součet těchto 4 složek.

Výpočet hodnoty podniku (3) dle paušální metody, kterou jsme stanovili odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, pomocí vzorce pro věčnou rentu.

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (3)$$

H_n výnosová hodnota vlastního kapitálu podniku

$T\check{C}V$ trvale odnímatelný čistý výnos

i_k kalkulovaná úroková míra

Lze použít dvou (4) nebo třífázovou metodu za předpokladu trvalé existence podniku.

Vzorec pro dvoufázovou metodu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot (1 + i_k)^{-T} \quad (4)$$

$\check{C}V_t$ odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos

Má-li podnik omezenou životnost, počítáme hodnotu pomocí výrazu (5):

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{L_T}{(1 + i_k)^n} \quad (5)$$

L_T likvidační hodnota podniku na konci roku T

Důležité poznámky

- Budoucí čisté výnosy se obvykle počítají ve stálých cenách platných v období ocenění. Potom i kalkulovaná úroková míra musí být určena bez složky, která odráží očekávanou inflaci.
- Investice jsou zpravidla kalkulovány jen ve výši odpisů.
- V případě, že jsou investice vyšší než odpisy, pracujeme s předpokladem plného cizího financování. Jeho výše se do čistého výnosu promítá pouze formou úroků z cizího kapitálu.
- Metoda vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku.
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází z objektivitu a opatrnosti. Jak již bylo zmíněno, důraz je kladen na minulá prokazatelná data, jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomická přidaná hodnota (dále jen EVA) se prosazuje u podniků s vyspělou tržní ekonomikou. Autoři této metody jsou Američané Stewart a Stern. Tuto veličinu je možné využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. V oblasti finanční analýzy se jedná o ukazatel výnosnosti, který zpřesňuje výsledky základních ukazatelů ROE a ROS (podrobnější popis je uveden v oddíle 2.1 strana 42). EVA jako nástroj řízení podniku a motivování pracovníků nemá význam se blíže věnovat v této práci.

Pomocí této metody se měří ekonomický zisk pro vlastníky. Jak uvádí Mařík [3 s. 283], „*Ekonomického zisku* v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou **uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu**, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.“ Jinak řečeno, pokud placené úroky jako náklady na cizí kapitál jsou větší než kladný účetní zisk, pak se jedná o ztrátu. Tedy účetní zisk nepokrývá všechny rizika vlastníků. Jedná se o poměrně novou oceňovací metodu. Následující část bude věnována výpočtu ukazatele EVA, stanovení jednotlivých vstupních veličin a dále možnosti využití tohoto ukazatele při oceňování podniku.

Základní výpočet ukazatele

Základní ukazatel EVA (6) je brán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního a cizího kapitálu.

$$EVA = NOPAT - CAPITAL \cdot WACC \quad (6)$$

NOPAT net operating profit after taxes – čistý operační zisk po dani (zisk z hlavního provozu podniku)

Capital kapitál vázaný v aktivech, potřebný k hlavnímu provozu podniku nebo také NOA (net operating assets – čistá operační aktiva)

WACC weighted average capital costs – průměrné vážené náklady kapitálu

NOPAT je operační výsledek hospodaření (7) po odpočtu upravených daní a pro účely výpočtu této práce se bude rovnat provoznímu výsledku hospodaření před odpočtem nákladových úroků. Je třeba vyloučit náklady a výnosy, které vyplývají z provozu majetku, který není nezbytně nutný pro výkon základní činnosti podniku. Upravené daně se počítají za předpokladu, že by byl podnik financován pouze vlastním kapitálem, nejsou tedy snižovány nákladovými úroky [7 s. 73].

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - t) \quad (7)$$

t sazba daně z příjmu právnických osob

Capital, NOA – je hodnota vázaná v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku. Jeho vymezení závisí na konkrétní podnikatelské činnosti podniku.

Pro výpočet EVA za rok t je možné použít dva způsoby, které by měly poskytnout stejný výsledek:

- Pomocí vzorce nákladů na kapitál (8) – Capital Charge

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t \quad (8)$$

- Pomocí vzorce hodnotového rozpětí (9) – Value Spread

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1} \quad (9)$$

(NOPAT/NOA) jedná se o operační rentabilitu, tj. rentabilita čistých provozně potřebných aktiv. Ekonomická rentabilita, tj. rozdíl mezi hodnotovým rozpětím a operační rentabilitou. Jedná se o vyjádření EVA v procentech. Index t-1 znamená, že se používají data z konce předchozího roku. Pokud je EVA větší než nula, pak podnik tvoří hodnotu pro vlastníky a zároveň platí, že operační rentabilita je větší než WACC.

Pro co nejpřesnější stanovení EVA, není zcela korektní použití podmínek, že NOPAT se rovná provoznímu výsledku hospodaření a NOA se rovná rozvahové položce aktiva celkem. V tomto případě je nutné převést účetní data podniku na data ekonomická. Účetní data jsou primárně určeny pro potřeby věřitelů, a vychází ze zásad opatrnosti a průkaznosti. Existuje minimálně 164 položek, jak upravit účetní data, aby odpovídaly co nejlépe ekonomické realitě podniku [3 s. 285]. Následující tři oddíly jsou věnovány úpravě dat pro propočet NOA, NOPAT a WACC.

Propočet čistých operačních aktiv

Data jsou brána z rozvahy podniku. Pro stanovení správné hodnoty čistých operačních aktiv (dále jen NOA) se provádějí následující úpravy:

- oddělení neoperačních aktiv,
- snížení aktiv o neúročený cizí kapitál,
- vyloučení mimořádných položek,
- převedení účetních aktiv na ekonomická aktiva.

Jak uvádí Mařík [3 s. 287], „*Do NOA by měla být zahrnuta všechny aktiva, která podnik využívá, ale která nejsou zachycena v účetnictví.*“ Aktiva by tedy měly být vyjádřeny ve skutečné hodnotě. Případné změny v aktivech se dotýkají přímo úměrně i pasiv, nejčastěji změny formy vlastního kapitálu. Např. při zahrnutí předmětu pořízeného na leasing do aktiv, dojde ke zvýšení závazků. Všechny tyto úpravy mají dále vliv na výsledovku, ze které plynou data pro následný výpočet čistých operačních aktiv po zdanění (dále jen NOPAT). Nejčastější úpravy účetních dat jsou:

- Pokud goodwill neztrácí hodnotu, měl by být v NOA vykázán v plné hodnotě.
- Majetek pořízený na finanční a operativní leasing by měl být vykázán v NOA, protože splňuje ekonomickou definici aktiva. Úročené závazky by měly být

zvýšeny o závazek vůči leasingové společnosti.

- Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky, jako jsou náklady spojené se vstupem na nový trh, reklama, školení pracovníků, náklady spojené s restrukturalizací podniku. Do NOA by se mělo vykázat dle účinku na daný rok a případně odepisovat poměrné části v dalších letech.
- Přecenění hmotného a nehmotného majetku v reprodukčních cenách s odpovídajícím opotřebením, cenné papíry v tržních cenách.

Dále je třeba rozhodnout, zda se pro výpočet použije jako základ výsledek hospodaření za běžnou činnost anebo provozní výsledek hospodaření, který zahrnuje i finanční výsledek hospodaření. Pro účely této práce se bude vycházet z provozního výsledku hospodaření, zpracováno v oddíle 3.4.3 strana 62.

Posledním krokem je zjištění upravené daně, což je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Avšak ne všechny úpravy provedené při výpočtu NOPAT mají daňové účinky [3 s. 290].

Provozní zisková marže

Je významnou částí této výnosové metody. Vychází z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi s tržbami. Tato položka odpovídá NOPBT (net operating profit before tax – čistý operační zisk před daní). Z korigovaného provozního výsledku nejdříve vyloučíme odpisy [3 s. 127].

Pracovní kapitál

Tento ukazatel se používá při výnosové metodě EVA. Oproti standardnímu tvaru, kde se od oběžných aktiv odečítá krátkodobý cizí kapitál, se odečítá neúročený cizí kapitál. Neúročený cizí kapitál jsou krátkodobé závazky bez běžných bankovních úvěrů. Výpočet upraveného pracovního kapitálu je uveden níže (10). Opět se používají pouze nutné provozní položky [3 s. 132].

Pracovní kapitál = Krátkodobý finanční majetek
+ Zásoby

$$\begin{aligned}
& + \text{Pohledávky} \\
& - \text{Neúročené závazky} \\
& + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení)} \\
& - \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení)}
\end{aligned} \tag{10}$$

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Náklady kapitálu se rovnají příjmům, spíše tedy nákladům ušlé příležitosti, které vlastníci očekávají ze svých investic při určitém riziku. Základní vzorec (11) je uveden níže. Cizí kapitál zpravidla tvoří bankovní úvěry, obligace, leasing a jiné druhy úvěrů. Do cizího kapitálu se nezahrnují neúročená pasiva, jako závazky vůči dodavatelům.

$$WACC = n_{CK} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \tag{11}$$

n_{CK}	náklady na cizí kapitál
d	sazba daně z příjmu
CK	tržní hodnota úročeného cizího kapitálu
$n_{VK(Z)}$	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu
K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Pro výpočet se používá následující postup:

- určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu,
- určení nákladů na cizí kapitál,
- určení nákladů na vlastní kapitál,
- propočet průměrných vážených nákladů kapitálu.

Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, tedy bez kapitálu, z něhož neplatíme žádné přímé úroky. Lze využít dvou základních způsobů. Prvním je cílová struktura kapitálu, tedy odhad v tržních cenách, protože při používání účetního metod, může dojít k určitému zkreslení. Druhým je iterační postup, který může vycházet buď z cílové anebo přímo z účetní struktury, kde se pomocí interakcí zjistí výsledné váhy.

Náklady na cizí kapitál se určí váženým průměrem z úrokových sazeb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Dále lze použít alternativní postup a to výnos do doby splatnosti (tj. náklad cizího kapitálu), který lze určit jako součet bezrizikové výnosové míry s obdobnou dobou splatnosti a rizikové přírážky [3 s. 213]. Dále je možné použít aktuální úrokové míry bank, které poskytují úvěry.

Jednotlivé položky cizího kapitálu:

- rezervy,
- dlouhodobé závazky,
- krátkodobé závazky,
- bankovní úvěry a výpomoci,
- časové rozlišení [8 s. 124].

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Lze odvodit z možného alternativního výnosu s přihlédnutím rizika, tedy stejně jako u nákladů na cizí kapitál. Existuje hned několik metod. Pro účely této práce bude využita investiční hodnota, tedy stavebnicová metoda, stejná jako u výnosové metody kapitalizace zisku.

Jednotlivé položky vlastního kapitálu:

- základní kapitál,
- kapitálové fondy,
- rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku,
- výsledek hospodaření minulých let,
- výsledek hospodaření běžného účetního období [8 s. 122].

Výsledný WACC je určen dosazeným vypočtených veličin. Jak uvádí Mařík [3 s. 253], „Náklady na cizí kapitál jsou násobeny výrazem $(1 - d)$, protože jsou na rozdíl od nákladů vlastního kapitálu daňově uznatelné. Nás zde zajímá jen ta část kapitálových nákladů, která dopadá přímo na podnik. Pokud by však veličina n_{CK} již byla vyjádřena po daních a nikoli v nominální hodnotě, násobitel $(1 - d)$ by se již neuplatnil.“

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty jako nástroj ocenění

Pro účely této práce bude použita varianta výpočtu pomocí EVA entity, při které probíhá

výpočet ve dvou krocích. Nejprve se vychází z výnosů, jak pro vlastníky, tak i pro věřitele, kde se získá hodnota podniku jako celku, tj. hodnota brutto. Ve druhém kroku se odečte hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění, kde se získá výsledná hodnota netto pro vlastníky.

Tržní hodnotu operačních (tj. provozně potřebných) aktiv v prvním kroku tvoří suma čistých operačních aktiv (NOA) a tržní přidané hodnoty (market value addend – MVA). MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Jinak řečeno, MVA je rozdíl mezi tržní a účetní hodnotou podniku. Úspěšné firmy zvyšují svoji MVA, protože tím zvyšují hodnotu investovaného kapitálu. Tržní hodnota vlastního kapitálu se dále vypočítá tak, že k tržní hodnotě operačních aktiv se přičte tržní hodnota neoperačních aktiv a odečte se hodnota úročených závazků [9 s. 21].

Významnou hodnotu v tomto ocenění má MVA. Jak uvádí Mařík [3 s. 296], „MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“ EVA měří úspěch společnosti zpětně. MVA lze vypočítat dvěma způsoby:

- Ex post jako rozdíl mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv. Tržní hodnotou se rozumí aktuální cenou zjišťovanou na trhu na základě tržní ceny akcií na kapitálovém trhu.
- Ex ante jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).

Pro výpočet je vhodné použít dvoufázovou metodu (12), která počítá jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna.

$$H_n = NOA_0 \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T}}_{MVA} - D_0 + A_0 \quad (12)$$

$$H_n = NOA_0 \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

H_n	výnosová hodnota vlastního kapitálu podniku
EVA_t	EVA v roce t
NOA_0	čistá operační aktiva k datu ocenění
NOA_{t-1}	čistá operační aktiva ke konci předchozího roku (počátek roku t)
$NOPAT_t$	operační výsledek hospodaření po dani v roce t
T	počet let explicitně plánovaných EVA
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
D_0	hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	neoperační aktiva k datu ocenění

Pro větší přehlednost je stejná hodnota WACC, i když je každý rok jiné v závislosti na měnící se struktuře kapitálu. Ukazatele MVA i EVA řeší stejnou problematiku. Rozdílné jsou od sebe tím, že EVA vychází z interních informací firmy, na druhé straně MVA závisí na kursu akcie. Kladná rostoucí EVA se promítá do hodnot MVA, rostoucí tržní cenou akcií v čase. Rostoucí zisky snížené o náklady na kapitál vedou k růstu MVA. Naopak u firem, jejichž výnosy nepokrývají WACC, očekávají pokles cen akcií v čase, protože negativní EVA vede i k negativní MVA [9 s. 22].

1.5.3 Metody kombinované

Tyto metody se snaží o kombinované majetkové a výnosové ocenění podniku, např. metoda střední hodnoty, která se vypočte jako průměr mezi výnosovou (bývá KČV) a substanční metodou (v rámci celého podniku). Mělo by platit, že jednotlivé hodnoty by se neměly od sebe lišit více než od 10 %. Jejich průměr lze chápat jako vyrovnaní nepřesností vzniklých při výpočtu obou metod.

1.5.4 Metody relativního oceňování

Tyto metody vychází z odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Nejčastěji se provádí u podniků, jejichž podíly jsou veřejně obchodovatelné na finančních trzích. Výhodou je jednoduchost výpočtu a rychlost získání výsledné hodnoty. Obecně je obtížné nalézt srovnatelný podnik [9 s. 179].

2 Finanční analýza

Finanční analýza tvoří neodmyslitelnou součást práce znalce nebo odhadce při oceňování podniku zejména ve vazbě na podnikatelský záměr podniku.

Jejím úkolem je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku. Data čerpá z finanční uzávěrky podniku, tedy z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a přílohy. Rozvaha zobrazuje majetkovou a kapitálovou strukturu společnosti k určitému okamžiku. Jedná se o stavové veličiny. Výkaz zisků a ztrát vyjadřuje rozdíl mezi výnosy a náklady. Příloha obsahuje čtyři základní části. Obecné údaje o účetní jednotce, informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování, doplňující informace k rozvaze a výkazu zisků a ztrát, a výkaz o peněžních tocích (cash flow). Výkaz slouží ke zpracování přehledu příjmů a výdajů za sledované období, zpravidla jeden rok. Jeho cílem je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak byly podnikem použity.

Tab. 2: Vztahy mezi výkazem cash flow, rozvahou a výkazem zisků a ztrát

Výkaz cash flow		Rozvaha (ke konci období) Aktiva Pasiva		Výkaz zisků a ztrát	
Počáteční stav peněžních prostředků	Výdaje	Majetek	Vlastní kapitál	Náklady	Výnosy
Příjmy			Cizí kapitál		
	Konečný stav pen. prostředků	Peněžní prostředky	Zisk	Zisk	

Zdroj: KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, s. 48.

Finanční analýza při oceňování podniku, jak uvádí Kislingerová [2 s. 96], „slouží především pro:

- poskytnutí objektivního pohledu na potenciální růst podniku, základ odhadu reálných očekávání a projekcí,
- zhodnocení míry zranitelnosti podniku,
- posouzení míry adaptability a flexibility,
- identifikaci rizik plynoucích z jeho dosavadního fungování.“

Bez finanční analýzy se neobejde ocenění podniku. Měla by plnit dvě funkce:

- prověřit finanční zdraví podniku k datu ocenění, jaký byl jeho historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost,
- vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je vyvozována výnosová metoda.

Postup finanční analýzy v rámci ocenění:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- sestavení analýzy základních účetních výkazů,
- spočítání a vyhodnocení poměrových ukazatelů,
- zpracování souhrnného zhodnocení dosažených poznatků.

2.1 Metody finanční analýzy

Časové rozdělení:

- ex post – metoda je založená na retrospektivních datech,
- ex ante – metoda je orientována na budoucnost, tedy na předvídání vývoje na základě zjištěných hodnot do současnosti.

Tvoří ji dvě části:

- kvalitativní, tzv. fundamentální analýza,
- kvantitativní, tzv. technická analýza.

Fundamentální analýza

Využívá znalosti odborníků, jejich subjektivní odhady na citu pro situace a jejich trendy. Jedná se o identifikaci prostředí, ve kterém se podnik nachází. Pracuje s velkým množstvím kvalitativních dat a své závěry odvozuje bez použití algoritmizovaných postupů [10 s. 7].

Jde zejména o analýzu vlivu:

- vnitřního i vnějšího ekonomického prostředí podniku,

- právě probíhající fáze života podniku,
- charakteristiku podnikových cílů.

Technická analýza

Tato analýza používá matematických, statistických a dalších algoritmovaných metod ke kvantitativnímu zpracování ekonomických dat s následným posouzením výsledků [10 s. 9].

Podle účelu, ke kterému analýza slouží, a podle dat, které používá, se rozlišuje:

- analýza absolutních dat (stavových a tokových)

U **analýzy stavových ukazatelů** se jedná o matematicky jednoduché propočty trendů a procentní vyjádření struktury. Tvoří obsah rozvahy k určitému datu. Analýza tokových ukazatelů tvoří obsah cash flow a výkazu zisků a ztrát. Informuje o údajích za určitý časový interval. [10 s. 10]. Konkrétní praktické výsledky je možné nalézt v oddíle 3.3.1 strana 51.

Analýza trendů (horizontální analýza)

Získává data z účetních výkazů. Sleduje změny absolutních i relativních (procentních) hodnot vykazovaných v čase u jednotlivých položek výkazů. Změny jednotlivých položek výkazů se sledují po řádcích – horizontálně.

Procentní rozbor (vertikální analýza)

Při této analýze se posuzuje struktura aktiv a pasiv podniku, jaké je složení hospodářských prostředků potřebných pro výrobní a obchodní aktivity podniku, a z jakých zdrojů byly pořízeny. Při procentním vyjádření jednotlivých komponent se postupuje v jednotlivých letech ve sloupcích. Výhodou je, že nezávisí na meziroční inflaci a umožňuje srovnatelnost výsledků z různých let [10 s. 17].

- analýza rozdílových ukazatelů
- analýza poměrových ukazatelů

Tvoří ji ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a finanční struktury, likvidity, kapitálového trhu, provozní činnosti a cash flow.

- analýza soustav ukazatelů

Zahrnuje pyramidové rozklady, komparativně analytické metody, matematicko-statistické metody a kombinace metod.

Analýza poměrových ukazatelů

V oddíle 3.3.2 strana 54, je blíže věnováno analýze poměrových ukazatelů a to především ukazatelům rentability. Poměrové ukazatele vznikají tak, že dáváme do poměrů různé absolutní ukazatele. Jsou nejrozšířenější metodou finanční analýzy. Nevýhodou může být menší schopnost vysvětlovat jevy.

Členění dle oblastí:

- ukazatelé rentability,
- ukazatelé aktivity,
- ukazatelé zadluženosti,
- ukazatelé likvidity,
- ukazatelé tržní hodnoty,
- provozní ukazatele,
- ukazatele na bázi finančních fondů a cash flow.

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů podniku, jichž bylo využito na jejich dosažení. Pro účely této práce jsou vybrány následující čtyři ukazatele. ROI – return on investment neboli rentabilita vloženého kapitálu (13). Jedná se o ukazatel míry zisku. Vyjadřuje, s jakou účinností působí celkový kapitál vložený do podniku nezávisle na zdroji financování. Obvykle se pracuje s průměrem veličin na počátku a konci období. Ukazatel slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu. Vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů [10 s. 55].

$$ROI = \text{zisk} / \text{investovaný kapitál} \quad (13)$$

nebo

$$ROI = (\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}) / \text{celkový kapitál}$$

Dalším ukazatelem je ROA – return on assets neboli rentabilita celkových vložených aktiv (14). Tento základní ukazatel rentability poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledů na zdroje financování. Pokud se používá ve tvaru EBIT (earnings before interest and tax), který odpovídá zhruba provoznímu zisku, pak se hovoří o produkční síle aktiv podniku. Jedná se o zisk před úhradou úroků a daně z příjmů. Měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti. Jedná se o ukazatel návratnosti aktiv anebo míry výnosu na aktiva [10 s. 56].

$$ROA = \frac{zisk}{aktiva} \quad (14)$$

nebo

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}$$

ROE – return on equity neboli rentabilita vlastního kapitálu (15) měří výkonnost vlastního kapitálu. Kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. V čitateli se obvykle uvádí čistý zisk před zdaněním. Rozšiřujícím relativním ukazatelem je hodnotové rozpětí – value spread (16), které je rozhodující při měření výnosnosti kapitálu upraveného o riziko. Pomocí tohoto ukazatele je možné porovnávat podniky s různou velikostí, vybavením kapitálu, kapitálovou strukturou a především rizikovostí [7 s. 78].

$$ROE = \frac{zisk}{vl. kapitál} \quad (15)$$

$$\begin{aligned} Value \ spread &= \frac{EVA}{NOA} \\ &= \frac{NOPAT - WACC \cdot NOA}{NOA} \\ &= r - WACC \end{aligned} \quad (16)$$

r rentabilita čistých operačních aktiv

Čtvrtým ukazatelem je ROS – return on sales tedy rentabilita tržeb (17). Charakterizuje zisk vztažený k tržbám. Do rovnice je možné použít čistý zisk po zdanění nebo zisk před zdaněním. Provozní zisk (EBIT) se používá při srovnávání různých podniků. Dalším rozšiřujícím relativním ukazatelem je EVA – ROS (18), kde EVA je vztažena

k dosaženému obratu. Výsledkem je tzv. provozní zisková marže, která má lepší vypovídací schopnost.

$$ROS = \frac{zisk}{tržby} \quad (17)$$

$$EVA \text{ ROS} = \frac{EVA}{obrat} \quad (18)$$

Vliv složek finanční rovnováhy na výnosnost

Rentabilita jako jedna ze složek finanční rovnováhy firmy je ovlivňována všemi ostatními složkami, jako je aktivita, likvidita a zadluženost:

- vztah aktivity a rentability – přímá úměra, čím více se aktiva otáčejí, tím více produkují zisk,
- vztah likvidity a rentability – nepřímá úměra, vysoká likvidita v krátkodobých aktivech nevynáší firmě žádný nebo jen malý výnos,
- vztah zadluženosti a rentability – zadluženost podniku nejprve zvyšuje rentabilitu firmy až do bodu optima. Po jeho překročení rentabilitu snižuje. Nižší zadluženost přináší vyšší ziskovost. Vyšší zadluženost přináší nižší ziskovost. Podnik má zájem o co nejdelší splatnost dodavatelských faktur, tzn. pomalý obrat krátkodobých závazků a současně levný zdroj kapitálu tzn. co nejkratší splatnost faktur vystavených [10 s. 59].

Vyhodnocení poměrových ukazatelů

Srovnávání v čase, tj. soustředění se na vyhodnocení vývojových trendů, jak u jednotlivých ukazatelů, tak i pro určité skupiny. Vyhodnocení výsledků v čase je nejběžnější. Srovnání tzv. v prostoru, tj. objektivní porovnání s jiným podnikem. Jedná se o velice náročnou disciplínu. Hlavní překážkou je především nedostupnost informací, které by bylo možno využít pro tyto účely. Další metodou je srovnání s tzv. standardními hodnotami, převzatými z vyspělých tržních ekonomik. Srovnání se standardními hodnotami pomáhá nastavit podniku zrcadlo a porovnat jeho konkrétní situaci s žádoucím ideálem, standardem. Tyto standardy publikuje Ministerstvo průmyslu a obchodu. Výsledky podnikové hospodářské sféry jsou setříděny podle jednotlivých oborů [2 s. 72].

2.2 Bonitní a bankrotní modely finanční analýzy

Slouží k rychlému odhadnutí finanční a ekonomické situace podniku, hodnocení bonity firem a předvídání případného bankrotu. Tyto ukazatele jsou založeny na srovnání výsledků firmy se statisticky zjištěnými a zpracovanými daty srovnatelných podniků ve stejném oboru podnikání [4 s. 97]. Základními modely jsou Kralickův rychlý test a Altmanův index důvěryhodnosti. Výsledky jsou zpracované v oddíle 3.3.3 strana 55.

Kralickův rychlý test

Tvoří ho 4 základní ukazatele:

kvóta vlastního kapitálu	= vlastní kapitál / celková bilanční suma
doba splácení dluhu s CF	= (krátkodobé + dlouhodobé závazky) / aktuální výše CF
rentabilita tržeb	= CF / (tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb + tržby z prodeje zboží)
rentabilita aktiv	= EBIT / aktiva

Podle dosažených hodnot za jednotlivé ukazatele se firmě **přidělí body**. Výsledná známka je pak aritmetickým průměrem dosažených známek. Znamku lze srovnávat meziročně, nebo s hodnotami v rámci odvětví, porovnáním s konkurenty apod.

Tab. 3: Hodnotící tabulka pro Kralickův test

Ukazatel	Výborně	Velmi dobře	Dobře	Špatně	Ohrožení
	1	2	3	4	5
Kvóta vlastního kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	> 0 %	negativní
Doba splácení dluhu z CF	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	> 12 let	> 30 let
Cash flow v tržbách	> 10 %	> 8 %	> 5 %	> 0 %	negativní
ROA	> 15 %	> 12 %	> 8 %	> 0 %	negativní

Zdroj: HÁLEK, V. Krizový management. Aplikace při řízení podniku, s. 98.

Altmanův index důvěryhodnosti

Pomocí Altmanova indexu důvěryhodnosti je možné předpovídat finanční bankrot firmy. Získané výpočty se porovnávají se statistickými výsledky ostatních podniků ve stejném

oboru. Při výpočtu je využíváno pěti poměrových ukazatelů. Níže je uvedena základní rovnice Altmanova indexu (19). Tento výpočtový vzorec však nelze využít pro posuzování českých podniků, u kterých se základní parametry zásadně liší od podniků v USA [4 s. 99].

$$Z = 3,3 * \text{EBIT/ celková aktiva} + 1,0 * \text{tržby/celková aktiva} + 0,6 * \text{tržní hodnota vlastního kapitálu/účetní hodnota dluhu} + 1,4 * \text{zadržené zisky/aktiva celkem} + 1,2 * \text{čistý pracovní kapitál/aktiva celkem.} \quad (19)$$

Interpretace hodnoty Z faktoru

Z faktor > 2,99	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
1,8 < Z FAKTOR < 2,99	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
Z faktor < 1,8	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

Altmanovo Z“ score

Pro rozvojové trhy, mezi které patří i ČR byla vytvořena modifikace základního Altmanova indexu v podobě Z“ score (20). Postup interpretace výsledků je stejný s Altmanovým indexem.

$$Z“ = 6,56 * \text{čistý pracovní kapitál / aktiva celkem} + 3,26 * \text{zadržené zisky / aktiva celkem} + 6,72 * \text{EBIT/ celková aktiva} + 1,05 * \text{účetní hodnota vlastního kapitálu / účetní hodnota závazků} \quad (20)$$

Interpretace hodnoty Z ‘‘ Score

Z‘‘ score > 2,6	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
1,1 < Z‘‘score < 2,6	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
Z‘‘ score < 1,1	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

Dále existují bankrotně bonitní modely, které kombinují oba přístupy. Podniky se rozdělují do dvou skupin, a to bankrotní podniky, které jsou ohrožené bankrotem a bonitní podniky, které, jsou schopny splácet závazky. Jedná se např. o Tamariho model, Grünwaldův index a další [8 s. 108].

3 Ocenění vybraného podniku

Předmětem ocenění je zjištění tržní hodnoty čistého obchodního kapitálu podniku Ametek k 1. 1. 2012. Ocenění je zpracováno z pohledu vlastníka, za účelem zhodnocení finančního stavu podniku a úspěšnosti podnikání za předpokladu pokračující stávající činnosti firmy. Samotný odhad je proveden na základě výsledků ukazatelů finanční analýzy a vybraných oceňovacích metod. První dva oddíly oceňování podniku a finanční analýza slouží jako průvodce pro stanovení konečné hodnoty v této třetí části.

První část tohoto oddílu je věnována obecné charakteristice společnosti a strategické analýze vnějšího a vnitřního prostředí podniku. Druhou část tvoří finanční analýza absolutních a poměrových ukazatelů, Kralickův rychlý test k odhadnutí bonity firmy a Altmanův index důvěryhodnosti k předvídání případného bankrotu. Poslední část tvoří oceňovací metody.

Metoda účetní hodnoty je založena na základě stavových veličin, která vychází z historických cen a má spíše informativní charakter. Metoda kapitalizace zisku klade důraz na objektivitu a opatrnost při oceňování. Důraz je kladen na minulá data, tedy základ ocenění bere v úvahu reálný stav společnosti a nikoliv její možný vývoj. Metoda ekonomické přidané hodnoty bere v potaz data minulá a možný vývoj společnosti. Výsledná tržní hodnota je stanovena na základě výsledků těchto dvou metod.

3.1 Charakteristika podniku

Základní údaje o společnosti jsou uvedeny v příloze A. V Evropě jsou celkem tři společnosti Ametek, dvě v Itálii a jedna v České Republice. Ametek Global Floor Care Motors VPD má sídlo ve městě Ripalta Cremasca a Ametek Global Specialty Motors CIA ve městě Robecco Sul Naviglio. Oba závody jsou umístěny v okolí Milána, sídlí zde vedení a ostatní oddělení nákupu, financí, prodeje, marketingu, kvality a vývoje.

Společnost Ametek elektromotory v Náchodě byla založena koncem roku 1996. Od té

doby se sem plynule převádí výroba z obou výše zmíněných italských závodů. V roce 1997 se začínalo s jednou výrobní linkou a v současné době je v provozu již čtrnáct výrobních linek. Závod v Náchodě je montážní podnik a průměrně poslední tři roky vyrobil 5,3 milionů elektromotorů. Fotografie objektu je v příloze B.

Společnost se zabývá převážně výrobou menších standardních elektromotorů. Ze čtrnácti výrobních linek s různou specializací, je jedenáct uzpůsobeno na sériovou výrobu, zbylé tři pro zakázkou výrobu. Průměrně podnik vyrábí na dvě směny. V případě sezóny na vybraných linkách na tři směny včetně sobot. Společnost je tedy maximálně flexibilní, do deseti pracovních dnů může navýšit kapacitu na vybraných linkách z jedné směny na tři a naopak. V tomto případě využívá agenturních pracovníků.

Pro zpracování tohoto třetího oddílu vychází většina podkladů ze zpráv auditorů a z výkazů rozvahy, zisků a ztrát a peněžních toků za období 2009 až 2011. Další informace jsou použity z interních materiálů a z vlastních zkušeností hodnotitele získaných devítiletou praxí v tomto podniku. V příloze C jsou uvedeny všechny tři kumulované výkaz rozvahy, zisků a ztrát a peněžních toků.

Organizační schéma je znázorněno v příloze D. Plyne z něho, že společnost má šest útvarů, které jsou přímo odpovědné generálnímu řediteli všech tří Ameteků. Jedná se tedy útvar kvality, techniky, dodavatelsko-odběratelských vztahů, výroby, personální a finanční. Až na výrobní úsek, kde jsou dva téměř na sobě nezávislí manažeři, má svého odpovědného pracovníka. Organizační struktura je přehledná, míněno z hlediska jasného přehledu nadřízenosti a podřízenosti, pro operativní a rychlé řízení podniku a případné řešení problémů.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je velmi důležitou fází procesu oceňování podniku. Její hlavní funkcí je vymezení celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku.

3.2.1 Analýza vnějšího prostředí

Management podniku si je vědom ve stále narůstající síle konkurence ve výrobě elektrických strojů a přístrojů, zejména tedy konkurence z Číny, která silně ovlivňuje ziskovou marži. Ametek je tlačěn do snižování prodejních cen a z druhé strany tlačěn dodavateli, kteří chtějí zvyšovat prodejní ceny na základě růstu cen energií a vstupního materiálu. Tlak od dodavatelů je částečně tlumen tím, že podnik má pro nejdražší a nejvíce obrátkové zboží minimálně dva vzájemně nahraditelné dodavatele, kteří o sobě vědí a vzájemně si konkurují.

Poslední roky je sledován pokles počtu velkých zakázek u největších stálých zákazníků, kteří objednávají menší výrobní dávky se stále kratším požadovaným termínem dodání. Ametek ví, že jeho největší konkurenční výhoda je flexibilní a rychlá výroba. Jeho reakční doba pro standardně vyráběné výrobky je mezi dva až tři týdny, tedy dle aktuálních požadavků zákazníka na trhu. Jeden z větších konkurentů Ameteku sídlí v Itálii. Podle dostupných informací má stejně dobrou kvalitu, ale jeho reakční doba na nové zakázky je tři až čtyři týdny. V poklesu velkých zakázek by se však mohlo odrazit i to, že zákazníci jsou stále více a více opatrnější a nakupují minimálně na sklad.

Obchodní a marketingové oddělení sídlí v Itálii. Díky jejich dlouholetým zkušenostem se daří nahrazovat pokles poptávky od stálých zákazníků stále novými a novými projekty od nových zákazníků, kteří vidí v Ameteku velký potenciál, opět díky umístění v Evropě a rychlé reakční schopnosti. Mění se tedy skladba zákazníků i mix motorů, ale celkové objemy vyrobených motorů byly, jsou a v dalších letech se plánují být stejné. 95 % produkce je vyváženo do Německa, Velké Británie, Itálie, Turecka a USA. Zbýlých 5 % do ostatních zemí po celém světě. Pro zajímavost, v České Republice je nulový odbyt. V příloze E je uveden sortiment vyráběných elektromotorů a ukázka finálních produktů, do kterých vstupují. Dále hned navazuje příloha F se seznamem nejznámějších zákazníků.

3.2.2 Analýza vnitřního prostředí

Proto, aby byl Ametek rychlý, flexibilní a kvalitní soustředí svoji pozornost na následující faktory:

Materiálové zásoby

S velkým úsilím a spoluprací se snaží u svých dodavatelů držet optimální skladové zásoby. Ve svém skladě drží optimální množství strategického materiálu popřípadě materiálu, který má delší dodací lhůty. Výrobní cyklus konečného produktu se tím snížil z pěti až čtyř na tři až dva týdny. Dle obchodní strategie až na 1 týden, výroba však již není v tomto případě zisková. Podnik aktivně vyhledává nové dodavatele, čímž ověřuje a ovlivňuje cenovou politiku svých aktuálních dodavatelů. Na druhou stranu se snaží maximálně rozvíjet vztahy se svými stávajícími dlouholetými partnery, kteří jsou na jeho poptávce existenčně závislí.

Materiál do výroby se nakupuje z 80 % ze států Evropské Unie a to převážně z Itálie a Německa. Zbýlých 20 % z USA, Mexika, Číny a Japonska. Podnik od svého založení má stálé dodavatele, jejichž skladba se mění minimálně. V rámci České Republiky se spíše nakupuje obalový a režijní materiál. Ostatní materiálové nabídky od tuzemských dodavatelů nejsou překvapivě konkurenceschopné.

Ametek díky obrovskému sortimentu má více než 5 000 aktivních materiálových položek, které dodává více než 200 dodavatelů. Pro strategické materiály má minimálně dva dodavatele, kteří si sobě konkurují. Jak již zbylo zmíněno, většina dodavatelů sídlí v Itálii do 200 km v okolí Milána. Vyrobene zboží dovážejí do dvou sběrných míst, kde sídlí zbylé dva Ametky, odkud je generálním přepravcem pravidelně dovážen do Náchoda. Logistika dopravy materiálu je tedy řízena externí firmou. Zámořské dodávky jsou pravidelně dováženy v kontejnerech každý týden.

Lidské zdroje

Manažerské pozice jsou obsazeny dlouholetými pracovníky s největšími zkušenostmi a hlavně s určitým vztahem či pozitivním přístupem k danému podniku. S růstem podniku se kvalita řízení managementu lineárně zvyšuje. Procesy ve výrobě bývají velice kvalifikovaně náročné a každým rokem je vše přísnější. Tím, že jsou vybrané pozice ve výrobě obsazeny dalšími zkušenými vedoucími pracovníky, se celopodniková zmetkovitost pohybuje do 1 %. Fluktuace stalých pracovníků je minimální. Zruční pra-

covníci bývají zaškoleni na více pracovních místech, proto při kolísání výroby na různých výrobních linkách se zaměstnanci přeřazují na různá pracoviště. Pro sezónní výkyvy se najímají dělníci z pracovních agentur. Tyto agenturní pracovníci částečně snižují celkovou produktivitu. Podnik se však snaží minimalizovat ztráty tím, že mu agentura poskytuje každým rokem stejné zaměstnance.

Výzkum a vývoj

Je těsně provázán s obchodním oddělením. Ametek klade důraz na aktivní vývoj, zlepšení a rozšíření spolupráce s novými potenciálními zákazníky. Jak již bylo zmíněno ve vnější analýze, pokles od stávajících zákazníků je vyrovnávám právě novými projekty, které se daří v poměrně krátké době realizovat.

Kvalita

Podnik dbá na kvalitu svých výrobků. Má následující certifikáty ISO 9001 a 14001. Podnik provádí hned několik kontrol kvality. Vstupní kontrola statisticky kontroluje příchozí materiál, přímo ve výrobě existuje pravidelná procesní kontrola a na konci každé montážní linky je 100% výstupní kontrola zboží.

3.3 Finanční analýza – vyhodnocení

Finanční analýza tvoří součást práce odhadce při oceňování podniku. Jejím úkolem je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku. Data čerpá z finančních výkazů. První část je věnována analýze absolutních ukazatelů, druhá analýze vybraných poměrových ukazatelů a třetí část bonitním a bankrotním modelům.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

V tomto oddíle je provedena technická analýza, která používá algoritmizovaných metod ke kvantitativnímu zpracování ekonomických dat s následným posouzením výsledků. První část tvoří analýza absolutních stavových a tokových dat. U analýzy stavových ukazatelů se

jedná o matematicky jednoduché propočty trendů (horizontální analýza) a procentní vyjádření (vertikální analýza) struktury k určitému datu. Analýza tokových ukazatelů informuje o údajích za určitý časový interval.

Tab. 4: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza aktiv 2009 – 2011
(údaje v tis. Kč)

Zn.	Položka	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
		2009	2010	2011	09/08	10/09	11/10
	AKTIVA CELKEM	931 098	1 075 413	970 522	931 098	1 075 413	970 522
		100,00%	100,00%	100,00%	-27 323	144 315	-104 891
B.	Dlouhodobý majetek	266 610	250 552	242 785	266 610	250 552	242 785
		28,63%	23,30%	25,02%	-21 637	-16 058	-7 767
B.I.	Dl. nehmotný majetek	341	210	341	341	210	341
		0,13%	0,08%	0,14%	-386	-131	131
B.II.	Dl. hmotný majetek	266 269	250 342	242 444	266 269	250 342	242 444
		99,87%	99,92%	99,86%	-21 251	-15 927	-7 898
C.	Oběžná aktiva	663 728	824 331	727 662	663 728	824 331	727 662
		71,28%	76,65%	74,98%	-5 227	160 603	-96 669
C.I.	Zásoby	157 791	205 094	194 385	157 791	205 094	194 385
		23,77%	24,88%	26,71%	-52 855	47 303	-10 709
C.III.	Krátkodobé pohledávky	400 810	606 142	460 461	400 810	606 142	460 461
		60,39%	73,53%	63,28%	-18 830	205 332	-145 681
C.IV.	Krátk. finanční majetek	105 127	13 095	72 816	105 127	13 095	72 816
		15,84%	1,59%	10,01%	66 458	-92 032	59 721
D.	Časové rozlišení	760	530	75	760	530	75
		0,08%	0,05%	0,01%	-459	-230	-455

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

- Celková aktiva nejvýznamněji vzrostla o 144 315 tis. Kč v roce 2010, došlo tedy k nárůstu krátkodobých pohledávek o 205 332 tis. Kč a k poklesu krátkodobého finančního majetku o 92 032 tis. Kč. Podnik měl potíže s platební morálkou svých zákazníků.
- Pokles celkových aktiv o 104 891 tis. Kč v roce 2011 byl způsoben poklesem krátkodobých pohledávek o 145 681 tis. Kč a růstem krátkodobého finančního majetku o 59 721 tis. Kč.

- Dlouhodobý majetek a oběžná aktiva v poměru celkových aktiv se významně nevychyluje.

Tab. 5: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza pasiv 2009 – 2011
(údaje v tis. Kč)

Zn.	Položka	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
		2009	2010	2011	09/08	10/09	11/10
	PASIVA CELKEM	931 098	1 075 413	970 522	931 098	1 075 413	970 522
		100,00%	100,00%	100,00%	-27 323	144 315	-104 891
A.	Vlastní kapitál	352 980	409 902	457 246	352 980	409 902	457 246
		37,91%	38,12%	47,11%	5 549	56 922	47 344
A.I.	Základní kapitál	64 685	64 685	64 685	64 685	64 685	64 685
		18,33%	15,78%	14,15%	0	0	0
A.III.	Rez.f. a ost.fondy ze zisku	12 009	12 009	12 009	12 009	12 009	12 009
		3,40%	2,93%	2,63%	0	0	0
A.IV.	Výsl. hospodaření min. let	270 737	276 284	333 209	270 737	276 284	333 209
		76,70%	67,40%	72,87%	-20 874	5 547	56 925
A.V.	Výsl.hosp. běž. úč. obd. (+ -)	5 549	56 924	47 343	5 549	56 924	47 343
		1,57%	13,89%	10,35%	26 423	51 375	-9 581
B.	Cizí zdroje	578 117	665 138	512 969	578 117	665 138	512 969
		62,09%	61,85%	52,85%	-32 873	87 021	-152 169
B.I.	Rezervy	3 803	4 501	3 865	3 803	4 501	3 865
		0,66%	0,68%	0,75%	1 237	698	-636
B.II.	Dlouhodobé závazky	28 619	15 282	14 439	28 619	15 282	14 439
		4,95%	2,30%	2,81%	-15 113	-13 337	-843
B.III.	Krátkodobé závazky	528 676	589 113	484 839	528 676	589 113	484 839
		91,45%	88,57%	94,52%	44 473	60 437	-104 274
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	17 019	56 242	9 826	17 019	56 242	9 826
		2,94%	8,46%	1,92%	-63 470	39 223	-46 416
C.	Časové rozlišení	1	373	307	1	373	307
		0,00%	0,03%	0,03%	1	372	-66

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

- Celková výše pasiv nejvíce vzrostla v roce 2010 o 144 315 tis. Kč. Největší podíl na tom mělo zvýšení vlastního kapitálu díky kladnému výsledku hospodaření, zvýšení krátkodobých závazků o 60 265 tis. Kč a zvýšení úvěrů o 39 223 tis. Kč.

- Cizí zdroje nejvíce klesly v roce 2011, zejména právě krátkodobé závazky o 104 274 tis. Kč a úvěry o dalších 46 416 tis. Kč.
- Podíl vlastního kapitálu a cizích zdrojů se neustále navyšuje. Z 37,91 % na 47,11 % na čemž se významně podílí hospodářské výsledky minulých let. Cizí zdroje klesly z 62,09 % na 52,85 %, hlavně díky oddlužení od bankovních úvěrů a splacení krátkodobých závazků.

Tab. 6: Analýza absolutních ukazatelů – horizontální a vertikální analýza výnosů a nákladů 2009 – 2011 (údaje v tis. Kč)

Zn.	Položka	Vertikální analýza			Horizontální analýza		
		2009	2010	2011	09/08	10/09	11/10
I.	Tržby za prodej zboží	4 357	1 440	2 433	4 357	1 440	2 433
		100,00%	100,00%	100,00%	1 835	-2 917	993
A.	Nákl. vynaložené na prodané zb.	4 138	1 376	2 155	4 138	1 376	2 155
		94,97%	95,56%	88,57%	1 564	-2 762	779
+	Obchodní marže	219	64	278	219	64	278
		5,03%	4,44%	11,43%	271	-155	214
II.	Výkony	1 170 242	1 353 363	1 377 049	1 170 242	1 353 363	1 377 049
		100,0%	100,0%	100,0%	128 452	183 121	23 686
B	Výkonová spotřeba	862 362	1 065 082	1 055 996	862 362	1 065 082	1 055 996
		73,69%	78,70%	76,69%	98 414	202 720	-9 086
+	Přidaná hodnota	308 099	288 345	321 331	308 099	288 345	321 331
		26,33%	21,31%	23,33%	30 309	-19 754	32 986
C.	Osobní náklady	88 228	111 166	117 916	88 228	111 166	117 916
		7,54%	8,21%	8,56%	21 312	22 938	6 750
D.	Daně a poplatky	232	396	183	232	396	183
		0,02%	0,03%	0,01%	-60	164	-213
E.	Odpisy DNM a DHM	34 317	34 708	32 400	34 317	34 708	32 400
		2,93%	2,56%	2,35%	709	391	-2 308
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	31 493	27 916	64 870	31 493	27 916	64 870
		2,69%	2,06%	4,71%	20 189	-3 577	36 954
F.	Zúst. cena prod. DM a mat.	28 954	25 077	51 352	28 954	25 077	51 352
		2,47%	1,85%	3,73%	28 337	-3 877	26 275
G.	Změna stavu rezerv a opr. Pol.	-1 852	-2 126	6 462	-1 852	-2 126	6 462
		-0,16%	-0,16%	0,47%	-6 564	-274	8 588
IV.	Ostatní provozní výnosy	2 163	3 726	3 557	2 163	3 726	3 557
		0,18%	0,28%	0,26%	654	1 563	-169
H.	Ostatní provozní náklady	108 888	114 416	103 047	108 888	114 416	103 047
		9,30%	8,45%	7,48%	14 848	5 528	-11 369
*	Provozní výsledek hosp.	82 988	36 350	78 398	82 988	36 350	78 398
		7,09%	2,69%	5,69%	-7 430	-46 638	42 048

*	Finanční výsledek hosp.	-9 875	-5 531	-11 888	-9 875	-5 531	-11 888
		-0,84%	-0,41%	-0,86%	-21 680	4 344	-6 357
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	18 313	9 219	19 074	18 313	9 219	19 074
		1,56%	0,68%	1,39%	-14 917	-9 094	9 855
**	Výsledek hosp. za běž. činnost	54 800	21 600	47 436	54 800	21 600	47 436
		4,68%	1,60%	3,44%	-14 193	-33 200	25 836
***	Výsl. hosp. za úč.období	54 800	21 600	47 436	54 800	21 600	47 436
		4,68%	1,60%	3,44%	-14 193	-33 200	25 836
	Výsl. hosp. před zdaněním	73 113	30 819	66 510	73 113	30 819	66 510
		6,25%	2,28%	4,83%	-29 110	-42 294	35 691

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

- Výkony a výkonová spotřeba ve sledovaném období rostou klesajícím tempem.
- Podíl osobních nákladů mírně vzrostl ze 7,54 % na 8,56 %.
- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu se v roce 2011 zdvojnásobily.
- Ostatní provozní výnosy a náklady se příliš nevychylují, mírně klesají.
- Provozní výsledek hospodaření nejvíce klesl v roce 2010 o 46 638 tis. Kč.
- Výsledek hospodaření má klesající tendenci.

3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Tvoří ji ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a finanční struktury, likvidity, kapitálového trhu, provozní činnosti a cash flow. Pro účely této práce jsou vybrány následující ukazatele rentability, které poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů podniku.

- ROI, jedná se o ukazatel míry zisku. Vyjadřuje, s jakou účinností působí celkový kapitál vložený do podniku nezávisle na zdroji financování.
- ROA, poměřuje provozní zisk, před úhradou úroků a daně z příjmu, s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledů na zdroje financování. Jedná se tedy o produkční sílu aktiv podniku.
- ROE, měří výkonnost vlastního kapitálu. Kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu.

- Value spread, je rozšiřujícím relativním ukazatelem, které je rozhodující při měření výnosnosti kapitálu upraveného o riziko.
- ROS, měří zisk vztažený k tržbám.
- EVA – ROS je dalším rozšiřujícím relativním ukazatelem, kde EVA je vztažena k dosaženému obratu. Výsledkem je tzv. provozní zisková marže.

Propočet je zapsán v tabulce č. 7.

Tab. 7: Analýza absolutních ukazatelů – ukazatelé rentability 2009 – 2011 (údaje v tis. Kč)

Ukazatel	2009	2010	2011
Rentabilita vloženého kapitálu (ROI) = (zisk před zdan. + nákl.úroky) / celk. kapitál	0,94 %	6,68 %	6,19 %
Rentabilita celkových vložených aktiv (ROA) = provozní zisk / celk. aktiva	1,44 %	7,50 %	5,54 %
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) = zisk před zdaněním / vlastní kapitál	2,06 %	17,43 %	13,00 %
Value spread = EVA / NOA	-3,37 %	9,21 %	4,67 %
Rentabilita tržeb (ROS) = zisk před zdaněním / tržby	0,56 %	4,64 %	3,81 %
EVA ROS = EVA / obrat	-0,88 %	2,64 %	1,21 %

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

Všechny zmíněné ukazatelé rentability spíše klesají. Největší pokles nastal v roce 2009. Analýza poukázala na čím dál tím menší využití vloženého kapitálu. Tato analýza však nemá příliš podstatnou vypovídací schopnost. Ukazatel ROI slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu. Situace je špatná, výsledná hodnota je pod 8 %. Rozšiřující relativní ukazatel Value spread má rovněž klesající tendenci. Rentabilita tržeb a provozní zisková marže je kladná.

3.3.3 Bonitní a bankrotní modely

Hodnotitel zvolil Kralickův rychlý test k odhadnutí bonity firmy a Altmanův index důvěryhodnosti k předvídání případného bankrotu. Oba modely jsou založeny na srovnání výsledků firmy se statisticky zjištěnými a zpracovanými daty srovnatelných podniků

ve stejném oboru podnikání.

Propočet je zapsán v tabulce č. 8.

Tab. 8: Bonitní model – Kralickův rychlý test 2009 – 2011

Ukazatel	2009	2010	2011
kvóta vlastního kapitálu (%) = vlastní kapitál / celková bilanční suma	38 % 1	38 % 1	47 % 1
doba splácení dluhu s CF (roky) = krát.+ dlouhodobé závazky / aktuální výše CF	4 2	4 2	3 1
Cash flow v tržbách (%) = CF / (tržby z prod.vl.výr. a služ. + tržby z prod.zboží)	5 % 3	-6 % 5	4 % 4
rentabilita aktiv (%) = EBIT / aktiva	1 % 4	7 % 4	6 % 4
Průměr	3	3	3

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

Kvóta vlastního kapitálu je výborná, větší než 30 % ve všech sledovaných obdobích. Doba splácení dluhu s CF je pod 5 let, což ukazuje o velmi dobrém stavu. Cash flow v tržbách je dobré, pod 5 %. Rentabilita aktiv je špatná, je pod 8 %. Finanční situace podniku je ohodnocena v průměru ve všech třech letech třemi body, což znamená dobrý stav. Podnik tedy není ohrožen insolvencí.

Propočet je zapsán v tabulce č. 9.

Tab. 9: Bankrotní model – Altmanův index důvěryhodnosti 2009 – 2011

Z''faktor - postup výpočtu	2009	2010	2011
$Z'' = 6,56 \cdot \text{čistý pracovní kapitál} / \text{aktiva celkem} + 3,26 \cdot \text{zadržené zisky} / \text{aktiva celkem} + 6,72 \cdot \text{EBIT} / \text{celková aktiva} + 1,05 \cdot \text{účetní hodnota vlastního kapitálu} / \text{účetní hodnota závazků}$	2,2050	3,3203	3,9867

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Zjištěné skutečnosti:

Firma viditelně nesměruje do bankrotu. Finanční situace je uspokojivá. Vypovídá o tom situace posledních dvou let, kde je koeficient výrazně větší než 2,6.

3.4 Metody ocenění

Pro ocenění podniku jsou použity tři oceňovací metody. Metoda účetní hodnoty, která vychází z historických cen, a poukazuje na účetní hodnotu podniku. Na základě dvou výnosových metod kapitalizace zisku a ekonomické přidané hodnoty, je stanovena tržní hodnota podniku, za účelem zhodnocení úspěšnosti podnikání.

Podnikatelský záměr

Zpracovaný finanční plán odhadce nemá k dispozici. Při ocenění vychází z historických údajů účetnictví a dostupných informací odhadce. Hlavní cíle společnosti je zaměřením se na efektivitu práce, zeštíhlení výroby, zlepšení logistického řetězce a zvýšení zisku. Soustředěnost na udržení kvality výrobků a včasný servis pro zákazníky. Plán prodeje je udržení prodaného množství motorů za poslední 3 roky a to okolo 5,3 milionu kusů. Sezónní výkyvy chce udržet pomocí stálých najatých agenturních pracovníků.

Vyčlenění neprovozního majetku

Podnik nemá neprovozní aktiva.

Odpisy dlouhodobého majetku

Společnost oceňuje dlouhodobý majetek v pořizovacích cenách, které zahrnují cenu pořízení, náklady na dopravu, clo a další náklady s pořízením související. Dlouhodobý hmotný majetek do 40 tis. Kč je účtován jednorázově do nákladů v roce pořízení a je dále veden v operativní evidenci. Dlouhodobý hmotný majetek na 40 tis. Kč se odepisuje lineárně po dobu ekonomické životnosti. Dlouhodobý nehmotný majetek nad 60 tis. Kč je odepisován do nákladů na základě předpokládané doby životnosti příslušného majetku. Software je odepisován po dobu 4 let.

Metodické změny (např. účetní)

Společnost od svého založení nemění žádné metodické změny.

3.4.1 Metoda účetní hodnoty

Vychází z údajů roční závěrky. Jedná se tedy o rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.

Hodnota podniku celkem = aktiva (pasiva) = 970 522 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje

Hodnota vlastního kapitálu = 970 522 tis. Kč – 512 969 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu = 457 553 tis. Kč

Hodnota vlastního kapitálu, tedy účetní hodnota firmy je 457 553 tis. Kč.

3.4.2 Metoda kapitalizace zisku

Metoda kapitalizace zisku nazývaná též jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). Jedná se o objektivizované ocenění podniku k datu 1. 1. 2012, ze kterého plyne výnosový potenciál podniku. Budoucí potenciál výnosů z různých plánovaných opatření, záměrů a strategií není brán v úvahu. Pro upřesnění je zvolena metoda netto neboli equity, tzn., že se oceňuje přímo hodnota vlastního kapitálu.

Propočet je zapsán v tabulce č. 15 na straně 62.

Postup výpočtu:

- identifikace zisků,
- úprava výsledku hospodaření o inflaci,
- stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu,
- stanovení kalkulované míry,
- určení hodnoty podniku.

Tab. 10: Výnosové ocenění – Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

	2009	2010	2011	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	7 289	71 458	59 459	
(+) odpisy	32 484	31 712	31 495	
(-) Finanční výnosové úroky	193	576	1 323	
(-) Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	42 005	42 422	42 983	
(+) Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	38 127	33 974	39 847	
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	
Upravený výsledek hospodaření (UVH)	35 702	94 146	86 495	
Cenový index řetězový	1,010	1,015	1,019	
Cenový index bazický vztažený k roku 2011	0,967	0,981	1,000	
UVH o inflaci	36 926	95 935	86 495	
Váhy	1	2	3	6
UVH upravený o inflaci * váhy	36 926	191 870	259 485	488 281

Zdroj: Vlastní výpočet

Identifikace zisků

Základem jsou výsledky hospodaření před zdaněním v letech 2009 – 2011, které jsou uvedeny v příloze C kumulovaného výkazu zisků a ztrát, od kterých jsou odečteny finanční a mimořádné výnosy a tržby z prodeje dlouhodobého majetku. Poté jsou přičteny odpisy, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a mimořádné náklady. Těmito početními operacemi je dosaženo upravených výsledků hospodaření (UVH) viz tabulka č. 10.

Úprava výsledku hospodaření o inflaci

Tímto krokem jsou upraveny výsledky hospodaření v jednotlivých letech o inflaci na základě cenového bazického indexu vztaženého k roku 2011. Cenový index v roce 2011 má hodnotu 1. Ostatní jsou dopočítány zpětně. K výpočtu je potřeba tabulka č. 11 Vývoj inflace v ČR.

Tab. 11: Vývoj inflace v ČR

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Inflace	2,50 %	2,80 %	6,30 %	1,00 %	1,50 %	1,90 %

Zdroj: ČSÚ – http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace

Stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu na základě paušální metody

Jednotlivým rokům jsou přiřazeny váhy, které rozlišují důležitost těchto roků. Odhadce může rozhodnout, zda vyloučí významné odchylky některých let ze svých výpočtů. V tomto případě žádné výsledky hospodaření nejsou vyřazeny. Nejbližší rok 2009 má nejmenší váhu, stanovenou na 1. Rok 2011 má naopak stanovenou hodnotu na 3. Upravený výsledek hospodaření o inflaci je těmito váhami vynásoben. Pomocí váženého aritmetického průměru je získán trvale odnímatelný čistý výnos (TČV) před odpisy.

$$TČV = 488\,281 / 6$$

$$TČV = 81\,380 \text{ tis. Kč}$$

Od trvale odnímatelného čistého výnosu se odečtou odpisy z roku 2011 a dále se zdaní 19% sazbou stanovenou pro rok 2012 (viz tabulka č. 12).

Tab. 12: Vývoj sazby daně z příjmu právnických osob

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sazba daně	24 %	21 %	20 %	19 %	19 %	19 %

Zdroj: Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 21 – vlastní zpracování

Stanovení kalkulované úrokové míry

Kalkulovaná úroková míra (R) neboli kapitalizační míra je stanovena podle **stavebnicového přístupu**. Tvoří ji 4 různá rizika, jejich součet tvoří konečnou R.

Propočet je zapsán v tabulce č. 13.

Tab. 13: Stavebnicová metoda – Kalkulovaná úroková míra

Riziko	Popis	Odhad
r_1	bezrizikový úroková míra	3,70 %
r_2	míra inflace	-2,62 %
r_3	specifické riziko	2,48 %
r_4	míra životnosti podniku	3,33 %
R		6,89 %

Zdroj: Vlastní výpočet

Bezriziková úroková míra (r_1)

Lze ji odvodit od výnosnosti státních dluhopisů s takovou dobou splatnosti, která se blíží obvyklým deseti letům. Dle ČNB dle tabulky č. 14 je pro rok 2011 stanovena na 3,70 %.

Tab. 14: Výnosnost desetiletých státních dluhopisů

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Výnos	3,77 %	4,68 %	4,30 %	3,98 %	3,89 %	3,70 %

Zdroj: ČNB. Databáze časových řad ARAD – vlastní zpracování

Míra inflace (r_2)

Míra inflace by měla být vyloučena z úrokové míry. Dle ČNB, databáze časových řad ARAD je dlouhodobá inflace stanovena okolo 2,62 %.

Specifické riziko (r_3)

Specifické riziko může být obchodní riziko, které ovlivňuje všechny společnosti. Dalším typem mohou být změny v hrubém domácím produktu. Dle ČNB, databáze časových řad ARAD jsou změny v hrubém domácím produktu okolo 2,48 %.

Míra životnosti podniku (r_4)

Míra životnosti podniku je stanovena na minimálně na dalších 30 let trvání.

$$r_4 = (1 / \text{míra životnosti v letech}) \times 100 \quad (21)$$

Obor strojírenství, se vyznačuje vyšším rizikem, avšak uspokojivou výnosností.

Určení hodnoty podniku – výsledné ocenění

Trvale odnímatelný čistý výnos po dani vydělím vypočtenou kalkulovanou mírou, čímž získáme výnosovou provozní hodnotu.

Propočet je zapsán v tabulce č. 15.

Tab. 15: Výsledné ocenění podniku KČV (údaje v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	81 380
(-) Odpisy	31 495
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	49 885
Daň (19 %)	9 478
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	40 407
Kalkulovaná úroková míra	6,89 %
Výnosová provozní hodnota	586 174
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Hodnota vlastního kapitálu podle (KČV)	586 174

Zdroj: Vlastní výpočet

Výsledné tržní ocenění podniku Ametek dle metody kapitalizace zisku k 1. 1. 2012 činí **586 174 tis. Kč**.

3.4.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pomocí této další výnosové metody je možné ocenění podniku Ametek k datu 1. 1. 2012. Všechny podklady, informace a data jsou rovněž platná k tomuto datu. Opět je zvolena metoda netto neboli equity tzn., že se oceňuje přímo hodnota vlastního kapitálu. Následující část, je věnována ke stanovení jednotlivých vstupních veličin pro výpočet ukazatele EVA a dále možnost jeho využití při oceňování podniku.

Postup výpočtu:

- propočet čistého operačního zisku po dani (NOPAT),
- propočet čistých operačních aktiv (NOA),
- propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC),
- určení hodnoty podniku.

Propočet čistého operačního zisku po dani (NOPAT)

NOPAT je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Pro účely toho výpočtu je roven provoznímu výsledku hospodaření před odpočtem nákladových úroků. Podnik nemá k datu ocenění neprovozní majetek, proto není nutné výsledek dále očišťovat o náklady a výnosy, které s ním souvisejí. Dále je třeba vyloučit mimořádné položky

v nákladech i výnosech, které se již nebudou opakovat, prodej dlouhodobého majetku a jejich vliv na náklady a výnosy. Společnost nevynakládala v žádném roce výdaje na činnost v oblasti výzkumu a vývoje. Odečtení výnosů z finančního majetku.

Tab. 16: Propočet čistého operačního zisku po dani – NOPAT (údaje v tis. Kč)

	2009	2010	2011
Provozní výsledek hospodaření	13 380	80 604	53 739
(+) Nákladové úroky	1 430	414	621
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0
(-) Tržby z prodeje dlouh. majetku a materiálu	42 005	42 422	42 983
(+) Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	38 127	33 974	39 847
(-) Finanční výnosové úroky	193	576	1 323
Upravený provozní výsledek hospodaření	10 739	71 994	49 901
Sazba daně	20 %	19 %	19 %
NOPAT	8 591	58 315	40 420

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Propočet čistých operačních aktiv (NOA)

Jedná se tedy o kapitál vázaný v aktivech, potřebný k hlavnímu provozu podniku. Odhadce použije účetní ocenění operačních aktiv a jako základ pro výpočet použije provozní výsledek hospodaření. Podnik se intenzivně nezabývá finanční výsledek hospodaření, proto pro základ výpočtu není použit výsledek hospodaření za běžnou činnost.

Propočet je zapsán v tabulce č. 17.

Tab. 17: Propočet čistých operačních aktiv – NOA (údaje v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	958 421	931 098	1 075 413	970 522
(-) Neoperační aktiva	0	0	0	0
(-) Neúročný cizí kapitál	403 714	511 657	532 871	475 013
Krátkodobé závazky	484 203	528 676	589 113	484 839
Bankovní úvěry a výpomoci	80 489	17 019	56 242	9 826
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0
(+) Finanční a operativní leasing	2 229	2 222	3 307	4 830
Upravená operační aktiva	556 936	421 663	545 849	500 339
Teoretická sazba daně	21 %	20 %	19 %	19 %
NOA	439 979	337 330	442 138	405 275

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Propočet provozní ziskové marže

Vychází z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi s tržbami.

Z korigovaného provozního výsledku se nejdříve vyloučí odpisy.

Propočet je zapsán v tabulce č. 18.

Tab. 18: Propočet provozní ziskové marže (údaje v tis. Kč)

	2009	2010	2011
Provozní výsledek hospodaření	13 380	80 604	53 739
(-) odpisy	32 484	31 712	31 495
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	-19 104	48 892	22 244
Výkony	1 251 204	1 490 359	1 515 499
Provozní zisková marže	-1,53 %	3,28 %	1,47 %

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Pracovní kapitál

Propočet pracovního kapitálu je uveden v tabulce č. 19. Oproti standardnímu tvaru, kde se od oběžných aktiv odečítá krátkodobý cizí kapitál, se odečítá neúročený cizí kapitál.

Tab. 19: Propočet pracovního kapitálu (údaje v tis. Kč)

	2009	2010	2011
Krátkodobý finanční majetek	105 127	13 095	72 816
(+) Zásoby	157 791	205 094	194 385
(+) Krátkodobé pohledávky	400 810	606 142	460 461
(-) Neúročený cizí kapitál	511 657	532 871	475 013
(+) Ostatní aktiva (časové rozlišení)	760	530	75
(-) Ostatní pasiva (časové rozlišení)	1	373	307
Pracovní kapitál	152 830	291 617	252 417

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)

Pro výpočet se používá následující postup:

- Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.

Pro výpočet je použit iterační postup, který vychází přímo z účetní struktury.

Propočet je zapsán v tabulce č. 20.

Tab. 20: Váhy jednotlivých složek kapitálu (údaje v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Vlastní kapitál	352 980	409 902	457 262	38 %	38 %	47 %
Rezervy	3 803	4 501	3 865	0 %	0 %	0 %
Dlouhodobé závazky	28 619	15 282	14 439	5 %	2 %	3 %
Krátkodobé závazky	528 676	589 113	484 839	91 %	89 %	95 %
Bankovní úvěry a výpomoci	17 019	56 242	9 826	3 %	8 %	2 %
Cizí zdroje celkem	578 117	665 138	512 969	62 %	62 %	53 %
Celkový zpoplatněný kapitál	931 097	1 075 040	970 231	100 %	100 %	100 %

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

- Určení nákladů na cizí kapitál.

Náklady na cizí kapitál se určí z aktuální úrokové sazby EURIBOR + 1,3 % p. a., které podnik platí z bankovních úvěrů a výpomocí. Jsou to tedy 3,3 %.

- Určení nákladů na vlastní kapitál.

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Pro účely této práce bude využita investiční hodnota, tedy stavebnicová metoda. Jedná se tedy o 6,89 % dle tabulky č. 13 na straně 60.

- Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu.

Výsledný WACC je určen dosazením vypočtených veličin. Váhy kapitálu, sazba daně z příjmu vycházejí z roku 2011.

Propočet je zapsán v tabulce č. 21.

Tab. 21: Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu – WACC

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	47 %	6,89 %	3,25 %
Cizí kapitál po dani	53 %	2,67 %	1,41 %
WACC			4,66 %

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Určení hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA

Pro výpočet je použita varianta EVA entity, která probíhá ve dvou krocích. Tržní hodnotu

operačních (tj. provozně potřebných) aktiv v prvním kroku tvoří suma čistých operačních aktiv (dále jen NOA) a tržní přidané hodnoty (dále jen MVA). Ve druhém kroku se odečte hodnota úročených závazků ke dni ocenění a přičtou se neprovozní aktiva, kde se získá výsledná hodnota pro vlastníky.

V první fázi se odvodí diskontovaná EVA. Základní hodnotu EVA_t tvoří čistý výnos z provozní činnosti podniku $NOPAT_t$ snížený o náklady vlastního a cizího kapitálu z předchozího roku ($NOA_{t-1} \cdot WACC$). Diskontovaná EVA se vypočte vynásobením EVA_t průměrnými váženými náklady WACC. Součtem jednotlivých položek vychází hodnota v první fázi 48 251 tis. Kč. Z kladné EVA vychází to, že podnik vytváří hodnotu pro vlastníky.

Propočet je zapsán v tabulce č. 22.

Tab. 22: Propočet diskontované EVA – první fáze (údaje v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011
Čistý operační zisk po dani NOPAT	x	8 591	58 315	40 420
Čistá operační aktiva NOA	439 979	337 330	442 138	405 275
Hodnota EVA_t	x	-11 912	42 596	19 816
Diskontovaná EVA	x	-11 381	40 699	18 934
Současná hodnota 1. fáze	48 251			

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

V druhé fázi se odvodí EVA_{2012} . Pro co nejpřesnější odhad je převzata hodnota $NOPAT_{2012}$ z konce roku 2011. Není tedy brát zřetel na případný růst, ale spíše na konstantní vývoj. EVA_{2012} je vypočtena stejným postupem jako v první fázi. Současná hodnota druhé fáze je 20 575 tis. Kč.

Propočet je zapsán v tabulce č. 23.

Tab. 23: Propočet EVA_{2012} – druhá fáze (údaje v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012
Čistý operační zisk po dani NOPAT	x	8 591	58 315	40 420	40 420
Čistá operační aktiva NOA_{2011}	439 979	337 330	442 138	405 275	x
Hodnota EVA_{2012}					21 534
Současná hodnota 2. fáze					20 575

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Tržní přidanou hodnotu MVA tvoří součet první a druhé fáze současné hodnoty. Tržní hodnotu operačních aktiv EVA tvoří suma NOA a MVA, tedy 474 101 tis. Kč. Od této sumy se dále odečte hodnota úročených závazků a přičtou se neprovozní aktiva. Výsledné tržní ocenění pro vlastníky podniku Ametek dle metody ekonomické přidané hodnoty k 1. 1 2012 činí **464 275 tis. Kč**.

Propočet je zapsán v tabulce č. 24.

Tab. 24: Výnosové ocenění – Ekonomická přidaná hodnota (údaje v tis. Kč)

	2012
Současná hodnota 1. fáze	48 251
Současná hodnota 2. fáze	20 575
MVA	68 826
Čistá operační aktiva NOA ₂₀₁₁	405 275
Tržní hodnota operačních aktiv EVA	474 101
(-) Hodnota úročených závazků	9 826
(+) Hodnota neoperačních aktiv	0
Hn (výnosová hodnota vlastního kapitálu podniku)	464 275

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce byl odhad tržní hodnoty podniku Ametek elektromotory. Byly použity následující metody deskripce, analýza dílčích poznatků, metoda dedukce od obecného ke konkrétnímu. Práce porovnává data a hodnotí získané výsledky. Metody oceňování podniku jsou již natolik propracované, že není třeba vytvářet nové či je zásadně vylepšovat. Důležitý je hlavně účel ocenění, podle kterého se volí metoda tržního ocenění. Účelem tohoto tržního ocenění bylo zhodnocení finančního stavu podniku a úspěšnosti podnikání za předpokladu pokračující stávající činnosti.

Samotnému ocenění předcházela strategická a finanční analýza podniku. Strategická analýza je velmi důležitou fází celého procesu a její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Vnější potenciál představuje šance a rizika podniku v podnikatelském prostředí. Vnitřní potenciál vyjadřuje silné a slabé stránky podniku a jeho konkurenční výhodu. Management podniku si je vědom narůstající síle konkurence, proto hlavním cílem není pouze udržení stálých zákazníků a orientace na ně, ale i soustředění se na nové projekty, kterými doplňuje výpadky standardní produkce. Největší konkurenční výhodou Ameteku je flexibilní a rychlá výroba dle aktuálních požadavků zákazníka na trhu. Dále je to umístění ve středu Evropy, levnější pracovní síla, pojistné zásoby hotových výrobků pro dlouholeté seriózní partnery. Pro udržení a navýšení výsledků hospodaření musí být prováděny nákladové úspory, jak ve výrobě, v přepravě zboží a materiálu, tak i ve všech významných ostatních službách souvisejících s chodem podniku.

Dalším nezbytným krokem bylo prověření finančního zdraví podniku k datu ocenění, posouzení jeho historického vývoje a odhadnutí jeho vývoje pro nejbližší budoucnost. Nástrojem pro získání těchto informací byla finanční analýza vybraných finančních ukazatelů. Horizontální a vertikální analýza absolutních ukazatelů rozvahy ukazuje malé výkyvy u podnikových aktiv a pasiv. Dlouhodobá aktiva klesají, naopak oběžná stoupají. U pasiv podíl vlastního kapitálu k cizím zdrojům vzrostl o 10 %, na čemž se převážně podílí výsledky hospodaření let minulých, dále oddlužení od bankovních úvěrů a prodloužení doby splacení krátkodobých závazků. Analýza výkazu zisků a ztrát, poukazuje na mírně klesající tendenci výsledků hospodaření. Osobní náklady a výkonová

spotřeba mají mírně rostoucí trend. Ostatní provozní výnosy a náklady klesají. Analýza poměrových ukazatelů rentability prokázala spíše klesající trend. Vysílá tedy varovné signály o stále menším a menším využití dlouhodobého kapitálu a jeho podílu na zisku. Největší pokles nastal v roce 2009. Rentabilita tržeb a provozní zisková marže je kladná. Kralickův rychlý test na bonitu firmy poukazuje na dobrý stav. Podnik není ohrožen insolvenčí. Kvóta vlastního kapitálu je výborná, cash flow v tržbách je dobré, doba splácení dluhu pod 5 let. Altmanův index důvěryhodnosti vypovídá o tom, že podnik viditelně nesměruje do bankrotu. Jeho finanční situace je uspokojivá, zejména v roce 2010 a 2011.

Třetí oddíl tvoří samotné ocenění podniku na základě tří oceňovacích metod. První zvolenou metodou je účetní hodnota, která je založena na základě stavových veličin. Vychází z historických cen a má spíše informativní charakter. Další dvě jsou výnosové metody ocenění kapitalizace zisku a ekonomické přidané hodnoty. Na jejich základě byla stanovena výsledná tržní hodnota. Metoda kapitalizace zisku klade důraz na minulá data, na objektivitu a opatrnost při oceňování. Jako základ ocenění bere v úvahu reálný stav společnosti a nikoliv její možný vývoj. Metoda ekonomické přidané hodnoty bere v potaz data minulá a možný vývoj společnosti. Její pomocí se měří ekonomický zisk pro vlastníky. Prosazuje se u podniků s vyspělou tržní ekonomikou.

Předmětem ocenění je zjištění tržní hodnoty čistého obchodního kapitálu podniku Ametek k 1. 1. 2012. Sledovaná období vývoje jsou léta 2009 až 2011. Na základě účetní metody, hodnota vlastního kapitálu, tedy účetní hodnota firmy byla stanovena na **457 553 tis. Kč**. Jedná se o spodní hranici ocenění podniku. Tržní hodnota podniku byla stanovena na základě výnosových oceňovacích metod kapitalizace zisku na **586 174 tis. Kč** a ekonomické přidané hodnoty na **464 275 tis. Kč**. Metoda EVA vychází z možného budoucího vývoje společnosti a přibližuje se ke spodní hranici ocenění podniku. Hodnotitel však zvolil výslednou tržní hodnotu společnosti právě na základě metody kapitalizace zisku, která klade důraz na objektivitu a opatrnost při oceňování. Pro výpočty využívá minulá data a bere v úvahu reálný stav společnosti, nikoliv její možný vývoj, tak jako metoda EVA. Výsledná tržní hodnota byla stanovena na **586 174 tis. Kč**.

Výsledek ocenění stanovený pomocí zvolené metody dává ekonomický obraz o podniku a může být použit pro další hodnocení. Na základě výsledků byl cíl práce splněn. Propočtená hodnota svědčí o velkém potenciálu firmy, o dobrém finančním zdraví a o možném růstu podniku. Jedná se o dobrý signál o úspěšnosti podnikání pro vlastníky společnosti.

Seznam použitých zdrojů

Citace

- [1] Česko. Zákon č. 513/1991 Sb. *Obchodní zákoník*, č. 830 Ostrava: Sagit, 2011. ISBN 978-80-7208-849-2.
- [2] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [3] MAŘÍK, M., et al. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [4] HÁLEK, V. *Krizový management. Aplikace při řízení podniku*. 1. vyd. Hradec Králové: Gaudeamus, 2006. ISBN 80-7041-248-8.
- [5] SHAPIRO, E., DAVIES, K. and David MACKMIN. *Modern Methods of Valuation*. 10th ed., New York, 2009. ISBN 978-07282-0508-6.
- [6] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1.vyd. Linea-Chovanec: Moraviapress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.
- [7] KONEČNÝ, Z. *Economic Value Added as a Dependence on the Corporate- and Market-life Cycle*. [online]. Zlín: Vysoká škola Tomáše Bati ve Zlíně, 2011, s. 71-82 [vid. 2013-04-17]. ISSN 1804171X. Dostupné z: <http://search.proquest.com/docview/1315218682?accountid=17116.pdf>.
- [8] VOCHOZKA, M. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3647-1.
- [9] DLUHOŽOVÁ, D., et al. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [10] SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. ISBN 978-80-251-1830-6.

Bibliografie

- BLÁHA, Z. a I. JINDŘICHOVSKÁ. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2006. ISBN 80-7261-145-3.
- GRÜNWARD, R. a J. HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha 4: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-26-2.
- HÁLEK, V. *Krizový management. Praktické příklady*. 1. vyd. Hradec Králové: Gaudeamus, 2007. ISBN 978-80-7041-117-9.

- KISLINGEROVÁ, E. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H.Beck, 2010. ISBN 978–80–7400–194–9.
- KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.
- KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 9. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2004. ISBN 80–214–2564–4.
- KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978–80–247–2865–0.
- MAREK, P., et al. *Studijní průvodce financemi podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80–86119–37–8.
- MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: IOM–VŠE, 2007. ISBN 978–80–245–1242–6.
- MAŘÍK, M. *Finanční analýza a plánování v obchodních podnicích*. 2. vyd. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80–7079–487–9.
- MAŘÍK, M. a P. MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha 5: Ekopress, 2005. ISBN 80–86119–61–0.
- MRKVIČKA, J. a P. KOLÁŘ, *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2006. ISBN 80–7357–219–2.
- SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001. ISBN 80–7226–562–8.

Seznam internetových zdrojů

- Český statistický úřad (ČSÚ). *Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen* [online]. 2013–03–11 [vid. 2013–03–20]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace
- ČNB. *Databáze časových řad ARAD, Výnosy státních dluhopisů* [online]. 2013–03–20 [vid. 2013–03–20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=EBA&p_sestuid=&p_lang=CS

Seznam příloh

<i>Příloha A – Základní údaje o společnosti.....</i>	<i>74</i>
<i>Příloha B – Fotografie objektu</i>	<i>76</i>
<i>Příloha C – Kumulované výkazy</i>	<i>77</i>
<i>Příloha D – Organizační schéma podniku</i>	<i>81</i>
<i>Příloha E – Sortiment vyráběných elektromotorů a ukázka finálních produktů</i>	<i>82</i>
<i>Příloha F – Seznam známých zákazníků</i>	<i>83</i>

Příloha A

Základní údaje o společnosti

Obchodní firma: Ametek elektromotory, s.r.o.
Sídlo: Náchod, Běloveská 318, PSČ 547 01
Identifikační číslo: 250 72 129
Právní forma: Společnost s ručením omezeným
Předmět podnikání: – koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej
– výroba, instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů
Datum zápisu do Obchodního rejstříku:
22.8.1996

Statutární orgán:

Jednatel: Jiří Křemenák, dat. nar. 19.12.1959
den vzniku funkce: 15. května 2008
Jednatel: Denise Schier, dat. nar. 21.05.1959
den vzniku funkce: 10. června 2008
Jednatel: Pietro Luigi Enrico Zetti, dat. nar. 12.6.1968
den vzniku funkce: 19. dubna 2011
Jednatel: Eric Chaussin, dat. nar. 22.8.1969
den vzniku funkce: 16. listopadu 2011

Způsob jednání za společnost:

Jménem společnosti jedná každý jednatel samostatně. Podepisování jménem společnosti se děje tak, že k firmě společnosti připojí svůj podpis osoba, která činí jménem společnosti písemné úkony.

Společníci:

Ema Holdings UK Limited
PO Box 36, 2 New Star Road, Leicester LE4 9JQ,
Leicestershire
Spojené království Velké Británie a Severního Irska
Vklad: 20 000,- Kč
Splaceno: 100 %
Obchodní podíl: 4/12.937

Zapsáno: 21.prosince 2010
AMETEK EUROPEAN HOLDINGS LIMITED
Leicester, Leicestershire LE4 9JQ, PO Box 36, 2
New Star Road
Spojené království Velké Británie a Severního Irska
Vklad: 64 665 000,- Kč
Splaceno: 100 %
Obchodní podíl: 12.933/12.937
Zapsáno: 27.prosince 2010

Základní kapitál 64 685 000,- Kč

Počet zaměstnanců: 446

*Zdroj: Ministerstvo spravedlnosti České republiky. Obchodní rejstřík a Sběrka listin.
<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?code=ma6e4>*

Příloha B

Fotografie objektu



Zdroj : Interní materiály podniku

Příloha C

Kumulované výkazy

Kumulovaný výkaz rozvahy (údaje v tis. Kč)

	Položka	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	931 098	1 075 413	970 522
B.	Dlouhodobý majetek	266 610	250 552	242 785
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	341	210	341
B.I.3.	Software	341	210	175
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	166
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	266 269	250 342	242 444
B.II.1.	Pozemky	4 656	4 656	4 656
B.II.2.	Stavby	140 410	137 699	137 176
B.II.3.	Samostatné movité věci	90 370	103 887	96 627
B.II.4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	11	7	2
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	30 822	4 093	3 983
C.	Oběžná aktiva	663 728	824 331	727 662
C.I.	Zásoby	157 791	205 094	194 385
C.I.1.	Materiál	130 601	156 698	156 356
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	14 470	15 206	11 630
C.I.3.	Výrobky	12 696	31 929	25 045
C.I.5.	Zboží	0	1 261	1 305
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	26	0	49
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
C.III.	Krátkodobé pohledávky	400 810	606 142	460 461
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	387 485	420 189	453 860
C.III.3.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	132	175 545	127
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	8 173	5 957	5 102
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	92	752	707
C.III.8.	Doh. účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	4 165	3 686	554
C.III.9.	Jiné pohledávky	773	13	111
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	105 127	13 095	72 816
C.IV.1.	Peníze	181	750	230
C.IV.2.	Účty v bankách	104 946	12 345	72 586
D.	Časové rozlišení	760	530	75

	PASIVA CELKEM	931 098	1 075 413	970 522
A.	Vlastní kapitál	352 980	409 902	457 262
A.I.	Základní kapitál	64 685	64 685	64 685
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0

A.III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	12 009	12 009	12 009
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	12 009	12 009	12 009
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	270 737	276 284	333 209
A.V.	Výsledek hospodaření běž. úč. období (+)	5 549	56 924	47 343
B.	Cizí zdroje	578 117	665 138	512 969
B.I.	Rezervy	3 803	4 501	3 865
B.II.	Dlouhodobé závazky	28 619	15 282	14 439
B.III.	Krátkodobé závazky	528 676	589 113	484 839
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	425 346	463 219	360 425
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	6711	7 551	6761
B.III.6.	Závazky ze sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	3 590	4 283	3 642
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	741	14 358	3 975
B.III.8.	Přijaté zálohy	57	1 549	1 561
B.III.10.	Doh. účty pasivní (nevyfakturované dodávky)	92 231	98 153	106 752
B.III.11.	Jiné závazky	0	0	1 723
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	17 019	56 242	9 826
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	17 019	56 242	9 826
C.	Časové rozlišení	1	373	307

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Kumulovaný výkaz zisků a ztrát (údaje v tis. Kč)

	Položka	2009	2010	2011
I.	Tržby za prodej zboží	1 173	8 876	3 229
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 334	7 558	2 406
+	Obchodní marže	-161	1 318	823
II.	Výkony	1 251 204	1 490 359	1 515 499
B.	Výkonová spotřeba	962 230	1 126 288	1 155 131
+	Přidaná hodnota	288 813	365 689	361 191
C.	Osobní náklady	133 759	162 392	165 295
C.1.	Mzdové náklady	98 170	118 110	121 026
C.3.	Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	32 020	40 032	40 396
C.4.	Sociální náklady	3 569	4 250	3 873
D.	Daně a poplatky	149	293	308
E.	Odpisy DNM a DHM	32 394	30 383	31 147
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	42 005	42 422	42 983
E.1.	Tržby z prodeje DM	183	349	0
E.2.	Tržby z prodeje materiálu	42 073	41 822	42 983
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	38 127	33 974	39 847
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	5 156	5 957	7 060
IV.	Ostatní provozní výnosy	4 837	10 737	6 472
H.	Ostatní provozní náklady	112 752	104 990	113 250
*	Provozní výsledek hospodaření	13 380	80 604	53 739

VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0
X.		Výnosové úroky	193	576	1 323
	N.	Nákladové úroky	1 430	414	621
XI.		Ostatní finanční výnosy	50 669	40 830	49 698
	O.	Ostatní finanční náklady	55 461	50 138	44 680
*		Finanční výsledek hospodaření	-6 029	-9 146	5 720
	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 740	14 534	12 116
**		Výsledek hospodaření za běžnou činnost	5 549	56 924	47 343
XIII.		Mimořádné výnosy	0	0	0
	R.	Mimořádné náklady	0	0	0
	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0
*		Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0
***		Výsledek hospodaření za účetní období	5 549	56 924	47 343
		Výsledek hospodaření před zdaněním	7 289	71 458	59 459

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Kumulovaný výkaz peněžních toků (údaje v tis. Kč)

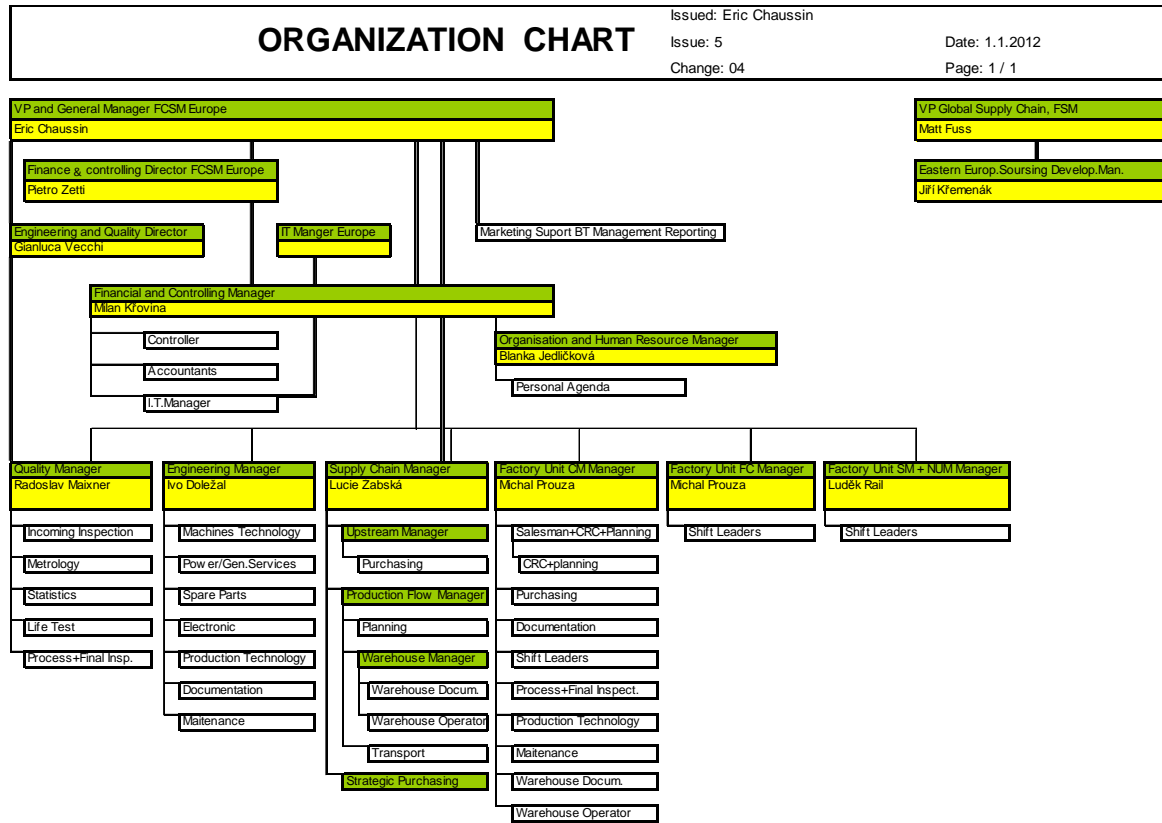
	Položka	2009	2010	2011
P.	Stav peněžních prostředků na počátku období	38 669	105 127	13 095
Z	Účetní výsledek hospodaření za běžnou činností bez zdanění	7 289	71 458	59 459
A.1	Úpravy o nepeněžní operace	38 671	46 837	34 571
A.1.1	Odpisy stálých aktiv, pohl.a opr.pol. k nabytému majetku	32 484	31 712	31 495
A.1.2	Změna stavu opravných položek	3 919	5 259	7 696
A.1.3	Změna stavu rezerv	1 237	689	-636
A.1.4	Kurzové rozdíly	-206	9 345	-3 282
A.1.5	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	0	-15	0
A.1.6	Úrokové náklady a výnosy	1 237	162	-702
A*	Peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu, placenými úroky a mimořádnými položkami	45 960	118 295	94 030
A.2	Změna stavu nepeněžních složek prac.kapitálu	121 906	-58 111	-118 113
A.2.1	Změna stavu zásob	52 855	-47 303	5 765
A.2.2	Změna stavu obchodních pohledávek	6 618	-40 338	-21 238
A.2.3	Změna stavu ost. pohledávek a přechodných účtů aktiv	-1 515	-205	4 612
A.2.4	Změna stavu obchodních závazků	73 395	20 270	-115 948
A.2.5	Změna stavu ost. závazků, krát.úvěrů a přech. účtů pasiv	-9 987	9 465	8 696
A**	Peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, placenými úroky a mimořádnými položkami	167 866	60 184	-24 083

A.3	Placené úroky	-1 430	-414	-621
A.4	Placené daně	8 867	2 329	-23 251
A***	Peněžní tok z provozní činnosti celkem	175 303	62 099	-47 955
B	INVESTIČNÍ ČINNOST			
B.1	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-45 754	-11 722	-22 436
B.2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	183	349	0
B.3	Poskytnuté půjčky a úvěry	3	-174 685	175 418
B.4	Přijaté úroky	193	384	1 110
B***	Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-45 375	-185 674	154 092
C	FINANČNÍ ČINNOST			
C.1	Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	-63 470	31 543	-46 416
C***	Peněžní tok z finanční činnosti celkem	63 470	31 543	-46 416
F.	PENĚŽNÍ TOK CELKEM	66 458	-92 032	59 721
R.	Stav peněžních prostředků na konci období	105 127	13 095	72 816

Zdroj: Účetní závěrka společnosti – vlastní zpracování

Příloha D

Organizační schéma podniku



Zdroj: Interní materiály podniku

Příloha E

Sortiment vyráběných elektromotorů a ukázka finálních produktů:

- na suché a mokré vysávání,
- do sekaček a pil,
- do vysokotlakých strojů s technologií WAP,
- do mixérů, vrtaček a jiného ručního nářadí,
- do malých větráků, sušičů rukou,
- velkoformátových tiskáren.



Zdroj: Interní materiály podniku

Příloha F

Seznam známých zákazníků:

- HUSQVARNA,
- KAERCHER,
- ROBERT BOSH,
- VIKING,
- CEM,
- NILFISK.

Zdroj: Interní materiály podniku