

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

ÚSTAV SOUDNÍHO INŽENÝRSTVÍ
INSTITUTE OF FORENSIC ENGINEERING

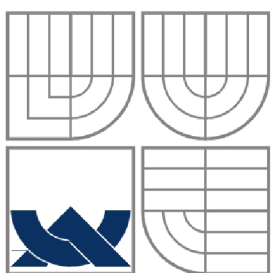
**ZNALECKÝ STANDARD PRO OCEŇOVÁNÍ
PODNIKŮ VÝROBY STAVEBNÍCH HMOT**

DISERTAČNÍ PRÁCE
DOCTORAL THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

ING. LUKÁŠ DŘÍNOVSKÝ

BRNO 2008



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



ÚSTAV SOUDNÍHO INŽENÝRSTVÍ
INSTITUTE OF FORENSIC ENGINEERING

ZNALECKÝ STANDARD PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ VÝROBY STAVEBNÍCH HMOT

EXPERT STANDARD FOR EVALUATING THE COMPANIES PRODUCING
BUILDING MATERIALS

DISERTAČNÍ PRÁCE
DOCTORAL THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

ING. LUKÁŠ DŘÍNOVSKÝ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

PROF. ING. ROSTISLAV DROCHYTKA, CSc.

BRNO 2008

LICENČNÍ SMLOUVA

POSKYTOVANÁ K VÝKONU PRÁVA UŽÍT ŠKOLNÍ DÍLO

uzavřená mezi smluvními stranami:

1. Pan/paní

Jméno a příjmení: Ing. Lukáš Dřínovský

Bytem: Chmelnice 59, Brno, 628 00

Narozen/a (datum a místo): 31.7.1980, Svitavy

(dále jen „autor“)

a

2. Vysoké učení technické v Brně

Ústav: Ústav soudního inženýrství

se sídlem: v Brně, Údolní 53, budova U14, 1.patro

jejímž jménem jedná na základě písemného pověření rektorem VUT:

prof. Ing. Karel Rais, CSc., MBA

(dále jen „nabyvatel“)

Čl. 1

Specifikace školního díla

1. Předmětem této smlouvy je vysokoškolská kvalifikační práce (VŠKP):

disertační práce

diplomová práce

bakalářská práce

jiná práce, jejíž druh je specifikován jako

.....

(dále jen VŠKP nebo dílo)

Název VŠKP:

ZNALECKÝ STANDARD PRO OCEŇOVÁNÍ
PODNIKŮ VÝROBY STAVEBNÍCH HMOT

Vedoucí/ školitel VŠKP:

prof. Ing. Rostislav Drochytka, CSc.

Ústav:

Ústav soudního inženýrství

Datum obhajoby VŠKP:

VŠKP odevzdal autor nabyvateli v* :

tištěné formě – počet exemplářů 5

elektronické formě – počet exemplářů 1 (CD, formát pdf.)

* hodící se zaškrtněte

2. Autor prohlašuje, že vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností dílo shora popsané a specifikované. Autor dále prohlašuje, že při zpracovávání díla se sám nedostal do rozporu s autorským zákonem a předpisy souvisejícími a že je dílo dílem původním.
3. Dílo je chráněno jako dílo dle autorského zákona v platném znění.
4. Autor potvrzuje, že listinná a elektronická verze díla je identická.

Článek 2

Udělení licenčního oprávnění

1. Autor touto smlouvou poskytuje nabyvateli oprávnění (licenci) k výkonu práva uvedené dílo nevýdělečně užít, archivovat a zpřístupnit ke studijním, výukovým a výzkumným účelům včetně pořizování výpisů, opisů a rozmnoženin.
2. Licence je poskytována celosvětově, pro celou dobu trvání autorských a majetkových práv k dílu.
3. Autor souhlasí se zveřejněním díla v databázi přístupné v mezinárodní síti
 - ihned po uzavření této smlouvy
 - 1 rok po uzavření této smlouvy
 - 3 roky po uzavření této smlouvy
 - 5 let po uzavření této smlouvy
 - 10 let po uzavření této smlouvy(z důvodu utajení v něm obsažených informací)
4. Nevýdělečné zveřejňování díla nabyvatelem v souladu s ustanovením § 47b zákona č. 111/ 1998 Sb., v platném znění, nevyžaduje licenci a nabyvatel je k němu povinen a oprávněn ze zákona.

Článek 3

Závěrečná ustanovení

1. Smlouva je sepsána ve třech vyhotoveních s platností originálu, přičemž po jednom vyhotovení obdrží autor a nabyvatel, další vyhotovení je vloženo do VŠKP.
2. Vztahy mezi smluvními stranami vzniklé a neupravené touto smlouvou se řídí autorským zákonem, občanským zákoníkem, vysokoškolským zákonem, zákonem o archivnictví, v platném znění a popř. dalšími právními předpisy.
3. Licenční smlouva byla uzavřena na základě svobodné a pravé vůle smluvních stran, s plným porozuměním jejímu textu i důsledkům, nikoliv v tísní a za nápadně nevýhodných podmínek.
4. Licenční smlouva nabývá platnosti a účinnosti dnem jejího podpisu oběma smluvními stranami.

V Brně dne:

.....
Nabyvatel

.....
Autor

Abstrakt

Poměrně nečekaný vývoj naší ekonomiky v posledních několika letech, někdy až dramatický pohyb v podnikové sféře, nás vede k zostření pohledu na složitou problematiku oceňování podniku. S tím však vzrůstá jak náročnost na činnost těch, kteří teoretické závěry, praktické znalosti a zkušenosti z této oblasti v praxi aplikují, tak i profesionální odpovědnost odborníků, kteří výsledky své práce a znalosti předávají ve stále rostoucí míře podnikům a organizacím.

S přibývajícím kvantitou vypracovávání znaleckých posudků pro ocenění podniků, a to v obecné fázi ještě zcela bez rozlišení hlavní činnosti samotného podniku, které jsou zpracovávány pro nejrůznější účely, se lze často setkat s mnoha mýty, omyly, polopravdami i nepravdami, kterých je potřeba se při samotném ocenění podniku vyvarovat.

Podniků je samozřejmě celá řada, zde se však omezím „pouze“ na podniky průmyslové, zabývající se výrobou stavebních hmot, a to ve vztahu ke standardizaci znaleckých posudků z této oblasti. Je totiž předpoklad, že při zpracování tohoto typu ohodnocení podniku může dojít k různým diferencím. I zde ovšem existuje celá řada materiálových odvětví, které nelze komplexně v práci fundovaně podchytit. Proto hlavní důraz bude kladen pouze na podniky zabývající se výrobou betonu, nejpoužívanějšího stavebního materiálu, pórobetonových zdících prvků, výrobou lepících tmelů, zateplovacích systémů a vláknocementových střešních desek. V rámci doktorské disertační práce bude vypracován „znalecký standard“ určující znalecký postup při vypracování relevantního znaleckého posudku. Budu se také snažit zohlednit vývoj ekonomických teorií, ze kterých pak vycházejí jednotlivé oceňovací metody.

Klíčová slova

kapitalizace čistých výnosů, diskontovaný peněžní tok, koeficient technické difference, ocenění, znalecký posudek, znalecký standard

Abstract

Relatively unexpected trends in our economic system in recent years and rather dramatic changes in the company sphere is leading us to a sharper look at the complicated problematics of company valuation. This, however, means that specialists of all professions - concerned must take this into consideration. As the number of expert reports is constantly growing, we can encounter a whole range of myths, misunderstandings and falsity which need to be avoided.

There are different kinds of companies, I will restrict this work „only“ to those producing building materials in relation to the standardization of expert reports in this field. It can be assumed that there are a lot of differences in evaluation of this type of companies. However, even among these companies there are a lot of branches which had to be left outside the scope of this work due to the difficulties in their evaluation. This work focuses mainly on the companies producing concrete, one of the most widely spread building material, aerocrete bricks, adhesive cements, thermal insulation systems and fibrecement roof slabs.

As a part of my dissertation thesis I will elaborate „an expert standard“ determining a proper evaluating process for the relevant expert report. I will also try to take into consideration the development of the economic theories which function as a basis for individual evaluating methods.

Keywords

capitalization of net earnings, discounted cash flow, coefficient of technical difference, valuation, expert opinion, expert standard

Bibliografická citace VŠKP

DŘÍNOVSKÝ, Lukáš. *Znalecký standard pro oceňování podniků výroby stavebních hmot: disertační práce*. Brno, 2008. 149 s. Vysoké učení technické v Brně. Fakulta stavební. Ústav technologie stavebních hmot a dílců. Vedoucí disertační práce prof. Ing. Rostislav Drochytka, CSc.

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem disertační práci vypracoval samostatně a že jsem uvedl všechny použité informační zdroje.

V Brně dne

.....
podpis doktoranda

Poděkování:

Děkuji svému školiteli prof. Ing. Rostislavu Drochytkovi, CSc. za odborné vedení a konzultace při vypracování disertační práce a za nabídnutou možnost se realizovat v problematice soudního a stavebně materiálového inženýrství.

OBSAH

I	ÚVOD.....	5
II	TEORETICKÁ ČÁST.....	7
	1. Pojem „podnik“	7
	2. Druhy podniků.....	8
	2.1. Majetková a kapitálová struktura podniku	8
	2.1.1. Majetková struktura podniku.....	8
	2.1.2. Finanční struktura podniku.....	10
	2.2. Druhy a způsoby financování podniku.....	11
	3. Vybrané pojmy z oblasti oceňování	13
	4. Metody oceňování podniků	20
	4.1. Přehled metod pro oceňování podniku	20
	4.2. Metody opírající se o analýzu výnosů (výnosové metody)	20
	4.2.1. Metody diskontovaných peněžních toků :.....	20
	4.2.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	20
	4.2.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty - EVA.....	21
	4.2.4. Kombinované výnosové metody :	21
	4.3. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu	21
	4.3.1. Ocenění na základě srovnatelných podniků	21
	4.3.2. Odvození hodnoty podniku ze srovnatelných transakcí.....	22
	4.3.3. Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu.....	22
	4.4. Metody založené na analýze majetku (majetkové ocenění).....	22
	5. Účely oceňování podniků	22
	5.1. Ocenění související s vlastnickými změnami.....	23
	5.2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám.....	23
	6. Směrnice pro oceňování v ČR.....	24
	6.1. Úprava znalecké činnosti.....	24
	6.2. Cenové právo.....	25
	6.3. Jmenování znalce.....	25
	6.4. Oprávnění znalce pro oceňování podniků	26
	7. Znalecký posudek – podstata vyhotovení.....	27
	7.1. Formy řízení k výkonu znalecké činnosti.....	27
	7.2. Zpracování znaleckého posudku	28

7.2.1. Podklady a dokumentace	29
7.2.2. Místní šetření	30
8. Nejčastější vady a nedostatky znaleckých posudků	31
8.1. Formální vady	31
8.2. Metodické vady	31
9. Důležité podklady pro zpracování samotného ZP (ocenění) a požadavky	32
9.1. Podklady pro zpracování ZP	32
9.2. Požadavky na ZP	33
III CÍL DISERTAČNÍ PRÁCE	36
IV EXPERIMENTÁLNÍ ČÁST	39
1. Popis jednotlivých podniků řešených v rámci DP	41
1.1. Společnost STOMIX, spol. s r.o.	41
1.1.1. Základní údaje o podniku	41
1.1.2. Stručný popis a činnost podniku	41
1.2. Společnost H + H Česká republika s.r.o.	42
1.2.1. Základní údaje o podniku	42
1.2.2. Stručný popis a činnost podniku	43
1.3. Společnost Cembrit a.s.	44
1.3.1. Základní údaje o podniku	44
1.3.2. Stručný popis a činnost podniku	45
1.4. Společnost STAPPA mix, spol. s r.o.	48
1.4.1. Základní údaje o podniku	48
1.4.2. Stručný popis a činnost podniku	49
2. Metodika zpracování experimentální části – znaleckého standardu	50
2.1 Předpoklady řešení – nastudování problematiky jednotlivých podniků	50
2.2. Účel a metody ocenění	51
2.3. Specifikace a difference vybraných podniků	55
2.4. Finanční analýza oceňovaných společností	55
2.5. Stanovení koeficientu technické difference	58
2.5.1. Výpočet KTD	58
2.5.2. Ověření KTD - aplikace metod ocenění na vybrané podniky	63
2.6. Vymezení provozně nenutného, resp. provozně nutného majetku	63
2.7. Interpretace dosažených výsledků	64
3. Aplikace znaleckého standardu – fáze I (určovací)	66

4. Aplikace znaleckého standardu – fáze II (přípravná)	68
4.1. Základní specifikace a difference vybraných podniků	68
4.2. Finanční analýza oceňovaných společností	69
4.3. Výpočet koeficientu technické difference	78
4.3.1. STOMIX, spol. s r.o.	78
4.3.2. STAPPA mix, spol. s r.o.	82
4.3.3. H+H Česká republika s.r.o.	86
4.3.4. CEMBRIT a.s.	90
4.4. Stanovení neprovozního majetku	93
5. Aplikace znaleckého standardu – fáze III (výpočtová)	93
5.1. STOMIX, spol. s r.o.	94
5.1.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda	94
5.1.1.1. Aktiva	94
5.1.1.2. Pasiva.....	106
5.1.2. Výnosové ocenění – metoda DCF	108
5.1.2.1. Analýza hospodářských výsledků	108
5.1.2.2. Určení hodnoty společnosti	109
5.1.3. Výnosové ocenění – metoda KČV	115
5.1.4. Výsledné stanovení hodnoty podniku.....	118
5.2. STAPPA mix, spol. s r.o.	119
5.2.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda	119
5.2.2. Výnosové ocenění - metoda DCF.....	119
5.2.3. Výnosové ocenění - metoda DCF.....	121
5.3. H+H Česká republika s.r.o.	122
5.3.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda	122
5.3.2. Výnosové ocenění - metoda DCF.....	122
5.3.3. Výnosové ocenění - metoda KČV	123
5.4. CEMBRIT a.s.	124
5.4.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda	124
5.4.2. Výnosové ocenění - metoda DCF.....	124
5.4.3. Výnosové ocenění - metoda KČV	125
6. Aplikace znaleckého standardu – fáze IV (interpretace dosažených výsledků).....	126
Výsledné stanovení hodnoty podniku:	127
7. Diskuze výsledků.....	130

7.1. Implementace KTD do výpočtové fáze	131
7.2. Rekapitulace výpočtové fáze (jednotlivých metod ocenění)	132
7.3. Porovnání tržních hodnot se zohledněním vlivu KTD	134
7.4. Stanovení znaleckého standardu.....	136
V ZÁVĚR.....	142
VI SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ.....	144
VII SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ.....	146
VIII SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK	147

I ÚVOD

Současná doba je spojená s novými, ale i pokračujícími přeměnami naší společnosti i se zásadními změnami v ekonomice. Rychlá transformace, rozsáhlé změny vlastnických poměrů, nebývalé přesuny majetku, dynamické změny organizační struktury jednotlivých odvětví, proměny podniků, jejich přetváření v nové organizační celky schopné i neschopné konkurence na nově se utvářejících trzích, nová motivace a chování v otevřené ekonomice, toto všechno jsou charakteristické znaky dnešní doby.

Razantnost, rychlost a četnost prováděných změn v minulých letech vyvolala i novou naléhavou potřebu poznatků, metodických postupů a zásad v oblasti, která se bezprostředně dotýká nejvlastnějších zájmů podniků – oceňování jejich hodnoty. Nezbytnost velmi rychlého uspokojení těchto potřeb vedla k bezprostřednímu přejímání teoretických principů a praktických poznatků z oblasti oceňování podniků ze zemí s rozvinutou tržní ekonomikou. To sebou přináší určitá rizika, protože máme rozdílné právní řády i uspořádání ekonomiky.

Nečekaný vývoj naší ekonomiky v posledních několika letech, někdy až dramatický pohyb v podnikové sféře, nás vede k zostření pohledu na složitou problematiku oceňování podniku. S tím však vzrůstá jak náročnost na činnost těch, kteří teoretické závěry, praktické znalosti a zkušenosti z této oblasti v praxi aplikují, tak i profesionální odpovědnost odborníků, kteří výsledky své práce a znalosti předávají ve stále rostoucí míře podnikům a organizacím. Vedle formování nových hospodářských subjektů jsou stále čtenější majetkové převody, slučování a rozdělování podniků, roste i počet zanikajících subjektů. Nejde o nějaký mimořádný stav, který by bylo možné spojovat jen s přechodným obdobím ve vývoji naší společnosti, ale o trvalý jev, charakteristický i pro úspěšně se rozvíjející a fungující ekonomiky ve světě.

Podniky v České republice se ve stále větší míře setkávají se změnami ve vnějším ekonomickém prostředí. Tyto změny pramení jednak z v podstatě stále ještě postupné integrace do Evropské unie, jednak z integrace do světové ekonomiky jako celku a v neposlední řadě také k tzv. finanční krizi postihnuvší v poslední době ve větší či menší míře jednotlivé ekonomiky světa. Integrační procesy pak vyvolávají potřebu adaptace -

přizpůsobení se novým podmínkám – jejíž nedílnou součástí je i uplatňování nových nástrojů a metod, se kterými se zatím podniková sféra nesešla.

Oceňování majetku v zahraničí se do značné míry v té které zemi odlišuje. Na jedné straně existují země, kde je oceňování regulováno zákonem. Sem patří například Spolková republika Německo, kde tamní stavební zákoník resp. odpovídající vyhláška o oceňování definuje tzv. normované postupy (věcná, srovnávací a výnosová metoda na bázi dočasné renty). Legislativně je však na rozdíl od ČR upraven pouze rámec (základní metody) nikoli důsledně veškeré použité proměnné. Na opačném konci bychom našli např. Velkou Británii, kde je oceňování založeno nejen na platných zákonech, ale zejména na precedenčních případech a technických normách, z nichž patrně nejvýznamnější představuje tzv. Červená kniha, tedy RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) Appraisal and Valuation Manual.

V souvislosti s rozvojem a pokračující globalizací a internacionalizací obchodu s nemovitostmi, vyvstala potřeba, aby si rozuměli jednotliví účastníci trhu, kteří mohou být z různých zemí resp. různých oceňovacích kultur. Proto byl v roce 1981 založen Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Committee), jehož cílem je formulovat a zveřejňovat standardy pro oceňování a doporučení pro jednání při oceňování majetku a jejich podpora při prosazování a uznávání v celém světě.

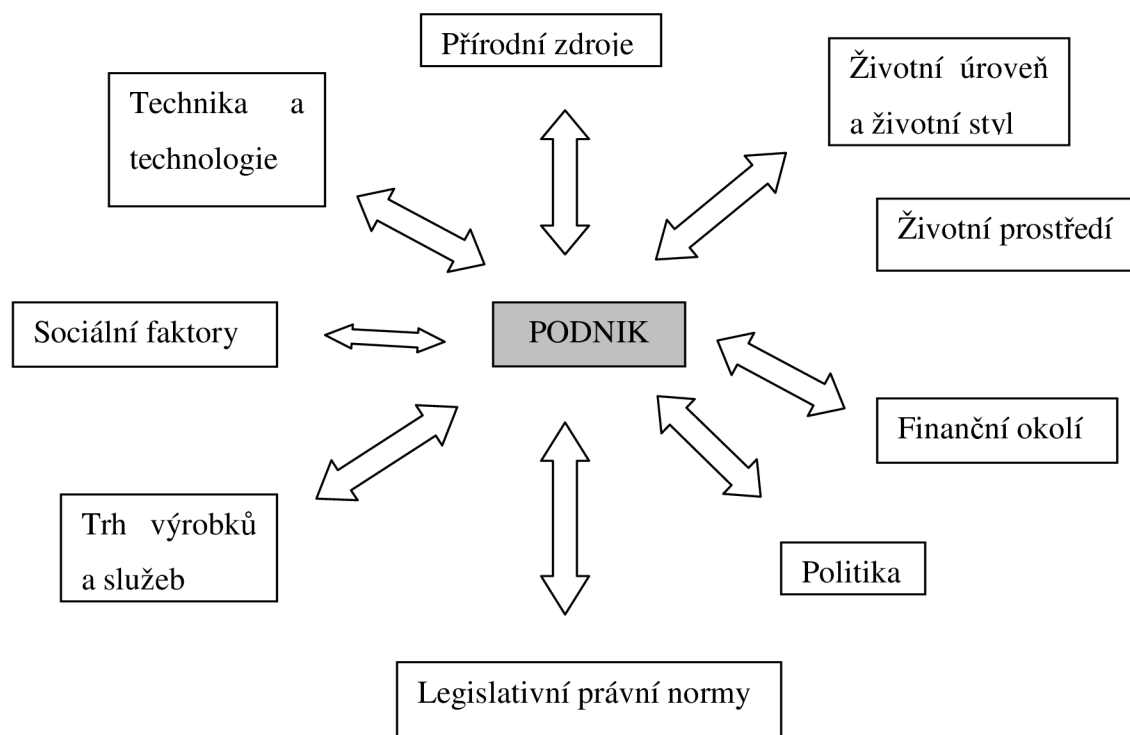
V roce 1997 pak vznikla evropská asociace odhadců TEGoVA (The European Group of Valuers Associations), která sdružuje kolem 40 národních evropských svazů odhadců (v ČR je jejím členem Česká komora odhadců majetku). TEGoVA vznikla s cílem formulovat panevropské standardy pro názvosloví a oceňovací metody, rozšířit tyto standardy, podporovat oblast oceňování v celé Evropě, zprostředkovat vzdělání odhadců na vysoké úrovni a podporovat certifikaci dle normy EN 45013. Zásadním dokumentem TEGoVy je tzv. Modrá kniha Evropských oceňovacích standardů, kterých je v současnosti 10 a jsou doprovázeny tzv. guidance notes a přílohami.

II TEORETICKÁ ČÁST

1. Pojem „podnik“

Podnik v obecné rovině je vlastně ekonomicko – právní subjekt, který tvoří jednu ze základních forem institucionálního uspořádání ekonomiky založené na výrobě zboží a poskytování služeb za úplatu.

Podnik je ve své činnosti determinován jednak účelem, pro který byl zřízen (předmět podnikání), jednak svou povahou a také svými vlastnostmi. Podnik jako systém je elementem trhu a obklopen okolím, z něhož některé části jsou tak významné, že tvoří tzv. podstatné okolí podniku, které je charakterizováno přírodními zdroji, rozvojem techniky a technologie, existencí trhu výrobků a služeb, legislativními a právními normami, životní úrovní a životním stylem, životním prostředím, jeho tvorbou a ochranou, finančním okolím podniku, sociálními faktory a v neposlední řadě také politikou.



Obr. č. 1: Podstatné okolí podniku

Dříve bylo posláním podniku uspokojování potřeby národního hospodářství v oblasti, která byla podniku direktivně stanovena, často dokonce i s odpovědností za uspokojování potřeb

v určitém regionu. Tato povinnost podniků dnes již neplatí. Základním úkolem podniku je zvyšovat svoji tržní hodnotu.

2. Druhy podniků

V této práci se budu zaměřovat na oceňování podniků, které se zabývají výrobou stavebních prvků a hmot. Rozdělení podniků hned na počátku je velice důležité. Podniky jsou rozděleny do mnoha odvětví, které vynikají svou specifickou technikou a technologií, z toho plynoucí majetkovou a kapitálovou strukturou, organizací práce a charakterem zboží či služeb, které na trhu nabízejí. Typy podniků lze v obecné rovině rozlišit na :

- výrobní (průmyslové, zemědělské, stavební apod.),
- dopravní podniky a zasílatelství,
- komunikační podniky,
- obchodní podniky,
- podniky služeb,
- peněžní ústavy,
- a další.

2.1. Majetková a kapitálová struktura podniku

2.1.1. Majetková struktura podniku

Majetkem podniku se rozumí souhrn všech věcí, peněz, pohledávek a jiných majetkových hodnot, které patří podnikateli a slouží k jeho podnikání. Jednotlivé položky majetku se označují jako aktiva. Tvoří jej tři základní skupiny:

A - dlouhodobý majetek - v rozvaze je označen jako stálá (fixní) aktiva

- dlouhodobý nehmotný majetek - software, patenty, ochranné známky

- dlouhodobý hmotný majetek - budovy, stroje, auta, pozemky

- dlouhodobý finanční majetek - akcie, podíly ve společnostech

B - oběžný majetek - v rozvaze je označen jako oběžná aktiva

- zásoby materiálu, rozpracované výroby, hotových výrobků, peníze v pokladně, na účtech v bance, pohledávky

C - přechodná (ostatní) aktiva - což jsou položky přechodného charakteru mezi majetkem a náklady nebo výnosy (např. předplatné novin, akontace u leasingu a jiné)

Požadavky na technické vybavení různých oborů činnosti ovlivňují podíl dlouhodobého majetku (stavebnictví, metalurgie, strojírenství či energetika). Na majetkovou strukturu působí i doba odepisování, předpokládaných růst objemu produkce, tempo inovací dlouhodobého majetku apod.

Samostatným pojmem, se kterým se je při ocenění možno setkat, je pracovní kapitál, který představuje jednu z ekonomických kategorií, které jsou využívány při posuzování ekonomické situace podniku a optimálnosti struktury majetku. Pro zajištění chodu podniku je třeba udržovat jeho optimální výši s ohledem na potřeby provozního financování, to je úhrad běžných nákladů souvisejících s provozem či výrobou v podniku.

Pracovní kapitál obecně je tvořen zásobami, pohledávkami a finančním majetkem. Obvykle se zjistí čistý pracovní kapitál odečtením krátkodobých závazků (krátkodobého cizího kapitálu). Zásoby spolu s pohledávkami tvoří nefinanční pracovní kapitál. Vzhledem k tomu, že však hlavním kritériem není prioritně doba splatnosti krátkodobého cizího kapitálu, ale to, zda je oceňovatel schopen na tento kapitál explicitně stanovit náklady (především úroky) nebo ne. V praxi to obvykle znamená, že se odečítají krátkodobé závazky, ale neodečítají se běžné bankovní úvěry.

Pracovní kapitál je dobré tedy počítat jako:

Krátkodobý finanční majetek
(+) Zásoby
(+) Pohledávky
(-) Neúročené závazky
(+) Časové rozlišení aktivní
(-) Časové rozlišení pasivní

Tab. č. 1: Krátkodobý finanční majetek

2.1.2. Finanční struktura podniku

Strukturu pasiv nazýváme také finanční strukturou podniku. Přestože pasiva rozvahy podniku kryjí aktiva, nelze přesně říci, který majetek byl použit na financování určitého majetku.

Vlastní zdroje financování

Vlastní zdroje financování představují prostředky (peněžité i nepeněžité), které vloží do podnikatelského subjektu jeho vlastníci (společníci, akcionáři). Dále je tvoří i prostředky, které společnost vytvoří vlastní činností a nejsou rozděleny ve prospěch vlastníků, ale naopak jsou využity k dalšímu rozvoji společnosti.

Základní kategorie vlastních zdrojů financování:

základní kapitál - je tvořen peněžními i nepeněžními vklady společníků do společnosti. Ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti se vytváří povinně a jeho výše se zapisuje do OR.

nerozdělený zisk - je část zisku po odvodu daní, která se nerozděluje mezi majitele (společníky, akcionáře), ale slouží dalšímu podnikání.

Cizí zdroje financování

Ve většině případů nejsou majitelé schopni složit dohromady dostatečné množství kapitálu pro zajištění fungování subjektu, nebo využívají výhod určitého podílu cizího kapitálu, který je definován principem finanční páky. Z uvedeného důvodu se v podniku objevují i prostředky osob, které nejsou majetkově zúčastněny na podnikání daného subjektu. Podle doby, po kterou cizí kapitál v podniku působí se tyto prostředky dělí na:

Dlouhodobý cizí kapitál

- dlouhodobé bankovní úvěry
- termínované půjčky
- vydané podnikové obligace
- leasingové dluhy

Krátkodobý cizí kapitál

Krátkodobé bankovní úvěry (kontokorentní), dodavatelské úvěry (závazky z obchodního styku), zálohy přijaté od odběratelů (odběratelský úvěr), půjčky částky dosud nevyplacených mezd a platů (závazky k zaměstnancům), nezaplacené daně.

Při sledování a řízení finanční struktury je nejpodstatnějším hlediskem podíl vlastního a cizího kapitálu a náklady na získání jednotlivých forem kapitálu. V případě dluhového financování se musí vedení podniku rozhodnout o velikosti a době trvání dluhu. Pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný obecný vzorec. Uvádějí se jen různé faktory, ke kterým je třeba přihlédnout. V praxi se setkáváme s firmami, kde podíl vlastních zdrojů se pohybuje i nad 80 % a naopak firmy, kde převažuje ve velké míře podíl cizích zdrojů. V takovýchto případech hovoříme o tzv. podkapitalizaci, resp. překapitalizaci podniku.

Firma by měla mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Velkým problémem u nás je podkapitalizace firem. Firmy rozšiřují svá aktiva, která nejsou dostatečně kryta. Pokud se firma zadluhuje u svých dodavatelů krátkodobými cizími zdroji kryje i dlouhodobá aktiva, může se dostat do nepříznivé platební situace. Zlaté bilanční pravidlo doporučuje stálá aktiva a část oběžných aktiv krýt vlastním kapitálem a dlouhodobými závazky. S tím souvisí již dříve uvedená problematika pracovního kapitálu.

2.2. Druhy a způsoby financování podniku

Financováním podniku rozumíme opatřování a použití fondů (peněz, kapitálu) pro provoz a pro rozšiřování majetku podniku. Rozeznáváme

Financování běžné

Spočívá v zajišťování a vynakládání peněz na běžný provoz podniku, tj. na nákup materiálů, paliva, energie, na výplatu mezd a platů, placení nájemného, přepravného, daní, splácení krátkodobých závazků, vyplácení dividend a úhradu jiných výdajů. Toto financování se převážně týká oběžných aktiv, jejichž souhrn je nazýván hrubý provozní kapitál (gross working capital). Řízení provozního kapitálu (Working capital management) je věnována pozornost v dalším odstavci.

Financování mimořádné

- financování při zakládání podniku, tj. zajištění peněz na pořízení pozemků, budov, strojů, zásob surovin a materiálů a částek na mzdy a platy do doby, než začne příliv peněz ve formě tržeb

- při rozšiřování podniku a jeho aktivit (alokace volných fondů do věcných a finančních investic, tj. nákup dalšího výrobního zařízení aj. věcných aktiv, nákup akcií cizích podniků, státních a podnikových obligací, finanční účasti aj.)

- financování při spojování nebo sanaci podniku

- financování při likvidaci podniku

Hlavními zdroji při pořízení investičního majetku je vlastní kapitál (vlastní majetek podnikatele, akciový kapitál) a dlouhodobý cizí kapitál, pro pořízení oběžného majetku i krátkodobý cizí kapitál. To jsou první dva způsoby financování: financování vlastním kapitálem a financování cizím kapitálem (dluhem). Po zahájení činnosti podniku začne koloběh prostředků: obchodní podnik prodá nakoupené zboží, získá hotové peníze nebo pohledávky, znovu nakoupí zboží a koloběh se opakuje. V průmyslovém podniku se vyrobí výrobky, prodají se, za tržby se nakoupí nové suroviny atd. Z tržeb se financuje celý koloběh prostředků, veškeré náklady podniku. Při dobrém hospodaření po úhradě všech nákladů zůstane zisk. Zisk po zdanění je buď spotřebován majitelem (v akciové společnosti vyplacen ve formě dividend) nebo použit k financování podniku vč. splátek dluhů. Použití zisku k dalšímu rozvoji podniku nazýváme samofinancováním ; to je třetí způsob financování podniku. Pro podnik je to hlavní způsob rozmnožování majetku. Jeho hlavní předností je to, že snižuje potřebu dalšího vydávání akcií a potřebu úvěrů. Tím snižuje náklady na kapitál, závislost na věřitelích (bankách) a zpevňuje finanční situaci podniku.

Existují tedy tři způsoby financování podniku:

1. financování vlastním kapitálem (emisí akcií popř. věcnými vklady)
2. financování cizím kapitálem (úvěrem bankovním, obchodním, půjčkou, obligacemi, zálohami dodavatelů)
3. samofinancování (financování ziskem, odpisy, popř. dalšími, vnitřními zdroji)

3. Vybrané pojmy z oblasti oceňování

Cena pořizovací

Též „cena historická“. Cena, za kterou bylo možno věc pořídit v době jejího pořízení (u nemovitostí, zejména staveb, cena v době jejich postavení), bez odpočtu opotřebení. Vyskytuje se nejčastěji v účetní evidenci. V zákoně o účetnictví č. 563/91 Sb. je definována v § 25 odst. (4) písm. a) jako pořizovací cena („cena, za kterou byl majetek pořízen a náklady s jeho pořízením související“).

Účetní hodnota

Vycházíme zde z bilance podniku. Vlastní kapitál je potom rozdílem mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků. Vychází tedy především ze skutečnosti, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Výhodou tohoto postupu je velká průkaznost získaného ocenění, ovšem zejména u dlouhodobého majetku může často docházet k odchylce od ekonomické reality. Jedná se o ocenění podniku v podstatě podle zásad platných v účetnictví.

Likvidační hodnota

Je suma peněz, kterou lze získat prodejem jednotlivých majetkových složek podniku. Tvoří zpravidla dolní hranici hodnoty podniku. Likvidační hodnota je zpravidla zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Jedná se tak o ocenění převážně statické, orientované na možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu. Likvidace podniku může probíhat s různou rychlostí a různou intenzitou. Rychlost je dána časovým obdobím, které budeme pro likvidaci podniku, tedy rozprodej podnikového majetku potřebovat. Intenzitou rozumíme míru rozdělení podnikového majetku na části, které pak mohou být s největší výhodou rozprodány.

Podstatné také je, zda likvidace podniku probíhá pod vnějším tlakem nebo zda jde o likvidaci převážně dobrovolnou. Při kalkulaci nákladů na likvidaci je třeba vzít v úvahu i položky, které vznikají až v důsledku likvidace. Patří sem především závazky plynoucí ze sociálních nároků zaměstnanců podniku (odstupné při propouštění apod.) a náklady spojené s vlastním odprodejem, případně i fyzickou likvidací majetku. Rovněž je třeba pamatovat na již zmíněný faktor času a kalkulovat současnou hodnotu peněžních toků spojených s likvidací

Substanční hodnota

Těž „věcná hodnota“, dle právního názvosloví „časová cena“ věci. Reprodukční cena věci, snižená o přiměřené opotřebení, odpovídající průměrně opotřebené věci stejného stáří a přiměřené intenzity používání, ve výsledku pak případně snižená o náklady na opravu vážných závad, které znemožňují okamžité užívání věci. Při tomto přístupu je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Toto ocenění je založeno na hodnotě podniku stanovené substanční metodou, která vychází z reprodukčních, pořizovacích a účetních hodnot majetku, vedených v účetnictví oceňované společnosti, které jsou dále upraveny. Jedná se v podstatě o fundamentální analýzu tj. přecenění aktiv a odečtení pasiv - cizích zdrojů. Při fundamentální analýze jsou přeceněna všechna aktiva společnosti. Pro přecenění jsou použity koeficienty prodejnosti K_p a koeficienty inkasa K_{in} , jejichž hodnota je stanovena na základě informací od objednavatele, zástupců oceňované společnosti, zpracovatele účetnictví, vlastní databáze, vlastních odborných odhadů, informací z trhu a odborné literatury.

Obecná cena

Těž „tržní hodnota“, „tržní cena“, v zákonu o cenách a v zákonu o oceňování „cena obvyklá“ (§ 2 odst. 1 zákona - viz výše).

Cena, za kterou je možno stejnou nebo porovnatelnou věc v daném místě a čase prodat nebo koupit. Obvykle se obecná cena zjišťuje porovnáním s již realizovanými prodeji a koupěmi obdobných věcí v daném místě a čase, pokud jsou k tomu dostupné informace. Pokud tyto informace nejsou od statisticky významného souboru dostatečně porovnatelných věcí, je třeba použít náhradní metodiku. Autoři literatury pro oceňování nemovitostí dřívější i současní, naši i zahraniční uvádějí, že důležitou hodnotou jsou reprodukční náklady; v tržním hospodářství existují síly, které v dlouhodobém průměru přibližují hodnotu k reprodukční ceně. Důvod je nasnadě: pokud bude určitý druh nemovitostí velmi ziskový, vznikne po nich poptávka, budou se ve velkém množství stavět, vznikne nadbytek, bude problém je pronajmout a jejich výnosová hodnota klesne. Toto bude trvat až do doby, kdy se některé z těchto nemovitostí použijí na něco jiného a vznikne rovnováha, resp. nedostatek a začnou se opět stavět.

Je proto třeba za vyjádření hodnoty nemovitosti, která by nepodléhala konjunkturálním vlivům, považovat zjištění pomocí hodnoty reprodukční, snižené o přiměřené opotřebení.

Pokud se týká obecné hodnoty, pak v zahraničí (a také u nás od minulého století do druhé světové války) se jako obecná cena uvažuje průměr mezi hodnotou věcnou a výnosovou. V

současné době při stavu, kdy věcná hodnota je větší než výnosová, se přijatelně osvědčil vážený průměr, s vyšší váhou na hodnotu výnosovou.

U pozemků je možno využít cenových map pozemků v obcích, ve kterých tyto cenové mapy byly vypracovány, pokud byly vyhotoveny na základě zodpovědného srovnání s již realizovanými prodeji nemovitostí. Pokud takové mapy nejsou, není často možno zodpovědně ke stanovení prodejní ceny stavebních pozemků použít příslušného paragrafu platné prováděcí vyhlášky (cenového předpisu), poněvadž tato vyhláška ne ve všech případech vyjadřuje skutečně dosahované ceny pozemků. V takovém případě je možno s výhodou využít stanovení ceny stavebního pozemku na základě metody třídy polohy podle švýcarského architekta Wolfganga Naegeliho, nebo metody indexové.

Vlastní tržní cena se tvoří dohodou až při konkrétním prodeji resp. koupi a může se od zjištěné hodnoty i výrazně odlišovat. Není možno ji přesně stanovit.

V bankovním sektoru se v poslední době ujal i pojem „tržní cena v tísní“ pro takovou cenu, za jakou je věc zcela jistě rychle prodejná.

Cena zjištěná

Pojmem cena zjištěná, resp. někdy cena administrativní, cena úřední se označuje cena, zjištěná podle cenového předpisu. V současné době je tímto předpisem zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku. Případy, kdy je třeba jej použít pro ocenění majetku, jsou uvedeny v tomto zákonu - stanoví-li tak jiný předpis, rozhodne-li tak příslušný orgán nebo dohodnou-li se tak strany.

Vlastní cenu při koupi a prodeji je možno sjednat dohodou, v libovolné výši, odchylně od předpisu. Omezení horní hranicí podle vyhlášky je zde dáno pouze omezeními podle zákona u cen regulovaných resp. věcně usměrňovaných. U nemovitostí v případě, kdy cena nemovitosti je plně nebo částečně hrazena ze státního rozpočtu, státního fondu nebo jiných prostředků státu je zde omezení cenovým předpisem. I zde však může MF stanovit cenu odchylně.

U nemovitostí v dřívější době (za platnosti vyhlášek č. 73/1964 Sb., 43/1969 Sb.) byla pro sjednání kupní ceny administrativní cena cenou maximální, kterou nebylo možno překročit; až vyhláška č. 128/1984 Sb. dovolila její překročení o 20 %, což převzala i vyhláška č. 182/1988 Sb. Její novela č. 316/1990 Sb. dovolila již překročení o 40 %, omezení s výše uvedenými výjimkami zrušila až vyhláška č. 393/1991 Sb.

Mezi organizacemi se cena sjednávala dohodou i dříve, určitou dobu s horním limitem reprodukční ceny nové stavby.

Koeficient prodejnosti

Zprůměrovaný poměr mezi skutečně dosaženými prodejními cenami a odpovídajícími časovými cenami věcí určitého, resp. srovnatelného typu v rozhodné době a v rozhodném místě.

$$KP_i = \frac{COB_i}{CC_i}$$

kde značí

COBi ... cena prodejní věci -i-,

CCi ... cena časová věci -i-.

Koeficient prodejnosti zjištěný jako průměr ze souboru -n- prodejů (transakcí) věcí stejného typu:

$$KP = \frac{\sum_{i=1}^n KP_i}{n} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{COB_i}{CC_i}}{n}$$

Jednotková cena, základní cena

Cena za jednotku (m³, m², m, ks, ha, kg). JC.

V platné prováděcí vyhlášce jsou uvedeny termíny (v předpisu sice nedefinované, z kontextu však vyplývající):

ZC základní cena - jednotková cena, stanovená v předpisu pro objekt standardního provedení

ZCU základní cena upravená - jednotková cena získaná ze ZC úpravou např. pomocí koeficientů, srážek, přírážek ap.

Stáří

Doba od začátku používání věci do rozhodného dne. [S; roků, měsíců]

U nemovitostí zpravidla od data právní moci kolaudačního rozhodnutí, pokud nebyla nemovitost prokazatelně užívána dříve. Při analytické metodě výpočtu opotřebení, kdy se počítá amortizace každé konstrukce samostatně, stáří jednotlivých konstrukcí. Po provedené generální opravě (GO) pak někdy stáří od data ukončení GO.

Životnost

Schopnost objektu plnit požadované funkce do dosažení mezního stavu při stanoveném systému předpokládané údržby a oprav; číselně se vyjadřuje např. technickým životem

s předepsanou pravděpodobností, středním technickým životem nebo střední dobou používání. Mezním stavem se rozumí stav objektu, ve kterém musí být další využití objektu přerušeno pro neodstranitelné porušení bezpečnostních požadavků, neodstranitelné překročení předepsaných mezí stanovených parametrů, neodstranitelné snížení efektivity provozu pod přípustnou hodnotu nebo nutnost provedení generální opravy.

Nákladová cena

Nemovitosti, tj. zejména stavby, se pořizují též výstavbou a pořizovací náklady (reprodukční cena) k datu ocenění, jsou tedy jednou z cest, jak najít obvyklou cenu nemovitosti. Hovoříme pak o nákladové ceně nebo hodnotě (též věcná cena nebo hodnota, nebo časová cena). Výsledkem takového ocenění je v podstatě rozpočet stavby, ať už ceny pro něj jsou použity ze souboru cen stavebních prací nebo z rozpočtových či hospodářských ukazatelů. Zdrojem takových cenových podkladů u nás jsou publikované výsledky Ústavu racionalizace ve stavebnictví v Praze nebo RTS v Brně. Nákladová hodnota ovšem většinou neodpovídá tržní hodnotě nemovitostí, a to zejména ze dvou důvodů: nemovitosti, které jsou na trhu žádané, jsou vystavěny mnohdy za účelem zisku vyplývajícího z rozdílu pořizovací a tržní ceny, tedy u těchto staveb je tržní cena vždycky větší než cena pořizovací, stavby, o které není zájem na trhu, se naopak prodávají levněji než by byly jejich pořizovací náklady v době prodeje (staré činžovní domy, zámky, zemědělské usedlosti i jakékoliv jiné stavby v místech, kde je nedostatek pracovních příležitostí, apod.). Hodnota tržní je tedy podstatně nižší než cena pořizovací k témuž datu (reprodukční cena). Podobná situace, i když v opačném směru, je i u staveb, o které je naopak zájem pro jejich schopnost zajišťovat určitý výnos.

Výnosová hodnota

Právě stavby, které jsou reprezentované očekávanou produkcí, kterou umožňují ať nájmem nebo provozem, se zpravidla vedle nákladové ceny oceňují výnosovou cenou nebo hodnotou, neboť zájem o ně je zájmem o jejich využívání. Tyto metody jsou tedy opřeny o předpokládaný výnos nemovitosti, zpravidla stavby, a jsou bezohledné do jisté míry k nákladům na jejich pořízení. Základem je tedy nájem, hovoříme-li o nemovitostech. Pokud je výnos opřen o zprostředkovanou produkci, pak hovoříme o oceňování podniku. Podstatou výnosových metod je vždy hodnocení budoucích zisků z nemovitostí a jejich porovnání s možností uložení peněz do banky na určitý úrok.

Úroková míra udává, o kolik se zvýší vklad (jistina) za určité období. Udává se v procentech nebo jako setinná míra ($i = u / 100$). Uvažovaným obdobím úročení bývá zpravidla rok a u se pak označuje *p.a.*, např. $u = 10 \% \text{ p.a.}$ znamená, že po roce bude připsán úrok ve výši 10% , i se přitom rovná $0,10$.

Úročitel udává, o kolik se zvýší jistina za rok při určité úrokové míře.

$$q = 1 + u (\%) / 100 \% = 1 + i$$

Pokud vezmeme za základ dalšího úročení hodnotu předchozího roku zvýšenou o úrok, pak hovoříme o **složeném úrokování**, jinak řečeno dojde k úrokům z úroků.

Pro zjednodušené vztahy výnosových metod většinou ale stačí jednoduché úrokování a princip tzv. věčné renty, tj. předpoklad, že budoucí hodnota peněz bude přirůstat stejnoměrně. Obvykle se pak uvádí vzorec,

$$VH = (\check{C}_v / u) \times 100,$$

kde :

VH – výnosová hodnota,

\check{C}_v – čistý výnos,

u – úroková míra.

Zahrneme-li tento výpočet do již naznačeného příkladu, ve kterém u bylo 10% a bude-li každým rokem zaplacen např. nájem ve výši $100.000,- \text{ Kč}$, náklady budou za tento rok např. $20.000,- \text{ Kč}$, pak bude tedy čistý výnos v každém roce $80.000,- \text{ Kč}$. A pokud předpokládáme počet roků pro výpočet nekonečný (věčná renta), pak platí

$$VH = (80.000,- / 10) \times 100 = 800.000,- \text{ Kč}$$

Z tohoto příkladu vyplývá, že pronajmeme-li dům za nájem ve výši $100.000,- \text{ Kč/rok}$ bez ohledu na to, jak je dům starý, velký, cenný a náklady na roční užívání budou činit $20.000,- \text{ Kč}$, je **výnosová hodnota** tohoto domu $800.000,- \text{ Kč}$ při úrokové míře 10% . Přičemž za náklady na roční užívání se v tomto případě myslí daně, pojištění, správa, odpisy, opravy a údržba a případně nájem z pozemku, pokud ovšem pozemek není ve vlastnictví majitele domu.

Někdy se také používá **koeficient kapitalizace**, kterým je převrácená hodnota úrokové míry, tj. $1 / u$.

Porovnávací hodnota

Porovnávací hodnota či cena vychází ze znalosti cen i vlastností nemovitostí, které byly prodány v daném místě a čase, nebo jsou věrohodně nabízeny na trhu a jejichž vlastnosti, zejména účel, kapacita, poloha a vybavenost, jsou podobné těm nemovitostem, jejichž cenu hledáme. Tato metoda je ve fungujícím tržním hospodářství nejčastěji používána a je tam proto často podpořena státem, např. vytvořením objektivních databází, často pod občanskou kontrolou (“výbory znalců”).

Pojem *porovnatelná*, díky překladům z angličtiny, je někdy orientována výhradně na srovnání s realizovanými prodeji, aniž by se bral ohled na zatím neporovnatelné podmínky u nás a ve světě:

U nás není kupní smlouva (před zanesením vlastnického práva k nemovitosti do Katastru nemovitostí) veřejnou listinou a údaje o kupní ceně konkrétní nemovitosti jsou natolik intimní, že porušení tohoto “tabu“ může být trestně stíháno, u nás není nikdo povinen jakékoliv cenové informace sdělit a pokud tak učiní, neodpovídá za jejich věrohodnost, takže jediný zdroj, kupní smlouva, která má jen identifikační údaje a cenu, kterou nikdo oficiálně neověřil, je nedostatečný, tyto ceny nejsou tedy věrohodně doloženy, neprochází kontrolou ani výběrem, jak má na mysli definice ceny obvyklé ze zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, která předpokládá vyloučení subjektivních cen a odhadce se k informacím, podle kterých by jejich objektivita mohla být zjištěna, zpravidla nedostane, u nás neexistují objektivní občanské orgány (v Německu např. znalecké výbory), kterým by povinně byly předkládány všechny smlouvy a které je třídí podle závazných kritérií, u nás dosud stát nevydal žádnou oficiální statistiku o cenách nemovitostí na trhu, i když již podle § 33 zákona o oceňování majetku podklady sbírá. Je tedy jasné, že stejnou, mnohdy dokonce větší vypovídací schopnost mají nabídkové ceny, které jsou veřejné (nabídky realitních kanceláří), dokumentované zpravidla fotografiemi a textem se základními hlavními parametry dané nemovitosti, takže mají daleko více znaků srovnatelnosti s námi oceňovanou nemovitostí a lze sledovat i jejich vývoj. Zde nezbyvá než souhlasit s liberálním, ale zato promyšleným názorem bankovních institucí, připouštějícím oba cenové zdroje, přirozeně s prioritou realizovaných, ale ověřitelných cen, před nekompromisním překladem zahraniční definice.

4. Metody oceňování podniků

4.1. Přehled metod pro oceňování podniku

- metody opírající se o analýzu výnosů
- metody založené na analýze aktuálních cen na trhu
- metody založené na ocenění vynaložených nákladů (nákladů na pořízení majetku) - tato metoda je primárně založena na analýze podnikového majetku
- metody reálných opcí

Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Obvykle se používá výběr ze základních metod.

4.2. Metody opírající se o analýzu výnosů (výnosové metody)

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- kombinované výnosové metody

4.2.1. *Metody diskontovaných peněžních toků :*

Metody diskontovaných peněžních toků (DCF - discounted cash flow), jsou velmi rozšířené v praxi, zejména v anglosaských zemích. Ovšem i v české praxi získávají na významu. S pravděpodobným postupným přibližováním stavu českého podnikového sektoru k situaci běžné ve vyspělých ekonomikách, lze předpokládat další růst jejich významu.

4.2.2. *Metoda kapitalizovaných čistých výnosů*

Tato metoda je hojně používána hlavně v německy mluvící Evropě. Jako důvod používání tohoto přístupu je uváděna námitka, že reálné období pro plánování peněžních toků stěží přesáhne 4 - 7 let. Předpokládaná chyba je podle názorů převládajících v Německu větší, než když použijeme metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda se opírá více než metoda DCF o výsledky minulých let. Východiskem jsou rozvahy a výsledovky za posledních 3 - 5 let. Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň.

Východisko metody, čisté výnosy, lze tedy chápat jako upravený hospodářský výsledek po daních a po odpočtu placených úroků. Řada srovnatelných hospodářských výsledků je základem pro výpočet tzv. odnímatelného čistého výnosu. Odnímatelný čistý výnos chápeme jako prostředky, které je možno rozdělit vlastníkům, aniž by byla dotčena podstata podniku. Máme-li odhad trvale odnímatelného čistého výnosu, můžeme určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku pomocí vzorce pro věčnou rentu. Máme-li k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů, můžeme použít dvou nebo trojfázovou metodu.

Společným znakem výnosových metod je odvozování hodnoty podniku ze současné hodnoty budoucích výnosů (příjmů).

4.2.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty - EVA

Tento model pracuje s ukazatelem EVA (Economic Value Added), tedy s ekonomickou přidanou hodnotou. Ukazatel EVA vychází z klasického porovnávání nákladů na kapitál a očekávané výnosnosti podniku. Bohatství podniku roste, jestliže efekt jím dosažený převyšuje tzv. náklady ušlé příležitosti.

4.2.4. Kombinované výnosové metody :

Jedná se o metody, které se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové.

4.3. Metody založené na analýze aktuálních cen na trhu

- ocenění na základě srovnatelných podniků
- ocenění na základě srovnatelných transakcí
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

4.3.1. Ocenění na základě srovnatelných podniků

Při tomto přístupu srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Většinou se jedná o situaci, kdy oceňujeme akciovou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány nebo jejich cenu nemůžeme z nějakého důvodu použít. Pro srovnání vybíráme podniky, které jsou obchodovány na veřejných trzích. Je třeba si uvědomit, že tímto způsobem jsou oceněny pouze jednotlivé akcie (menší podíly).

Důležitým bodem u této metody je volba násobitelů. Jejich smyslem je zohlednit rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných firem.

4.3.2. Odvození hodnoty podniku ze srovnatelných transakcí

Můžeme získat přímo hodnotu podniku jako celku (hodnotu vlastního kapitálu podniku). Zde počítáme násobitele pro hodnotu podniku jako celku na základě skutečně zaplacené ceny za srovnatelné podniky.

4.3.3. Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu

Odlišnost od metody srovnání s podobnými podniky, u nichž je hodnota známa, spočívá především v rozsahu dostupných údajů, který je v tomto případě menší. Tato metoda má zpravidla jen podpůrný význam.

4.4. Metody založené na analýze majetku (majetkové ocenění)

- vlastní kapitál
- likvidační hodnota
- substanční hodnota

5. Účely oceňování podniků

Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek. Tento užitek může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům. V kontextu tohoto je zapotřebí také zvolit vhodnou metodu, resp. metody pro ocenění předmětného (řešeného) podniku.

Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. Ocenění potřebujeme například při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společností. Neobejdeme se bez něho při fúzích a přeměnách podniků. V důsledku velkého množství podnětů je žádoucí tyto podněty poněkud uspořádat. V první řadě budeme rozlišovat, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv.

5.1. Ocenění související s vlastnickými změnami

Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku (v tomto případě jde konkrétně o vklad podniku), ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a obchodního zákoníku, ocenění v souvislosti s rozdělením společností dle § 69c obchodního zákoníku, ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí -§ 183a a další obchodního zákoníku.

5.2. Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám

Změna právní formy společnosti dle § 69d obchodního zákoníku, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru (při poskytování úvěru by bylo často žádoucí vycházet nejen z účetního pohledu na majetek a závazky, ale zpracovat i reálné ocenění), ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snížená o další nutné kapitálové vklady).

6. Směrnice pro oceňování v ČR

6.1. Úprava znalecké činnosti

- zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících a prováděcí vyhláška Ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., v platném znění
- Směrnice ministerstva spravedlnosti ČSR ze dne 12.5.2.1973 č. 10/1973 – kontr. odb., o organizaci, řízení a kontrole znalecké tlumočnické činnosti (vydáno pod č.j. 3/1973 Sbírkou instrukcí a sdělení ministerstva spravedlnosti ČSR)
- Znalecké standardy I. až IX. – vypracováno ÚSI Brno, vydáno MS ČR

V současné době probíhá legislativní proces změny dosavadního platného zákona č. 36/1967 Sb, o znalcích a tlumočnících, který je dle mnoha názorů již „zastaralý“ a který formuluje znaleckou činnost v oddílu 1, Účel a rozsah úpravy § 1.

Pozn.: Nutno podotknout, že v době zpracování této disertační práce šel zákon do PSP ČR a není tedy zřejmé přesné konečné znění zákona, nicméně předpokládá se zachování navrhovaných změn v plném rozsahu.

(1) Účelem zákona je zajištění řádného výkonu znalecké a tlumočnické činnosti v řízení před orgány veřejné moci, jakož i znalecké a tlumočnické činnosti prováděné v souvislosti s právními úkony třetích osob.

(2) Tento zákon upravuje

- a) podmínky výkonu znalecké a tlumočnické činnosti,*
- b) práva a povinnosti znalců a tlumočnicků,*
- c) podmínky činnosti znaleckých ústavů (dále jen „ústavy“),*
- d) působnost Ministerstva spravedlnosti (dále jen „Ministerstvo“) a krajských soudů při výkonu státní správy znalecké a tlumočnické činnosti.*

Dle § 2, ost. (1) a (2) vykonávají znaleckou a tlumočnickou činnost znalci zapsaní do seznamu znalců a tlumočnicků (dále jen „seznam“); znaleckou činnost vykonávají také ústavy (§ 21). Osoby nezapsané do seznamu mohou být v řízení před orgány veřejné moci ustanoveny znalci nebo tlumočnický jen výjimečně za podmínek stanovených v § 24.

6.2. Cenové právo

- zákon č. 526/1990 Sb., o cenách, v platném znění
- zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku
- prováděcí vyhláška k zákonu č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku (nyní vyhl. č. 3/2008, o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů , (oceňovací vyhláška), od 1.2.2008

6.3. Jmenování znalce

§ 3, odst. (1) *Znalce (tlumočníky) jmenuje pro jednotlivé obory (jazyky) ministr spravedlnosti nebo předseda krajského soudu v rozsahu, v němž je ministrem spravedlnosti k tomu pověřen.*

§ 4, odst. (1) *Znalcem může být jmenována fyzická osoba, která*

- a) *je způsobilá k právním úkonům plném rozsahu,*
- b) *je bezúhonná podle §4b,*
- c) *nebyla v posledních 3 letech vyškrtuta ze seznamu pro porušení povinností dle tohoto zákona,*
- d) *splňuje potřebné odborné předpoklady, alespoň získala-li*
 1. *VŠ vzdělání absolvováním magisterského studijního programu v oboru, pro který má být jmenována, nebo v oboru souvisejícím, studiem na VŠ v ČR nebo odpovídající vzdělání na VŠ v zahraničí za předpokladu, že toto vzdělání bylo uznáno podle jiných právních předpisů, nebo byla-li v tomto oboru nebo oboru souvisejícím jmenována docentem nebo profesorem podle jiného právního předpisu,*
 2. *odbornou nebo specializovanou způsobilost, je-li pro konkrétní obor, odvětví nebo specializaci jiným právním předpisem předepsána a*
 3. *odbornou praxi v oboru, pro který má být jmenována, nebo v oboru souvisejícím, kterou vykonávala nejméně po dobu 5 let,*
- e) *absolvovala v rámci získaného vzdělání podle písmene d) speciální výuku pro znaleckou činnost, jde-li o jmenování pro obor a odvětví, v němž je taková výuka zavedena, nebo absolvovala kurs znaleckého minima organizovaný subjektem pověřeným ministerstvem,*
- f) *má takové osobní vlastnosti, které dávají předpoklad pro to, že znaleckou činnost může řádně vykonávat,*
- g) *se jmenováním souhlasí.*

6.4. Oprávnění znalce pro oceňování podniků

Obsahová podstata výběru znalce k oceňování podniků je dána § 4 odst. 1 vyhl. č. 37/1967 Sb., ve znění platných předpisů.

(1) U každého krajského soudu se vede seznam znalců a tlumočnicků. Zapisují se do něho všichni znalci a tlumočníci jmenovaní ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu, kteří mají bydliště v obvodu krajského soudu. Seznam obsahuje oddíl pro zápis znalců a oddíl pro zápis tlumočnicků. Člení se způsobem stanoveným ministerstvem spravedlnosti na základní obory, z nichž některé podle rozsahu se člení na odvětví.

Je tedy zřejmé, že jednotliví znalci jsou řazeni podle základních oborů v seznamech znalců při krajských soudech. Některé obory jsou dále v seznamech rozčleněny do dílčích odvětví pro konkretizaci oborové náplně znalce.

Problematika, resp. specializace oceňování podniků je zařazena do oboru Ekonomika. Vzhledem k faktu, že obor ekonomika je obsáhlý, je rozdělen na následující odvětví, do kterých jsou znalci zapisováni podle vlastní specializace.

- a. Řízení, plánování a organizace ekonomiky
- b. Ceny a odhady**
- c. Dodavatelsko-odběratelské vztahy
- d. Investice
- e. Mzdy
- f. Peněžnictví a pojišťovnictví
- g. Racionalizace
- h. Správa národního majetku
- i. Účetní evidence
- j. Ekonomická odvětví různá

Podle dělení na jednotlivé odvětví pak dochází k výběru znalce za předpokladu, že nepřipadá v úvahu námitka podjatosti znalce vůči některé ze stran. V případě, že je znalec požádán o podání posudku mimo obor, ve kterém je zapsán, vypracování posudku znalec odmítne.

7. Znalecký posudek – podstata vyhotovení

Nejprve je důležité si uvědomit, v jakých případech se po znalci požaduje vyhotovení znaleckého posudku. Znalecká činnost sama o sobě představuje nestrannou činnost ve věci posuzování a zjišťování pravdy. Zjišťování pravdy a skutečností je znalcem prováděno vždy objektivně. Lze tedy shrnout, že znalecký posudek ve většině případů slouží jako jeden z možných důkazních prostředků pro zjištění skutečného stavu věci. Dalšími důkazy mohou být podle občanského soudního řádu zejména výslech svědků, zprávy a vyjádření orgánů, fyzických a právnických osob, notářské nebo exekutorské zápisy a jiné listiny, ohledání a výslech účastníků. Důkazy lze teoreticky rozdělit následovně:

- a) důkazy usvědčující a ospravedlňující
- b) důkazy původní a odvozené
- c) důkazy přímé a nepřímé

Znalecký posudek je hodnocen na stejné úrovni, jako další důkazy. Důkazy hodnotí soud podle své úvahy, a to každý důkaz jednotlivě a všechny důkazy v jejich vzájemné souvislosti; přitom pečlivě přihlíží ke všemu, co vyšlo v řízení najevo, včetně toho, co uvedli účastníci.

7.1. Formy řízení k výkonu znalecké činnosti

Jak již bylo řečeno, podle § 1 z. č. 36/1967 Sb., se za znaleckou činnost považuje činnost v řízení před orgány veřejné moci, jakož i znalecké činnosti prováděné v souvislosti s právními úkony třetích osob. Konkretizace jednotlivých činností by pak mohla být následující:

- a) podání posudku v trestním řízení** (z.č. 141/1961 Sb., o trestním řízení soudním)
 - a1) z podnětu vyšetřovacích orgánů
 - a2) na základě usnesení soudu nebo státního zástupce
 - a3) na základě rozhodnutí soudu nebo státního zástupce
- b) podání posudku v občanskoprávním řízení** (z.č.99/1963 Sb., občanský soudní řád)
 - b1) z podnětu vyšetřovacích orgánů
 - b2) na základě usnesení soudu nebo státního zástupce
 - b3) na základě rozhodnutí soudu nebo státního zástupce
- c) podání posudku ve správním řízení** (z.č. 71/1967 Sb., správní řád)
 - c1) z podnětu státní správy

- c2) z podnětu ministerstva
- c3) z podnětu obecního úřadu
- c4) z podnětu magistrátu apod.

d) podání posudku na základě dohody mezi znalcem a PO

- d1) pro právní úkon pojišťoven např. v rámci likvidace škodní události apod.

e) podání posudku na základě dohody mezi znalcem a FO

- e1) pro právní úkon občana např. v rámci reklamace provedeného díla apod.

Nejdříve bych chtěl zdůraznit, že v případech vypracování ZP pro potřeby státních orgánů, resp. veřejné moci (tj. viz. a, b, c) znalci nepřísluší hodnotit právní podstatu věci. V rámci ZP se znalci vymezí jeho úkol formulací výčtu otázek, na které má znalec odpovědět. Znalec by se měl zabývat pouze skutečnostmi, jež jsou pro vypracování posudku (pro stanovení jednoznačných závěrů) potřebné. Určí se znalci lhůta k doložení posudku, kterou může znalec na základě žádosti z důvodu nepřiměřené doby k podání ZP prodloužit. Naopak v případech zpracování ZP pro organizace nebo občany (tj. viz d,e) musí být ZP podán výhradně v souvislosti s právním úkonem objednavatele posudku (např. likvidace škodní události). Na základě zjištěných zkušeností se i v těchto případech doporučuje znalci nechat si konkretizovat úkol od objednavatele nejlépe formulací výčtu otázek.

7.2. Zpracování znaleckého posudku

Jedná-li se o vypracování posudku v trestním řízení, formu upravuje zákon č. 141/1961 Sb., o trestním řízení soudním v § 105 příbrání znalce.

(1) Je-li k objasnění skutečností důležité pro trestní řízení třeba odborných znalostí, rozhodne orgán činný v trestním řízení a v řízení před soudem předseda senátu o příbrání znalce. Místo příbrání znalce je možno se spokojit v jednoduchých případech s potvrzením nebo odborným vyjádřením příslušného orgánu, o jejichž správnosti nejsou pochybnosti.

Forma podání znaleckého posudku je odvislá od zadání a podmínek objednavatele posudku. V případě trestního řádu v § 107 příprava posudku je uvedeno následující:

(1) Znalci, který je pověřen úkonem, se poskytnou potřebná vysvětlení ze spisů a vymezí se jeho úkoly. Přitom je třeba dbát toho, že znalci nepřísluší provádět hodnocení důkazů a řešit právní otázky...

(2) Znalci se zpravidla uloží, aby posudek vypracoval písemně. Posudek se doručuje též obhájci, a to na náklady obhajoby.

a dále § 108 výslech znalce upřesňuje

(1) Vypracoval-li znalec posudek písemně, stačí, aby se při výslechu naň odvolal a jej stvrdil. Nebyl-li posudek vypracován písemně, nadiktuje jej znalec při výslechu do protokolu.

Jedná-li se o vypracování posudku v občanskoprávním řízení, formu upravuje zákon č. 99/1963 Sb., občanský soudní řád v § 127.

(1) Závisí-li rozhodnutí na posouzení skutečností, k nimž je třeba odborných znalostí, ustanoví soud po slyšení účastníků znalce. Soud znalce vyslechne; znalci může také uložit, aby posudek vypracoval písemně. Je-li ustanoveno několik znalců, mohou podat společný posudek. Místo výslechu znalce může se soud v odůvodněných případech spokojit s písemným posudkem znalce.

7.2.1. Podklady a dokumentace

Obstarání si věcných podkladů je nejdůležitější součástí práce znalce pro věcné posuzování stanoveného účelu posudku. Podklady lze rozlišit na podklady již obsažené ve spise nebo podklady obstarané samotným znalcem. Ve většině případů však není technická přijatelnost těchto podkladů dostačující k zodpovězení otázek znaleckého posudku. Doporučuje se v této fázi si vypracovat „koncept posudku“, na základě kterého si znalec ujasní chybějící nezbytné podklady a ty si musí následně obstarat.

Odlišnosti nastávají v případě dostupnosti podkladů ze spisu v trestním řízení a v občanskoprávním řízení. Jedná-li se o průběh trestního řízení, obdrží znalec veškeré podklady k podání posudku od orgánu činného v trestním řízení. Není možné, aby si znalec opatroval podklady sám, chce-li znalec zajistit další podklady, musí si je vyžádat od orgánu. Naopak v občanskoprávním řízení je znalci na požádání poskytnut celý spis k prostudování.

Podklady pro vlastní práci znalce lze rozdělit následovně:

- a) podklady objektivní
 - přímo získané
 - zprostředkované

- b) podklady subjektivní

Mezi podklady objektivní přímo získané, patří takové podklady, které si znalec shromáždil sám na základě provedeného ohledání, jehož se účastnil či sám realizoval. Ohledání je upraveno mj. v trestním řízení v § 113. Uvádí se v něm, že praxe trestního řízení pod pojmem ohledání zahrnuje mj. vlastní ohledání, rekonstrukci a vyšetřovací pokus.

Mezi podklady objektivní zprostředkované, patří podklady nevypracované nebo neshromážděné znalcem samotným. Jako takové jsou uvažovány zhotovené zprávy akreditovaných zkušeben nebo autorizovaných osob, prohlášení o shodě výrobků, projektová dokumentace, nebo protokol sepsaný při již provedeném ohledání).

Do podkladů subjektivních se řadí zejména svědecké výpovědi, jež nemají zaručenou kvantitativní stránku věci.

Jak je z textu patrné, pro kvantitativní stránku znalecké činnosti je nutné vycházet z podkladů objektivních, přímo získaných, které mají největší vypovídající schopnost vůči skutečnému stavu věci. K zajištění zmiňovaných podkladů by měl znalec provádět některé z činností, které má zákonně k dispozici. Nejvíce transparentní popis činnosti znalce v takových případech upravuje občanský soudní řád v § 130, kde se uvádí:

- (1) Ohledání předmětu, který je možno dopravit k soudu, provede se při jednání. Za tím účelem může předseda soudu uložit tomu, kdo má předmětný předmět, aby jej předložil.*
- (2) Jinak se ohledání provádí na místě. Je k němu třeba předvolat ty, kteří se předvolávají k jednání.*

7.2.2. Místní šetření

Nejvíce důležitou částí postupu zpracování ZP je provedení místního šetření sloužícího k zajištění objektivních podkladů. Ve své podstatě se jedná o zkoumání aktuálního stavu zkoumaných jevů a jednotlivých interakcí ve zkoumaném systému všech jevů. Při provádění místních šetření v rámci zhotovování ZP pro orgány je nutné svolat všechny účastníky řízení a oznámit jim termín a místo provedení místního šetření.

Již během provádění místního šetření znalec hodnotí, zda došlo k odlišnosti mezi skutečnostmi uváděnými v podkladech a nastalými skutečnostmi v reálném stavu. Znalci je doporučováno vše si pečlivě zaznamenávat a vést si přehledné zápisy. Znalci je rovněž

doporučeno před provedením místního šetření si projít a prostudovat podklady, které si chce místně ověřit.

8. Nejčastější vady a nedostatky znaleckých posudků

8.1. Formální vady

Za posudek s formálními vadami považujeme takový, který nemá formální náležitosti stanovené zák. č. 36/1967 Sb. v platném znění a vyhl. č. 37/1967 Sb., v platném znění, tj.: neuvedení nálezu a posudku, posudek není sešit, strany nejsou očíslovány, chybí sešívací šňůra nebo není připevněna k poslední straně posudku a přetištěna znaleckou pečeti, není připojena znalecká doložka, posudek není opatřen řádným podpisem a otiskem znalecké pečeti, posudek nemá číslo dle znaleckého deníku, posudek je vypracován znalcem, jenž není v daném oboru oprávněn podávat znalecké posudky.

8.2. Metodické vady

Z obecného hlediska je za metodicky nesprávný považován znalecký posudek zejména v případech, kdy:

vychází z neúplných nebo technicky nepřijatelných podkladů, znalec na tuto skutečnost neupozornil a nesnažil se je doplnit, znalec nepřihlédl ke všem skutečnostem majícím význam pro podání posudku, vybral jen některé a s dalšími, třeba rozpornými, se v posudku nevyrovnal, znalec jednoznačně vyřešil danou otázku, i když rozsah vstupních hodnot nebo úroveň rozvoje daného oboru vědy takové jednoznačné vyřešení ještě neumožňují (sem lze zařadit i posudky a výpočty pouze ve střední hodnotě, bez uvedení možného rozsahu výsledných hodnot), způsob a podmínky zkoumání materiálů při zpracování posudku neodpovídaly vědeckým požadavkům, posudek je nejasný (není dostatečně přesvědčivě odůvodněn, trpí vnitřními rozpory, jeho závěr nevyplývá logicky z předpokladů, z odpovědí na otázky není jasné, jaké vlastně znalec k dané otázce zaujímá stanovisko), posudek je neúplný (odpovědi na položenou otázku jsou neúplné, posudek neosvětluje všechny okolnosti, ke kterým měl znalec zaujmout stanovisko), znalec se neoprávněně zabývá i právní problematikou (otázkou viny, zavinění, porušení předpisů, povinnosti nahradit škodu apod.), nebo předběžně řeší právní otázky jednoznačně (např. u odhadů nemovitostí) a neupozorní na možnost jiné alternativy, znalec při zpracování

posudku vyšel z nevhodného, nesprávného eventuelně v posuzované době neplatného předpisu, případně se dopustil nesprávné aplikace některých ustanovení předpisu znalec ke zkoumané problematice nepřistupoval komplexně, systémově, se znalostí vlastností všech prvků systému a jejich interakcí.

9. Důležité podklady pro zpracování samotného ZP (ocenění) a požadavky

9.1. Podklady pro zpracování ZP

Pro ocenění se nejčastěji používají následující vstupy (podklady):

- Výpis z obchodního rejstříku oceňované firmy, živnostenský list
- Výpis z obchodního rejstříku firem, ve kterých má oceňovaná firma podíl
- Stanovisko auditorů k účetnictví
- Rozvaha společnosti v plném rozsahu
- Výkaz zisků a ztrát
- Přehled nákladů a výnosů
- Kniha vydaných faktur
- Kniha přijatých faktur
- Seznam pohledávek členěný dle doby po splatnosti
- Předvaha
- Výpis stavu pokladny ke dni ocenění
- Výpis ze všech bankovních účtů ke dni ocenění
- Výpis z devizového účtu ke dni ocenění
- Soupis HIM, DHIM, DIM, NIM
- Výpis z účtu cenných papírů
- Znalecké posudky na nemovitosti v majetku firmy pokud jsou k dispozici
- Výpis z KN na nemovitý majetek firmy + další dostupné podklady pro jejich ocenění
- U akciových společností výroční zpráva
- případné další

Co se týče úplnosti a správnosti veškerých vstupních údajů, rozhodující význam má odpověď na otázku, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a do jaké míry jsou úplná. Oceňovatel se většinou spoléhá na závěry auditora. Není-li to možné, je třeba, aby si alespoň orientačně prověřil stav účetnictví sám, nebo tímto úkolem pověřil kvalifikovaného spolupracovníka. Zároveň se musí zajímat o všechny podstatné informace, které nejsou z různých důvodů ve výkazech obsaženy.

9.2. Požadavky na ZP

Znalecký posudek musí splňovat následující požadavky :

- musí být komplexní
- musí být úplný
- musí být vnitřně konzistentní
- musí být nezávislý a nestranný
- musí být přezkoumatelný

Metody použité ve ZP musí být zvoleny důvodně a odůvodněně a musí splňovat požadavek vzájemné kontroly. Údaje použité při sestavení ZP musí být spolehlivé a musí být užity transparentně.

Komplexnost

Znalecký posudek je považován za komplexní v rovině věcné, jestliže přihlíží k právům a povinnostem všech zúčastněných stran. Znalecký posudek je považován za komplexní v rovině časové, jestliže přihlíží k minulému vývoji, současnému stavu a budoucímu předvídatelnému vývoji dané společnosti. Znalecký posudek jako celek je komplexní, pokud znalec při jeho sestavení přihlédl nezávisle a nestranně ke všem známým relevantním skutečnostem, ke kterým přihlédnout měl a mohl.

Úplnost

Znalecký posudek je považován za úplný, jestliže obsahuje datum, k němuž je ocenění provedeno a obsahuje veškeré náležitosti a údaje znaleckého posudku.

Cílem zásady úplnosti je především zajistit, aby znalec uvedl úplný postup, kterým dospěl k výsledku znaleckého posudku, použité předpoklady, popis metod a použité informace a údaje.

Zatímco cílem zásady komplexnosti je formulovat optimální způsob pohledu znalce na oceňovanou společnost a relevantní skutečnosti, cílem zásady úplnosti je vyjádřit požadavky na formální stránku u znaleckého posudku. Dodržení zásady úplnosti je nutnou podmínkou dodržení zásady opakovatelnosti. Pokud je možno postup znalce zopakovat s obdobnými výsledky, má se za to, že je dodržena i zásada úplnosti.

Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost)

Znalecký posudek je vnitřně konzistentní, jestliže znalec zvolil postup výpočtu a vstupní údaje metody použité ve znaleckém posudku v souladu s obecnými předpoklady a principy, a v souladu s předpoklady výslovně vyjádřenými ve znaleckém posudku nebo předpoklady a principy vyplývajícími z použití určitého postupu, metody nebo údaje a v souladu s interpretací výsledků ocenění.

Nezávislost a nestrannost

Znalecký posudek je nezávislý (nezávisle sestavený), jestliže znalec není žádným způsobem závislý na výsledku znaleckého posudku. Znalecký posudek je nestranný, jestliže znalec volbou předpokladů, údajů, metod nebo postupů použitých ve znaleckém posudku neovlivnil posudek ve prospěch některé ze zúčastněných stran.

Pokud znalec bez dalšího přijme údaje, o jejichž nezkreslenosti a nestrannosti může mít pochybnost (například finanční plán dané společnosti předložený vedením společnosti) a nediskutuje vliv účelu, pro nějž byly zjištěny (nebo k němu nepřihlédne), existuje pochybnost, zda takový údaj je nestranný.

Pokud znalec interpretuje právní normy způsobem, který je diskriminující vůči některé ze zúčastněných stran, ač je takový způsob interpretace odůvodnitelný jednotlivými praktickými případy, existuje pochybnost, zda znalecký posudek je nestranný.

Přezkoumatelnost

Znalecký posudek musí být zpracován ve formě, která umožňuje jeho kontrolu provedeního výpočtu a použitých vstupů. Forma provedení a struktura znaleckého posudku by měla být přehledná a nesmí být pro uživatele zavádějící, přičemž postup při provedení ocenění musí být přezkoumatelný. Znalecký posudek je přezkoumatelný, jestliže jsou údaje, metody a postupy použité ve znaleckém posudku použity odůvodněně a nezávislý a nestranný odborník je schopen při vynaložení přiměřeného úsilí a prostředků na základě informací o zdrojích údajů, postupech a metodách použitých a uvedených ve znaleckém posudku zopakovat postup znalce s obdobnými výsledky. Pokud pocházejí údaje použité v posudku z interních zdrojů znalce, neplatí požadavek opakovatelnosti, znalec je však povinen uvést informace o metodách a postupech, na jejichž základě k těmto údajům dospěl, aby nezávislý a nestranný odborník při vynaložení přiměřeného úsilí a prostředků byl schopen na základě těchto informací zmíněné údaje získat, pokud by měl obdobné nebo shodné primární informační zdroje jako znalec. Primárním informačním

zdrojem se rozumí zdroj informací, které ve vztahu ke znaleckému posudku nejsou výsledkem metod nebo postupů použitých ve znaleckém posudku.

Přehlednost z velké části ovlivňuje i posuzování kvalitativní úrovně provedených analýz a jejich snazší přezkoumatelnost, případně jejich opakovatelnost jinými znalci (jako příklad může sloužit provedení finanční analýzy bez použití tabulek či grafů, což vylučuje rozumnou možnost zhodnotit dostatečně finanční situaci cílové společnosti).

Důvodnost

Metody, postupy a údaje použité ve znaleckém posudku jsou použity důvodně, jestliže za nezávislého a nestranného přihlédnutí ke všem relevantním informacím, které při sestavování znaleckého posudku znalec znát měl a mohl, existuje důvod pro použití těchto metod, postupů a údajů.

Odůvodněnost

Metody, postupy a údaje jsou použity ve znaleckém posudku odůvodněně, jestliže jsou důvody použití těchto metod, postupů a údajů uvedeny výslovně ve znaleckém posudku. Pokud je způsob a důvod použití těchto metod a postupů zřejmý z povahy použitých údajů nebo nelze použít důvodně a odůvodněně pro daný případ jinou metodu nebo postup a z informací uvedených v posudku je tato skutečnost zřejmá, není nutné opětovně uvést ve znaleckém posudku důvod použití těchto metod a postupů.

Důvody, které vedly znalce k užití určité metody, postupu nebo údaje, však nemusí být vždy zřejmé, proto je potřeba dodržet zásadu odůvodněnosti. Objasní-li znalec důvody vedoucí k užití určité metody postupu nebo údaje, je jejich použití odůvodněné.

Nedodržení zásady odůvodněnosti může vést k nedodržení zásady opakovatelnosti a tedy nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku, avšak zároveň nemá vliv na dodržení ostatních zásad.

Vzájemná kontrola

Metody a postupy použité ve znaleckém posudku splňují požadavek vzájemné kontroly, jestliže byly použity pro shodnou množinu výstupních údajů nejméně dva odlišné postupy nebo metody, přičemž tyto metody nebo postupy poskytují při shodných nebo podobných vstupních údajích podobné, nevýznamně odlišné výsledky za podobných předpokladů. Tento požadavek nemusí být splněn, pokud k použitému postupu nebo metodě neexistuje s

ohledem na specifika předmětu ocenění alternativní postup nebo metoda nebo je zřejmé, že by jiný postup nebo metoda poskytnuly podobné výsledky.

Transparence

Údaje použité ve znaleckém posudku jsou transparentní, jestliže pocházejí z věrohodného zdroje a je-li u každého z použitých údajů nebo souboru údajů uveden jeho zdroj. Údaje pocházející ze zdroje závislého na znalci nebo na objednateli znaleckého posudku je vhodné použít pouze, přispěje-li to významně k zpřesnění výsledku znaleckého posudku. Nedodržení zásady transparency (např. neuvádění spolehlivých pramenů použitých dat) může vést k nedodržení zásady opakovatelnosti s následkem nepřezkoumatelnosti znaleckého posudku. K nedodržení zásady transparency vede rovněž preference údajů z nevěrohodných zdrojů před údaji z věrohodných zdrojů.

III CÍL DISERTAČNÍ PRÁCE

S přibývajícím kvantitou vypracovávání znaleckých posudků pro ocenění podniků, a to v této obecné fázi ještě zcela bez rozlišení hlavní činnosti samotného podniku, které jsou zpracovávány pro nejrůznější účely, se lze často setkat s mnoha mýty, omyly, polopravdami i nepravdami, které je potřeba sjednotit do pokud možno uceleného jakéhosi „odborného návodu“. Takovýto „odborný návod“, resp. znalecký standard by pak byl jistým vodítkem, který by usnadnil práci znalců v jejich výkonu znalecké činnosti.

Sám jsem byl na začátku mojí praxe, kterou jsem začal dlouhodobou stáží ve znaleckém ústavu, v pozici, kdy jsem se postupně seznamoval s aspekty oceňování majetku, a to nemovitého i movitého. I toto byl určitý impuls pro to, abych se problematikou oceňování majetku obecně zabýval dál a napomohl tak dalším kolegům ve snadnější orientaci při zpracování znaleckých posudků z této oblasti.

Pro navržení znaleckého standardu pro oceňování podniků výroby stavebních hmot vycházím mimo jiné ze zkušeností získaných během dlouhodobé stáže ve znaleckém ústavu, kde se podílím na zpracování znaleckých i revizních posudků zabývajících se oceňováním majetku (nemovitosti, podniky, cenné papíry, pohledávky apod.). Majetek ve formě movitých i nemovitých věcí v podstatě tvoří podnik. Podniků je samozřejmě celá řada, zde se však omezím „pouze“ na podniky průmyslové, zabývajících se výrobou stavebních hmot, a to ve vztahu ke standardizaci znaleckých posudků z této oblasti. Je totiž

předpoklad, že při zpracování tohoto typu ohodnocení podniku může dojít k různým diferencím. I zde ovšem existuje celá řada materiálových odvětví, které nelze komplexně v práci fundovaně podchytit. Proto hlavní důraz bude kladen pouze na podniky zabývající se výrobou betonu, nejpoužívanějšího stavebního materiálu, pórobetonových zdících prvků, výrobou lepicích tmelů, zateplovacích systémů jako moderního stavebního prvku a vláknocementových střešních desek. Uvedené podniky jsou tzv. reprezentanty jednotlivých dílčí segmentů trhu stavebních hmot s ohledem na jejich zabudování do stavby.

V rámci doktorské disertační práce bude vypracován „znalecký standard“ určující znalecký postup při vypracování relevantního znaleckého posudku. Budu se také snažit zohlednit vývoj ekonomických teorií, ze kterých pak vycházejí jednotlivé oceňovací metody.

Hlavní cíl disertační práce je možno charakterizovat tak, že po zjištění veškerých relevantních vstupních údajů od jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot, po vyhodnocení těchto vstupů v závislosti na daném typu podniku a po zjištění, resp. stanovení nejruznějších diferencí bude stanoven vhodný *znalecký standard*, resp. *metodika výpočtu těchto diferencí a rozdílů*. V určitých fázích samotného procesu ocenění vybraných podniků výroby stavebních hmot by metodika výpočtu diferencí a rozdílů měla zpřesnit výpočtovou fázi procesu samotného ocenění podniku.

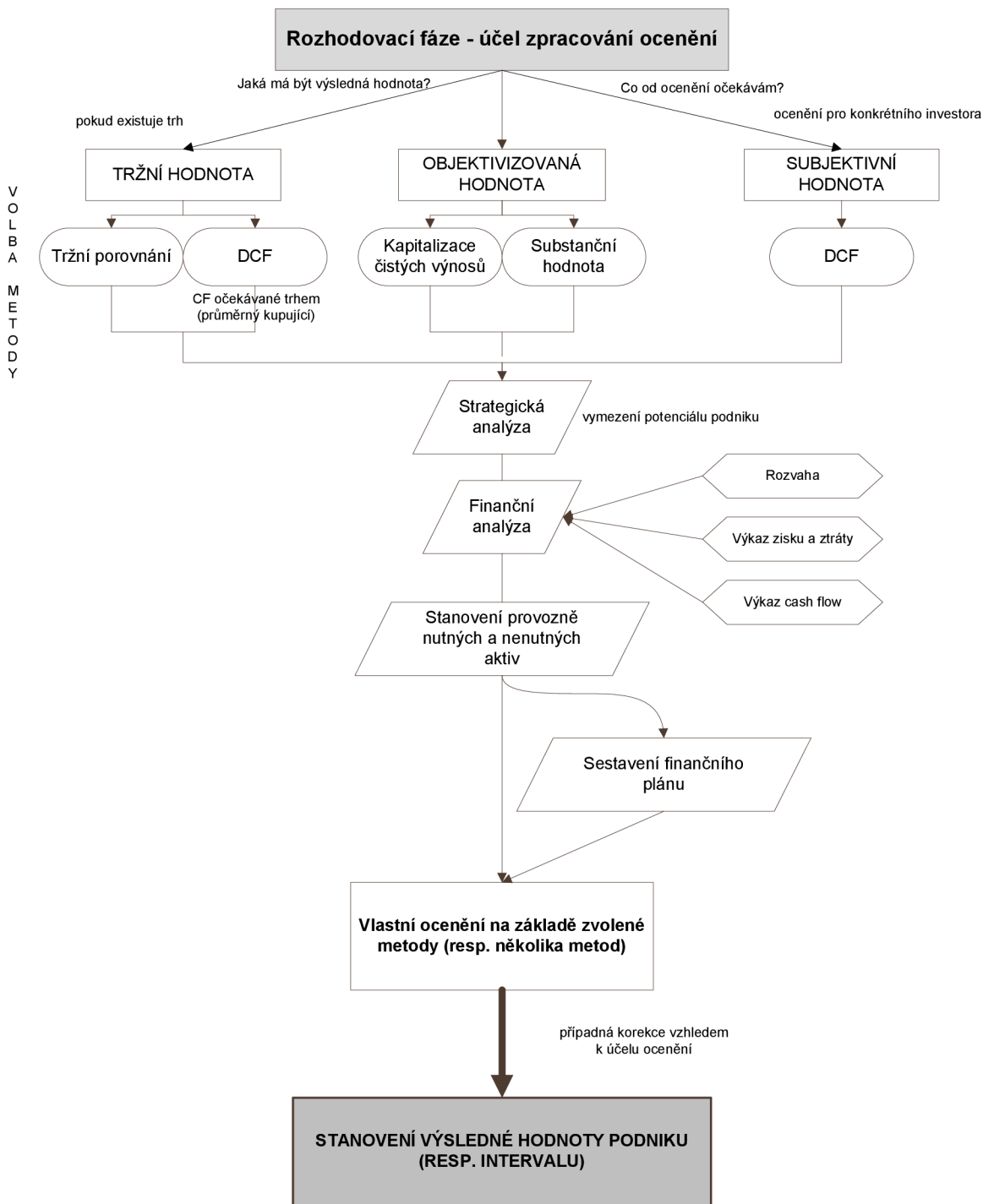
Jednoznačnou diferencí pro výpočet je stanovení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Proto bude v úvodu disertační práce jasně deklarován účel ocenění, na základě něhož se budou volit vhodné metody a postupy pro provedení následného ocenění.

Na základě výše uvedeného návrhu vhodné metodiky výpočtu diferencí jednotlivých podniků bude tento *výpočet experimentálně ověřen*. Proto v disertační práci bude dále provedeno ocenění a porovnání hodnoty ceny posuzovaných podniků.

Návrh jakéhokoli standardu (metodiky) je samozřejmě na jednu stranu přínosné z hlediska urychleného využití standardu v praxi, na druhou stranu je nutné v praxi podle standardu postupovat s ověřováním všech ovlivňujících faktorů, aby se zamezilo zkreslení či špatnému vyhodnocení provedeného zkoumání (ohodnocení, posouzení). Nelze vyloučit, že jednou z příčin může být nepředpokládaný nebo náhodný faktor ze zcela jiné oblasti, ve standardu logicky chybějící.

Cílem předkládané práce bude tedy v kontextu výše uvedených skutečností jednoznačně uveden postup při ocenění podniků výroby stavebních hmot, a to s rozlišením jednotlivých jejich diferencí, které mají, resp. mohou mít na hodnotu podniku vliv.

Na následujícím obrázku č. 2 je graficky znázorněn obecně platný, uznávaný a v praxi zcela běžně používaný standardní postup při ocenění v podstatě jakéhokoliv podniku.



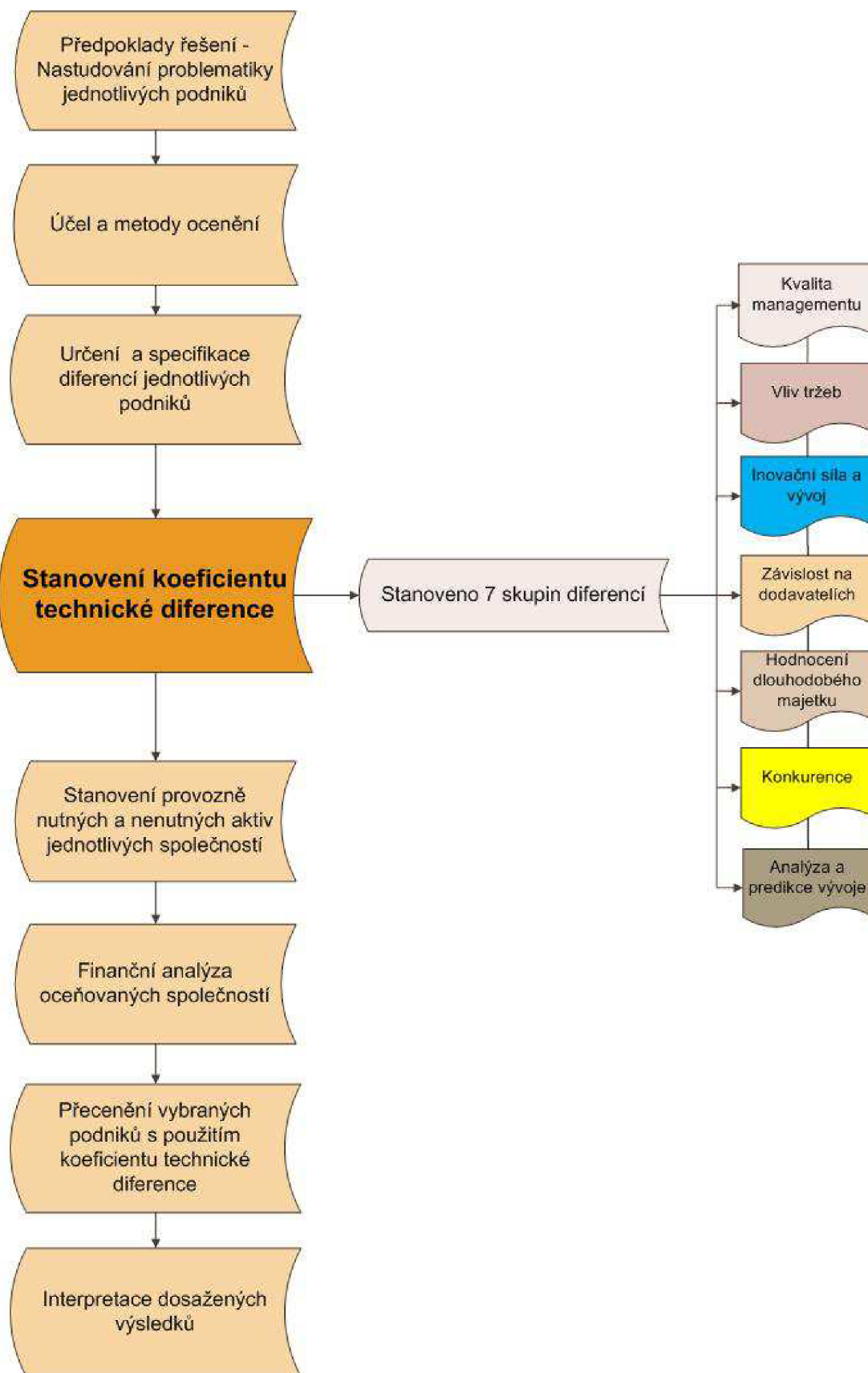
Obr. č. 2: Obecné schéma při ocenění podniku

IV EXPERIMENTÁLNÍ ČÁST

Jak již bylo uvedeno výše v disertační práci, účelem této práce není stanovení „absolutní“ hodnoty jednotlivých podniků na základě předaných podkladů, nýbrž stanovení, resp. poukázání na difference, které mají podstatný vliv na proces ocenění předmětných podniků a o stanovení postupu (znaleckého standardu), resp. metodiky pro zpracování ocenění podniku pro zvolený konkrétní účel.

Vzhledem k tomu, že ve smyslu výše v odstavci uvedených skutečností není účelné v této práci provádět podrobný postup ocenění u všech řešených vybraných podniků zabývajících se výrobou stavebních hmot, bude pro utvoření představy o možné struktuře a postupu samotného ocenění provedeno podrobnější ocenění pouze jednoho vybraného reprezentanta, společnosti STOMIX, spol. s r.o., z celkem čtyř posuzovaných podniků.

Na následujícím obrázku č. 3 je patrný schematický postup experimentální části, kde je zatím pouze obecně znázorněn sled jednotlivých dílčích kroků ke stanovení celkového znaleckého standardu.



Obr.č.3: Schématický postup experimentální části

1. Popis jednotlivých podniků řešených v rámci DP

1.1. Společnost STOMIX, spol. s r.o.

1.1.1. Základní údaje o podniku

Obchodní jméno: STOMIX, spol. s r.o.

IČO: 484 00 874

Sídlo: Žulová čp. 178, PSČ 790 65

Právní forma: společnost s ručením omezeným

Den zápisu: 6. května 1993

Předmět podnikání:

- velkoobchod
- specializovaný maloobchod
- výroba stavebních hmot a stavebních výrobků
- činnost technických poradců v oblasti stavebnictví architektury
- inženýrská činnost v investiční výstavbě
- výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd

Základní kapitál: 12.000.000,- Kč

Zapsán u: Krajského soudu v Ostravě, oddíl C, vložka 10601



1.1.2. Stručný popis a činnost podniku

Společnost STOMIX, spol. s r.o., spol. s r.o. byla založena v roce 1993 v obci Žulová na Jesenicku. Prvotní záměr společnosti STOMIX, spol. s r.o. spočíval ve výrobě a aplikaci materiálů pro zateplování budov. V roce 1997 začala společnost budovat vlastní obchodní síť. V současné době funguje dnes v Evropě již 21 obchodních společností pod značkou STOMIX, spol. s r.o., z toho 11 v České republice a 10 obchodních společností v zahraničí

(Slovensko, Polsko, Ukrajina, Rusko a také Litva). Hlavním sortimentem firmy jsou lepicí hmoty, zateplovací systémy a mokré omítkové směsi.

Počátky výroby začínaly v podstatě v jedné místnosti s jednou ruční míchačkou. V současné době je výroba situována ve výrobně skladovacím areálu, který je tvořen výrobní částí, skladovými prostory a administrativní částí. Výrobní část je rozdělena na dvě části. První část slouží k výrobě suchých směsí a druhá část slouží na výrobu mokrých směsí.

V druhé polovině roku 2007 se každou pracovní směnu vyrobilo 75 tun suché směsi a 22 tun mokré směsi. Celá výroba je řízena pomocí počítače, který kontroluje hmotnosti a dávkování jednotlivých složek. Výrobní je vybavena vlastní laboratoří, která zkouší hotové směsi a zároveň je v ní prováděn vývoj nových směsí.

Dle informací zjištěných při místním šetření činil objem výroby v roce 2006 19.000 tun, přičemž v roce 2007 je již plánována výroba v objemu 25.000 – 30.000 tun, což je meziroční nárůst přibližně o 50%.

1.2. Společnost H + H Česká republika s.r.o.

1.2.1. Základní údaje o podniku

Obchodní jméno:	H + H Česká republika s.r.o.
IČO:	273 86 821
Sídlo:	Litvínov, Růžodol 1, okres Most, PSČ 436 01
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Den zápisu:	14. října 2005

Předmět podnikání:

- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor a poskytování základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor
- specializovaný maloobchod a maloobchod se smíšeným zbožím
- zprostředkování obchodu a služeb
- velkoobchod
- výroba stavebních hmot a stavebních výrobků

Základní kapitál: 20.000.000,- Kč

Zapsán u: Krajského soudu v Ústí nad Labem, oddíl C, vložka 23163



1.2.2. Stručný popis a činnost podniku

Společnost H+H International A/S je nadnárodní společnost se sídlem v Dánsku, jejíž dceřiné společnosti podnikají ve výrobě pórobetonu v řadě zemí Evropské unie. V České republice byla založena dceřiná společnost H+H Celcon CZ s.r.o., která byla 13.02.2007 přejmenována na H+H Česká republika s.r.o.

Společnost H + H Celcon s.r.o. zahájila 2. 5. 2006 výrobní činnost v areálu Růžodol č.p. 1, v Mostě-Kopistech, s cílem výroby pórobetonu a zvýšení objemu výroby až na úroveň minimálně 200.000 m³/rok.

V současné době probíhá v celém výrobním areálu v Mostu rozsáhlá rekonstrukce a modernizace, která je zaměřena převážně na opravy a rekonstrukce nemovitostí, ve kterých probíhá výroba. Ze zásobníků jsou nadávkovány jednotlivé složky, které jsou smíchány a poté nadákovány do forem, kde dojde k naexpandování pomocí hliníkového prášku. Po odformování dojde k překlopení pórobetonového bloku a je provedeno nakrájení ocelovými dráty. Takto rozkrájený pórobeton je zavezen do jednoho z pěti autoklávů, kde dojde k vytvrdnutí pórobetonu. Takto vytvrdnutý blok je balen a expedován k zákazníkovi.

Sortiment firmy je v současné době dělen do dvou produktových řad "H+H EXCLUSIVE" - systém pórobetonových stavebních prvků na bázi písku (bílý pórobeton H+H EXCLUSIVE). Stavební systém "H+H EXCLUSIVE" se skládá z přesných tvárnic, příčekovek, U-profilů a nenosných okenních překladů. A systém "H+H CLASSIC" skládající se z přesných hladkých tvárnic a přesných příčekovek, které se vyznačují vyšší objemovou hmotností než u řady EXCLUSIV.

V roce 2008 je plánováno sortiment řady „H+H EXCLUSIVE“ rozšířit o přesné tvárnice značky pórobetonu P2-400 s profilací pero, drážka, kapsa. Ve druhém čtvrtletí 2008 je připraveno rozšíření sortimentu o produkt „H+H EXCLUSIVE pro ploché překlady“. Po zavedení tohoto prvku do sortimentu "H+H EXCLUSIVE" bude firma nabízet kompletní stavební pórobetonový systém pro postavení hrubé stavby.

Technologie výroby

suroviny: základní: cement, vápno, písek

pomocné: hliníkový prášek

- mokré mletí písku dle velikostí továrny a vlastnosti písku
- stabilní míchačka
- rozebíratelné formy
- překlopení pórobetonového odlevu ve formě na podélnou bočnici o 90
- krájení a seřezávání hmoty na podélné bočnici
- autoklávování na podélné bočnici

Otočení kvádrů odlevu hmoty na podélnou stranu je výhodné zejména ze tří hledisek:

umožňuje řezání již při minimálním zatuhnutí, tzn. úsporu pojiva

umožňuje opracování úzkých hran po rozřezání

řezací struny jsou krátké, takže výrobky jsou tvarově přesné

1.3. Společnost Cembrit a.s.

1.3.1. Základní údaje o podniku

Obchodní jméno: Cembrit a.s.

IČO: 186 00 247

Sídlo: Beroun 3- Závodí, Lidická 302, PSČ 26638

Právní forma: akciová společnost

Den zápisu: 24.července 1991

Předmět podnikání:

- vedení účetnictví

- ubytovací služby
- hostinská činnost
- silniční motorová doprava nákladní vnitrostátní provozována vozidly do celkové hmotnosti 3,5 tuny
- výroba stavebních hmot a stavebních výrobků
- kovoobráběčství
- reklamní činnost a marketing
- velkoobchod
- specializovaný maloobchod
- zprostředkování obchodu
- zprostředkování služeb

Základní kapitál: 1 126 240 000,- Kč

Zapsán u: Městského soudu v Praze, oddíl B, vložka 838



1.3.2. Stručný popis a činnost podniku

Suroviny pro výrobu

Celulóza

Důvodem použití celulózy pro výrobu cementovláknitých desek je ochrana celulózy proti rozkladu hnilobou.

Cement

Nízkoalkalický cement může ovlivňovat výrobní proces a je nutné požadovat po výrobcí cementu jeho průběžnou kontrolu.

Vlákno PAN

Důvodem použití polyakrilonitrilových vláken je především dobrá adheze vláken k matrici, pozitivně ovlivňuje rozměrovou stálost výrobku během výrobního procesu, dodává čerstvým výrobkům manipulační pevnosti.

Flokulační činidla

Přes rozvláknění a jemnost celulózy nejsou u PAN vláken takové zadržovací schopnosti jako u asbestových vláken. Proto je velice důležitá účinnost flokulačního činidla v daném prostředí. Tento proces je zcela kritickým z hlediska vytváření vrstvy na výrobním pásu, odsátí přebytečné vody a následném oddělení čerstvého materiálu.

Pasta pro vrchní vrstvy (cement a barevný pigment vrchní vrstvy)

Vrchní vrstva šablon je nastříkáním nanášena na vyrobené čerstvé nedělené desky a v případě, že nedochází k barvení výrobků udává vzhled a povrchové vlastnosti. V obou případech ovlivňuje odolnost a trvanlivost výrobků. Pasta pro vrchní vrstvy je míchána z cementu a pigmentu.

Technologie výroby

Prvním bodem výroby je příprava celulózy. Přípravna celulózy dodává do výrobní linky vhodně rozvlákněný celulóзовý materiál. Rozvláknění celulózy zajišťuje rozvláknovač, které umožní dodávanou celulózu rozdělit na jednotlivá vlákna a připravit pro následující technologické operace. Rozvláknění probíhá za přítomnosti vody v přesně daném poměru mezi celulózou a vodou. Celulózovitá kaše je dále upravována v tzv. rafiněru, který vlastně otvírá stěny celulóзовých vláken a umožňuje navázání cementových zrn na svoji strukturu. Tento proces probíhá ve dvou komorách a celulóza prochází zařízením několikrát. K zásobě provozního množství celulózové kaše slouží zásobník. Materiál je zde skladován za stálého míchání, z důvodu zabránění srážení částic a sedimentaci. Ze zásobníku jde směs do míchacího zařízení. V míchacím zařízení dojde k nadávkování a namíchání jednotlivých složek (celulózy a navážky cementu). Navažování složek probíhá na celulózové a cementové váze. Technologický postup probíhá tak, že nejdříve je navážena celulóza a dále se do směsi za stálého míchání vnáší navážený cement, ručně se přidá navážené množství PAN vláken. Vzhledem k ručnímu přidávání vláken je zde zařízení kontrolující přidání vláken. Celý obsah připravené suspenze je vlit do vyrovnávací míchačky, která

dodává suspenzi stálým tokem do odbytové míchačky, kde je suspenze míchána s výrobní vodou, která je přiváděná z kuželové nádrže přes nádrž zpětné vody (omezuje tvorbu pěny) v takovém poměru, aby bylo dosaženo požadované hustoty. Odtud je suspenze odváděna do vany zařízení pro výrobu desek. Hladina suspenze se musí udržovat ve stále stejné úrovni protože tento fakt určuje homogenitu vrstev výsledného výrobku. Pro zajištění stalého a kvalitativně rovnoměrného toku jsou suspenzí vany speciálně upraveny přídatnými míchacími zařízeními. Po nastřádání dostatečné vrstvy materiálu na páslech je nutné pomocí vakuovacího zařízení odstranit přebytečnou vodu. Po prvotním odsátí přebytečné vody se na povrch čerstvého neformátovaného výrobku nanese pomocí rozprašovacího zařízení vrchní vrstva pomocí dvou trysek. Tato operace probíhá v rámci probíhajícího vakuování. Umístění rozprašovacího zařízení a je velmi důležité pro celistvost povrchové vrstvy. Po nanesení dostatečného množství vrstev a vakuování formátovací válec přebírá surový materiál. Na válci je prováděno podélné ořezávání vrstvy čerstvé cementovláknité směsi. Ořezaný materiál je disolverem rozpouštěn, případně jsou jím rozpouštěny celé desky, které neprošli výrobní kontrolou. Kontinuální vrstva čerstvé cementovláknité směsi je oddělena od filcového pásu na který byla nanesena přerušovačem vláknocementové vrstvy. A je rozdělena na jednotlivé desky. Aby bylo dosaženo rovnoměrného sání vakua, je nutná čistota pásů. Čistotu pásů zajišťuje čistič pásů. Po formátování a oddělení čerstvé desky od plst'ového pásu je deska předána na gumový pás kterým je deska dělena podle požadované velikosti výsledných výrobků a předávána dál na tvarovací plechy tzv. zaplechování a následně do lisovacího zařízení. Lisování má za úkol zvýšit hutnost desek a tak zvýšit výsledné pevnosti současně s odváděním přebytečné vody. Výrobky je možnost barvit na barvicí lince. Hotové výrobky jsou kontrolovány. Tato kontrola je prováděna zejména ze dvou důvodů. Aby se vlastnosti výrobků shodovali s deklarovanými vlastnostmi a dále pro vnitřní kontrolu a řízení procesu výroby. Mimo vizuální kontroly je zde stanovena četnost a typy zkoušených vlastností.

1.4. Společnost STAPPA mix, spol. s r.o.

1.4.1. Základní údaje o podniku

Obchodní jméno: STAPPA mix, spol. s r.o.
IČO: 188 25 729
Sídlo: Brno, Heršpická 11
Právní forma: společnost s ručením omezeným
Den zápisu: 29.listopadu 1991

Předmět podnikání:

projektová činnost v investiční výstavbě

výroba stavebních hmot a dílců

zprostředkovatelská činnost

obchodní živnost

nákup věcí za účelem jejich dalšího prodeje a prodej

provádění staveb, jejich změn a odstraňování

výzkum a vývoj v oblasti technických věd

nákup, prodej a skladování paliv a maziv včetně jejich dovozu s výjimkou výhradního nákupu, prodeje a skladování paliv a maziv ve spotřebitelském balení do 50 kg na jeden kus balení

velkoobchod

pronájem a půjčování věcí movitých

Základní kapitál: 130 000,- Kč

Zapsán u: Krajského soudu v Brně, oddíl C, vložka 1258



1.4.2. Stručný popis a činnost podniku

V areálu betonárny je instalována betonárna firmy STETTER typu V2M s počítačovým řízením, osazená míchačkou BHS o objemu 2,25 m³, která dokáže namíchat až 90m³/h. Jedná se vertikální betonárnu. U věže jsou osazeny zásobníky, ve kterých jsou dva druhy cementů (CEM I 42,5R a CEM I 42,5), popílek, vápenec, fillery a struska. Tyto zásobníky jsou plněny pneumaticky přímo z dopravních automobilů. Betonárna má k dispozici 6 druhů kameniva o různých frakcích. Kamenivo je skladováno volně u betonárny v boxech. Z těchto boxů je dopraveno nakladačem, který je vysype přes rošt do přejímacího zásobníku. Z tohoto zásobníku je kamenivo pásem transportováno nahoru do věže. Na otočném rozdělovači je kamenivo nadávkováno do zásobníků kameniva. Pod zásobníkem kameniva se nacházejí váhy, přes které jsou naváženy jednotlivé složky (cement, kamenivo), poté je navážená směs vsypána do míchačky BSH o objemu 2,25 m³ s nuceným oběhem a dochází k míchaní betonové směsi. V průběhu míchání je do míchačky přidána záměsová voda popřípadě příměsi a přísady. Namíchaná směs je dávkována přímo do autodomíchávačů a transportována na staveniště. Pro zimní období je k dispozici prohřívání kameniva teplým vzduchem a přihřívání záměsové vody. V areálu je dála vybudováno recyklační zařízení firmy STETTER s hodinovou kapacitou 12,5 m³ čerstvého betonu z přepravníků betonu či čerpadel betonových směsí. Zařízení se skládá z bubnu osazeného na pevném rámu. Do bubnu jsou přes dopravník přivedeny zbytky betonové směsi. V bubnu je soustava lopatek, hradítek a sít, přes které propadávají vodou propírané zbytky betonové směsi. Nejjemnější podíly, které tvoří zbytky cementu a fillery do 0,25 mm, jsou spolu s vodou vypouštěny ve formě kalové vody do nádrží. Kal je v nádrži neustále čeřen a míchán, aby nedošlo k jeho sedimentaci a zatvrdnutí. Kalová voda je pak v určitém omezeném množství přidávána jako záměsová voda do míchačky, čímž se upravuje zejména obsah jemných podílů mající pozitivní vliv na čerpatelnost směsi, vodotěsnost, mrazuvzdornost. Zbytky kameniva jsou pak systémem lopatek vynášeny z bubnu, kde je roztříděn na frakce kameniva pro opětovné použití při výrobě betonu.

Přeprava betonové směsi je zajišťována kromě vlastních vozidel zákazníků, vanovým přepravníkem na podvozku T815 a 14ti autodomíchávači, taktéž na podvozcích Tatra. Čerpání betonu zajišťuje sedm čerpadel betonu Putzmeister, Schwing a Wibau s dosahy 24, 28 a 32m. V případě potřeby delšího dosahu je možno napojení přídatného potrubí k těmto čerpadlům. Čerpadla delší než 32m jsou zajišťovány dodavatelsky.

2. Metodika zpracování experimentální části – znaleckého standardu

2.1 Předpoklady řešení – nastudování problematiky jednotlivých podniků

Jak již bylo uvedeno v úvodu této práce, volba metody nebo několika metod by měla být podřízena především účelu a cíli ocenění. Metody založené na majetkovém principu oceňují majetek podniku, resp. snaží se odhadnout cenu, kterou by musel investor zaplatit, kdyby chtěl znovu pořídit jednotlivé složky majetku. Použití těchto metod je poměrně zdoluhavým a pracným vyhledáváním jednotlivých informací a při ocenění fungujících podniků se blíží spíše k dolní hranici jejich hodnoty. I u nás se proto během let přistoupilo více k používání metod výnosových, ať už založených na bázi „FCF (free cash flow)“, EVA či dividend, které vnímají hodnotu podniku jako současnou hodnotu budoucích přínosů podniku spojených s jeho vlastnictvím. Tyto metody je vhodné použít zejména pro podnik ve fázi rozvoje, kdy má podnikatelskou strategii a existují předpoklady jejího naplňování. Podniky plně rozvinuté a obchodované na fungujícím kapitálovém trhu by měly ke stanovení své hodnoty použít metody založené na tržním principu, neboť nikdo jiný než fungující trh nestanoví jejich skutečnou tržní hodnotu lépe. Zde je na místě upozornit na důležitý aspekt, že by mělo jít o normálně fungující stabilní kapitálový trh, což rovnou dává odpověď na otázku, proč jsou u nás zatím metody založené na tržním principu méně, resp. velmi ojediněle používány. Zároveň se ale objevuje nová skupina metod založená na odlišném přístupu a to jsou metody opční, neboli metody ocenění reálných opcí. Jejich použití je na místě zejména u oceňování podniku ve fázi rychlého růstu, ovšem při současném zatížení vyšší mírou rizika. Dle standardů TEGoVA by tímto způsobem měly být oceňovány zejména podniky tzv. nové ekonomiky. Jde o rychle se rozvíjející podniky s krátkou historií, které ke své činnosti nepotřebují velké investice do dlouhodobých hmotných aktiv, ale rozvoj je spjat s vysoce kvalifikovanou pracovní silou, počáteční neexistencí konkurence a sice nízkou počáteční úrovní tržeb, která je ale spojena s příslibem obrovských růstových příležitostí.

Oceňování podniku znamená, že zpracovatel stojí před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problémů dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Jedním z klíčových problémů na začátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými pak následně pracuje.

Pro úspěšné ocenění je dobré si vytvořit určité předpoklady:

- formulace zadání, specifikace cíle práce
- sběr a vyhodnocení (interpretace) dat vnějších i vnitřních
- analýza dat
- právní a majetková
- technická a technologická
- obchodní
- ekonomická
- ekologická
- revize poznatků analýzy a projekce perspektiv
- výběr metod pro oceňování podniku v závislosti na daném druhu vybraného podniku
- orientační aplikace metod
- syntéze závěrů a prezentace
- závěrečná zpráva

2.2. Účel a metody ocenění

Oceňování podniku jako souboru hmotných, osobních a nehmotných složek podnikání se provádí v souvislostech s požadavky Obchodního zákoníku, případně k jiným účelům.

Účelem ocenění podniku bývá zpravidla:

- hodnocení bonity podniku
- žádost o úvěr
- koupě a prodej podniku
- změna právní formy, sloučení, splynutí nebo rozdělení podniku

- stanovení hodnoty akcií
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti
- daňové účely a další

Na následujícím obrázku obr. č. 4 je v první části obrázku v kontextu výše uvedených skutečností graficky znázorněno několik nejfrekventovanějších účelů ocenění, se kterými se může oceňovatel v běžných případech setkat.

Jak vidět, účelů ocenění je tedy celá řada. Z tohoto důvodu bylo nutné provést jakési zúžení na konkrétní účel ocenění, na kterém bude dále aplikovány jednotlivé metody ocenění, resp. samotná metodika disertační práce. Jako účel ocenění byl zvolen „**stanovení obvyklé ceny, resp. tržní hodnoty podniku pro hypotetický případ prodeje podniku**“. Nelze však striktně říci, že se jedná o nejčastější účel ocenění, nicméně účel ocenění byl zvolen především s ohledem na dosavadní praxi zpracovatele, resp. na osobní zkušenosti. Ze zvoleného účelu ocenění vyplývá, že se bude tedy jednat o ocenění pro „širší“ okruh potencionálních investorů, což je důležité si v této fázi také uvědomit.

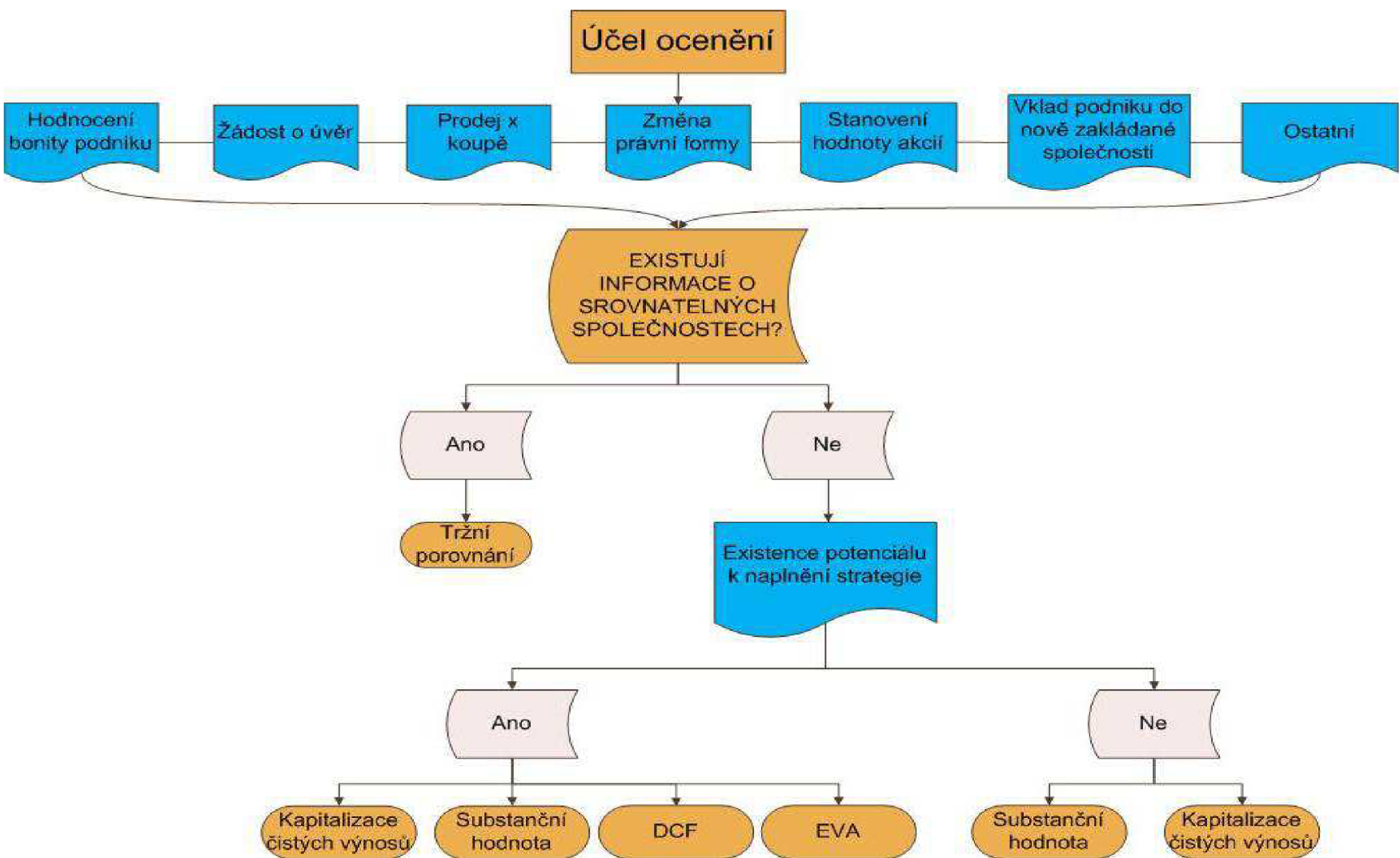
V procesu oceňování podniku jsou zpravidla využívány tři základní mezinárodně uznávané metody ocenění, a to metody založené na výnosech (výnosové metody), metoda založená na porovnání s obdobnými podniky (srovnávací metoda) a dále metody založené na analýze majetkové struktury podniku (metoda tržního přecenění aktiv, někdy též nazývaná jako substanční metoda).

Při hodnocení majetku mohou být využity všechny tři metody (přístupy k ocenění), případně jejich kombinace, a to především s ohledem na účel ocenění a charakter a strukturu majetkových položek. Jak bylo uvedeno v kapitole 4. teoretické části, metody založené na tržním principu jsou zatím u nás používány jen velmi ojediněle.

V našem případě budou použity takové metody, pro které je dostatečné množství relevantních vstupních informací s odpovídající vypovídací schopností. Protože byla zpracovateli disertační práce zástupci oceňovaných vybraných podniků poskytnuta poměrně dostatečná účetní evidence (výkazy zisku a ztráty, rozvahy, výroční zprávy a jiné), bude použita jak metoda založená na majetkové podstatě samotného podniku, tedy metoda substanční, tak metody založené na výnosovém potenciálu podniku, a to dílčí metody DCF, tedy diskontovaných peněžních toků a metoda KČV, tedy kapitalizace

čistých výnosů. Popis a princip jednotlivých metod je uveden v kapitole 4. Metody oceňování podniků.

Na následujícím schématu jsou uvedeny nejčastější účely, pro které se ocenění podniků zpracovává a také několik výpočtových metod, které je možno dle nejrůznějších okolností použít. Nutno podotknout, že použití metody tržního porovnání je v našich podmínkách v podstatě ojedinělé.



Obr. č. 4: Závislost metod a účelu ocenění

2.3. Specifikace a difference vybraných podniků

a) v první části bude nejprve popsáno (stanoveno) know-how, výhody a jiné důležité difference oproti dalším analyzovaným podnikům, bude popsána jejich výrobní technologie s dostatečnou vypovídací schopností vzhledem k účelu ocenění,

b) a dále bude v přehledné tabulce uvedena rozdílnost jednotlivých podniků, a to dle následující struktury:

- rozmanitost výrobků vzhledem ke konkurenci
- oblasti působení (zahraniční trhy, ČR)
- zázemí „matky“ (nadmárodní koncern, česká firma)
- velikost provozně nutného majetku
- počty zaměstnanců včetně jejich rozdělení na výkonové, vedení, režie
- historie jednotlivých podniků

2.4. Finanční analýza oceňovaných společností

Dále bude provedena finanční analýza vyjádřená poměrovými ukazateli sloužícími k testování finančního zdraví podniku. Finanční analýza spočívá v hodnocení stavu a minulého vývoje financí daného podniku na základě rozboru účetních výkazů. Výsledky analýzy slouží oceňovateli při rozhodování o jeho příštích vztazích k analyzovanému podniku.

Pro finanční analýzu byly využity výkazy zisku a ztráty a rozvahy za účetní období 12/2004 až 12/2006, u společnosti H+H Česká republika s.r.o. pak pouze účetní výkazy za rok 2006. Byly stanoveny takové ukazatele, které se jeví jako relevantní pro hodnocení podniku a které nám poskytnou jisté informace o finančním zdraví podniku.

Rentabilita

Rentabilita vlastního kapitálu

Ukazatel se vypočítá: *Hospodářský výsledek za účetní období / vlastní kapitál*

Tento ukazatel je zajímavý hlavně pro majitele firmy. Tento ukazuje, resp. testuje „výnosnost“, neboť vlastní kapitál je účetní hodnotou kapitálu vloženého nebo reinvestovaného v minulosti do podniku a zisk po zdanění představuje zúročení postupně vloženého kapitálu.

Rentabilita celkového kapitálu

Ukazatel se vypočítá: *Hospodářský výsledek za účetní období / Aktiva celkem*

Tento ukazatel posuzuje efektivnost hospodaření s celkovým kapitálem. Je nutné ho posuzovat v čase a také s dalším ukazatelem, což je rentabilita vlastního kapitálu.

Rentabilita tržeb

Ukazatel se vypočítá: *EBIT / Tržby*

EBIT (angl. Earnings efore interest and taxes)), tedy zisk před úroky a zdaněním, je hodnotově blízký provoznímu výsledku hospodaření.

= zisk před zdaněním + nákladové úroky

Likvidita

Likvidita 1.stupně – pohotová

Tato likvidita vyjadřuje platební schopnost. Jde o tzv. placení hotovými penězi. Ukazatel se vypočítá: *(Krátkodobé pohledávky + Finanční majetek) / krátkodobé závazky*. Za jakési optimum může být považováno rozpětí 0,2-0,5.

Likvidita 2.stupně – běžná

Ukazatel se vypočítá: *oběžná aktiva / krátkodobé závazky*. Tato likvidita vyjadřuje schopnost podniku krýt svými krátkodobými pohledávkami a peněžním majetkem své běžné potřeby a krátkodobé dluhy. Pokud je poměr menší jak 1 pak podnik musí spoléhat např. na prodej zásob. Doporučená hodnota je 1,50.

Likvidita 3. Stupně - celková

Ukazatel se vypočítá: *(oběžná aktiva - dlouhodobé pohledávky) / krátkodobé závazky + krátkodobé finanční výpomoci*. Za jakési optimum může být považována hodnota nad 2,5. Tento ukazatel se využívá nejhodněji, má největší vypovídající váhu.

Finanční stabilita

Ukazatel se vypočítá: *(Vlastní kapitál + dlouhodobé závazky + dlouhodobé bankovní úvěry) / dlouhodobý majetek*. Jedná se o důležitý ukazatel z hlediska pokračujícího trvání podniku, resp. hlavně o přežití následujícího roku.

Aktivita

Doba obratu zásob

Ukazatel se vypočítá: $(Zásoby\ celkem / tržby\ za\ prodej\ zboží) \times počet\ dní$. Za přijatelný se považuje výsledek 50-100 dní.

Doba obratu (splatnosti) pohledávek

Ukazatel se vypočítá: $(Krátkodobé\ pohledávky / tržby\ celkem) \times počet\ dní$. Nežádoucí vývoj je nad hodnotou 90 dní. Tento ukazatel ukazuje na platební morálku odběratelů a také na jejich bonitu (schopnosti splácet).

Doba obratu (splatnosti) závazků

Ukazatel se vypočítá: $(Krátkodobé\ závazky / tržby\ celkem) \times počet\ dní$. Nežádoucí vývoj je nad hodnotou 90 dní. Tento ukazatel ukazuje na platební morálku analyzované firmy (schopnosti splácet své závazky).

Struktura kapitálu

Ukazatel zadluženost charakterizuje věřitelské riziko. Udává míru krytí majetku dané společnosti cizími zdroji. Vychází se z předpokladu, že když podnik neplatí žádné úroky (cizí kapitál), zvýší se o odpadlé úroky zisk před zdaněním, ale také se přiměřeně zvýší daň z příjmů.

Ukazatel kvóta vlastního kapitálu se vypočítá: $Vlastní\ kapitál / \Sigma\ Pasiva$. Míra zadlužení je pak v podstatě doplněk do 100, tedy $100 - Kvóta\ VK$.

Z výše uvedených několika ukazatelů, které byly vybrány jako důležité by mělo být především zřejmé, zda vývoj v hodnocených společnostech je či není v čase příliš příznivý, zejména co se týče likvidity a doby obratu krátkodobých závazků. Dále by měly tyto poukázat na to, zda společnosti jsou nebo nejsou v dobré kondici, což je obvykle vidět i z tempa ať již klesajícího nebo rostoucího hospodářského výsledku, tedy zisku, případně ztráty.

Závěrem k tomuto je nutno ještě podotknout, že pokud byla u některých výše uvedených užitých poměrových ukazatelů uvedeny případná rozpětí nebo „doporučené“ hodnoty, vychází tyto z vybrané odborné literatury a jistých vysledovaných statistik. Z tohoto

důvodu není možné tyto hodnoty uvažovat jako striktní, která by byla přímo aplikovatelná na každý podnik. Každý podnik je jedinečný a ukazatel, který se zprvu jeví jako „špatný“, nemusí v důsledku znamenat špatnou finanční situaci, resp. potenciál ve firmě.

2.5. Stanovení koeficientu technické difference

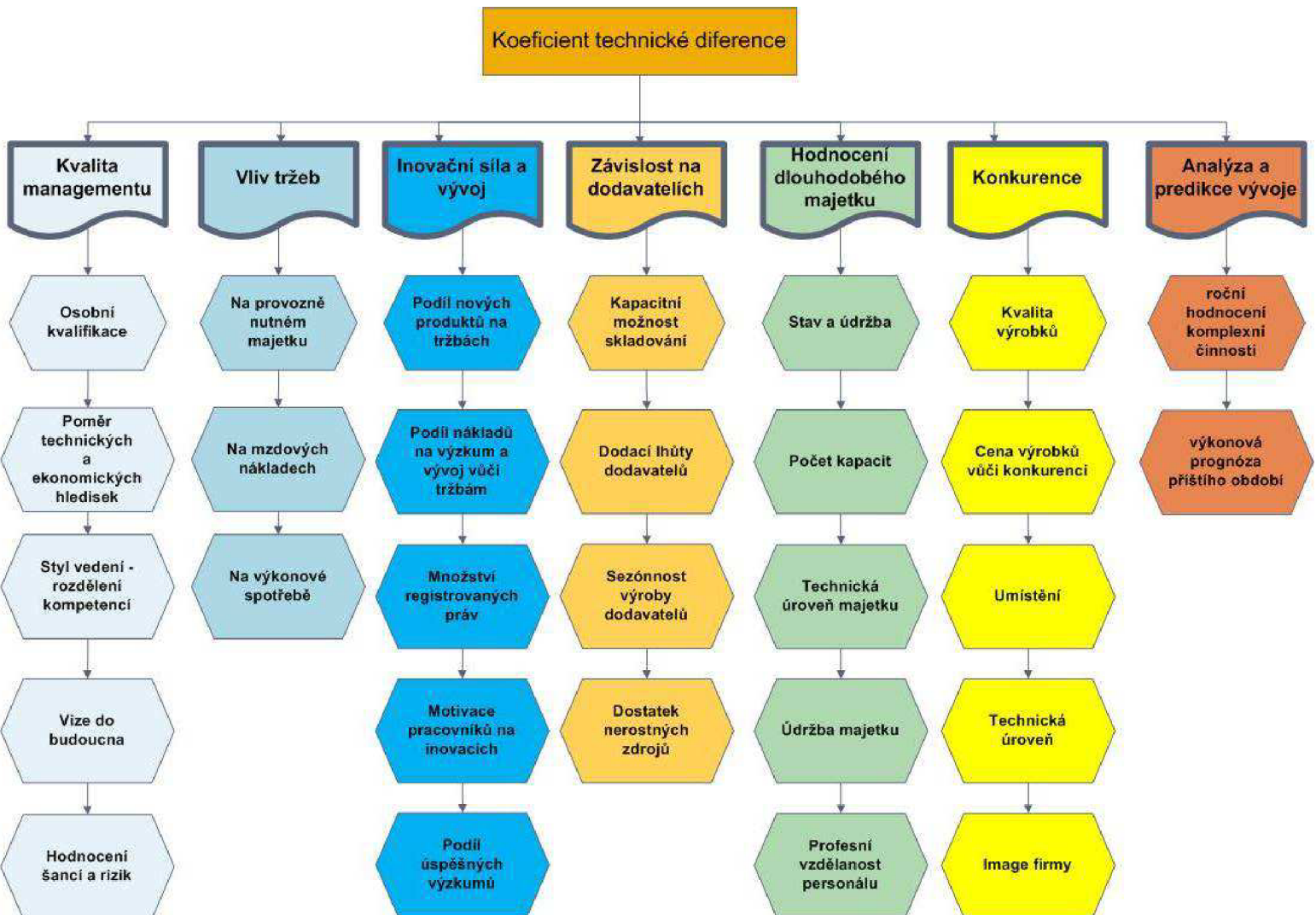
2.5.1. Výpočet KTD

V této fázi bude provedena vzhledem k výsledku, resp. cíli disertační práce její nejpodstatnější část. Budou rozlišeny nejrůznější specifikace (vstupy) jednotlivých podniků a bude stanoven **tzv. koeficient technické difference**, který v sobě jistým způsobem zahrnuje modifikovanou strategickou analýzu.

Určení následujících technických diferencí a přiřazení bodování k jednotlivým diferencím je uvedeno na obr. č. 5.

- a) Kvalita managementu
- b) Vliv tržeb
- c) Inovační síla a vývoj
- d) Závislost na dodavatelích
- e) Hodnocení dlouhodobého majetku
- f) Konkurence
- g) Analýza a predikce vývoje

Koeficient technické difference (dále KTD) se skládá ze sedmi základních skupin diferencí a tyto skupiny jsou dále z hlediska lepší rozlišovací schopnosti rozděleny na další subdiference. Důvodem zavedení vůbec KTD byla v mnohých případech ocenění absence zohlednění různých rozdílů, které mají podstatný vliv na výslednou hodnotu podniku.



Obr. č. 5: Koefficiente technické diference

Specifikace koeficientu technické difference

Kvalita managementu	
Osobní kvalifikace	potřebná nutnost kvalifikace v dané firmě, zda firma disponuje lidmi s těmito schopnostmi, jejich nahraditelnost, výše rizika při ztrátě takového pracovníka, znalosti, zkušenosti vedení
Poměr technických a ekonomických hledisek	vyváženost přístupu vedení k orientaci se na technické a ekonomickým hlediskům, nesoustředění se pouze na jedno hledisko
Styl vedení - rozdělení kompetencí	jasné rozdělení kompetencí, pravomocí, schopnost rychlého rozhodování, komunikační a motivační strategie spojená s "klimatem" v podniku
Vize do budoucna	plán postavení podniku na trhu, určení orientace na zákazníky, boj s konkurencí
Hodnocení šancí a rizik	objektivní pohled a vyhodnocení šancí a rizik, nepřeceňování nebo nepodceňování šancí podniku

Tab. č. 2: KTD - kvalita managementu

Vliv tržeb	
Na provozně nutném majetku	vliv tržeb z prodeje zboží a výrobků na velikosti provozně nutného majetku.
Na mzdových nákladech	vliv tržeb z prodeje zboží a výrobků na velikosti mzdových nákladů
Na výkonové spotřebě	vliv tržeb z prodeje zboží a výrobků na výkonové spotřebě (spotřeba energií a spotřeba materiálu při výrobě)

Tab. č. 3: KTD - vliv tržeb

Hodnocení výzkumu a vývoje	
Podíl nových produktů na tržbách	jak se nový produkt uplatnil na trhu. Zda je vývoj podpořen reklamou a snahou dostat novinku na trh.
Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	množství prostředků, které jsou vynakládány na vývoj, nemělo by docházet jak k nízkému počtu na druhou

	stranu ani k příliš velkému množství
Množství registrovaných práv	množství práv registrovaných vůči konkurenci
Motivace pracovníků na inovacích	jak podnik motivuje své zaměstnance aby měli zájem a snahu na nových inovacích
Podíl úspěšných výzkumů	podíl úspěšných výzkumů k celkovému počtu započatých výzkumů

Tab. č. 4: KTD - hodnocení výzkumu a vývoje

Závislost na dodavatelích	
Kapacitní možnost skladování	velikost sklad. možností, jak dlouho je schopný podnik vyrábět např. při výpadku dodávky určitých surovin
Dodací lhůty dodavatelů	průměrná doba dodacích lhůt dodavatelů (dodavatelé ze zahraničí)
Sezónnost výroby dodavatelů	dodavatelé závislí na přírodních podmínkách (např. v zimním období není možnost dodávání surovin)
Dostatek nerostných zdrojů	množství nerostných zdrojů, jejich dostatek nebo nedostatek, tuzemská dostupnost nebo pouze v zahraničí

Tab .č. 5: KTD - závislost na dodavatelích

Hodnocení dlouhodobého majetku	
Stav a údržba	stav a údržba dlouhodobého majetku, jeho opotřebení
Počet kapacit	dostatečné množství nebo nedostatek dlouhodobého majetku nutného na provoz a fungování firmy
Technická úroveň majetku	jedná se o nové stroje nebo o repasované stroje popřípadě stroje již nedostačující svou technickou úrovní na dostatečnou kvalitu výroby
Údržba majetku	pravidelná nebo pouze nahodilá údržba majetku, pravidelné generální opravy, pravidelné odstávky na opravy a údržbu majetku
Profesní vzdělanost personálu spravující (obsluhující DM)	zkušenost a znalost personálu, který spravuje nebo obsluhuje dlouhodobý majetek, kvalita vstupního školení

Tab. č. 6: KTD - hodnocení dlouhodobého majetku

Konkurence	
Kvalita výrobků	kvalita výrobku vůči konkurenci, zda je s konkurencí srovnatelná, nebo zda má lepší kvalitu nebo horší
Cena výrobků vůči konkurenci	cena výrobků, je určitě jedním z nejdůležitějších faktorů s bojí proti konkurenci, vyhodnocení cen konkurence a našich výrobků, s přihlédnutím k výše uvedené kvalitě
Umístění	umístění podniku, popřípadě obchodních poboček a s tím související velikost poptávky v dané lokalitě o dané výrobky, nutno přihlídnout také k orientaci firmy na zákazníka, firma soustřeďující se na export výrobků nemusí disponovat příliš kvalitní lokalitou umístění své výroby
Technická úroveň a služby	srovnání servisu a služeb konkurenčních firem a oceňovaného podniku, zda jsou srovnatelné nebo ne
Image firmy	kvalita zázemí, reklama, pověst mezi zákazníky i dodavateli

Tab. č. 7: KTD – konkurence

Analýza a predikce vývoje	
Roční hodnocení komplexní činnosti	vyhodnocení interního auditu společnosti
Výkonová prognóza příštího období	predikce výkonu a tržeb v krátkodobém horizontu

Tab. č. 8: KTD - analýza a predikce vývoje

V případě, kdy bude mít oceňovatel pocit, že dané kritérium není pro ocenění daného podniku důležité. Může toto kritérium vypustit tím, že přiřadí váhu 3, která poté neovlivňuje celkový výsledek.

$$k_{td} = k_{km} + k_{vt} + k_{vv} + k_{zd} + k_{hdm} + k_k + k_{pv}$$

- k_{km} – koeficient kvality managementu
 k_{vt} – koeficient vlivu tržeb
 k_{isv} – koeficient inovační síly a vývoje
 k_{vv} – koeficient závislosti na dodavatelích
 k_{hdm} – koeficient hodnocení dlouhodobého majetku
 k_k – koeficient konkurence
 k_{pv} – koeficient analýzy a predikce vývoje

2.5.2. *Ověření KTD - aplikace metod ocenění na vybrané podniky*

V této fázi budou vybrané oceňovací metody zjednodušeně aplikovány na konkrétních vybraných podnicích z oblasti výroby stavebních hmot. **Jednotlivé metody budou příslušným způsobem upraveny na účel ocenění a účel samotného zpracování této disertační práce**, přičemž bude uveden postup včetně příslušných komentářů k jednotlivým vstupům při ocenění vybraných podniků zabývajících se výrobou stavebních hmot, s **rozdílením nejrůznějších specifik (vstupů) jednotlivých podniků**.

2.6. Vymezení provozně nenutného, resp. provozně nutného majetku

U podniků obecně se vychází z předpokladu, že každý podnik má vždy určité základní podnikatelské zaměření, resp. podnikatelskou činnost, která je základním zdrojem jeho příjmů. Některé podniky však mohou mít i více hlavních činností, které pak vytvářejí tzv. strategické podnikatelské jednotky. V tomto případě by pak bylo potřeba ocenit každou tuto strategickou jednotku zvlášť.

Neprovozní majetek (provozně nenutný) zahrnuje tedy všechny takové majetkové položky, které podnik nezbytně nepotřebuje pro výkon základního podnikatelského poslání. Jedním z rysů neprovozního majetku je takový, že jeho případný prodej nemá žádný podstatný vliv na dosahované výnosy ze základní podnikatelské činnosti. V praxi jde především o cenné papíry, nadbytečnou výši peněžních prostředků, nedobytné pohledávky, nemovitosti nesloužící k vlastnímu provozu podniku a vůbec různý majetek v nadbytečném množství.

Vyčlení-li se v podniku, resp. pro účely ocenění takovýto neprovozní majetek, měl by být tento jednotlivě oceněn podle své individuální povahy, a to buď v podstatě likvidační hodnotou (nejčastěji nemovitosti a movité věci) nebo výnosově (u majetku, který lze pronajmout a bude nám generovat příjmy s dostatečnou vypovídací schopností). U majetku, který nespadá do dvou výše uvedených částí je možné buď fyzicky zlikvidovat (ocenění bude provedeno zápornou hodnotou danou náklady na likvidaci), nebo zatím majetek ponechat a udržovat (ocenění bude pak provedeno zápornou hodnotou na základě současné hodnoty nákladů na údržbu).

2.7. Interpretace dosažených výsledků

Dalším důležitým bodem této poslední fáze je **interpretace dosažených výsledků, resp. na základě výsledků dílčích hodnot stanovení výsledné tržní hodnoty vybraných podniků.**

A jak je to s výsledným stanovením tržní hodnoty? V IVS (mezinárodní oceňovací standardy) není v souvislosti s tržní hodnotou zmínka o nějakém intervalovém odhadu, proto se lze domnívat, že částkou, kterou má oceňovatel odhadnout, se rozumí jedna částka, tedy bodový odhad. Jinými slovy reprodukováná definice IVS: „Tržní hodnota je „jedna“ pravděpodobná cena ...“. Chceme-li si odpovědět na otázku existence jedné „pravděpodobné ceny“, můžeme se podívat na existenci jedné „skutečné ceny“. V této souvislosti můžeme uvést příklad přímo z kapitálového trhu, jakožto jednoho z nejlikvidnějších trhů (za normálních podmínek): „Po celý den se nakupuje a prodává určitá emise akcií, cena klesá a stoupá podle zákonů tohoto trhu. V důsledku toho každý z kupujících nakoupí tytéž akcie za jinou cenu za akcii... Znamená to, že kolik kupujících v ten den, tolik reálných hodnot?“ Jak je vidět, i skutečná cen, za níž je či bylo obchodováno, se pohybuje v rámci daného časového období (v tomto případě jeden den) v určitém intervalu.

V kontextu výše uvedeného se nabízí otázka: „*Není-li k dispozici jedna skutečná cena, potvrzená trhem, můžeme se domnívat, že existuje k danému okamžiku jedna tržní hodnota potvrzená odhadcem?*“

V souvislosti s podnikem můžeme tuto otázku rozvinout do podoby: „*Existuje jedna tržní hodnota, jakožto bodový odhad nejpravděpodobnější ceny, hromadného aktiva – podniků?*“ Tato otázka navazuje na zcela základní otázku, zda je hodnota podniku bodem či intervalem. Je odhadnutá hodnota podniku také důvěryhodnější, je-li uvedena jako bod

nebo jako interval? Neexistuje –li jediná cena dokonce ani u nejlikvidnějších statků, obchodovaných na trhu, proč se domnívat, že existuje jedna tržní hodnota u hromadného (až na výjimky nelikvidního) aktiva jménem podnik? A proč se domnívat, že je ve schopnostech člověka – odhadce tuto hodnotu zachytit?

Na základě výše uvedeného několikerého zamyšlení nelze asi jednoznačně říci, zda výsledkem ocenění podniku má být právě jedno jediné číslo nebo interval (rozpětí) více hodnot. Vždy bude v tomto záležet na oceňovateli, k čemu se přikloní, resp. jak naloží s vysvětlením (interpretací) dosažených výsledných hodnot.

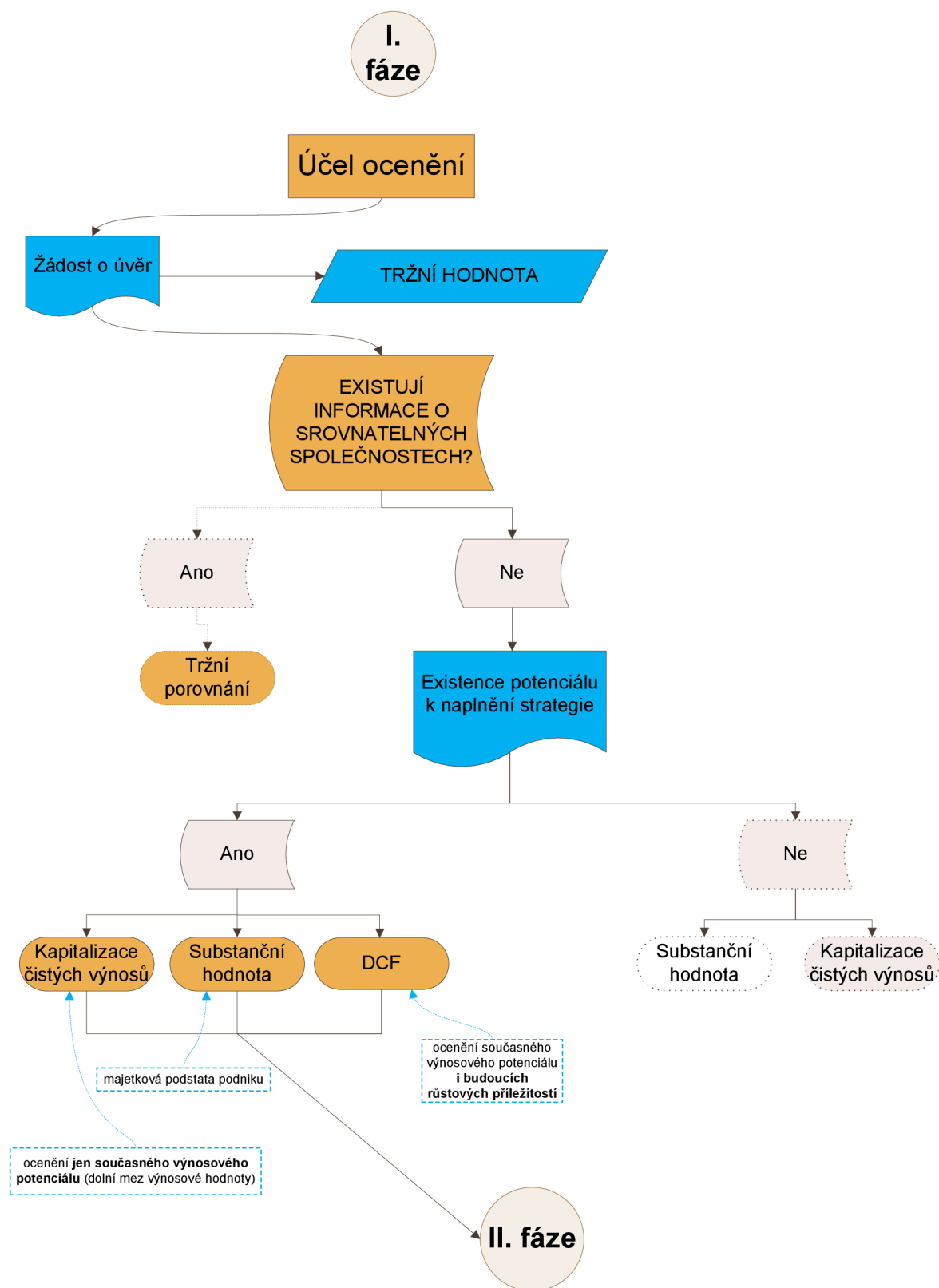
Co se týče mého názoru, se vzrůstající hodnotou, resp. velikostí podniku bude asi vždy lepší uvádět spíše určité rozpětí, které do jisté míry eliminuje některé subjektivní názory zpracovatele ocenění, nicméně nemělo by být toto samozřejmě chápáno jako jistá forma alibismu, s čímž se lze v praxi také setkat.

K výše uvedenému nutno podotknout, že disertační práce nemá za cíl stanovit přesnou (absolutní, ale ani intervalovou) hodnotu podniku, která by byla jakkoliv reálná, nýbrž na základě poukázání rozdílnosti v několika důležitých vstupních údajích, které mají vliv na samotný proces ocenění, pokud bude existence této potvrzena, **stanovit pokud možno co nejpřesnější metodiku, která by byla snadno aplikovatelná při oceňování podniků výroby stavebních hmot.**

3. Aplikace znaleckého standardu – fáze I (určovací)

Jak bylo uvedeno výše v této práci, jako účel ocenění byl zvolen „**stanovení obvyklé ceny, resp. tržní hodnoty podniku pro hypotetický případ prodeje podniku**“.

Pro aplikaci ocenění budou použity takové metody, pro které je dostatečné množství relevantních vstupních informací s odpovídající vypovídací schopností. Protože byla zpracovateli disertační práce zástupci oceňovaných vybraných podniků poskytnuta poměrně dostatečná účetní evidence (výkazy zisku a ztráty, rozvahy, výroční zprávy a jiné), bude použita jak metoda založená na majetkové podstatě samotného podniku, tedy metoda substanční, tak metody založené na výnosovém potenciálu podniku, a to dříve metody DCF, tedy diskontovaných peněžních toků a metoda KČV, tedy kapitalizace čistých výnosů.



Obr.č. 6: Závislost zvolených metod na zvoleném účelu ocenění

4. Aplikace znaleckého standardu – fáze II (přípravná)

4.1. Základní specifikace a difference vybraných podniků

Definování know-how každého z vybraných podniků

STOMIX, spol. s r.o. - hlavní know how spočívá v receptuře na výrobu suchých omítkových směsí, jako jediná firma zabývající se výrobou suchých omítkových směsí nabízí zákazníkovi kompletní zateplovací systém, včetně projekce

Cembrit a.s. - i přes obecně známé postupy na výrobu cementovláknitých desek spočívá know how v receptuře a používaných technologiích, v ČR není žádný jiný závod na výrobu tohoto druhu materiálu. Jako jedna z mála firem nabízí firma Cembrit a.s. výrobu temperovaných desek.

STAPPA mix, spol. s r.o. - u betonoráren se o know how nedá podle mého názoru uvažovat. Konkurenční společnosti nabízejí téměř stejný sortiment produktů a firmy si navzájem konkurují rychlostí vyřizování zakázek, množstvím dopravních prostředků, zařízení na čerpání betonu a v neposlední řadě cenou

H+H Česká republika s.r.o. - v současné době všechny výrobní pórobetonu v ČR používají jako základní surovinu křemičity písek. Popílek už není používán, proto jsou vlastnosti porobetonových výrobků srovnatelné. Postupy a technologie jsou srovnatelné.

Základní specifikace (rozdílnost) vybraných podniků

	Rozmanitost výrobků s ohledem na konkurenci	Oblast působení	Zázemí matky	Hodnota provozně nutného majetku	Počet zaměstnanců		Historie [rok založení]
					výkonné	vedení	
Stomix	velmi nadstandardní	český trh	Česká firma	13 350 904	24	2	1993
Cembrit	standardní	95% export do zahraničí	Nadnárodní koncern	41 304 103	468	20	1938
Stappa	standardní	český trh	Česká firma	829 351 240	24	2	1991
H+H	nadstandardní	český trh	Nadnárodní koncern	80 708 704	64	8	1909

Tab.č. 9: Základní specifikace a difference jednotlivých podniků

Vývoj v odvětví stavebnictví a průmyslu + predikce na další období

V každém ocenění je téměř nezbytné zabývat se vývojem ekonomiky dané země, oceňujeme-li podniky průmyslové s vazbou na stavební trh, pak vývojem odvětví stavebnictví a průmyslu. Toto je důležité zejména s ohledem na předpovídání (predikci) vývoje odvětví vzhledem k plánování budoucích tržeb v rámci zpracování finančního plánu při použití metody diskontovaných peněžních toků. Jelikož disertační práce vychází z podkladů účetní evidence za rok 2006, tzn. vývoj ekonomiky od této doby je již známý, není v této práci vývoj daného odvětví jakkoli predikován a vzhledem k účelu zpracování disertační práce by toto nebylo ani účelné, neboť výsledkem není stanovení absolutní hodnoty podniku, ale pouze poukázání na jisté difference a aspekty vstupující do procesu ocenění.

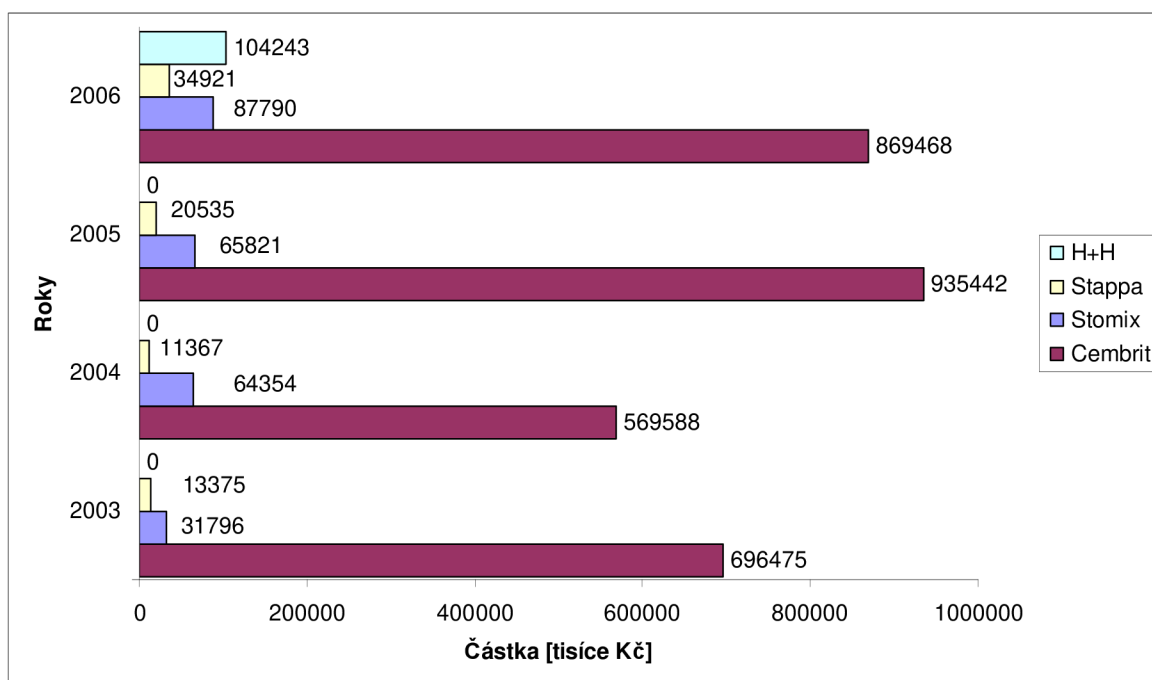
4.2. Finanční analýza oceňovaných společností

Před provedením samotné finanční analýzy jednotlivých společností je níže v tabulce, resp. grafu uveden vývoj dlouhodobého majetku mezi lety 2003 až 2006, který do jisté míry ukazuje na případné změny v majetkové podstatě firem v kontextu s ostatními firmami. Jedná se o účetní hodnoty uvedené v tisících Kč. Tyto účetní hodnoty nelze bez dalšího přecenění na tržní hodnoty uvažovat do substanční hodnoty (viz další kapitoly DP).

Vývoj dlouhodobého majetku

podnik	2003	2004	2005	2006
STOMIX, spol. s r.o.	31 796 000 Kč	64 354 000 Kč	65 821 000 Kč	87 790 000 Kč
Cembrit a.s.	696 475 000 Kč	569 588 000 Kč	935 442 000 Kč	869 468 000 Kč
STAPPA mix, spol. s r.o.	13 375 000 Kč	11 367 000 Kč	20 535 000 Kč	34 921 000 Kč
H+H Česká republika s.r.o.	0 Kč	0 Kč	0 Kč	104 243 Kč

Tab.č. 10: Vývoj dlouhodobého majetku



Graf č. 1: Vývoj dlouhodobého majetku

STOMIX, spol. s r.o.**Rentabilita**

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
r. vlastního kapitálu	0,11	0,11	0,07
r. celkového kapitálu	0,03	0,03	0,02
r. tržeb	0,05	0,04	0,03

Tab.č. 11: STOMIX - rentabilita

Likvidita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
pohotová	1,794	3,068	2,795
běžná	2,053	3,407	3,071
celková	2,048	3,404	3,069

Tab.č. 12: STOMIX - likvidita

Finanční stabilita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem	0,81	0,75	0,95

Tab.č. 13: STOMIX – finanční stabilita

Aktivita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
doba obratu zásob	83,95 dní	80,30 dní	62,05 dní
doba obratu krát. pohledávek	171,55 dní	197,10 dní	178,85 dní
doba obratu krát. závazků	98,55 dní	65,70 dní	65,70 dní

Tab.č. 14: STOMIX – aktivita

Struktura kapitálu

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
zadluženost (poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům)	0,59	0,61	0,56
index finanční páky	3,67	3,67	3,50
kvóta vlastního kapitálu	30%	28%	34%
míra zadlužení	70%	72%	66%

Tab.č. 15: STOMIX – struktura kapitálu

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,111%	1	1	1	0,111%
Přiměřené	0,293%	3	1	3	0,879%
Zvýšené	0,590%	2	1	2	1,180%
Vysoké	1,075%	0	1	0	0,000%
Součet		6		6	2,170%

Tab.č. 16: STOMIX – vyhodnocení finančních rizik

STAPPA MIX, spol. s r.o.**Rentabilita**

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
r. vlastního kapitálu	15,85	16,96	33,60
r. celkového kapitálu	2,00	2,54	7,34
r. tržeb	2,10	2,99	7,27

Tab.č. 17: STAPPA - rentabilita

Likvidita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
pohotová	1,089	1,007	1,049
běžná	1,127	1,204	1,144
celková	1,120	1,046	1,099

Tab.č. 18: STAPPA - likvidita

Finanční stabilita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem	0,33	0,98	0,55

Tab.č. 19: STAPPA – finanční stabilita

Aktivita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
doba obratu zásob	86,16 dní	70,29 dní	65,90 dní
doba obratu krát. pohledávek	103,20 dní	123,47 dní	98,05 dní
doba obratu krát. závazků	143,57 dní	152,99 dní	128,49 dní

Tab.č. 20: STAPPA - aktivita

Struktura kapitálu

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
zadluženost (poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům)	0,58	0,65	0,57
index finanční páky	7,93	6,68	4,58
kvóta vlastního kapitálu	18%	18%	28%
míra zadlužení	82%	82%	72%

Tab.č. 21: STAPPA – struktura kapitálu

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,111%	2	1	2	0,222%
Přiměřené	0,293%	1	1	1	0,293%
Zvýšené	0,590%	2	1	2	1,180%
Vysoké	1,075%	1	1	1	1,075%
Součet		6		6	2,770%

Tab.č. 22: STAPPA – vyhodnocení finančních rizik

H+H Česká republika s.r.o.**Rentabilita**

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
r. vlastního kapitálu	-	-	-0,06
r. celkového kapitálu	-	-	-0,02
r. tržeb	-	-	-0,06

Tab.č. 23: H+H - rentabilita

Likvidita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
pohotová	-	-	0,09
běžná	-	-	0,23
celková	-	-	0,22

Tab.č. 24: H+H - likvidita

Finanční stabilita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem	-	-	0,38

Tab.č. 25: H+H – finanční stabilita

Aktivita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
doba obratu zásob	-	-	1069,45 dní
doba obratu krát. pohledávek	-	-	33,02 dní
doba obratu krát. závazků	-	-	563,43 dní

Tab.č. 26: H+H - aktivita

Struktura kapitálu

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
zadluženost (poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům)	-	-	0,64
index finanční páky	-	-	3,00
kvóta vlastního kapitálu	-	-	32%
míra zadlužení	-	-	68%

Tab.č. 27: H+H – struktura kapitálu

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,111%	1	1	1	0,111%
Přiměřené	0,293%	1	1	1	0,293%
Zvýšené	0,590%	2	1	2	1,180%
Vysoké	1,075%	2	1	2	2,150%
Součet		6		6	3,734%

Tab.č. 28: H+H – vyhodnocení finančních rizik

Cembrit a.s.**Rentabilita**

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
r. vlastního kapitálu	-1,00	-0,09	-1,07
r. celkového kapitálu	-0,15	-0,01	-0,06
r. tržeb	-0,35	-0,03	-0,01

Tab.č. 29: Cembrít - rentabilita

Likvidita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
pohotová	0,719	1,421	1,361
běžná	1,812	3,644	3,061
celková	1,374	2,747	2,981

Tab.č. 30: Cembrít - likvidita

Finanční stabilita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem	0,39	0,56	0,06

Tab.č. 31: Cembrít – finanční stabilita

Aktivita

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
doba obratu zásob	1036,60 dní	1642,50 dní	1547,60 dní
doba obratu krát. pohledávek	62,05 dní	91,25 dní	62,05 dní
doba obratu krát. závazků	91,25 dní	65,70 dní	47,45 dní

Tab.č. 32: Cembrít - aktivita

Struktura kapitálu

Ukazatel	12/03 – 12/04	12/04 – 12/05	12/05 – 12/06
zadluženost (poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům)	0,50	0,53	0,54
index finanční páky	6,67	9,00	17,83
kvóta vlastního kapitálu	23%	18%	10%
míra zadlužení	77%	82%	90%

Tab.č. 33: Cembrit – struktura kapitálu

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,111%	2	1	2	0,222%
Přiměřené	0,293%	2	1	2	0,586%
Zvýšené	0,590%	2	1	2	1,180%
Vysoké	1,075%	0	1	0	0,000%
Součet		6		6	1,988%

Tab.č. 34: Cembrit – vyhodnocení finančních rizik

Stručný komentář k finanční analýze

Protože není účelné zde u každého podniku provádět podrobnou interpretaci každého z použitých poměrových finančních ukazatelů, bude proveden pouze stručný výklad jednotlivých ukazatelů.

Ukazatele rentability mají v čitateli některou podobu zisku a ve jmenovateli vlastní kapitál nebo celkový kapitál vložený do majetku. Slouží k testování možné účasti vlastního kapitálu na zvyšování kapitálových zdrojů, k testování udržitelné míry růstu firmy odvozené od růstu vlastního kapitálu, k testování šance na udržení reálné hodnoty vlastního kapitálu v podmínkách inflace a k testování úrovně výnosnosti vlastního kapitálu ve srovnání s náklady na cizí kapitál. Obecně platí, že setrvalý stav v rentabilitě vlastního kapitálu ve sledovaných obdobích by ukazoval na vyrovnanost podnikatelského využití nashromážděného vlastního kapitálu. Pokud je rentabilita celkového kapitálu nižší než je rentabilita vlastního kapitálu, pak to svědčí o tom, že společnost neumí příliš efektivně využívat cizí zdroje.

Likvidita je míra schopnosti a připravenosti podniku uhradit stávající krátkodobé peněžní závazky včas a v plné výši, až nastane jejich splatnost. Spočívá v pravděpodobnosti, že

platební neschopnost během nastávajícího roku nenastane. Daný stav krátkodobých dluhů se poměruje s likvidním majetkem, který představuje jištění, že dojde k úhradě krátkodobých dluhů. Pokud je u některých podniků pohotová likvidita svými hodnotami značně menší než běžná likvidita, může být toto způsobeno velkým objemem krátkodobých pohledávek (především pak v mnoho případech z obchodních vztahů). Pohybuje-li se běžná likvidita po dobu sledovaného období pod doporučenou hodnotou 1,5, je toto z hlediska inkasního rizika méně příznivé. Likviditu je potřeba hodnotit s přihlédnutím ke skutečnosti, že převážná část krátkodobých závazků u všech posuzovaných podniků je tvořena závazky z obchodních vztahů.

Finanční stabilita je odolnost proti zhroucení financí podniku v důsledku úbytku cizích zdrojů. Dluhy vedou k finanční labilitě při ztrátě důvěryhodnosti v očích věřitelů. Základními předpoklady důvěry věřitele je výnosnost a likvidita. Ziskovému podniku se věří. Likvidní podnik platí úroky a banka bývá ochotna v případě tísně poskytnout dodatečný úvěr. I výnosný a likvidní podnik se však může dostat do platební neschopnosti, nemá-li prostředky na včasnou úhradu splátky dluhu a věřitel ne její úhradě trvá.

Aktivita slouží pro ověření likvidnosti zásob, pohledávek a plynulosti splácení krátkodobých závazků. Nepřiměřeně dlouhá doba obratu či splácení signalizuje, že mezi krátkodobými pohledávkami či mezi krátkodobými závazky jsou takové, jejichž splatnost uplynula. Nadměrné krátkodobé závazky po lhůtě zase signalizují již existující problémy s platební schopností.

Co se týče zadluženosti obecně, indexy finanční páky by měly být příznivé, neboť společnost by měla mít zájem na tom, aby použitím cizích zdrojů dosáhla větší rentability vlastního kapitálu. Proto je z hlediska společnosti žádoucí, aby rentabilita vlastního kapitálu byla větší než rentabilita celkového kapitálu.

Na základě výše provedené finanční analýzy, kdy byly vybrány některé důležité finanční ukazatele s dostatečnou vypovídací schopností o fungování podniku, jsou u každé hodnocené společnosti stanovena finanční rizika, která společně s obchodními riziky a tzv. bezrizikovou výnosovou mírou vstupují do toliko důležité a nelehko určitelné diskontní míry (viz další části disertační práce).

4.3. Výpočet koeficientu technické difference

4.3.1. STOMIX, spol. s r.o.

Vstupní hodnoty	
Počet kritérií:	29
Bezriziková výnosová míra:	4,5%
Základní jednotková míra (rf / počet)	0,16%
nvk max	30,0%
a (nvk max / rf) ^(1/4)	1,607

Stupeň rizika				
X - stupeň rizika	a ^x	z (= a ^x - 1)	RP pro 1 faktor (=z . r _f /n)	Procento rizika
1 Nízké riziko	1,607	0,607	0,094%	0 - 25 %
2 Přiměřené riziko	2,582	1,582	0,245%	25 - 50 %
3 Zvýšené riziko	4,149	3,149	0,489%	50 - 75 %
4 Vysoké riziko	6,667	5,667	0,879%	75 - 100 %

Koeficient technické difference			
		Váha	Riziko
I. Kvalita managementu	0,09%	2	0,188%
II. Vliv tržeb	0,49%	1	0,489%
III. Hodnocení výzkumu a vývoje	0,25%	1	0,245%
IV. Závislost na dodavatelích	0,25%	3	0,736%
V. Hodnocení dlouhodobého majetku	0,25%	2	0,491%
VI. Konkurence	0,25%	3	0,736%
VII. Analýza a predikce vývoje	0,09%	1	0,094%
Celkem			2,98%

Náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	4,5%
Finanční riziko	2,17%
Koeficient technické difference	2,98%
Celkem	9,65%

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	105 461	45,5%
Dluhopisy	0	0,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	17 473	7,5%
Bankovní úvěry krátkodobé	108 869	47,0%
Cizí kapitál celkem	126 342	54,5%
Celkový zpoplatněný kapitál	231 803	100,0%

Průměrné náklady cizího kapitálu			
Položka kapitálu	n _{CK}	Tržní hodnota	Součin
Výnos do doby splatnosti dluhopisů	0,00%	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	9,00%	17 473	1 573
Bankovní úvěry krátkodobé	6,00%	108 869	6 532
Součet		126 342	8 105
Průměrné náklady cizího kapitálu			6,41%

Daň z příjmů pro budoucí období:	24%
----------------------------------	-----

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	45,50%	9,65%	4,39%
Cizí kapitál po dani	54,50%	4,88%	2,66%
Průměrné vážené náklady kapitálu			7,05%

Tab.č. 35: STOMIX – vstupní hodnoty

Kvalita managementu							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Osobní kvalifikace	2			4	8	
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	2			4	8	
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	1			4	4	
4.	Vize do budoucna	3			5	15	
5.	Hodnocení šancí a rizik	3			5	15	
						Počet bodů	50
						Procento rizika	9 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Osobní kvalifikace	nedostatečná	standardní	nadstandardní
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	výrazně převažující jeden z hledisek	částečně převažující jeden z hledisek	vyvážený poměr
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	přetížené vedení	nejasně rozděleny kompetence	jasně rozděleny kompetence
4.	Vize do budoucna	žádné vize	nejasně plánované	jasné vize
5.	Hodnocení šancí a rizik	nerealistický pohled	přeceňování nebo podceňování	realistický pohled

Tab.č. 36: STOMIX – kvalita managementu

Vliv tržeb							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1	2	3		
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	1	1			1	
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	1		2		2	
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	2	1			2	
						Počet bodů	5
						Procento rizika	58 %
						Stupeň rizika	0,489%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1	2	3
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >

Vstupní hodnoty			
tržba	PNM	mzdy	vykonova spotřeba
256 623 000	41 304 103	21 129 000	170 440 000

Tab.č. 37: STOMIX – vliv tržeb

Hodnocení výzkumu a vývoje							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Podíl nových produktů na tržbách	3		3		9	
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	3			4	12	
3.	Množství registrovaných práv	2			4	8	
4.	Motivace pracovníků na inovacích	2		3		6	
5.	Podíl úspěšných výzkumů	1		3		3	
						Počet bodů	38
						Procento rizika	31 %
						Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Podíl nových produktů na tržbách	nízký	průměrný	vysoký
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	nízký	průměrný	vysoký
3.	Množství registrovaných práv	žádná registrovaná práva	v posledních dvou letech žádná nová registrovaná práva	vysoký počet registrovaných práv
4.	Motivace pracovníků na inovacích	žádné	průměrná motivace	propracovaný systém motivace
5.	Podíl úspěšných výzkumů	nízký	průměrný	vysoký

Tab.č. 38: STOMIX – hodnocení výzkumu a vývoje

Závislost na dodavatelích						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kapacitní možnost skladování	3	2			6
2.	Dodací lhůty dodavatelů	3		3		9
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	2			5	10
4.	Dostatek nerostných zdrojů	2		3		6
Počet bodů						31
Procento rizika						38 %
Stupeň rizika						0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kapacitní možnost skladování	nízká	průměrná		vyšoká
2.	Dodací lhůty dodavatelů	dlouhé	standardní		krátké
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	výroba s odstavkami	-		celoroční výroba
4.	Dostatek nerostných zdrojů	nedostatek zdrojů	průměrné množství		nadměrné množství

Tab.č. 39: STOMIX – závislost na dodavatelích

Hodnocení dlouhodobého majetku						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Stav a údržba	3			4	12
2.	Počet kapacit	3	2			6
3.	Technická úroveň majetku	2		3		6
4.	Údržba majetku	2			4	8
5.	Profesní vzdělanost personálu	1		3		3
Počet bodů						35
Procento rizika						36 %
Stupeň rizika						0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Stav a údržba	špatná	průměrná		výborná
2.	Počet kapacit	nízký	průměrný		vyšoký
3.	Technická úroveň majetku	zastaralá	průměrná		výborná
4.	Údržba majetku	žádná nebo velmi malá	průměrná		velmi dobrá, pravidelná údržba
5.	Profesní vzdělanost personálu spravující (obsluhující DM)	nízká	průměrná		vyšoká

Tab.č. 40: STOMIX – hodnocení dlouhodobého majetku

Konkurence						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kvalita výrobků	3			4	12
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	3		3		9
3.	Umístění	2		3		6
4.	Technická úroveň a služby	2			4	8
5.	Image firmy	1			5	5
Počet bodů						40
Procento rizika						27 %
Stupeň rizika						0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kvalita výrobků	horší než konkurence	srovnatelná s konkurencí		lepší než konkurence
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	nižší	stejná		vyšší
3.	Umístění	špatné místo	průměrné		velmi dobré
4.	Technická úroveň a služby	špatná	průměrná		výborná
5.	Image firmy	nízká	průměrná		vyšoká

Tab.č. 41: STOMIX - konkurence

Analýza a predikce vývoje						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	-	4 - 5	
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	1			4	4
2.	Výkonová prognóza příštího období	1			4	4
Počet bodů						8
Procento rizika						20 %
Stupeň rizika						0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení				
		1	2	3	4	5
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	neprovádění vůbec	neprovádění pravidelně	-	provádění pravidelně a neimplementace závěrů (doporučení)	provádění pravidelně a implementace závěrů a doporučení
2.	Výkonová prognóza příštího období	neprovádění predikce na další období		provádění občasných predikcí vývoje na další období	provádění každoročních predikcí vývoje na další období	

Tab.č. 42: STOMIX – analýza a predikce a vývoje

4.3.2. STAPPA mix, spol. s r.o.

Vstupní hodnoty	
Počet kritérií:	29
Bezriziková výnosová míra:	4,5%
Základní jednotková míra (rf / počet)	0,16%
nvk max	30,0%
a (nvk max / rf)^(1/4)	1,607

Stupeň rizika				
X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor (=z · r/n)	Procento rizika
1 Nízké riziko	1,607	0,607	0,094%	0 - 25 %
2 Přiměřené riziko	2,582	1,582	0,245%	25 - 50 %
3 Zvýšené riziko	4,149	3,149	0,489%	50 - 75 %
4 Vysoké riziko	6,667	5,667	0,879%	75 - 100 %

Koeficient technické difference			
		Váha	Riziko
I. Kvalita managementu	0,25%	2	0,491%
II. Vliv tržeb	0,25%	1	0,245%
III. Hodnocení výzkumu a vývoje	0,49%	1	0,489%
IV. Závislost na dodavatelích	0,25%	3	0,736%
V. Hodnocení dlouhodobého majetku	0,09%	2	0,188%
VI. Konkurence	0,25%	3	0,736%
VII. Analýza a predikce vývoje	0,25%	1	0,245%
Celkem			3,13%

Náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	4,5%
Finanční riziko	2,77%
Koeficient technické difference	3,13%
Náklady vlastního kapitálu	10,40%

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	30 009	100,0%
Dluhopisy	0	0,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%
Bankovní úvěry krátkodobé	0	0,0%
Cizí kapitál celkem	0	0,0%
Celkový zpoplatněný kapitál	30 009	100,0%

Průměrné náklady cizího kapitálu			
Položka kapitálu	n_{CK}	Tržní hodnota	Součin
Výnos do doby splatnosti dluhopisů	0,00%	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0	0
Bankovní úvěry krátkodobé	0,00%	0	0
Součet		0	0
Průměrné náklady cizího kapitálu			0,00

Daň z příjmů pro budoucí období:	24%
----------------------------------	-----

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	100,00%	10,40%	10,40%
Cizí kapitál po dani	0,00%	0,00%	0,00%
Průměrné vážené náklady kapitálu			10,40%
Diskontní míra:		10,40%	

Tab.č. 43: STAPPA mix - vstupní hodnoty

Kvalita managementu							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Osobní kvalifikace	2		3		6	
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	2		3		6	
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	1			4	4	
4.	Vize do budoucna	3			5	15	
5.	Hodnocení šancí a rizik	3			5	15	
						Počet bodů	46
						Procento rizika	16 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Osobní kvalifikace	nedostatečná	standardní	nadstandardní
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	výrazně převažující jeden z hledisek	částečně převažující jeden z hledisek	vyvážený poměr
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	přetížené vedení	nejasně rozděleny kompetence	jasně rozděleny kompetence
4.	Vize do budoucna	žádné vize	nejasně plánované	jasné vize
5.	Hodnocení šancí a rizik	nerealistický pohled	přeceňování nebo podceňování	realistický pohled

Tab.č.44: STAPPA mix - kvalita managementu

Vliv tržeb							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1	2	3		
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	1	1			1	
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	1	1			1	
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	2			3	6	
						Počet bodů	8
						Procento rizika	33 %
						Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1	2	3
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >

Vstupní hodnoty			
tržba	PNM	mzdy	vykonova spotřeba
171 910 000 Kč	13 350 904 Kč	9 109 000 Kč	150 838 000 Kč

Tab.č. 45: STAPPA mix - vliv tržeb

Hodnocení výzkumu a vývoje							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Podíl nových produktů na tržbách	3	2			6	
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	3	1			3	
3.	Množství registrovaných práv	2	1			2	
4.	Motivace pracovníků na inovacích	2	1			2	
5.	Podíl úspěšných výzkumů	1	1			1	
						Počet bodů	14
						Procento rizika	75 %
						Stupeň rizika	0,489%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Podíl nových produktů na tržbách	nízký	průměrný	vysoký
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	nízký	průměrný	vysoký
3.	Množství registrovaných práv	žádná registrovaná práva	v posledních dvou letech žádná nová registrovaná práva	vysoký počet registrovaných práv
4.	Motivace pracovníků na inovacích	žádné	průměrná motivace	propracovaný systém motivace
5.	Podíl úspěšných výzkumů	nízký	průměrný	vysoký

Tab.č. 46: STAPPA mix - hodnocení výzkumu a vývoje

Závislost na dodavatelích							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Kapacitní možnost skladování	3			4	12	
2.	Dodací lhůty dodavatelů	3			4	12	
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	2			5	10	
4.	Dostatek nerostných zdrojů	2			5	10	
						Počet bodů	44
						Procento rizika	12 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Kapacitní možnost skladování	nizká	průměrná	vyšoká
2.	Dodací lhůty dodavatelů	dlouhé	standardní	krátké
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	výroba s odstávkami	-	celoroční výroba
4.	Dostatek nerostných zdrojů	nedostatek zdrojů	průměrné množství	nadměrné množství

Tab.č.47: STAPPA mix - závislost na dodavatelích

Hodnocení dlouhodobého majetku							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Stav a údržba	3			5	15	
2.	Počet kapacit	3		3		9	
3.	Technická úroveň majetku	2			4	8	
4.	Údržba majetku	2			5	10	
5.	Profesní vzdělanost personálu	1		3		3	
						Počet bodů	45
						Procento rizika	18 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Stav a údržba	špatná	průměrná	výborná
2.	Počet kapacit	nizký	průměrný	vyšoký
3.	Technická úroveň majetku	zastaralá	průměrná	výborná
4.	Údržba majetku	žádná nebo velmi malá	průměrná	velmi dobrá, pravidelná údržba
5.	Profesní vzdělanost personálu spravující (obsluhující DM)	nizká	průměrná	vyšoká

Tab.č.48: STAPPA mix - hodnocení dlouhodobého majetku

Konkurence							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Kvalita výrobků	3		3		9	
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	3		3		9	
3.	Umístění	2			5	10	
4.	Technická úroveň a služby	2		3		6	
5.	Image firmy	1		3		3	
						Počet bodů	37
						Procento rizika	33 %
						Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Kvalita výrobků	horší než konkurence	srovnatelná s konkurencí	lepší než konkurence
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	nizší	stejná	vyšší
3.	Umístění	špatné místo	průměrné	velmi dobré
4.	Technická úroveň a služby	špatná	průměrná	výborná
5.	Image firmy	nizká	průměrná	vyšoká

Tab.č.49: STAPPA mix - konkurence

Analýza a predikce vývoje						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	-	4 - 5	
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	1	2		4	2
2.	Výkonová prognóza příštího období	1			4	4
Počet bodů						6
Procento rizika						40 %
Stupeň rizika						0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení				
		1	2	3	4	5
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	neprovádění vůbec	neprovádění pravidelně	-	provádění pravidelně a neimplementace závěrů (doporučení)	provádění pravidelně a implementace závěrů a doporučení
2.	Výkonová prognóza příštího období	neprovádění predikce na další období		provádění občasných predikcí vývoje na další období	provádění každoročních predikcí vývoje na další období	

Tab.č.50: STAPPA mix - analýza predikce a vývoje

4.3.3. H+H Česká republika s.r.o.

Vstupní hodnoty	
Počet kritérií:	29
Bezriziková výnosová míra:	4,5%
Základní jednotková míra (rf / počet)	0,16%
nvk max	30,0%
a (nvk max / rf)^(1/4)	1,607

Stupeň rizika				
X - stupeň rizika	a^x	$z (= a^x - 1)$	RP pro 1 faktor ($=z \cdot r_f/n$)	Procento rizika
1 Nizké riziko	1,607	0,607	0,094%	0 - 25 %
2 Přiměřené riziko	2,582	1,582	0,245%	25 - 50 %
3 Zvýšené riziko	4,149	3,149	0,489%	50 - 75 %
4 Vysoké riziko	6,667	5,667	0,879%	75 - 100 %

Koefficient technické difference			
		Váha	Riziko
I. Kvalita managementu	0,09%	2	0,188%
II. Vliv tržeb	0,09%	1	0,094%
III. Hodnocení výzkumu a vývoje	0,88%	1	0,879%
IV. Závislost na dodavatelích	0,25%	3	0,736%
V. Hodnocení dlouhodobého majetku	0,25%	2	0,491%
VI. Konkurence	0,25%	3	0,736%
VII. Analýza a predikce vývoje	0,09%	1	0,094%
Náklady vlastního kapitálu			3,22%

Náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	4,5%
Finanční riziko	3,73%
Koefficient technické difference	3,22%
Celkem	11,45%

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	56 523	100,0%
Dluhopisy	0	0,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%
Bankovní úvěry krátkodobé	0	0,0%
Cizí kapitál celkem	0	0,0%
Celkový zpoplatněný kapitál	56 523	100,0%

Průměrné náklady cizího kapitálu			
Položka kapitálu	n_{CK}	Tržní hodnota	Součin
Výnos do doby splatnosti dluhopisů	0,00%	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0	0
Bankovní úvěry krátkodobé	0,00%	0	0
Součet		0	0
Průměrné náklady cizího kapitálu			0,00

Daň z příjmů pro budoucí období:	24%
----------------------------------	-----

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	100,00%	11,45%	11,45%
Cizí kapitál po dani	0,00%	0,00%	0,00%
Průměrné vážené náklady kapitálu			11,45%
Diskontní míra:		11,45%	

Tab.č. 51: H+H Česká Republika – vstupní hodnoty

Kvalita managementu							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Osobní kvalifikace	2			4	8	
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	2			4	8	
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	1			4	4	
4.	Vize do budoucna	3			4	12	
5.	Hodnocení šancí a rizik	3			4	12	
						Počet bodů	44
						Procento rizika	20 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Osobní kvalifikace	nedostatečná	standardní	nadstandardní
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	výrazně převažující jeden z hledisek	částečně převažující jeden z hledisek	vyvážený poměr
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	přetížené vedení	nejasně rozděleny kompetence	jasně rozděleny kompetence
4.	Vize do budoucna	žádné vize	nejasně plánované	jasné vize
5.	Hodnocení šancí a rizik	nerealistický pohled	přeceňování nebo podceňování	realistický pohled

Tab.č. 52: H+H Česká Republika – kvalita managementu

Vliv tržeb							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů				Počet bodů
			1	2	3	4	
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	1			3		3
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	1			3		3
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	2			3		6
						Počet bodů	12
						Procento rizika	0 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1	2	3	
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >	
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >	
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >	

Vstupní hodnoty			
tržba	PNM	mzdy	vykonova spotřeba
69 890 000	80 708 704	8 951 000	62 397 000

Tab.č. 53: H+H Česká Republika – vliv tržeb

Hodnocení výzkumu a vývoje							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Podíl nových produktů na tržbách	3	1			3	
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	3	1			3	
3.	Množství registrovaných práv	2	1			2	
4.	Motivace pracovníků na inovacích	2	1			2	
5.	Podíl úspěšných výzkumů	1	1			1	
						Počet bodů	11
						Procento rizika	80 %
						Stupeň rizika	0,879%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Podíl nových produktů na tržbách	nízký	průměrný	vyšší
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	nízký	průměrný	vyšší
3.	Množství registrovaných práv	žádná registrovaná práva	v posledních dvou letech žádná nová registrovaná práva	vyšší počet registrovaných práv
4.	Motivace pracovníků na inovacích	žádné	průměrná motivace	propracovaný systém motivace
5.	Podíl úspěšných výzkumů	nízký	průměrný	vyšší

Tab.č.54: H+H Česká Republika – hodnocení výzkumu a vývoje

Závislost na dodavatelích						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kapacitní možnost skladování	3		3		9
2.	Dodací lhůty dodavatelů	3		3		9
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	2			5	10
4.	Dostatek nerozstrých zdrojů	2		3		6
					Počet bodů	34
					Procento rizika	32 %
					Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kapacitní možnost skladování	nizká	průměrná		vyšší
2.	Dodací lhůty dodavatelů	dlouhé	standardní		krátké
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	výroba s odstávkami	-		celoroční výroba
4.	Dostatek nerozstrých zdrojů	nedostatek zdrojů	průměrné množství		nadměrné množství

Tab.č.55: H+H Česká Republika – závislost na dodavatelích

Hodnocení dlouhodobého majetku						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Stav a údržba	3		3		9
2.	Počet kapacit	3	2			6
3.	Technická úroveň majetku	2	2			4
4.	Údržba majetku	2		3		6
5.	Profesní vzdělanost personálu	1		3		3
					Počet bodů	28
					Procento rizika	49 %
					Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Stav a údržba	špatná	průměrná		výborná
2.	Počet kapacit	nizký	průměrný		vyšší
3.	Technická úroveň majetku	zastaralá	průměrná		výborná
4.	Údržba majetku	žádná nebo velmi malá	průměrná		velmi dobrá, pravidelná údržba
5.	Profesní vzdělanost personálu spravující (obsluhující DM)	nizká	průměrná		vyšší

Tab.č.56: H+H Česká Republika – hodnocení dlouhodobého majetku

Konkurence						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kvalita výrobků	3		3		9
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	3		3		9
3.	Umístění	2	2			4
4.	Technická úroveň a služby	2		3		6
5.	Image firmy	1		3		3
					Počet bodů	31
					Procento rizika	44 %
					Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kvalita výrobků	horší než konkurence	srovnatelná s konkurencí		lepší než konkurence
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	nižší	stejná		vyšší
3.	Umístění	špatné místo	průměrné		velmi dobré
4.	Technická úroveň a služby	špatná	průměrná		výborná
5.	Image firmy	nizká	průměrná		vyšší

Tab.č.57: H+H Česká Republika - konkurence

Analýza a predikce vývoje						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	-	4 - 5	
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	1			4	4
2.	Výkonová prognóza příštího období	1			4	4
Počet bodů						8
Procento rizika						20 %
Stupeň rizika						0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení				
		1	2	3	4	5
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	neprovádění vůbec	neprovádění pravidelně	-	provádění pravidelně a neimplementace závěrů (doporučení)	provádění pravidelně a implementace závěrů a doporučení
2.	Výkonová prognóza příštího období	neprovádění predikce na další období		provádění občasných predikcí vývoje na další období	provádění každoročních predikcí vývoje na další období	

Tab.č.58: H+H Česká Republika – analýza a predikce vývoje

4.3.4. CEMBRIT a.s.

Vstupní hodnoty	
Počet kritérií:	29
Bezriziková výnosová míra:	4,5%
Základní jednotková míra (rf / počet)	0,16%
nvk max	30,0%
a (nvk max / rf) ^(1/4)	1,607

Stupeň rizika				
X - stupeň rizika	a ^x	z (= a ^x - 1)	RP pro 1 faktor (=z · r _f /n)	Procento rizika
1 Nízké riziko	1,607	0,607	0,094%	0 - 25 %
2 Přiměřené riziko	2,582	1,582	0,245%	25 - 50 %
3 Zvýšené riziko	4,149	3,149	0,489%	50 - 75 %
4 Vysoké riziko	6,667	5,667	0,879%	75 - 100 %

Koefficient technické difference			
		Váha	Riziko
I. Kvalita managementu	0,09%	2	0,188%
II. Vliv tržeb	0,25%	1	0,245%
III. Hodnocení výzkumu a vývoje	0,25%	1	0,245%
IV. Závislost na dodavatelích	0,25%	3	0,736%
V. Hodnocení dlouhodobého majetku	0,09%	2	0,188%
VI. Konkurence	0,09%	3	0,283%
VII. Analýza a predikce vývoje	0,09%	1	0,094%
Celkem			1,98%

Náklady vlastního kapitálu	
Bezriziková výnosová míra	4,5%
Finanční riziko	1,99%
Koefficient technické difference	1,98%
Celkem	8,47%

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	149 324	96,5%
Dluhopisy	0	0,0%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%
Bankovní úvěry krátkodobé	5 392	3,5%
Cizí kapitál celkem	5 392	3,5%
Celkový zpoplatněný kapitál	154 716	100,0%

Průměrné náklady cizího kapitálu			
Položka kapitálu	n _{CK}	Tržní hodnota	Součin
Výnos do doby splatnosti dluhopisů	0,00%	0	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0	0
Bankovní úvěry krátkodobé	6,00%	5 392	324
Součet		5 392	324
Průměrné náklady cizího kapitálu			6,00%

Daň z příjmů pro budoucí období:	24%
----------------------------------	-----

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	96,51%	8,47%	8,17%
Cizí kapitál po dani	3,49%	4,56%	0,16%
Průměrné vážené náklady kapitálu			8,33%
Diskontní míra:		8,33%	

Tab.č.59: Cembit – vstupní hodnoty

Kvalita managementu							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Osobní kvalifikace	2			5	10	
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	2			5	10	
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	1			5	5	
4.	Vize do budoucna	3			5	15	
5.	Hodnocení šancí a rizik	3			5	15	
						Počet bodů	55
						Procento rizika	0 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Osobní kvalifikace	nedostatečná	standardní	nadstandardní
2.	Poměr technických a ekonomických hledisek	výrazně převažující jeden z hledisek	částečně převažující jeden z hledisek	vyvážený poměr
3.	Styl vedení - rozdělení kompetencí	přetížené vedení	nejasně rozděleny kompetence	jasně rozděleny kompetence
4.	Vize do budoucna	žádné vize	nejasně plánované	jasné vize
5.	Hodnocení šancí a rizik	nerealistický pohled	přeceňování nebo podceňování	realistický pohled

Tab.č.60: Cembrit – kvalita managementu

Vliv tržeb							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1	2	3		
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	1			3	3	
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	1		2		2	
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	2	1			2	
						Počet bodů	7
						Procento rizika	42 %
						Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1	2	3
1.	Vliv provozně nutného majetku na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
2.	Vliv mzdových nákladů na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >
3.	Vliv výkonové spotřeby na tržbách celkem	< průměr	průměr	průměr >

Vstupní hodnoty			
tržba	PNM	mzdy	vykonova spotřeba
1 501 723 000	829 351 240	129 021 000	1 125 387 000

Tab.č. 61: Cembrit – vliv tržeb

Hodnocení výzkumu a vývoje							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Podíl nových produktů na tržbách	3		3		9	
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	3			5	15	
3.	Množství registrovaných práv	2			5	10	
4.	Motivace pracovníků na inovacích	2			5	10	
5.	Podíl úspěšných výzkumů	1			5	5	
						Počet bodů	49
						Procento rizika	11 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Podíl nových produktů na tržbách	nizký	průměrný	vysoký
2.	Podíl nákladů na výzkum a vývoj vůči tržbám	nizký	průměrný	vysoký
3.	Množství registrovaných práv	žádná registrovaná práva	v posledních dvou letech žádná nová registrovaná práva	vysoký počet registrovaných práv
4.	Motivace pracovníků na inovacích	žádné	průměrná motivace	propracovaný systém motivace
5.	Podíl úspěšných výzkumů	nizký	průměrný	vysoký

Tab.č. 62: Cembrit – hodnocení výzkumu a vývoje

Závislost na dodavatelích							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Kapacitní možnost skladování	3		3		9	
2.	Dodací lhůty dodavatelů	3			4	12	
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	2			5	10	
4.	Dostatek nerostných zdrojů	2		3		6	
						Počet bodů	37
						Procento rizika	26 %
						Stupeň rizika	0,245%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kapacitní možnost skladování	nizká	průměrná	vysoká	
2.	Dodací lhůty dodavatelů	dlouhé	standardní	krátké	
3.	Sezónnost výroby dodavatelů	výroba s odstávkami	-	celoroční výroba	
4.	Dostatek nerostných zdrojů	nedostatek zdrojů	průměrné množství	nadměrné množství	

Tab.č.63: Cembrit – závislost na dodavatelích

Hodnocení dlouhodobého majetku							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Stav a údržba	3			5	15	
2.	Počet kapacit	3			5	15	
3.	Technická úroveň majetku	2			5	10	
4.	Údržba majetku	2			5	10	
5.	Profesní vzdělanost personálu	1			5	5	
						Počet bodů	55
						Procento rizika	0 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Stav a údržba	špatná	průměrná	výborná	
2.	Počet kapacit	nizký	průměrný	vysoký	
3.	Technická úroveň majetku	zastaralá	průměrná	výborná	
4.	Údržba majetku	žádná nebo velmi malá	průměrná	velmi dobrá, pravidelná údržba	
5.	Profesní vzdělanost personálu spravující (obsluhující DM)	nizká	průměrná	vysoká	

Tab.č.64: Cembrit – hodnocení dlouhodobého majetku

Konkurence							
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů	
			1 - 2	3	4 - 5		
1.	Kvalita výrobků	3			5	15	
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	3		3		9	
3.	Umístění	2			4	8	
4.	Technická úroveň a služby	2			5	10	
5.	Image firmy	1			5	5	
						Počet bodů	47
						Procento rizika	15 %
						Stupeň rizika	0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení			
		1 - 2	3	4 - 5	
1.	Kvalita výrobků	horší než konkurence	srovnatelná s konkurencí	lepší než konkurence	
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	nížší	stejná	vyšší	
3.	Umístění	špatné místo	průměrné	velmi dobré	
4.	Technická úroveň a služby	špatná	průměrná	výborná	
5.	Image firmy	nizká	průměrná	vysoká	

Tab.č.65: Cembrit - konkurence

Analýza a predikce vývoje						
Číslo	Kritérium	Váha	Počet bodů			Počet bodů
			1 - 2	-	4 - 5	
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	1			5	5
2.	Výkonová prognóza příštího období	1			5	5
Počet bodů						10
Procento rizika						0 %
Stupeň rizika						0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení				
		1	2	3	4	5
1.	Roční hodnocení komplexní činnosti	neprovádění vůbec	neprovádění pravidelně	-	provádění pravidelně a neimplementace závěrů (doporučení)	provádění pravidelně a implementace závěrů a doporučení
2.	Výkonová prognóza příštího období	neprovádění predikce na další období		provádění občasných predikcí vývoje na další období	provádění každoročních predikcí vývoje na další období	
Procento rizika						10 %
Stupeň rizika						0,094%

Číslo	Kritérium	Hodnocení		
		1 - 2	3	4 - 5
1.	Kvalita výrobků	horší než konkurence	srovnatelná s konkurencí	lepší než konkurence
2.	Cena výrobků vůči konkurenci	nižší	stejná	vyšší
3.	Umístění	špatné místo	průměrné	velmi dobré
4.	Technická úroveň a služby	špatná	průměrná	výborná
5.	Image firmy	nízká	průměrná	vyšší

Tab.č.66: Cembrit – analýza a predikce vývoje

4.4. Stanovení neprovozního majetku

Analýzou jednotlivých společností z hlediska jejich majetkové podstaty (struktury), podnikatelského zaměření a potenciálu budoucího fungování nebyl u žádné z hodnocených společností vyčleněn provozně nutný majetek, tzv. neprovozní aktiva. Veškerý majetek evidovaný v účetní evidenci každého z podniků je určitým způsobem potřebný pro zachování provozu společnosti.

5. Aplikace znaleckého standardu – fáze III (výpočtová)

V této fázi je provedeno přecenění hodnocených podniků s použitím koeficientu technické diference.

Vzhledem k citlivosti údajů poskytnutých zástupci společností vybraných pro tuto disertační práci, jsou ve všech výpočtech provedených v rámci ocenění jednotlivých podniků použity „fiktivní“ údaje, resp. bylo provedeno jisté zkreslení vstupních dat (hodnot) námi stanoveným koeficientem včetně následného hrubého zaokrouhlení. Toto zkreslení důležitých údajů však samozřejmě nemá jakýkoliv vliv na merito věci, tedy na účel zpracování disertační práce z hlediska její vypovídací schopnosti.

Hodnoty, jak vstupní, tak výsledné, u každé z posuzovaných společností uváděné v této disertační práci nejsou tedy z hlediska skutečné účetní evidence reálné a za reálné nelze ani považovat výsledné tržní hodnoty jednotlivých společností.

5.1. STOMIX, spol. s r.o.

5.1.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda

5.1.1.1. Aktiva

Nehmotný majetek

Software

Majetek je uvažován dle v rámci podkladů předaného seznamu investičního majetku v řazení dle odpisových skupin.

Inv. č.	Druh položky	Vstupní cena celkem [Kč]	Rok pořízení	TH	Časová cena [Kč]	K _p	Oceňovaná hodnota [Kč]
130001	Software NOVELL 3.12	50 000	1995	0,1	5 000,00	0,50	2 500,00
130002	Software MS Small Buss. Ser	100 000	1998	0,1	10 000,00	0,50	5 000,00
130003	Software Novell netware 5.0/20	100 000	1999	0,2	20 000,00	0,50	10 000,00
130004	Webová aplikace STOMIX.COM	200 000	2002	0,3	60 000,00	0,50	30 000,00
130005	Software ColorECSpert (recept)	250 000	2004	0,4	100 000,00	0,50	50 000,00
130006	Software Fasády	150 000	2004	0,4	60 000,00	0,50	30 000,00
130007	Software Navision	3 700 000	2004	0,9	3 330 000,00	0,50	1 665 000,00
130008	Software PERM 3	200 000	2006	0,5	100 000,00	0,50	50 000,00
130009	Webové sídlo	250 000	2006	0,5	125 000,00	0,50	62 500,00
130010	Lotus Domino	250 000	2006	0,5	125 000,00	0,50	62 500,00
Celkem		5 250 000,00			3 935 000,00		1 967 500,00

Tab.č. 67: Ocenění STOMIX – substanční hodnota (software)

V tabulce je provedeno ocenění položky, pro kterou je uvedena stanovená technická hodnota v závislosti na stáří a zejména druhu majetku a z ní vycházející časová cena. Pomocí odhadu koeficientu prodejnosti K_p určeného na základě konzultací, cenového porovnání a archivu znalce v závislosti na charakteru a využitelnosti tohoto konkrétního majetku je pak určena oceňovaná – tržní hodnota (obecná neboli obvyklá cena). Softwarové vybavení s časem velice rychle ztrácí na hodnotě a vzhledem k rychlým

inovačním procesům v tomto oboru je prodejnost takového staršího majetku značně nízká. Dalším aspektem je obecně obtížná převoditelnost oprávnění k využívání softwarového vybavení. Koeficient prodejnosti je tedy stanoven i s ohledem na tyto skutečnosti.

Ocenitelná práva

Inv. č.	Druh položky	Vstupní cena celkem [Kč]	Rok pořízení	K_p	Oceňovaná hodnota [Kč]
140001	Grafický design Dort	100 000	2002	0,02	2 000,00
140002	Grafický design Domeček	50 000	2002	0,02	1 000,00
140003	Grafický design Zateplování	100 000	2002	0,02	2 000,00
Celkem		250 000,00			5 000,00

Tab.č. 68: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (ocenitelná práva)

Jedná se o majetek s nízkou reálnou využitelností, který je určen k určité propagaci společnosti, neboť dokumentuje hlavní podnikatelskou činnost podniku. Reálná hodnota je v současné době nízká a vzhledem k tomu je volen uvažovaný koeficient prodejnosti K_p .

Ostatní nehmotný majetek

Inv. č.	Druh položky	Vstupní cena celkem [Kč]	Rok pořízení	K_p	Oceňovaná hodnota [Kč]
190001	WWW prezentace a databáze	100 000	2001	0,01	1 000,00
Celkem		100 000,00			1 000,00

Tab.č. 69: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (ostatní nehmotný majetek)

Nehmotný majetek – souhrnná rekapitulace

Druh položky	Oceňovaná hodnota
Software	1 967 500,00 Kč
Ocenitelná práva	5 000,00 Kč
Ostatní nehmotný majetek	1 000,00 Kč
CELKEM	1 973 500,00 Kč

Tab.č. 70: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (nehmotný majetek rekapitulace)

Hmotný majetek

Nemovitosti

Do ocenění jsou zařazeny pouze takové nemovitosti, resp. soubory nemovitostí, které byly zástupci společnosti předem vyspecifikovány a ke kterým byly poskytnuty podklady, ze kterých je možné relevantně stanovit hodnotu těchto nemovitostí. V účetní evidenci jsou vedeny i některé další nemovitosti, které však nejsou zahrnuty do celkové hodnoty nemovitostí. Vzhledem k jejich pořizovací a zůstatkové účetní hodnotě lze předpokládat, že se jedná o méně hodnotově významné nemovitosti. Předmětem tohoto ocenění jsou nemovitosti ve výhradním vlastnictví společnosti STOMIX, spol. s r.o. Jedná se o nemovitosti, které jsou vedeny na listu vlastnictví č. 310 pro k.ú. Žulová, obec Žulová (administrativní budova vedení firmy včetně dvou garáží pro osobní automobily a samozřejmě příslušného pozemkového zázemí), dále nemovitosti na listu vlastnictví č. 392 pro k.ú. Žulová, obec Žulová (provozní objekt s bytovou jednotkou a včetně pozemku), dále nemovitosti na listu vlastnictví 281 pro k.ú. Dolní Skorošice, obec Dolní Skorošice (výrobní areál společnosti včetně sociálně správní budovy a pozemkového zázemí) a také nemovitosti na listu vlastnictví č. 2421 pro k.ú. Podmolky, obec Děčín (bytový dům, provozní budova a pozemkové zázemí) a dále do katastru nemovitostí nezapisované a k jednotlivým areálům související inženýrské a speciální pozemní stavby, vedlejší stavby a příslušenství ve formě venkovních úprav, jako jsou komunikace, přípojky inženýrských sítí apod. Přesnější rozbor veškerého tohoto příslušenství není vzhledem k velikosti a charakteru staveb hlavních účelný. Jedná se o příslušenství, které běžným způsobem doplňuje funkční soubor majetku a jako takový je obsažen v celkové obvyklé ceně oceňovaného souboru nemovitostí.

Detailní ocenění vybraných a do hodnoty společnosti uvažovaných nemovitostí není vzhledem k účelu tohoto ocenění v této části samostatně provedeno. Zástupci společnosti byly předloženy takové podklady (znalecké posudky na tržní hodnotu nemovitostí, výpisy z KN, katastrální mapy), které po analýze, místním šetření a „přecenění“ do cenové hladiny platné ke dni ocenění (31.12.2006) umožnily stanovit s jistou pravděpodobností celkovou hodnotu uvažovaného nemovitého majetku. Použité dílčí metody ke zjištění hodnoty nemovitostí včetně popisu a výměr jednotlivých nemovitostí jsou uloženy v archivu zpracovatele.

Obvyklá cena souboru nemovitého majetku

	Soubor nemovitostí	Obvyklá cena (tržní hodnota)
1.	Soubor vybraných nemovitostí ve vlastnictví STOMIX, spol. s r.o.	22 000 000,00 Kč
Nemovitosti - celkem		22 000 000,00 Kč

Tab.č. 71: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (nemovitosti)

V tabulce výše je uvedena stanovená obvyklá cena funkčního souboru jednotlivých vybraných nemovitostí pro stav bez jakýchkoliv omezení vlastnických práv.

V části C. Omezení vlastnických práv je na příslušných listech vlastnictví zapsáno několik zástavních práv smluvních a na LV č. 281 také věcné břemeno užívání. V podstatě jakékoliv omezení vlastnického práva obecně hodnotu nemovitostí snižuje. Co se týče věcného břemene, tak charakter tohoto věcného břemene nijak významně neomezuje předmětné nemovitosti a tudíž nemá vliv na celkovou hodnotu souboru nemovitostí.

Zde je podnik oceňován jako celek substanční hodnotou a proto nebude z titulu zástavního práva snižována hodnota nemovitostí, a to i vzhledem k charakteru tohoto zástavního práva.

Jakékoliv závazky oceňované společnosti vůči zástavnímu věřiteli budou zohledněny v odečítaných pasivech.

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí

Vozidla a pojízdné stroje

invent.číslo	název	vstup.cena [Kč]	zůstat.cena [Kč]	oceňovaná hodnota [Kč]
230002	Osobní vůz BMW I	50 000,00	10 000,00	400 000,00
230001	Osobní vůz Opel Vectra VIII	200 000,00	150 000,00	250 000,00
220062	Nákladní automobil T-148 VLH	100 000,00	50 000,00	70 000,00
220065	Vysokozdvíhový vozík L14 br 372	300 000,00	100 000,00	130 000,00
220084	Vysokozdvíhový vozík L14i	300 000,00	250 000,00	180 000,00
220087	Vysokozdvíhový vozík LINDE E 20	50 000,00	10 000,00	80 000,00
Celkem		1 000 000,00		1 110 000,00

Tab.č. 72: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (vozidla a pojízdné stroje)

Oceňovaná – tržní hodnota (obecná neboli obvyklá cena) v tabulce uvedeného majetku je stanovena na základě informací z příslušného segmentu trhu, konzultací, cenového porovnání, archivu znalce a informací poskytnutých zástupkyní společnosti.

Elektronika, výpočetní a kancelářská technika

zařazeno	invent.č íslo	název	vstup.cena [Kč]	zůstat.cena [Kč]	tech. hodnota	časová cena [Kč]	Kp	oceňovaná hodnota [Kč]
1999	220045	Poboč.telef.ústředna HICOM	100 000	0,00	0,1	10 000,00	0,4	4 000,00
2000	220056	Notebook Fujitsu-SIEMENS C61	100 000	0,00	0,1	10 000,00	0,3	3 000,00
2003	220061	Datový projektor Epson EMP-82	150 000	0,00	0,3	45 000,00	0,4	18 000,00
2003	220063	Server AC Mercury 8550	100 000	0,00	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
2003	220064	Notebook IBM T40 PM 2373-22	50 000	0,00	0,3	15 000,00	0,5	7 500,00
2003	220068	Server AC Mercury 8550 DTSR1	100 000	0,00	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
2003	220069	Notebook IBM T40 PM 2373-22	50 000	0,00	0,3	15 000,00	0,5	7 500,00
2004	220075	Notebook TP R42 PM725	50 000	2 957	0,4	20 000,00	0,5	10 000,00
2004	220076	Terminálový server	150 000	9 252	0,4	60 000,00	0,5	30 000,00
2004	220077	Databázový server	200 000	13 243	0,4	80 000,00	0,6	48 000,00
2006	220082	Server 061BM	200 000	162 405	0,7	140 000,00	0,8	112 000,00
2006	220083	Server Mercury MX3010HA	100 000	63 252	0,7	70 000,00	0,8	56 000,00
2004	220071	Datový projektor Panasonic	100 000	32 429,00	0,4	40 000,00	0,5	20 000,00
2001	220060	Karta ISDN Controller C4	50 000	0,00	0,1	5 000,00	0,5	2 500,00
Celkem			1 500 000,00			570 000,00		348 500,00

Tab.č. 73: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (elektronika, výpočetní a kancelářská technika)

V tabulce je provedeno ocenění jednotlivých položek, pro které je uvedena stanovená technická hodnota v závislosti na stáří a druhu majetku a z ní vycházející časová cena. Pomocí odhadu koeficientu prodejnosti K_p určeného na základě konzultací, cenového porovnání a archivu znalce v závislosti na charakteru a využitelnosti předmětů je pak určena oceňovaná – tržní hodnota (obecná neboli obvyklá cena). Počítačové vybavení a elektronika s časem velice rychle ztrácí na hodnotě a vzhledem k rychlým inovačním procesům v tomto oboru je prodejnost takového staršího majetku značně nízká. Koeficient prodejnosti je tedy stanoven i s ohledem na tyto skutečnosti.

Stroje, přístroje a zařízení

rok výroby nebo datum zařízení	inv.č.	název	vstup.cena [Kč]	zůst.cena [Kč]	tech. hodnota	časová cena [Kč]	Kp	oceňovaná hodnota [Kč]
1.7.1999	220044	Spektrofotometr Color-Eye 2145	300 000		0,2	60 000,00	0,5	30 000,00
20.12.2000	220057	Koloristická skříň	50 000		0,2	10 000,00	0,5	5 000,00
1.7.2004	220072	Páskovač Fromm	50 000	3 021	0,6	30 000,00	0,5	15 000,00
1.12.2004	220074	Přístroj Comtest	50 000	3 850	0,6	30 000,00	0,5	15 000,00
12.10.2006	220085	Přístroj pro tahové zkoušky	100 000	57 381	0,8	80 000,00	0,4	32 000,00
1.4.1995	220007	Míchací zař. DISOLVER	100 000		0,1	10 000,00	0,5	5 000,00
1.8.1995	220010	Slehač univerzální	50 000		0,1	5 000,00	0,5	2 500,00
1.12.1995	220013	Vibrační třídič	100 000		0,2	20 000,00	0,5	10 000,00
30.4.1997	220023	Laminátová nádoba v.č.3163	150 000		0,1	15 000,00	0,5	7 500,00
22.7.1997	220024	Mycí stroj WAP 8000	50 000		0,1	5 000,00	0,5	2 500,00
31.12.1997	220025	Dobarvovací stroj	250 000		0,1	25 000,00	0,5	12 500,00
31.7.1997	220032	Ventil.plnička E-VAT600-montáž	50 000		0,1	5 000,00	0,5	2 500,00
1.8.1998	220034	Hydraulický lis PTM-38/6-900	700 000		0,2	140 000,00	0,5	70 000,00
1.9.1998	220035	Výrobní stroj Disolwer	600 000		0,2	120 000,00	0,5	60 000,00
1.9.1998	220037	Váha plošinová ASM 4101	150 000		0,1	15 000,00	0,3	4 500,00
21.12.1998	220038	ČOV STOMIX 178	100 000		0,5	50 000,00	0,4	20 000,00
31.7.1998	220043	Zásobník disperzí	1 000 000		0,5	500 000,00	0,6	300 000,00
31.10.2000	220047	Linka pro výrobu suchých hmot	6 500 000	1 472 857	0,6	3 900 000,00	0,5	1 950 000,00
31.10.2000	220048	Vážicí zařízení Mettler Toledo	450 000		0,2	90 000,00	0,5	45 000,00
31.10.2000	220049	Laminátová nádrž LN 30/25	500 000		0,2	100 000,00	0,5	50 000,00
31.10.2000	220050	Nerezová kád' I.	50 000		0,2	10 000,00	0,5	5 000,00
31.10.2000	220051	Nerezová kád' II.	50 000		0,2	10 000,00	0,5	5 000,00
31.10.2000	220052	Nerezová kád' III.	50 000		0,2	10 000,00	0,5	5 000,00
31.10.2000	220053	Nerezová kád' IV.	50 000		0,2	10 000,00	0,5	5 000,00
31.10.2000	220054	Míchačka COLLOMAT BIAx 40	200 000		0,3	60 000,00	0,5	30 000,00
31.10.2000	220055	Dobarvovací zařízení FLUID	150 000		0,3	45 000,00	0,5	22 500,00
13.11.2001	220058	Váhy SPIDER VLF 1500/A	150 000		0,3	45 000,00	0,5	22 500,00
30.8.2001	220059	Popisovací zařízení Willet	150 000		0,2	30 000,00	0,5	15 000,00
30.9.2003	220066	Motorgenerátor + zařízení VZT	300 000	90 119	0,5	150 000,00	0,3	45 000,00
1.11.2003	220067	Průmyslový vysavač CFM 137/60	100 000	26 351	0,2	20 000,00	0,4	8 000,00
1.7.2004	220073	Váha SPI-E1500	150 000	59 238	0,6	90 000,00	0,5	45 000,00
18.7.2005	220078	Muflová pec	50 900	33 975	0,8	40 720,00	0,5	20 360,00
19.4.2005	220079	Filtr s aut. čištěním síta	300 000	213 004	0,7	210 000,00	0,5	105 000,00
23.3.2005	220080	Lisovací stojan L3-VK	50 000	42 165	0,7	35 000,00	0,5	17 500,00
31.8.2006	220081	Linka pro výrobu mokřých hmot	25 000 000	23 841 237	0,9	22 500 000,00	0,6	13 500 000,00
7.8.2006	220086	Kamerový systém	150 000	158 388	0,85	127 500,00	0,4	51 000,00
1.10.2004	240002	Laboratorní stoly	100 000	79 149	0,7	70 000,00	0,5	35 000,00
1.1.2005	240004	Jednací stůl	150 000	93 736	0,8	120 000,00	0,5	60 000,00
31.8.1998	220039	Kovová díže I.	100 000	4 216	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
31.8.1998	220040	Kovová díže II.	100 000	4 216	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
31.8.1998	220041	Kovová díže III.	100 000	4 216	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
31.8.1998	220042	Kovová díže IV.	100 000	4 216	0,3	30 000,00	0,5	15 000,00
1.7.2004	220070	Kompresor	250 000	179 827	0,3	75 000,00	0,4	30 000,00
1.4.2004	240001	Paletový regál	100 000	73 988	0,7	70 000,00	0,5	35 000,00
1.1.2004	240003	Skladové regály	100 000	70 395	0,7	70 000,00	0,5	35 000,00
Celkem			39 350 900,00			29 128 220,00		16 795 860,00

Tab.č. 74: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (stroje, přístroje, zařízení)

V tabulce je provedeno ocenění strojů a zařízení, pro které je uvedena stanovená technická hodnota v závislosti na stáří a druhu majetku a z ní vycházející časová cena. Pomocí odhadu koeficientu prodejnosti K_p určeného na základě konzultací, cenového porovnání a archivu znalce v závislosti na charakteru věci je pak určena oceňovaná – tržní hodnota (obecná neboli obvyklá cena).

Pořízení investic

Položka	Účetní hodnota [Kč]	K _p	Oceňovaná (tržní) hodnota [Kč]
Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku	250 000,00	0,80	200 000,00
Pořízení dlouhodobého hmotného majetku	750 000,00	0,90	675 000,00
CELKEM	1 000 000,00	-	875 000,00

Tab.č. 75: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (pořízení investic)

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí - souhrnná rekapitulace

Vozidla a pojízdné stroje	1 110 000,00 Kč
Elektronika, výpočetní a kancelářská technika	348 500,00 Kč
Stroje, přístroje a zařízení	16 795 860,00 Kč
Pořízení investic	875 000,00 Kč
CELKEM	19 129 360,00 Kč

Tab.č. 76: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (samostatné movité věci)

Hmotný majetek - souhrnná rekapitulace

Nemovitosti	20 000 000,00 Kč
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	19 129 360,00 Kč
CELKEM	39 129 360,00 Kč

Tab.č. 77: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (hmotný majetek) – souhrnná rekapitulace

Finanční investice**Vklady a podílové cenné papíry v podnicích s podstatným vlivem**

K těmto finančním investicím nebyly poskytnuty žádné podklady ani bližší informace. Dle sdělení zástupkyně STOMIX, spol. s.r.o., se jedná o podíly v českých i zahraničních dceřiných společnostech, jejichž příslušné podíly jsou dle zákona o účetnictví každoročně přepočítávány ekvivalenty. Jedná se o majetkové složky podniku, které jsou v kontextu rozsahu ostatního majetku spíše méně významné. Pro účely tohoto posudku bude ocenění tohoto majetku uvažováno součtem ve výši účetních hodnot, jak je uvedeno dále v tabulce. Oceňovaná hodnota je tedy uvažována s koeficientem prodejnost $K_p = 1,0$.

Položka	Účetní hodnota [Kč]	K _p	Oceňovaná (tržní) hodnota [Kč]
Podíly v ovládaných a řízených osobách (úč. 061)	13 000 000,00	1,00	13 000 000,00
CELKEM	13 000 000,00	-	13 000 000,00

Tab.č. 78: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (podíl v ovládaných a řízených osobách)

Finanční investice - souhrnná rekapitulace

Vklady a podílové cenné papíry v podnicích s podstatným vli	13 000 000,00 Kč
CELKEM	13 000 000,00 Kč

Tab.č. 79: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (finanční investice) – souhrnná rekapitulace

Finanční majetek

Peníze, pokladna, ceniny

Položka	stav k 31.12.2006
Pokladna CZK	646 224,00 Kč
Pokladna EUR	36 236,00 Kč
Pokladna SK	6 392,00 Kč
Pokladna USD	19 352,00 Kč
Pokladna GB	27 835,00 Kč
CELKEM	736 039,00 Kč

Tab.č. 80: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (peníze, pokladna, ceniny)

Hodnoty jsou uvažovány ve výši účetních zůstatků k datu 31.12.2006, a to dle zůstatků na příslušných účtech obrátové předvahy předložené v rámci podkladů. Vzhledem k povaze majetku je do ocenění uvažována účetní hodnota bez úprav.

Účty v bankách

Účet	zůstatek k 31.12.2006
Bankovní účet - KB	93 785,00 Kč
Devizový účet EUR - KB	13 085,00 Kč
Devizový účet USD - KB	1 955,00 Kč
Bankovní účet - ČSOB	284 788,00 Kč
Bankovní účet - ČSOB (IPB)	4 049 165,00 Kč
Devizový účet EUR - ČSOB	2 776 039,00 Kč
Devizový účet EUR - ČS	1 075 410,00 Kč
Bankovní účet - Citibank	777 228,00 Kč
Devizový účet EUR - RB	2 148,00 Kč
CELKEM	9 073 603,00 Kč

Tab.č. 81: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (účty v bankách)

Zůstatky na uvedených bankovních účtech uvedené v tabulce jsou přebrány z obrátové předvahy s uvedením stavu k datu 31.12.2006. Vzhledem k povaze majetku je do ocenění uvažována účetní hodnota bez úprav.

Finanční majetek - souhrnná rekapitulace

Peníze, pokladna a ceniny	736 039,00 Kč
Účty v bankách	9 073 603,00 Kč
CELKEM	9 809 642,00 Kč

Tab.č. 82: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (finanční majetek) – souhrnná rekapitulace

Zásoby

Dále uvedená struktura a účetní hodnota tohoto majetku je uvažována dle účetní evidence zobrazené v obrátové předvaze se stavem k 31.12.2006.

Oceňovaná (tržní) hodnota tohoto majetku (omítkoviny, lepicí hmoty, penetrace apod.) je získána úpravou účetní hodnoty koeficientem prodejnosti K_p , který vyjadřuje možnou ztíženou zpeněžitelnost majetku a možná další rizika vzhledem k charakteru jednotlivých skupin.

Materiál na skladě

Č.	Druh materiálu	Účetní hodnota	Koef. prodejnosti Kp	Oceňovaná (tržní) hodnota
1.	Materiál na skladě (účet 112000)	9 815 094,00 Kč	0,95	9 324 339,30 Kč
CELKEM		9 815 094,00 Kč		9 324 339,30 Kč

Tab.č. 83: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (materiál na skladě)

Polotovary

Č.	Druh materiálu	Účetní hodnota	Koef. prodejnosti Kp	Oceňovaná (tržní) hodnota
1.	Polotovary vlastní výroby (účet 122000)	786 260,00 Kč	0,95	746 947,00 Kč
CELKEM		786 260,00 Kč		746 947,00 Kč

Tab.č. 84: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (polotovary)

Výrobky

Č.	Druh materiálu	Účetní hodnota	Koef. prodejnosti Kp	Oceňovaná (tržní) hodnota
1.	Výrobky (účet 123000)	3 188 697,00 Kč	1,00	3 188 697,00 Kč
CELKEM		3 188 697,00 Kč		3 188 697,00 Kč

Tab.č. 85: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (výrobky)

Jedná se o výrobky ve finální podobě na skladě určené k distribuci odběratelům. Dle informací zástupce společnosti STOMIX, spol. s r.o. jsou výrobky oceňovány vlastními náklady. S ohledem na obvyklé ceny těchto produktů na trhu a rostoucí trend jejich ceny na trhu není účetní hodnota dále upravována, tj. je uvažován koeficient prodejnosti $K_p = 1$.

Zboží na skladě a v prodejnách

Č.	Druh materiálu	Účetní hodnota	Koef. prodejnosti Kp	Oceňovaná (tržní) hodnota
1.	Zboží ve skl. a prod. (účet 132000)	4 868 863,00 Kč	1,00	4 868 863,00 Kč
CELKEM		4 868 863,00 Kč		4 868 863,00 Kč

Tab.č. 86: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (zboží na skladě a v prodejnách)

Přístup k ocenění je uvažován obdobně jako výše v případě výrobků.

Zásoby - souhrnná rekapitulace

Materiál na skladě	9 815 094,00 Kč
Polotovary	788 260,00 Kč
Výrobky	3 188 697,00 Kč
Zboží na skladě a v prodejnách	4 868 863,00 Kč
CELKEM	18 660 914,00 Kč

Tab.č. 87: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (zásoby rekapitulace)

Pohledávky krátkodobé

Krátkodobé pohledávky jsou členěny na pohledávky u odběratelů a další krátkodobé pohledávky. Dále je také do jisté míry zohledněny příjmy příštích období. Pohledávky u odběratelů jsou dále členěny do několika skupin v závislosti na době po splatnosti a další krátkodobé pohledávky jsou členěny do několika skupin dle druhu. Oceňovaná hodnota je určena úpravou koeficientem inkasa K_{in} , který je stanoven v závislosti na odhadu rizika nedobytnosti po rozboru údajů a skutečností vyplývajících z předložené účetní evidence „časová struktura pohledávek“ v případě pohledávek u odběratelů a druhu pohledávek, včetně charakteru dlužníků v případě dalších krátkodobých pohledávek.

Pohledávky u odběratelů (účet 311)

Druh pohledávky	Účetní hodnota [Kč]	Koef. inkasa K_{in}	Oceňovaná (tržní) hodnota [Kč]
Odběratelé ve lhůtě splatnosti	96 387 000,00	0,98	94 459 260,00
Odběratelé po splatnosti do 1 měsíce	10 693 000,00	0,92	9 837 560,00
Odběratelé po splatnosti 1 až 3 měsíce	28 263 000,00	0,85	24 023 550,00
Odběratelé po splatnosti 3 až 6 měsíců	15 536 000,00	0,60	9 321 600,00
Odběratelé po splatnosti 6 měsíců až 1 rok	5 740 000,00	0,30	1 722 000,00
Odběratelé po splatnosti nad 1 rok	17 547 000,00	0,05	877 350,00
CELKEM	174 166 000,00	-	140 241 320,00

Tab.č. 88: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (pohledávky k odběratelům)

Další krátkodobé pohledávky

Druh pohledávky	Účetní hodnota [Kč]	Koef. inkasa K_{in}	Oceňovaná (tržní) hodnota [Kč]
Poskytnuté provozní zálohy - účet 314	4 109 538,00	0,90	3 698 584,20
Ostatní pohledávky - účet 315	1 192 514,00	0,95	1 132 888,30
Pohledávky za zaměstnanci - účet 335300	14 000,00	0,80	11 200,00
Pohledávky za zaměstnanci - účet 335400	-3 540,00	1,00	-3 540,00
Pohled. ze soc. zab. a zdrav. poj. - účet 343	141 539,00	1,00	141 539,00
Ostatní nepřímé daně - účet 345	7 788,00	1,00	7 788,00
Dotace - účet 346	6 000,00	1,00	6 000,00
Jiné pohledávky - účet 378	811 343,00	0,20	162 268,60
CELKEM	6 279 182,00	-	5 156 728,10

Tab.č. 89: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (krátkodobé pohledávky)

Časové rozlišení

Druh pohledávky	Účetní hodnota [Kč]	Koef. inkasa K_{in}	Oceňovaná (tržní) hodnota [Kč]
Příjmy příštích období (účet č. 385100)	73 405,00	0,80	58 724,00
CELKEM	73 405,00	-	58 724,00

Tab.č. 90: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (časové rozlišení)

Pohledávky krátkodobé – souhrnná rekapitulace

Druh položky	Oceňovaná hodnota
3.1.6.1. Pohledávky u odběratelů	140 241 320,00 Kč
3.1.6.2. Další krátkodobé pohledávky	5 156 728,10 Kč
3.1.6.3. Časové rozlišení	58 724,00 Kč
CELKEM	145 456 772,10 Kč

Tab.č. 91: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (pohledávky krátkodobé) - souhrnná rekapitulace

Aktiva – rekapitulace

Druh položky	Oceňovaná hodnota
3.1.1. Nehmotný majetek	1 973 500 Kč
3.1.2. Hmotný majetek	39 129 360 Kč
3.1.3. Finanční investice	12 945 000 Kč
3.1.4. Finanční majetek	9 809 642 Kč
3.1.5. Zásoby	18 660 914 Kč
3.1.6. Pohledávky krátkodobé	145 456 772 Kč
AKTIVA - CELKEM	227 975 188 Kč

Tab.č. 92: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (aktiva rekapitulace)

*5.1.1.2. Pasiva***Krátkodobé závazky**

Závazky z obchodních vztahů - dodavatelé	44 598 964,00 Kč
Přijaté provozní zálohy	24 966,00 Kč
Závazky k zaměstnancům (úč. 331000)	962 907,00 Kč
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav pojištění	673 151,00 Kč
Daňové závazky	9 410 362,00 Kč
- Daň z příjmu (úč. 341000)	9 225 640,00 Kč
- Záloha na daň z příjmu (úč. 342000)	184 722,00 Kč
Závazky ke společníkům (účet č. 364)	800 000,00 Kč
Ostatní závazky ke společníkům (účet č. 365 + 366)	4 421 968,00 Kč
Závazky z ups. nes. cen. pap. (účet č. 367000)	399 193,00 Kč
Jiné závazky (účet č. 379)	6 547 422,00 Kč
Dohadné účty pasivní (účet č. 389100)	250 000,00 Kč
CELKEM	68 088 933,00 Kč

Tab.č. 93: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (krátkodobé závazky)

Bankovní úvěry

Běžný (krátkodobý) bankovní úvěr - zůstatek dle účtu č. 231	108 869 292,00 Kč
Dlouhodobý bankovní úvěr - zůstatek dle účtu č. 461	17 473 344,00 Kč
CELKEM	126 342 636,00 Kč

Tab.č. 94: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (bankovní úvěry)

Časové rozlišení

Výdaje příštích období (účet č. 383100)	478 201,00 Kč
CELKEM	478 201,00 Kč

Tab.č. 95: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (časové rozlišení)

Pasiva – rekapitulace

Druh položky	Oceňovaná hodnota
3.2.1. Krátkodobé závazky	68 088 933 Kč
3.2.2. Bankovní úvěry	126 342 636 Kč
3.2.3. Časové rozlišení	478 201 Kč
PASIVA - CELKEM	194 909 770 Kč

Tab.č. 96: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (pasiva rekapitulace)

Hodnota podniku stanovená substanční metodou celkem

Hodnota podniku jako celku stanovená substanční metodou, tj. přeceněním aktiv obvyklou cenou (tržní hodnotou), od které jsou odečtena pasiva, dle stavu zachyceném v účetnictví k datu 31.12.2006, tak jak vyplývá z předaných podkladů a poskytnutých informací, je uvedena v následující tabulce.

1. AKTIVA CELKEM	227 975 188 Kč
2. PASIVA CELKEM	-194 909 770 Kč
HONOTA PODNIKU CELKEM K 31.12.2006	33 065 418 Kč

Tab.č. 97: Ocenění STOMIX - substanční hodnota (substanční hodnota celkem)

5.1.2. Výnosové ocenění – metoda DCF

5.1.2.1. Analýza hospodářských výsledků

Analýza hospodářských výsledků společnosti je provedena za období 2003 až 2006, tj. za období 4 uzavřených hospodářských roků, resp. účetních období.

Analýza rozvahy

Výše aktiv společnosti STOMIX, spol. s r.o., měla ve sledovaném období 2003 – 2006 neustále vzestupný trend. Většina aktiv byla tvořena oběžnými aktivy, která také souběžně vzrůstala. Stálá aktiva ve formě dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku mají také vzrůstající tendenci. V roce 2003 se tyto aktiva na celkových aktivech podílely přibližně 37%, v roce 2004 pak 49,50%, v roce 2005 pak 46,7 % a v roce 2006 činí 39,50%. Největší vliv na tyto stálá aktiva mají nemovitosti.

Oběžná aktiva jsou tvořena zásobami a především pak krátkodobými pohledávkami (z obchodních vztahů). Zásoby v čase vcelku kolísají, krátkodobé pohledávky však postupně stoupají. Ostatní aktiva vedená v účetnictví mají zanedbatelnou hodnotu.

Pasiva společnosti jsou tvořena téměř výlučně cizími zdroji. Vlastní kapitál se postupně zvyšuje (zejména pak mezi roky 2005 a 2006), od roku 2004 se zvyšuje hospodářský výsledek běžného účetního období (každý rok vykazuje společnost zisk). Cizí zdroje tvoří významnou část na pasivech. Společnost využívá zpoplatněné cizí zdroje. Cizí zdroje jsou tvořeny především bankovními úvěry a krátkodobými závazky. Krátkodobé závazky jsou v drtivé míře tvořeny závazky z obchodních vztahů.

Ke struktuře zdrojů lze konstatovat, že jsou tvořeny téměř výlučně cizími zdroji a tyto jsou z přibližně 70% tvořeny bankovními úvěry.

Analýza výkazu zisku a ztráty

Výkony jsou tvořeny především tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. Přidaná hodnota má vzrůstající tendenci až od roku 2004. Provozní hospodářský výsledek je vrůstá také od roku 2004, přičemž rozdíl mezi roky 2005 a 2006 je cca 43,60 mil. Kč. Hospodářský výsledek za účetní období má také od roku 2004 rostoucí hodnotu (rozdíl mezi roky 2005 a 2006 je cca 31,80 mil.) a v podstatě kopíruje provozní výsledek hospodaření.

Analýza Cash Flow

Společnost hospodaří po celé sledované období se ziskem. I vzhledem k výši odpisů stálých aktiv a změny stavu opravných položek, rezerv, přechodných účtů aktiv a pasiv byl čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním vždy kladný.

Na vývoj změny potřeby pracovního kapitálu měly vliv měnící se pohledávky z provozní činnosti a změna stavu krátkodobých závazků. Čistý peněžní tok z provozní činnosti měl tak ve sledovaném období kladné hodnoty. To bylo způsobeno především růstem krátkodobých závazků z obchodních vztahů a bankovních úvěrů.

Peněžní tok vztahující se k finanční činnosti byl po celé sledované období záporný, a to se stále snižujícím se trendem.

5.1.2.2. Určení hodnoty společnosti

Obecné předpoklady

Při stanovení tržní hodnoty předmětu metodou výnosovou se vychází z předpokladu, že potenciální kupující by nezaplatil za majetek více, než je hodnota srovnatelného majetku schopného generovat stejné výnosy při stejné míře rizika.

Tento přístup se používá k oceňování majetků, u kterých je možno stanovit jejich výnosovou schopnost. Používají se tři základní postupy – metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a kombinované výnosové metody (jejich stručná charakteristika je uvedena výše).

Pro účely tohoto ocenění jsme zvolili, jak již bylo uvedeno výše, první postup.

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) :

Tato metoda převádí příjmy generované oceňovaným podnikem v budoucnosti na současnou hodnotu, tzn. že příjem splatný v budoucnosti má menší hodnotu, než kdyby byl získán k datu ocenění.

Zpracovává se projekce očekávaných finančních toků (Cash Flow). Termín Cash Flow užívaný v teorii oceňování ovšem není ekvivalentní pojmu Cash Flow běžně užívanému v účetnictví. Očekávaný Cash Flow je prostřednictvím odpovídající diskontní míry transformován na jeho současnou hodnotu.

Součet těchto současných hodnot je základem pro určení hodnoty podniku jako celku.

Pro potřeby disertační práce nebyl předložen finanční plán (výkaz zisku a ztráty), kde by byl nastíněn vývoj několika důležitých ukazatelů, jako jsou předpokládané tržby, výkony a další, vše pro období několika dalších let. Tento plán byl zpracován pro období let 2007 až 2011, tedy na dalších 5 let. Riziko predikce budoucího vývoje jsem se snažil minimalizovat analýzou faktorů, které mají na budoucí vývoj hospodaření firmy vliv. Pro samotné ocenění nebyly zástupci jednotlivých společností jakkoliv korigovány v DP stanovené prognózy vývoje ukazatelů a položek ve výkazu zisků a ztrát a rozvaze.

Vytvořená predikce budoucích tržeb, která se do jisté míry odvíjí z časové řady již známých ukazatelů minulých let je pravděpodobně nejdůležitější a zároveň nejobtížnější fází určení hodnoty podniku na základě výnosové metody. K této problematice je tedy třeba přistupovat velmi zodpovědně při uvážení všech dostupných informací. Nutno podotknout, že stanovený plán je mimo jiné založen i na ústních informacích sdělených zástupci společnosti, zejména pak co se týče předpokládaného objemu výroby, rozšíření kapacit, výše investic apod.

Stručný komentář k jednotlivým vstupním údajům pro ocenění metodou DCF

Položka vybrané provozní náklady zahrnuje náklady vynaložené na prodané zboží, výkonovou spotřebu, osobní náklady, daně a poplatky a odpisy.

U těchto nákladů jako celku lze pozorovat v minulých obdobích růstový trend v poměru k tržbám, zejména pak mezi lety 2005 a 2006. I z tohoto faktu jsme vycházeli při určení jejich výše v budoucích obdobích.

Očekávané výnosy zahrnují tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a tržby za prodej zboží. Položky „ostatní provozní výnosy“ a „ostatní finanční výnosy“ jsou uvažovány s kolísavým trendem.

Nejvýznamnějšími nákladovými položkami jsou:

spotřeba materiálu a energie,

služby,

osobní náklady,
daně a poplatky,
odpisy.

Vlastní ocenění společnosti

Finanční predikce pro další období, a to v letech 2007 až 2011 je mimo jiné založena i na ústních informacích sdělených zástupci společnosti, zejména pak co se týče předpokládaného objemu výroby, rozšíření kapacit, výše investic a také z vývoje minulých let.

Prvotními vstupy do výpočtu metody DCF jsou *výkony a tržby za prodej zboží*, dále *vybrané provozní náklady a ostatní provozní a finanční výsledek*. Vybranými provozními náklady jsou myšleny: náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady, daně a poplatky a odpisy. Všechny tyto vstupy jsou převzaty z příslušné účetní evidence - výkazu zisku a ztráty.

První fáze projekce byla zpracována v inflačním prostředí v běžných cenách. Pro druhou fázi byl použit předpokládaný reálný růst.

Diskontní míry pro obě fáze byly stanoveny na základě stavebnicového modelu, který zohledňuje obchodní i finanční rizika. Jako bezriziková výnosová míra byla použita hodnota 4,50%, prémie za nižší likviditu nebyla uvažována. Výsledná diskontní míra byla výše uvedeným výpočtem (upravenou stavebnicovou metodou) stanovena ve výši 7,05 %. Tato míra je použita pro obě fáze ocenění podniku.

A co znamená „obě fáze“ ocenění podniku? Propočet metodou DCF probíhá obvykle tzv. dvoufázovou metodou. Vychází se zde z jednoduché představy, budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, po které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku za období druhé fáze se nazývá *pokračující hodnota*. Pokračující hodnotou se tedy rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze).

Důležitým krokem, který ve výsledku ovlivňuje celkovou výnosovou hodnotu oceňovaného subjektu, je stanovení, jak dlouhé bude vlastní prognózované období a od jaké doby se bude počítat s pokračující hodnotou. Obecně je obtížné stanovit pro délku

první fáze , tedy prognózovatelného období, nějaké jednoznačné pravidlo. Obvykle se doporučuje volit tak dlouhou dobu, aby bylo možné předpokládat, že oceňovaná firma dosáhne za toto období určitou stabilitu svých obchodů. Stabilitou svých obchodů se rozumí situace k datu ocenění, tzn. že vedení společnosti má k datu ocenění určitou vizi, kterou chce naplnit řadou projektů (změn). První fáze podniku by pak měla pokrývat tak dlouhé období, pro které tyto projekty existují. Druhá fáze by měla pak tedy začínat za „horizontem“ současného vedení podniku, přičemž tento horizont je myšlen od data ocenění.

Co se týče odhadu pokračující hodnoty, tento se zakládá na řadě předpokladů:

1. základní parametry, o které se opírá výpočet pokračující hodnoty, se stabilizují
2. růst podniku je konstantní, stabilní je i míra investic
3. stabilní je také výnosnost nových investic

Jak již bylo naznačeno výše, při volbě horizontu prognózy je třeba dbát na to, aby volba neovlivnila celkovou hodnotu podniku. Jediné, co se s volbou může měnit, je podíl hodnoty volných peněžních toků a pokračující hodnoty na celkové hodnotě podniku. V evropských zemích často převládá opatrnost a první fáze je omezována na 3 až 6 let, z americké literatury naopak vyplývá, že tam se není třeba obávat plánovat na delší dobu, tedy přibližně 8 až 15 let. V podmínkách ČR je však zjevné, že dlouhodobější plány budou velmi pravděpodobně zatíženy ve většině případů neúměrným rizikem.

Na základě výše uvedených skutečností, se zohledněním charakteru řešených podniků a vzhledem k možným rizikům spojených s činností jednotlivých společností je pro výpočet výnosové metody zvolena délka období první fáze **5 let**.

Pokračující hodnota bude pro potřeby zpracování této disertační práce vypočtena za použití tzv. Gordonova vzorce, který ve své podstatě pro druhou fázi předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků.

Obecný Gordonův vzorec je pak:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = (FCF_{T+1}) / i_k - g$$

kde:

T - poslední rok prognózovaného období

- i_k - průměrné vážené náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra
 g - předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna
FCF - volný peněžní tok

(pozn. podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$).

Vzhledem k účelu zpracování disertační práce bude v tento moment provedeno omezení se pouze na konstatování, že pokračující hodnota bude ve výpočtu stanovena na základě výše uvedeného vzorce a nebudou zde dále uvedeny podrobnosti ohledně mechanismů daného vzorce ani nebudou uvedeny ani zmíněny další techniky propočtu pokračující hodnoty.

Výše bezrizikového výnosu je odvozena z výnosnosti dlouhodobých státních dluhopisů v České republice. Riziková přírážka (finanční i obchodní) byla určena v závislosti na charakteristice podniku. S ohledem na toto byly i stanoveny jednotlivé váhy rizikových složek.

Daňová sazba pro výpočet daně z provozního zisku pro letošní rok byla použita dle platného zákona o dani z příjmů v aktuální výši 24,00%. Pro další roky byly použity také sazby, které jsou deklarovány vládou ČR v reformě financí, tzn. od roku 2008 sazba ve výši 21,00%, od roku 2009 sazba ve výši 20,00% a od roku 2010 sazba ve výši 19,00%. Pro další roky byla zvolena průměrná sazba ve výši 17,00%, neboť plánované snížení sazby daně z příjmů právnických osob je dle návrhů současné vlády až na hranici 15,00%, nicméně planost dále se snižujících daňových sazeb není v tuto chvíli známa.

Pracovní kapitál byl upraven na hodnotu 12,00% z tržeb společnosti v daném roce. V dalších letech se změna pracovního kapitálu odvíjí od změny tj. přírůstku/úbytku tržeb v daném roce oproti minulému období. Při volbě požadované hodnoty poměru pracovního kapitálu a tržeb jsem přihlédl k dosavadním poměrům ve sledované společnosti.

Volný Cash Flow z posledního roku první fáze projekce byl použit pro výpočet pokračující hodnoty, a to za předpokladu, že volný Cash Flow bude pokračovat konstantním reálným růstem ve výši 3,50 % ročně, což přibližně odpovídá předpokládanému dlouhodobému růstu české ekonomiky.

K současné hodnotě plánovaného volného Cash Flow za obě fáze je třeba připočítat hodnotu nevýrobního majetku společnosti a finančních investic, pokud takové ve společnosti existují. V hodnocené společnosti nebyl vyčleněn žádný možný nevýrobní majetek a není tedy s žádný nevýrobním majetkem ve výpočtu výnosové hodnoty podniku uvažováno.

výkaz zisku a ztráty					
	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony a tržby za prodej zboží	380 262	393 571	407 346	421 603	436 360
Vybrané provozní náklady	327 701	344 086	361 290	379 355	398 322
Ostatní provozní a finanční výsledek	8 161	8 324	8 491	8 661	8 834
HV z provozní činnosti před daněmi	60 722	57 810	54 547	50 909	46 871

odpisy	7 527	7 904	8 299	8 714	9 150
celkem	7 527	7 904	8 299	8 714	9 150

daňová sazba	21,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

HV z provozní činnosti před daněmi	60 722	57 810	54 547	50 909	46 871
upravená daň	12 752	12 140	10 909	9 673	8 905
Zisk z provozu po daních	47 971	45 670	43 637	41 237	37 965

odpisy	7 527	7 904	8 299	8 714	9 150
investiční výdaje	8 657	9 089	9 544	10 021	10 522
změna pracovního kapitálu	1 929	1 996	2 066	2 139	2 213
Volné cash flow	44 913	42 488	40 326	37 791	34 380

tržby = výroba + zboží	380 262	393 571	407 346	421 603	436 360
------------------------	---------	---------	---------	---------	---------

<i>1.fáze</i>					
diskontní míra	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%	7,05%
volné cash flow	44 913	42 488	40 326	37 791	34 380
diskontní faktor	1,0705	1,1460	1,2268	1,3132	1,4058
Současná hodnota celkem	165 134				

<i>2.fáze</i>

diskontní míra pro pokračující hodnotu	7,05%
renta	34 380
růstový koeficient	3,50%
Budoucí pokračující hodnota	504 721

odúročitel	0,7113
------------	--------

Současná hodnota pokračující hodnoty	359 020
---	----------------

Celkem hodnota 1. a 2. fáze	524 154
------------------------------------	----------------

Hodnota majetku stanovená metodou DCF	524 154 Kč
--	-------------------

Tab.č. 98: Ocenění STOMIX – DCF

5.1.3. Výnosové ocenění – metoda KČV

Vlastní ocenění společnosti

Kapitalizace čistých výnosů bude aplikována v modifikaci vycházející z analýzy upravených provozních hospodářských výsledků společnosti za roky 2003 – 2006. Tento postup se jeví pro daný případ jako vhodný, neboť je poměrně obtížné stanovit dlouhodobý plán investic. Z hlediska charakteru majetku generujícího hodnoty se pak v tomto případě dále vychází z předpokladu, že výše odpisů majetku je vyhodnocena jako dostačující a odpovídající výše potřebných investic zajišťujících udržení majetkové podstaty.

Majetkovou podstatu podniku generující hodnotu tvoří nemovitosti a samostatné movité věci a soubory movitých věcí, a lze tedy předpokládat, že tato bude zachována téměř s jistotou. Finanční struktura (struktura kapitálu) je v tomto případě poměrně málo významná. Podnik má tedy výnosový potenciál a existuje předpoklad možnosti plného rozdělení výsledků hospodaření, kdy jejich zadržování není nutné.

Nejsou známy vlivy a záměry, které by směřovaly ke změně podnikatelského konceptu.

Čistý výnos, který bude kapitalizován vychází z analýzy minulých výsledků hospodaření.

Nebyl vyčleněn provozně nepotřebný majetek.

Výpočet:

	2003	2004	2005	2006
Výsledek hospodaření před zdaněním	27 667	10 329	10 448	51 956
(+) odpisy	3 582	5 564	6 167	7 169
(-) finanční výnosy	-1 260	-1 033	-486	-287
(-) tržby z prodeje dlouhodobého m.	-12 455	-8 823	-8 440	-11 280
(+) zůstatková cena prodaného m.	10 578	6 520	6 345	8 095
(+) mimořádné osobní náklady - restruktur.	0	0	0	0
(-) mimořádné výnosy	0	0	0	0
(+) mimořádné náklady	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	28 112	12 557	14 034	55 653
cenový index bazický vztažený k roku 2007	0,986	1,017	1,041	1,112
UVH upravený o inflaci	28 511	12 347	13 481	50 048
Váhy	1	2	3	4
UVH upravený o inflaci a váhy	28 511	24 694	40 444	200 191

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	29 384
Odpisy z reprodukčních cen	8 603
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	20 781
Daňový základ (s odpisy s posledního roku)	22 215
Daň (21%)	4 665
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	16 116
předpokládaná dlouhodobá inflace	3,50%
kalkulovaná úroková (diskontní) míra	7,05%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	228 593
ocenění neprovozních aktiv	0
Hodnota vlastního kapitálu dle KČV	228 593

Tab.č. 99: Ocenění STOMIX - KČV

Z výše uvedené časové řady upravených výsledků hospodaření za minulé období byl dále proveden výpočet předpokládaného trvalého odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, a to váženým průměrem, jehož výsledek musí být dále snížen o daň z příjmu.

Váhy přiřazené k jednotlivým započteným hodnotám časové řady jsou voleny na základě jejich významu pro odhad budoucího trvale odnímatelného výnosu. Větší váha je přiřazena aktuálnějším hodnotám, a to i s ohledem na dosažení určitého nárůstu výkonů při rámcovém zachování výše nákladů.

Míra kapitalizace, ve výsledku očištěná o inflaci, použitá pro určení výnosové hodnoty vychází z výnosovosti bezrizikových investic a přiměřené rizikové přírážky. K očištění úrokové míry o inflaci je přistoupeno z důvodu požití paušální metody propočtu výnosové hodnoty, kdy je uvažováno se stálými cenami.

Bezrizikový výnos je uvažován ve výši 4% na základě průměrných výnosů vybraných dlouhodobých státních dluhopisů. Výsledná diskontní míra byla stavebnicovou metodou stanovena ve výši 14,00%.

Inflace, která je zohledněna, je uvažována jako očekávaná inflace na základě prognóz a inflačních cílů ČNB, a to ve výši 3,5 %.

K vypočtené výnosové hodnotě na základě odhadovaného odnímatelného výnosu generovaného provozně nutným majetkem nebyla přičtena žádná tržní hodnota provozně nenutného majetku.

Jedná se o ocenění současného potenciálu podniku, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Tuto hodnotu lze považovat za určitý dolní odhad výnosové hodnoty podniku.

Hodnota majetku stanovená metodou KČV	228 593 Kč
--	-------------------

5.1.4. Výsledné stanovení hodnoty podniku

Pro stanovení výsledné hodnoty podniku bude využito metody váženého průměru, kdy se porovnávají výsledky jednotlivých použitých dílčích metod při stanoveném váhovém koeficientu (vah) dle významnosti a vypovídací schopnosti jednotlivých metod.

Výpočet hodnoty podniku z dílčích stanovených hodnot:

Použitá metoda	Zjištěná hodnota	Váhový koef.
Hodnota podniku na základě substanční metody	33 065 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - DCF	524 154 000 Kč	3
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - KČV	228 593 000 Kč	2
Výsledná hodnota podniku dle váženého průměru	343 785 500 Kč	

Tab.č. 100: Ocenění STOMIX – výsledné stanovení hodnoty podniku

Po zvážení všech relevantních skutečností byly výsledky všech tří metod uvažovány s výše uvedenými váhami. Hodnota majetkové podstaty podniku po odečtení závazků je značně nižší než hodnoty výnosové, obzvláště než výnosová hodnota stanovená metodou DCF. Jedná se však o podnik s poměrně značným potenciálem, se všemi svými složkami a vazbami na okolí u něhož se předpokládá minimálně zachování jeho podstaty, podnikatelské činnosti a vazeb na okolí. Proto je zohledněn výsledek hodnoty výnosové metodou DCF nejvyšší vahou.

Výše byla v plném rozsahu uvedena jedna z možných struktur samotného ocenění podniku (substanční metoda, metoda DCF a metoda KČV), která byla aplikována na jedné vybrané společnosti. U ostatních hodnocených společností budou u metody substanční z hlediska rozsahu a účelu uvedeny pouze rekapitulační tabulky s vlivem na vypovídací schopnost, není zde tedy uváděn podrobný výpočet (přecenění účetní evidence) včetně zkreslení, jak je tomu u výše vybraného reprezentanta.

V tuto chvíli není v podstatě nijak důležitá reálnost a oprávněnost výsledné hodnoty vyjádřené absolutním číslem, neboť zástupci této ani ostatních tří hodnocených firem mimo jiné nebyl předložen především finanční plán (predikce vývoje tržeb, nákladů, výše odpisů, resp. způsobu odepisování, změny pracovního kapitálu apod.) na několik dalších let, což by mělo být primárně úkolem obvykle ekonomů a finančních analytiků jednotlivých společností. Vzhledem k tomuto byla pro účely disertační práce použita

modelová situace, kdy byly změny vstupních hodnot (tržeb, investičních výdajů a jiných) voleny téměř jednotně, a to v závislosti na charakteru a znalosti poměrů jednotlivých podniků.

Hlavním meritem věci je to, jak moc diskontní míra ovlivňuje výslednou hodnotu podniku za použití stejných vstupů, tedy číselných hodnot.

5.2. STAPPA mix, spol. s r.o.

5.2.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda

Hodnota podniku jako celku stanovená substanční metodou, tj. přeceněním aktiv obvyklou cenou (tržní hodnotou), od které jsou odečtena pasiva, dle stavu zachyceném v účetnictví k rozhodnému datu, tak jak vyplývá z předaných podkladů a poskytnutých informací, je uvedena v následující tabulce.

1. AKTIVA CELKEM	113 400 000 Kč
2. PASIVA CELKEM	68 000 000 Kč
HONOTA PODNIKU CELKEM K 31.12.2006	45 400 000 Kč

Tab.č. 101: Ocenění STAPPA mix – substanční hodnota

5.2.2. Výnosové ocenění - metoda DCF

výkaz zisku a ztráty					
	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony a tržby za prodej zboží	197 021	203 916	211 053	218 440	226 086
Vybrané provozní náklady	191 105	198 749	206 699	214 967	223 566
Ostatní provozní a finanční výsledek	15 079	15 380	15 688	16 002	16 322
HV z provozní činnosti před daněmi	20 994	20 547	20 042	19 474	18 841

daňová sazba	21,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

HV z provozní činnosti před daněmi	20 994	20 547	20 042	19 474	18 841
upravená daň	4 409	4 315	4 008	3 700	3 580
Zisk z provozu po daních	16 585	16 232	16 033	15 774	15 261

odpisy	2 361	2 480	2 603	2 734	2 870
investiční výdaje	3 070	2 851	2 864	3 007	3 157
změna pracovního kapitálu	999	1 034	1 071	1 108	1 147
Volné cash flow	14 877	14 826	14 703	14 393	13 827

tržby = výroba + zboží	197 021	203 916	211 053	218 440	226 086
------------------------	---------	---------	---------	---------	---------

<i>1.fáze</i>					
diskontní míra	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%
volné cash flow	14 877	14 826	14 703	14 393	13 827
diskontní faktor	1,1040	1,2188	1,3456	1,4855	1,6400
Současná hodnota - celkem	54687				

<i>2.fáze</i>	
diskontní míra pro pokračující hodnotu	10,40%
renta	13 827
růstový koeficient	3,50%
Budoucí pokračující hodnota	137 610

odúročitel	0,6098
------------	--------

Současná hodnota pokračující hodnoty	83 908
---	---------------

Celkem hodnota 1. a 2. fáze	138 595
------------------------------------	----------------

Hodnota majetku stanovená metodou DCF	138 595 Kč
--	-------------------

Tab.č. 102: Ocenění STAPPA mix – DCF

5.2.3. Výnosové ocenění - metoda DCF

	2003	2004	2005	2006
Výsledek hospodaření před zdaněním	3 066	3 621	5 043	13 841
(+) odpisy	4 485	4 108	1 372	2 249
(-) finanční výnosy	-221	-161	-80	-221
(-) tržby z prodeje dlouhodobého m.	-357	-255	-10 710	-171
(+) zůstatková cena prodaného m.	74	389	6 693	526
(+) mimořádné osobní náklady - restruktur.	0	0	0	0
(-) mimořádné výnosy	0	0	0	0
(+) mimořádné náklady	0	0	0	0
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	7 047	7 702	2 318	16 224
cenový index bazický vztažený k roku 2007	0,986	1,017	1,041	1,112
UVH upravený o inflaci	7 147	7 573	2 227	14 590
Váhy	1	2	3	4
UVH upravený o inflaci a váhy	7 147	15 147	6 680	58 360

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	8 733
Odpisy z reprodukčních cen	2 500
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	6 233
Daňový základ (s odpisy s posledního roku)	6 484
Daň (21%)	1 362
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	4 872
předpokládaná dlouhodobá inflace	3,50%
kalkulovaná úroková (diskontní) míra	10,40%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	46 843
ocenění neprovozních aktiv	0
Hodnota vlastního kapitálu dle KČV	46 843

Tab.č. 103: Ocenění STAPPA mix – KČV

5.3. H+H Česká republika s.r.o.

5.3.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda

Hodnota podniku jako celku stanovená substanční metodou, tj. přeceněním aktiv obvyklou cenou (tržní hodnotou), od které jsou odečtena pasiva, dle stavu zachyceném v účetnictví k rozhodnému datu, tak jak vyplývá z předaných podkladů a poskytnutých informací, je uvedena v následující tabulce.

1. AKTIVA CELKEM	133 890 000 Kč
2. PASIVA CELKEM	116 270 000 Kč
HONOTA PODNIKU CELKEM K 31.12.2006	17 620 000 Kč

Tab.č. 104: Ocenění H+H Česká republika – substanční hodnota

5.3.2. Výnosové ocenění - metoda DCF

výkaz zisku a ztráty					
	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony a tržby za prodej zboží	80 597	86 238	92 275	98 734	105 646
Vybrané provozní náklady	89 776	92 469	95 243	98 100	101 043
Ostatní provozní a finanční výsledek	144	147	150	153	156
HV z provozní činnosti před daněmi	-9 035	-6 084	-2 818	787	4 758

odpisy	9 631	10 112	10 618	11 149	11 706
celkem	9 631	10 112	10 618	11 149	11 706

daňová sazba	21,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

HV z provozní činnosti před daněmi	-9 035	-6 084	-2 818	787	4 758
upravená daň	-1 897	-1 278	-564	149	904
Zisk z provozu po daních	-7 138	-4 806	-2 255	637	3 854

odpisy	9 631	10 112	10 618	11 149	11 706
investiční výdaje	10 594	11 123	11 149	11 706	12 291
změna pracovního kapitálu	791	846	906	969	1 037
Volné cash flow	-8 892	-6 664	-3 691	-889	2 232

tržby = výroba + zboží	80 597	86 238	92 275	98 734	105 646
------------------------	--------	--------	--------	--------	---------

<i>1.fáze</i>					
diskontní míra	11,45%	11,45%	11,45%	11,45%	11,45%
volné cash flow	-8 892	-6 664	-3 691	-889	2 232
diskontní faktor	1,1145	1,2421	1,3843	1,5428	1,7195
Současná hodnota celkem	-15 288				

2.fáze

diskontní míra pro pokračující hodnotu	11,45%
renta	2 232
růstový koeficient	3,50%
Budoucí pokračující hodnota	20 175

odúročitel	0,5816
------------	--------

Současná hodnota pokračující hodnoty	11 733
---	---------------

Celkem hodnota 1. a 2. fáze	-3 555
------------------------------------	---------------

Hodnota majetku stanovená metodou DCF	-3 555 Kč
--	------------------

Tab.č. 105: Ocenění H+H Česká republika – DCF

5.3.3. Výnosové ocenění - metoda KČV

Metodu kapitalizace čistých výnosů vycházející z účetní evidence, resp. výsledků hospodaření firmy z minulých let nebylo možné u této společnosti aplikovat, neboť společnost H+H Celcon CZ s.r.o. vznikla „nově“ na podzim roku 2005, když koupila následně na jaře roku 2006 majetek společnosti PORYNK-VÝROBA s.r.o., PEA PÓROBETON, a.s. a PÓROBETON Most-Kopisty, a.s. Společnost H+H sice navázala na výrobní činnost původních společností, nicméně v majetkové struktuře firmy a řízení došlo k některým zásadním změnám, které ovlivnily výsledky hospodaření společnosti již v prvním roce fungování nové společnosti, tedy v roce 2006.

5.4. CEMBRIT a.s.

5.4.1. Ocenění na základě majetkové podstaty – substanční metoda

Hodnota podniku jako celku stanovená substanční metodou, tj. přeceněním aktiv obvyklou cenou (tržní hodnotou), od které jsou odečtena pasiva, dle stavu zachyceném v účetnictví k rozhodnému datu, tak jak vyplývá z předaných podkladů a poskytnutých informací, je uvedena v následující tabulce.

1. AKTIVA CELKEM	1 463 240 000 Kč
2. PASIVA CELKEM	870 550 000 Kč
HONOTA PODNIKU CELKEM K 31.12.2006	592 690 000 Kč

Tab.č. 106: Ocenění CEMBRIT – substanční hodnota

5.4.2. Výnosové ocenění - metoda DCF

výkaz zisku a ztráty					
	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony a tržby za prodej zboží	1 639 841	1 697 235	1 756 638	1 818 121	1 881 755
Vybrané provozní náklady	1 563 846	1 626 400	1 691 456	1 759 114	1 829 479
Ostatní provozní a finanční výsledek	27 662	28 216	28 780	29 356	29 943
HV z provozní činnosti před daněmi	103 657	99 051	93 962	88 362	82 219

odpisy	132 440	136 414	140 506	144 721	149 063
celkem	132 440	136 414	140 506	144 721	149 063

daňová sazba	21,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
--------------	--------	--------	--------	--------	--------

HV z provozní činnosti před daněmi	103 657	99 051	93 962	88 362	82 219
upravená daň	21 768	20 801	18 792	16 789	15 622
Zisk z provozu po daních	81 889	78 250	75 170	71 573	66 597

odpisy	132 440	136 414	140 506	144 721	149 063
investiční výdaje	152 307	143 234	147 531	151 957	156 516
změna pracovního kapitálu	8 318	8 609	8 910	9 222	9 545
Volné cash flow	53 705	62 820	59 234	55 115	49 599

tržby = výroba + zboží	1 639 841	1 697 235	1 756 638	1 818 121	1 881 755
------------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

1.fáze					
diskontní míra	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%
volné cash flow	53 705	62 820	59 234	55 115	49 599
diskontní faktor	1,0833	1,1735	1,2713	1,3772	1,4919
Současná hodnota	222 964				

2.fáze	
diskontní míra pro pokračující hodnotu	8,33%
renta	49 599
růstový koeficient	3,50%
Budoucí pokračující hodnota	616 266

odúročitel	0,6703
------------	--------

Současná hodnota pokračující hodnoty	413 071
---	----------------

Celkem hodnota 1. a 2. fáze	636 035
------------------------------------	----------------

Hodnota majetku stanovená metodou DCF	636 035 Kč
--	-------------------

Tab.č. 107: Ocenění CEMBRIT – DCF

5.4.3. Výnosové ocenění - metoda KČV

Stejně jako u společnosti H+H Česká republika s.r.o. nebylo ani u této společnosti možné aplikovat metodu kapitalizace čistých výnosů vycházející z účetní evidence, resp. výsledků hospodaření firmy z minulých let, neboť v posledních čtyřech sledovaných obdobích (letech) byly po celou dobu zjištěny záporné výsledky hospodaření, což zásadním způsobem omezuje, resp. znemožňuje použití metody KČV.

Záporné hospodářské výsledky v minulých letech byly způsobeny v podstatě třemi aspekty: Jednak došlo v roce 2006 k jednorázovému zaúčtování odloženého daňového závazku, jednak byly v těchto hodnocených letech vytvářeny vysoké rezervy například na reklamační řízení a jiné a jednak došlo k rozúčtování rozdílu daňových a účetních odpisů. Skokový propad záporného hospodářského výsledku mezi roky 2003 a 2004 byl způsoben mimo vytvářením vysokých rezerv také úročenou půjčkou od společnosti Dansk Eternit Holding na pomoc při financování investic (rozložených do několika let) ve velkém

objemu při výstavbě areálu zejména v závodě Šumperk. Výše uvedené tvrzení potvrzují výsledky z následujícího účetního období (roku 2007), kdy společnost již vykázala výsledek hospodaření před zdaněním ve výši přibližně 80 mil. Kč.

6. Aplikace znaleckého standardu – fáze IV (interpretace dosažených výsledků)

Pro ocenění podniku se zpravidla používá zásada, že při ocenění podniku je třeba použít minimálně dvě oceňovací metody. Jednotlivé metody však mohou poskytovat značně rozdílné výsledky. Proto první otázka, na kterou je v poslední fázi procesu ocenění podniku potřeba odpovědět je, jak se z výsledků jednotlivých metod odvodí výsledná hodnota souhrnná.

Obvykle se nedoporučuje použít jako výsledku mechanicky spočítaný aritmetický průměr výsledků jednotlivých metod. Pokud by však měl být tento průměr použitý, tak snad jen za podmínky, která se nejčastěji vyskytuje v odborné literatuře i praxi, že použití dvou obdobných metod a jejich výsledky se od sebe příliš neliší, tj. že rozdíl mezi nimi je přibližně 5 až 10%.

Pro samotné odvození výsledné hodnoty je proto spíše potřeba zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat a na základě toho přisoudit každé metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění.

Samotné výsledné hodnoty (do jisté míry „absolutní čísla“) jednotlivých metod ocenění však ještě nemusí být a v mnoha případech ani nejsou výslednými obvyklými cenami (tržními hodnotami) oceňovaných podniků.

Pro stanovení výsledné hodnoty podniků bude v tomto případě využito metody váženého průměru, kdy se porovnávají výsledky jednotlivých použitých dílčích metod při stanoveném váhovém koeficientu (vah) dle významnosti a vypovídací schopnosti jednotlivých metod, přičemž velmi důležitou roli v tomto případě hraje interpretace výsledků jednotlivých dílčích hodnot, a to zejména s ohledem na charakter a specifika konkrétního podniku.

Obvykle platí tyto uzance:

Substanční hodnota – sama o sobě nemá při ocenění žádný samostatný význam, vyjma snad jen při ocenění podniku pro konkrétního strategického partnera, který předpokládá zásadní změnu podnikatelské činnosti podniku.

Metoda DCF – bývá často hlavním východiskem pro výsledné ocenění prosperujících podniků.

Metoda KČV – je vhodná tam, kde nejsou přílišné předpoklady pro metodu DCF (resp. často tuto doplňuje), tzn. tam, kde není dostatečná schopnost dlouhodobě naplánovat peněžní toky, především investiční výdaje. Často tato metoda poskytuje doplňkovou informaci o dolním limitu výnosového ocenění, který odráží pouze současný výnosový potenciál, na rozdíl od metody DCF, která odráží současný i budoucí výnosový potenciál.

Výsledné stanovení hodnoty podniku:

Na základě výše uvedených skutečností bude pro stanovení výsledné hodnoty jednotlivých podniků bude využito metody váženého průměru, kdy se porovnávají výsledky jednotlivých použitých dílčích metod při stanoveném váhovém koeficientu (vah) dle významnosti a vypovídací schopnosti jednotlivých metod. U každého podniku bude dále uveden stručný komentář použití váhových koeficientů.

Výpočet hodnoty jednotlivých podniků z dílčích stanovených hodnot:

STOMIX, spol. s r.o.

Použitá metoda	Zjištěná hodnota	Váhový koef.
Hodnota podniku na základě substanční metody	33 065 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - DCF	524 154 000 Kč	3
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - KČV	228 593 000 Kč	2
Výsledná hodnota podniku dle váženého průměru	343 785 500 Kč	

Tab.č. 108: STOMIX – výsledná hodnota

Po zvážení všech relevantních skutečností byly výsledky všech tří metod uvažovány s výše uvedenými váhami. Hodnota majetkové podstaty podniku po odečtení závazků je značně nižší než hodnoty výnosové, obzvláště než výnosová hodnota stanovená metodou DCF. Jedná se však o podnik se značným potenciálem, se všemi svými složkami a vazbami na

okolí u něhož se předpokládá minimálně zachování jeho podstaty, podnikatelské činnosti a vazeb na okolí. Proto je zohledněn výsledek hodnoty výnosové metodou DCF nejvyšší vahou.

STAPPA mix, spol. s r.o.

Použitá metoda	Zjištěná hodnota	Váhový koef.
Hodnota podniku na základě substanční metody	45 400 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - DCF	138 595 000 Kč	3
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - KČV	46 843 000 Kč	2
Výsledná hodnota podniku dle váženého průměru	92 478 500 Kč	

Tab.č. 109: STAPPA mix – výsledná hodnota

Po zvážení všech relevantních skutečností byly výsledky všech tří metod uvažovány s výše uvedenými váhami. Hodnota majetkové podstaty podniku po odečtení závazků je přibližně třikrát nižší než hodnota výnosová stanovená metodou DCF. Jedná se však o podnik s téměř jistým potenciálem, se všemi svými složkami a vazbami na okolí u něhož se předpokládá minimálně zachování jeho podstaty, podnikatelské činnosti a vazeb na okolí. Proto je zohledněn výsledek hodnoty výnosové metodou DCF nejvyšší vahou.

H+H Česká republika s.r.o.

Použitá metoda	Zjištěná hodnota	Váhový koef.
Hodnota podniku na základě substanční metody	17 620 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - DCF	- 3 555 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - KČV	- Kč	
Výsledná hodnota podniku dle váženého průměru	7 032 500 Kč	

Tab.č. 110: H+H Česká republika – výsledná hodnota

Po zvážení všech relevantních skutečností byly výsledky obou metod uvažovány s výše uvedenými váhami. Metoda KČV nebyla vzhledem ke skutečnostem uvedeným v jiných částech této práce použita. Hodnota majetkové podstaty podniku po odečtení závazků je vyšší než hodnota výnosová. Vzhledem k charakteru podniku, důležitým skutečným ovlivňujícím především výslednou výnosovou hodnotu za použití metody DCF a znalosti společnosti H+H lze s velkou pravděpodobností konstatovat, že výše uvedená hodnota

podniku neodpovídá reálné hodnotě dosažitelné na běžném trhu a je velmi zkreslená podklady, na základě kterých byl výpočet prováděn. Nicméně je důležité znovu připomenout, že opodstatněnost absolutního čísla není v tomto případě jakkoliv prioritní. Vzhledem k reálně malé vypovídací schopnosti obou použitých metod byly přiřazeny stejné váhové koeficienty. I přes výše uvedené skutečnosti se jedná o podnik s určitým potenciálem, se všemi svými složkami a vazbami na okolí (což bylo u výpočtu do jisté míry potlačeno) u něhož se předpokládá minimálně zachování jeho podstaty, podnikatelské činnosti a vazeb na okolí.

Cembrit a.s.

Použitá metoda	Zjištěná hodnota	Váhový koef.
Hodnota podniku na základě substanční metody	592 690 000 Kč	1
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - DCF	636 035 000 Kč	2
Hodnota podniku na základě výnosového ocenění - KČV	- Kč	-
Výsledná hodnota podniku dle váženého průměru	621 586 667 Kč	

Tab.č. 111: Cembrít – výsledná hodnota

Po zvážení všech relevantních skutečností byly výsledky obou metod uvažovány s výše uvedenými váhami. Metoda KČV nebyla vzhledem ke skutečnostem uvedeným v jiných částech této práce použita. Hodnota majetkové podstaty podniku po odečtení závazků je s hodnotou výnosovou velmi obdobná. Majetková podstata společnosti je do jisté míry ovlivněna podíly v ovládaných a řízených společnostech, které nejsou předmětem ocenění. Jedná se jednoznačně o podnik s velkým potenciálem, se všemi svými složkami a vazbami na okolí u něhož se předpokládá minimálně zachování jeho podstaty, podnikatelské činnosti a vazeb na okolí. Na základě výše uvedených důvodů je zohledněn výsledek hodnoty výnosové metodou DCF vyšší vahou.

7. Diskuze výsledků

Cílem disertační práce bylo navrhnout znalecký standard, zdůvodnit a experimentálně ověřit metodiku výpočtu hodnoty podniku, přičemž zásadní důraz byl kladen na zohlednění různých diferencí a rozdílů v jednotlivých podnicích výroby stavebních hmot. Je totiž nesporné, že do samotného výpočtu ocenění podniku vstupuje značné množství subjektivních názorů a pohledů toho kterého zpracovatele ocenění a je tedy zapotřebí, alespoň některé vstupní fakta standardizovat, aby tak bylo pokud možno zamezeno pochybnostem.

Jednou z velmi důležitých fází samotného procesu ocenění bylo po nastudování problematiky vybraných podniků a nezbytné analýze a vyhodnocení jednotlivých diferencí každého z hodnocených podniků **stanovení ve znalecké praxi zcela nového pojmu, a to tzv. koeficientu technické difference**, který se v obecné rovině skládá ze sedmi skupin diferencí a tyto skupiny jsou dále rozděleny na další subdiference.

Důvodem zavedení toho koeficientu byla v mnohých případech ocenění absence zohlednění různých rozdílů, které mají podstatný vliv na výslednou hodnotu podniku.

Jednoznačný přínos koeficientu technické difference je zřejmý a následně ověřený především ve výpočtové fázi procesu ocenění podniku v této práci, kdy ve své podstatě zohledňuje mimo běžné a standardně užívané postupy a vstupy další nejruznější specifika zohledňující technický, technologický a ekonomický charakter každého z vybraných podniků a dále poukazuje na důležitost některých vstupních hodnot.

Aby bylo možné ukázat praktické využití a váhu důležitosti tohoto koeficientu, byl tento koeficient začleněn do výpočtu diskontní míry, která mimo další vstupy (tempo růstu tržeb a jiné) velice významným způsobem ovlivňuje výslednou hodnotu podniku jako celku. V disertační práci jsem se snažil na základě dosavadních praktických zkušeností z oblasti oceňování majetku eliminovat s dostatečnou vypovídací schopností mimo jiné jeden z nejdůležitějších vstupů ve výpočtu ocenění, a to diskontní míru. Výše procentuální diskontní míry je s jejím snižováním nebo zvyšováním velmi citlivá ve vztahu k výsledné tržní hodnotě podniku jako celku, což je i jedním z výsledků této práce.

7.1. Implementace KTD do výpočtové fáze

Koeficient technické difference tvoří jednu ze tří složek tzv. nákladů vlastního kapitálu, který dále vstupuje do dalšího výpočtu již samotné diskontní míry. Dalšími dvěma složkami ve výpočtu nákladů vlastního kapitálu je bezriziková výnosová míra a finanční riziko podniků.

Pozn.: Vzhledem k účelu této disertační práce, kterým je v první řadě standardizace znaleckých posudků v oblasti oceňování podniků, není v této práci nijak detailněji popsán princip jednotlivých výpočtů, vstupů a terminologií. Tyto se opírají o běžné a v praxi zcela zavedené uzance a algoritmy, které se opírají o skutečnosti uvedené v použitých zdrojích.

V následující tabulce č. 112 jsou uvedeny čtyři hodnoty diskontních měr, a to minimální, vypočítaná (zjištěná), maximální a průměrná. **Minimální diskontní míra ukazuje nejméně rizikový podnik, resp. zahrnuje koeficient technické difference vypočtený na základě nejlépe hodnocených kritérií, nebo-li ve výpočtu někdy v literatuře též nazvaného obchodního rizika byla každému ze sedmi hodnocených znaků přiřazena nejvyšší hodnota 5, tedy nejpříznivější stav. Lze tedy do jisté míry říci, že podnik, u něhož bychom použili takovouto vypočtenou hodnotu diskontní míry můžeme hodnotit jako velice perspektivní a stabilní.**

Opakem této minimální diskontní míry (koeficientu technické difference) je maximální diskontní míra, v jejímž výpočtu, resp. ve výpočtu obchodního rizika byla každému ze sedmi hodnocených znaků přiřazena nejnižší hodnota 1, tedy nejméně příznivý stav. Podnik s takovouto diskontní mírou můžeme hodnotit tedy naopak jako neperspektivní a nestabilní, v jehož poměrně blízké budoucnosti můžeme očekávat problémy v samotném fungování podniku.

Co se týče vypočítané diskontní míry, jedná se o takovou diskontní míru, ve které je zohledněn reálný koeficient technické difference stanovený (spočtený) dle poměrně podrobného zkoumání poměrů, aktivit a vůbec celého fungování jednotlivých firem, a to na základě podkladů předaných v rámci jednání se zástupci hodnocených firem a místním šetřením provedeném osobně v každé z hodnocených společností.

Průměrná diskontní míra je pak stanovena jako čistý aritmetický průměr mezi hodnotami minimálními a maximálními.

	Diskontní míra			
	minimální	vypočítaná	maximální	průměr
STOMIX	6,12%	7,05%	9,69%	7,91%
Cembrit	7,48%	8,33%	14,91%	11,20%
STAPPA	8,21%	10,40%	16,06%	12,14%
H+H	8,89%	11,45%	14,39%	11,64%

Tab. č. 112: Souhrn diskontních měr u jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot

Z výše uvedené srovnávací tabulky je patrné, že u všech hodnocených společností byla spočtena diskontní míra pod úroveň průměrné diskontní míry, blížící se diskontní míře minimální. Tento dílčí výsledek lze hodnotit jako velmi pozitivní ve vztahu k výsledné hodnotě podniku, kterou je potřeba, v kontextu s úvodem disertační práce, stanovit. Z matematických vzorců užitých při výpočtu výnosové hodnoty podniku obecně je zcela zjevné, že **čím menší (nižší) diskontní míra, tím vyšší je pak výsledná hodnota podniku.**

7.2. Rekapitulace výpočtové fáze (jednotlivých metod ocenění)

Výše uvedené skutečnosti jsou pro přehlednost uvedeny v následujících třech, resp. dvou tabulkách, kde jsou minimální, maximální a námi vypočtené hodnoty diskontních měr (specifikovaných výše v části Diskuze) zahrnuty do samotného výpočtu výnosových metod DCF a KČV, neboť toto má pro zpracovatele samotného ocenění největší a dá se říci že existenční vypovídací hodnotu (schopnost).

Pozn.: Substanční hodnota je zde uvedena pouze pro úplnost použitých metod, neboť tato s diskontní mírou, resp. koeficientem technické diference vůbec nepracuje. Je postavena na zcela odlišném principu ocenění.

	DCF		
	minimální	vypočítaná	maximální
STOMIX	601 158 000 Kč	524 154 000 Kč	469 003 000 Kč
Cembrit	706 428 000 Kč	636 035 000 Kč	476 963 000 Kč
STAPPA	175 322 000 Kč	138 595 000 Kč	118 856 000 Kč
H+H	1 155 000 Kč	-3 550 000 Kč	-6 515 000 Kč

Tab. č. 113: Souhrn výnosové hodnoty DCF u jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot

Výše uvedená tabulka č. 113 zobrazuje hodnotu podniku vypočítanou výnosovou hodnotou DCF. Ve sloupci „minimální“ jsou spočítány hodnoty podniku při použití minimální diskontní míry. Naopak ve sloupci „maximální“ je uvedena hodnota, kdy pro výpočet byla použita diskontní míra nejvyšší. Ve sloupci „vypočítaná“ je uvedena hodnota, u které je jako diskontní míra použita hodnota, která byla stanovena přímo na daný podnik po vyhodnocení všech rozdílů a diferencí.

	KČV		
	minimální	vypočítaná	maximální
STOMIX	263 331 000 Kč	228 593 000 Kč	166 314 000 Kč
Cembrit	-	-	-
STAPPA	59 338 000 Kč	46 843 000 Kč	30 334 000 Kč
H+H	-	-	-

Tab. č. 114: Souhrn výnosové hodnoty KČV u jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot

Výše uvedená tabulka č. 114 zobrazuje hodnotu podniku vypočítanou výnosovou hodnotou KČV. Ve sloupci „minimální“ jsou spočítány hodnoty podniku při použití minimální diskontní míry. Naopak ve sloupci „maximální“ je uvedena hodnota, kdy pro výpočet byla použita diskontní míra nejvyšší. Ve sloupci vypočítaná je uvedena hodnota, u které je jako diskontní míra použita hodnota, která byla stanovena přímo na daný podnik po vyhodnocení všech rozdílů a diferencí. U dvou vybraných podniků nemohla být tato výnosová hodnota KČV stanovena, jak je uvedeno dále.

Konkrétně u firmy H+H Česká republika s.r.o. nebylo možné kapitalizaci čistých výnosů aplikovat, neboť společnost H+H Celcon CZ s.r.o. vznikla „nově“ na podzim roku 2005, když koupila následně na jaře roku 2006 majetek společnosti PORYNK-VÝROBA s.r.o., PEA PÓROBETON, a.s. a PÓROBETON Most-Kopisty, a.s. Společnost H+H sice navázala na výrobní činnost původních společností, nicméně v majetkové struktuře firmy a řízení došlo k některým zásadním změnám, které ovlivnily výsledky hospodaření společnosti již v prvním roce fungování nové společnosti, tedy v roce 2006.

Druhým podnikem, u kterého nebylo možné stanovit hodnotu pomocí výnosové hodnoty KČV je společnost Cembrit a.s., neboť v posledních čtyřech sledovaných obdobích (letech) byly po celou dobu zjištěny záporné výsledky hospodaření, což zásadním způsobem omezuje, resp. znemožňuje použití metody KČV. Záporné hospodářské výsledky v

minulých letech byly způsobeny v podstatě třemi aspekty: Jednak došlo v roce 2006 k jednorázovému zaúčtování odloženého daňového závazku, jednak byly v těchto hodnocených letech vytvářeny vysoké rezervy například na reklamační řízení a jiné a jednak došlo k rozúčtování rozdílu daňových a účetních odpisů. Skokový propad záporného hospodářského výsledku mezi roky 2003 a 2004 byl způsoben mimo vytvářením vysokých rezerv také úročenou půjčkou od společnosti Dansk Eternit Holding na pomoc při financování investic (rozložených do několika let) ve velkém objemu při výstavbě areálu zejména v závodě Šumperk. Výše uvedené tvrzení potvrzují výsledky z následujícího účetního období (roku 2007), kdy společnost již vykázala výsledek hospodaření před zdaněním ve výši přibližně 80 mil. Kč.

	Substanční hodnota
STOMIX	33 065 000 Kč
Cembrit	592 690 000 Kč
STAPPA	45 400 000 Kč
H+H	17 620 000 Kč

Tab. č. 115: Souhrn substančních měr u jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot

7.3. Porovnání tržních hodnot se zohledněním vlivu KTD

V následující tabulce č. 116 je pak uvedeno srovnání celkové tržní hodnoty hodnocených společností s použitím jednotlivých koeficientů technické difference, resp. diskontních měr. Tržní hodnoty jsou stanoveny v kontextu výpočtu celkové tržní hodnoty podniků (viz. experimentální část 6), kdy byly zachovány váhy jednotlivých hodnot v nezměněné podobě.

	Tržní hodnota maximální	Vypočítaná tržní hodnota	Tržní hodnota minimální
STOMIX	393 866 833 Kč	343 785 500 Kč	295 450 333 Kč
Cembrit	668 515 333 Kč	621 586 667 Kč	515 538 667 Kč
STAPPA	115 007 000 Kč	92 478 500 Kč	77 106 000 Kč
H+H	9 387 500 Kč	7 035 000 Kč	5 552 500 Kč

Tab. č. 116: Výsledné tržní hodnoty u jednotlivých vybraných podniků výroby stavebních hmot v rozpětí maximální a minimální hodnoty

Jak je vidět z uvedené tabulky č. 116, **vliv koeficientů technické difference** (minimální, vypočítaný a maximální specifikovaných výše v části Diskuze) **zohledněných ve výši diskontní míry, potažmo ve výsledné tržní hodnotě podniku je v některých případech i diametrální.**

Aniž bych jakkoliv interpretoval a obhajoval výsledné tržní hodnoty jednotlivých společností, které, jak bylo uvedeno výše v některých částech, nejsou z hlediska účelnosti zpracování této práce nijak podstatné, **je zcela nepochybné, že správné, opodstatněné a přezkoumatelné stanovení koeficientu technické difference obsažené ve výpočtu diskontní míry výrazným způsobem ovlivňuje závěrečné stanovení celkové tržní hodnoty podniku.**

Závěrem je ještě v následující tabulce uvedeno procentuální srovnání celkové tržní hodnoty posuzovaných podniků s použitím reálně vypočteného koeficientu technické difference, kde sloupec s označením I. vyjadřuje rozdíl mezi minimálním a reálně vypočítaným koeficientem technické difference a sloupec s označením II. rozdíl mezi maximálním a reálně vypočítaným koeficientem technické difference.

	I.	Vypočítaná tržní hodnota	II.
STOMIX	14,57%	343 785 500 Kč	-14,06%
Cembrit	7,55%	621 586 667 Kč	-17,06%
STAPPA	24,36%	92 478 500 Kč	-16,62%
H+H	33,44%	7 035 000 Kč	-21,07%

Tab. č. 117: Tržní hodnoty jedlových podniků a jejich rozptyl (+-)

7.4. Stanovení znaleckého standardu

Výše v předchozích kapitolách této práce byla stanovena, vysvětlena, doplněna a na konkrétních případech prakticky ověřena metodika zpracování ohodnocení podniků zabývajících se výrobou stavebních hmot, což dle mého názoru ocení zejména začínající „oceňovatelé“.

Samotný standard je rozčleněn do čtyř základních fází. V první fázi je potřeba stanovit si, resp. ujasnit, co je účelem ocenění, pro koho je ocenění určeno a v kontextu tohoto jaká hodnota má být vlastně výsledkem práce (posudku, ocenění). Výše uvedená tzv. rozhodovací fáze je důležitá z toho důvodu, neboť nezřídka kdy je původní zadání otázky objednavatele na zpracování „nepřesné“, a to vzhledem ke špatnému pochopení, resp. interpretaci dané problematiky ze strany zadavatele a zpracovatele. Dalším důležitým krokem této fáze je odpovědění si na otázku, zda daný podnik, který je předmětem zkoumání, má výnosový potenciál, nebo zda se jedná o podnik například v úpadku, kdy v mnoha případech postačuje ocenění posouzena základě přecenění majetkové podstaty substanční nebo likvidační hodnotou. Posledním krokem této fáze je stanovení si vhodných metod ocenění. Důležitost tohoto kroku je také velmi důležitá, neboť v mnohých případech je ocenění zpracováno pouze na základě jedné metody, která ještě navíc negeneruje výsledek s dostatečnou vypovídací schopností ke skutečné obvyklé ceně majetku (podniku). Důležitou součástí této první fáze je sběr pokladů, což však není z hlediska účelnosti v této disertační práci nijak detailně řešeno. Tuto první fázi, která se ještě netýká žádných výpočtů, možná maximálně orientačních předběžných propočtů, lze v podstatě nazvat **fází rozhodovací**.

Druhá fáze sestává z přípravy na fázi další a měla by zahrnovat především na základě dostupných podkladů důkladné seznámení (místní šetření, zaměření podniku, způsob vedení, styl řízení, politika podniku a další) s hodnoceným podnikem a dále analýzu hodnocené společnosti jak po stránce strategické, tak finanční, která by se měla opírat zejména o účetní evidenci, kterou doporučuji od objednavatele získat minimálně za poslední 3 účetní období. Zejména zmiňuji pojem účetní období, neboť firmy nemusí mít účetní období totožné s kalendářním rokem a tento fakt má úzkou souvislost na datum, ke kterému ocenění zpracovávám. Součástí této druhé fáze by mělo být také vyčlenění tzv. provozně nutného a nenutného majetku. Jako doplňující může být také provedení marketingové studie v oblasti činnosti podniku.

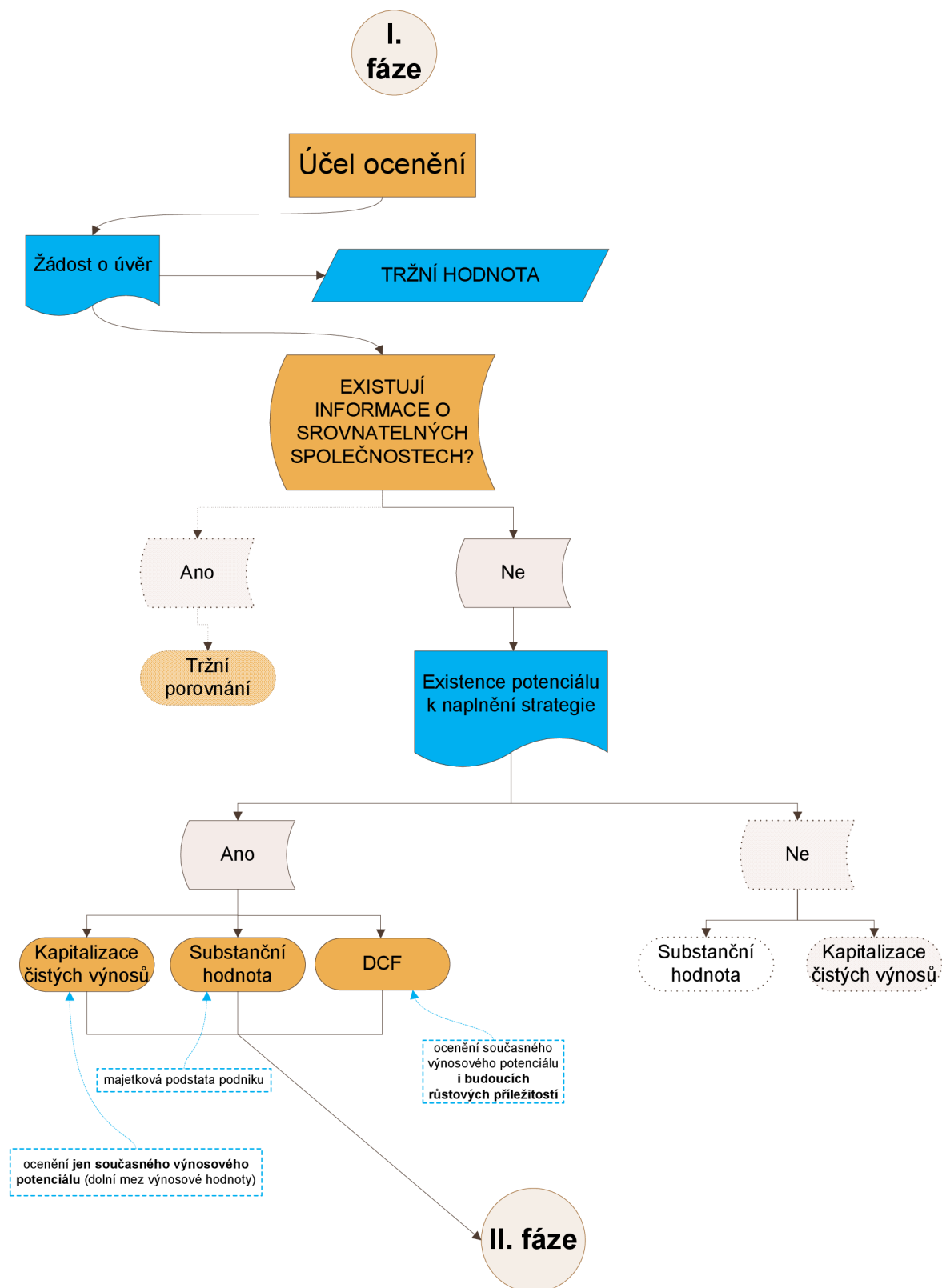
Tuto druhou fází lze vzhledem ke své povaze nazvat **fází výpočtovou**.

Třetí fáze je již v podstatě samotná fáze výpočtová, kde probíhá aplikace dříve zvolených metod s použitím vstupů korigovaných ve fázi druhé (přípravné). Součástí této třetí fáze by mělo být při použití výnosové metody DCF sestavení finančního plánu společnosti, pokud tento nemám k dispozici od finančních analytiků a ekonomů podniku. Ale i v takovém případě bychom jako zodpovědní zpracovatelé měli takto předložený finanční plán vlastními silami zanalyzovat, zda je tento do výpočtové fázi reálný, resp. použitelný. Třetí fází tedy necht' nazveme **fází výpočtovou**.

Poslední fází je již **fáze** hodnotící, resp. **interpretační**. V této by mělo být úkolem analyzovat jednotlivé spočtené hodnoty, na základě těchto (podle „zvoleného klíče“) pak stanovit výslednou hodnotu podniku a současně tyto dílčí hodnoty, potažmo hodnotu výslednou dostatečným způsobem interpretovat.

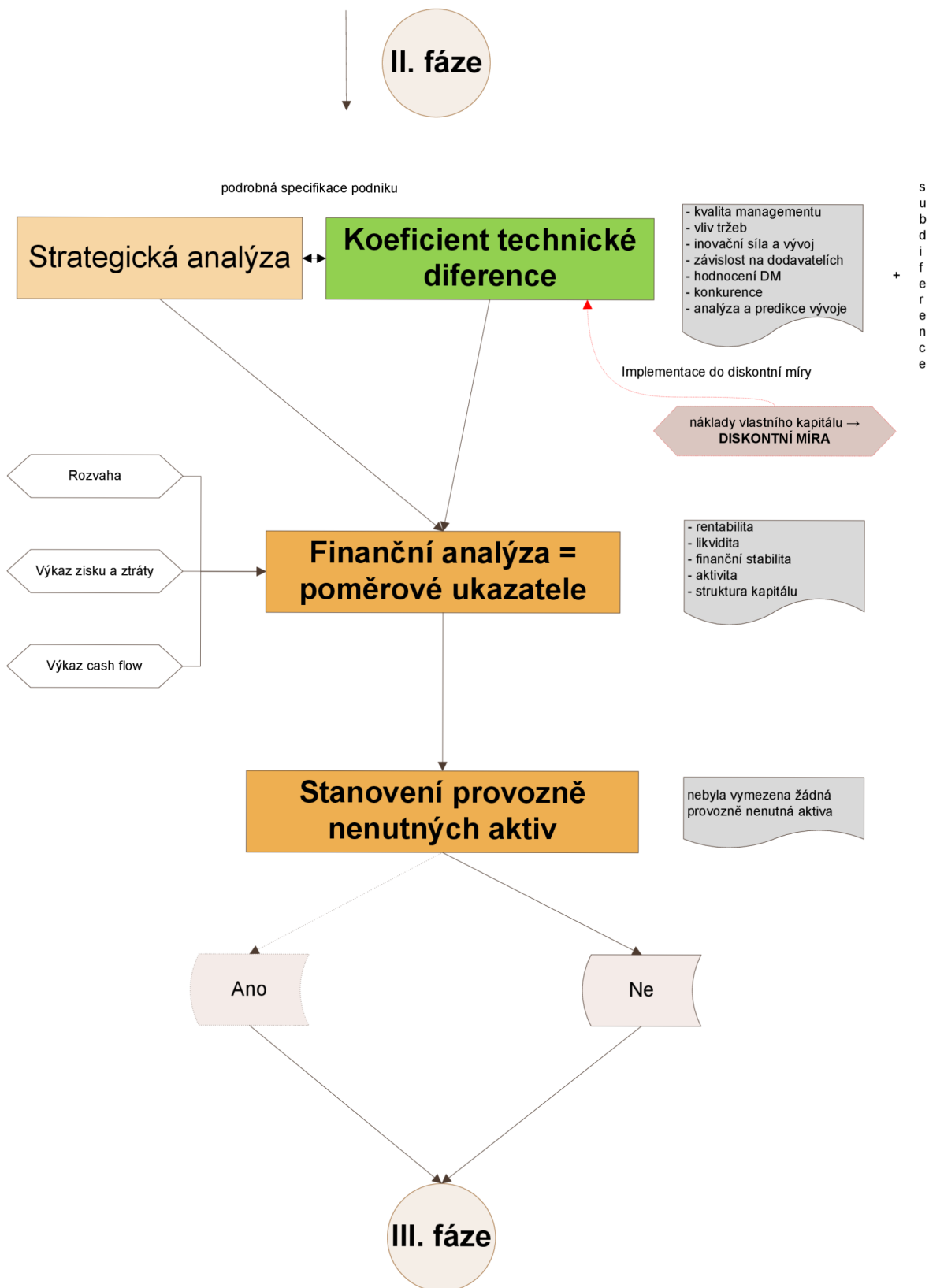
Výše uvedené skutečnosti jsou pro přehlednost graficky znázorněny v následujících třech obrázcích č. 7, č. 8 a č. 9.

I. fáze rozhodovací



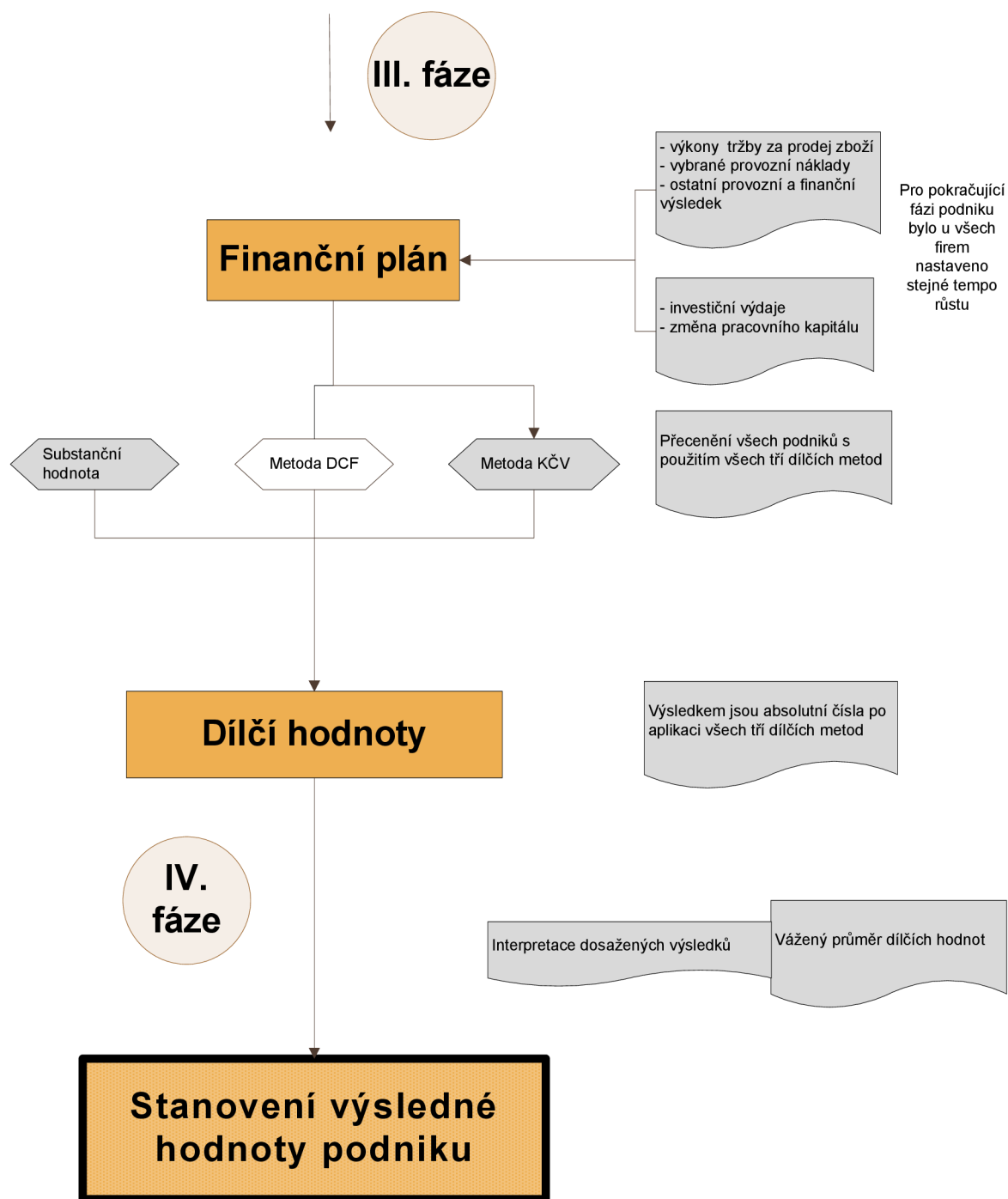
Obr. č. 7: Fáze rozhodovací

II. fáze přípravná



Obr. č. 8: Fáze přípravná

III., resp. IV. fáze výpočtová a interpretační



Obr. č. 9: Fáze výpočtová a interpretační

Výše uvedený návrh znaleckého standardu by měl sloužit znalecké praxi jako jisté vodítko při zpracování ocenění podniků (v tomto případě podniků zabývajících se výrobou stavebních hmot), neboť tento se opírá jednak o zavedené ekonomické teorie, ale také přináší zcela nový prvek v technickém znalectví a tím je tzv. koeficient technické difference, který zohledňuje nejdůležitější difference - specifika hodnoceného podniku, resp. lze říci, že v jistém slova smyslu i nahrazuje (zahrnuje) dosavadní strategickou analýzu. Podrobněji k tomuto v kapitole 2.5. experimentální části. Samotné stanovení KTD bylo jednou z věcí, jak pokud možno standardizovat oceňování výrobních podniků, nicméně dalším velmi důležitým krokem byla implementace (použití) tohoto vypočteného koeficientu. Tento byl začleněn do výpočtu diskontní míry a následnými propočty bylo jednoznačně prokázáno, že tento má na výslednou hodnotu podniku významný vliv s dostatečnou vypovídací schopností.

Z hlediska praktičnosti práce jsem přesvědčen, že výše uvedený návod (znalecký standard) lze samozřejmě s příslušnými nezbytnými úpravami na konkrétní druh podniku aplikovat i na další podniky, které splňují kritéria uvedená zejména ve fázi I, resp. u podniků s jistým výnosovým potenciálem. Na druhou stranu, v disertační práci je stanoven standard pro ocenění podniků i v případě použití samotné substanční hodnoty, což nebývá v praxi z hlediska zadání od objednavatele nijak ojedinělé. Na základě výše uvedených skutečností je tak transformace standardu do znalecké praxe jistě možná.

Považuji za nutné konstatovat, že účelem nebylo „vnutit“ odborné veřejnosti nějakou přesnou šablonu a strukturu znaleckého posudku, kde bych se zabýval jednotlivými úkony znalce pro správné zpracování ZP, jako je sběr dat, vyhodnocení předaných pokladů a některé další, nýbrž jsem se zde snažil uvést dle mého názoru nejdůležitější kroky samotného ocenění a těmito byly:

- 1) seznámení se s podnikem (popis činnosti, jejich know-how, řízení firmy a další)
- 2) zpracování strategické analýzy, resp. stanovení KTD (nově zavedený pojem v oceňovací znalecké praxi)
- 3) provedením finanční analýzy včetně stanovení poměrových ukazatelů s dostatečnou vypovídací schopností
- 4) použití substanční hodnoty
- 5) použití výnosové metody DCF
- 6) použití výnosové metody KČV
- 7) ukázání jednoho z možných způsobů stanovení výsledné hodnoty podniku, v tomto případě váženým průměrem

Na závěr této části považuje bych chtěl ještě zdůraznit, že cílem této práce nebylo do detailu vědecky objasnit a vysvětlit veškeré možné fáze samotného procesu ocenění, jako je zejména přesný výpočet například diskontní míry a jiného, neboť tyto by se daly samostatně rozdělit do několika disertační nebo jiných obdobných vědeckých prací, ale smyslem práce bylo ukázat možný způsob zpracování ocenění podniků, v tomto případě podniků výroby stavebních hmot, s poukázáním na možná úskalí spojená právě s druhem posuzovaných podniků, což bylo mimo jiné dostatečně zohledněno nově stanoveným koeficientem technické difference.

V ZÁVĚR

Cílem disertační práce bylo na základě specifikování a vyčlenění nejrůznějších diferencí stanovit u podniků na výrobu stavebních hmot **znalecký standard, resp. metodiku výpočtu hodnoty podniku se zohledněním jejich diferencí a rozdílů**. Daný znalecký standard včetně zpřesňujících informací uvedených v metodice by měl v určitých etapách samotného procesu ocenění vybraných podniků zpřesnit výpočtovou fází procesu ocenění tím, že ve své podstatě zohlední nejrůznější specifika, které jsou nebo mohou být u každého z vybraných podniků odlišná a dále by měl poukázat na důležitost některých vstupních hodnot (v tomto případě hlavně výši diskontní míry), které zásadním způsobem ovlivňují výsledné hodnocení podniku, resp. umožní zpracovateli vytvořit si podmínky pro správnou výslednou interpretaci závěrečné hodnoty podniku.

Pro zpracování této problematiky byly vybrány podniky zabývající se výrobou stavebních hmot, nicméně podniky, které jsou z hlediska svého výrobního zaměření, strategie podnikání a majetkové podstaty poněkud odlišné.

Zhodnocením všech výše v práci uvedených vstupů majících vliv na proces zpracování ocenění, resp. výslednou hodnotu podniků byl jednoznačně stanoven a ve znalecké praxi nově zaveden a matematicky vyjádřen **tzv. koeficient technické difference**. Tento sestává z celkem sedmi skupin diferencí, které byly stanoveny na základě poměrně podrobného zkoumání poměrů v jednotlivých společnostech a dále byly ještě tyto difference zpřesněny přiřazenými váhovými koeficienty, které zohledňují jejich více či méně důležité vazby na fungování, resp. provoz podniku. Bylo jednoznačně stanoveno, že jednotlivé difference sestávají ještě z několika tzv. subdiferencí, které dále zpřesňují a interpretují specifické vlastnosti diferencí hlavních.

Analýzou jednotlivých společností vycházející z osobního seznámení s „poměry“ v hodnocených společnostech a podpořenou nezbytnými výpočty vedoucími ke zjištění výsledné tržní hodnoty byl jednoznačně navrhnout znalecký standard (postup ocenění) a dále bylo jednoznačně a s poměrně velkou rozlišovací schopností prokázáno, že stanovené koeficienty technické difference pro jednotlivé podniky mají velmi dobrou vypovídací schopnost ve vztahu k výslednému hodnocení podniků zabývajících se výrobou stavebních hmot a tedy k celkové tržní hodnotě těchto podniků.

VI SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- [1] Mařík, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku*, vydání I., Praha, nakladatelství EKOPRESS, s.r.o., 2003, ISBN 80-86119-57-2
- [2] Mařík, M., Maříková, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniků*, vydání II., Praha, nakladatelství EKOPRESS, s.r.o., 2005, ISBN 80-86119-61-0
- [3] Bradáč, A. a kolektiv: *Soudní inženýrství*, Akademické nakladatelství CERN, Brno, 1997, dotisk 12/1999, ISBN 80-7204-133-9
- [4] Drochytka, R. *Lehké stavební látky*, Vysoké učení technické v Brně, nakladatelství VUTIUM, 1999, ISBN 80-214-0514-7
- [5] Mařík, M. *Metodické problémy oceňování podniku*, Praha, nakladatelství Oeconomica, 2004, ISBN 80-245-0738-2
- [6] Drochytka, R., Výborný, J., Košatka, P., Pume, D., *Pórobeton*, vydání I., Brno, nakladatelství VUTIUM, 1999, ISBN 80-214-1476-6
- [7] Hela, R. *Technologie stavebních dílců*, CERM, Brno, 2005
- [8] Znalecké posudky a ocenění podniků a nemovitostí vypracované znaleckým ústavem Stavexis s.r.o., Brno
- [9] Grunwald, R. *Finanční analýza pro oceňování podniků*, vydání I., VŠE Praha, IOM, nakladatelství Oeconomica, 2004, ISBN 80-245-0700-5
- [10] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, v platném znění
- [11] Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění
- [12] Vyhláška ministerstva spravedlnosti č. 37/1967 Sb., k provedení zákona o znalcích a tlumočnících, v platném znění
- [13] Zákon č. 526/1990 Sb., o cenách, v platném znění
- [14] Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC)
- [15] Mezinárodní standardy pro finanční reportování (IFRS)
- [16] Informace z Mezinárodní konference – metody oceňování podniku, konané dne 17. září 2004 v Praze
- [17] Synek, M., a kol. *Manažerská ekonomika, 2.*, přepracované a rozšířené vydání, nakladatelství Grada Publishing, spol. s r.o., 2000, ISBN 80-247-9069-6

[18] Kost, M. *Důležité aspekty a diference při oceňování vybraných podniků výroby stavebních hmot*, diplomová práce, Vysoké učení technické v Brně, 2008

[19] Pleskač, J., Soukup, L. *Marketing ve stavebnictví*, nakladatelství Grada Publishing spol. s r.o., 2001, ISBN 80-247-0052-2

[20] Účetní evidence obchodních společností STOMIX, spol. s r.o., STAPPA MIX, spol. s r.o., H+H Česká republika s.r.o. a CEMBRIT a.s., z let 2003 - 2006

VII SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

V disertační práci byly použity tyto zkratky:

DCF	discounted cash flow
KČV	kapitalizace čistých výnosů
KTD	koeficient technické diference
k_{km}	koeficient kvality managementu
k_{vt}	koeficient vlivu tržeb
k_{vm}	koeficient výzkumu a vývoje
k_{vav}	koeficient závislosti na dodavatelích
k_{hdm}	koeficient hodnocení dlouhodobého majetku
k_k	koeficient konkurence
k_{pav}	koeficient predikce a vývoje
ZP	znalecký posudek

VIII SEZNAM ILUSTRACÍ A TABULEK

Obrazová dokumentace:		
obr. č. 1:	Podstatné okolí podniku	Str. 7
obr. č. 2	Obecné schéma při ocenění podniku	Str. 38
obr. č. 3:	Schématický postup experimentální části	Str. 40
obr. č. 4:	Závislost metod a účelu ocenění	Str. 54
obr. č. 5:	Koeficient technické difference	Str. 59
obr. č. 6:	Závislost zvolených metod na zvoleném účelu ocenění	Str. 67
obr. č. 7:	Fáze rozhodovací	Str. 138
obr. č. 8:	Fáze přípravná	Str. 139
obr. č. 9:	Fáze výpočtová a interpretační	Str. 140

Tabulky:		
tab. č. 1:	Krátkodobý finanční majetek	Str. 9
tab. č. 2:	KTD - kvalita managementu	Str. 60
tab. č. 3:	KTD - vliv tržeb	Str. 60
tab. č. 4:	KTD - hodnocení výzkumu a vývoje	Str. 60
tab. č. 5:	KTD - závislost na dodavatelích	Str. 61
tab. č. 6:	KTD - hodnocení dlouhodobého majetku	Str. 61
tab. č. 7:	KTD - konkurence	Str. 62
tab. č. 8:	KTD - analýza a predikce vývoje	Str. 62
tab. č. 9:	Základní specifikace a difference jednotlivých podniků	Str. 68
tab. č. 10:	Vývoj dlouhodobého majetku	Str. 69
tab. č. 11:	STOMIX - rentabilita	Str. 70
tab. č. 12:	STOMIX - likvidita	Str. 70
tab. č. 13:	STOMIX – finanční stabilita	Str. 71
tab. č. 14:	STOMIX – aktivita	Str. 71
tab. č. 15:	STOMIX – struktura kapitálu	Str. 71
tab. č. 16:	STOMIX - vyhodnocení finančních rizik	Str. 71
tab. č. 17:	STAPPA - rentabilita	Str. 72
tab. č. 18:	STAPPA - likvidita	Str. 72
tab. č. 19:	STAPPA – finanční stabilita	Str. 72
tab. č. 20:	STAPPA - aktivita	Str. 72
tab. č. 21:	STAPPA – struktura kapitálu	Str. 73
tab. č. 22:	STAPPA – vyhodnocení finančních rizik	Str. 73
tab. č. 23:	H+H - rentabilita	Str. 73
tab. č. 24:	H+H - likvidita	Str. 73
tab. č. 25:	H+H – finanční stabilita	Str. 74
tab. č. 26:	H+H – aktivita	Str. 74
tab. č. 27:	H+H – struktura kapitálu	Str. 74
tab. č. 28:	H+H – vyhodnocení finančních rizik	Str. 74
tab. č. 29:	Cembrit- rentabilita	Str. 75
tab. č. 30:	Cembrit - likvidita	Str. 75
tab. č. 31:	Cembrit – finanční stabilita	Str. 75
tab. č. 32:	Cembrit - aktivita	Str. 75
tab. č. 33:	Cembrit – struktura kapitálu	Str. 76
tab. č. 34:	Cembrit – vyhodnocení finančních rizik	Str. 76
tab. č. 35:	STOMIX – vstupní hodnoty	Str. 78
tab. č. 36:	STOMIX – kvalita managementu	Str. 79
tab. č. 37:	STOMIX – vliv tržeb	Str. 79
tab. č. 38:	STOMIX – hodnocení výzkumu a vývoje	Str. 79
tab. č. 39:	STOMIX – závislost na dodavatelích	Str. 80

tab. č. 40:	STOMIX – hodnocení dlouhonoého majetku	Str. 80
tab. č. 41:	STOMIX - konkurence	Str. 80
tab. č. 42:	STOMIX – analýza a predikce a vývoje	Str. 81
tab. č. 43:	STAPPA mix - vstupní hodnoty	Str. 82
tab. č. 44:	STAPPA mix - kvalita managementu	Str. 83
tab. č. 45:	STAPPA mix - vliv tržeb	Str. 83
tab. č. 46:	STAPPA mix - hodnocení výzkumu a vývoje	Str. 83
tab. č. 47:	STAPPA mix - závislost na dodavatelích	Str. 84
tab. č. 48:	STAPPA mix - hodnocení dlouhodobého majetku	Str. 84
tab. č. 49:	STAPPA mix - konkurence	Str. 84
tab. č. 50:	STAPPA mix - analýza predikce a vývoje	Str. 85
tab. č. 51:	H+H Česká Republika - vstupní hodnoty	Str. 86
tab. č. 52:	H+H Česká Republika - kvalita managementu	Str. 87
tab. č. 53:	H+H Česká Republika - vliv tržeb	Str. 87
tab. č. 54:	H+H Česká Republika - hodnocení výzkumu a vývoje	Str. 87
tab. č. 55:	H+H Česká Republika - závislost na dodavatelích	Str. 88
tab. č. 56:	H+H Česká Republika - hodnocení dlouhodobého majetku	Str. 88
tab. č. 57:	H+H Česká Republika - konkurence	Str. 88
tab. č. 58:	H+H Česká Republika - analýza a predikce vývoje	Str. 89
tab. č. 59:	Cembrit - vstupní hodnoty	Str. 90
tab. č. 60:	Cembrit - kvalita managementu	Str. 91
tab. č. 61:	Cembrit - vliv tržeb	Str. 91
tab. č. 62:	Cembrit - hodnocení výzkumu a vývoje	Str. 91
tab. č. 63:	Cembrit - závislost na dodavatelích	Str. 92
tab. č. 64:	Cembrit - hodnocení dlouhodobého majetku	Str. 92
tab. č. 65:	Cembrit - konkurence	Str. 92
tab. č. 66:	Cembrit - analýza a predikce vývoje	Str. 93
tab. č. 67:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (software)	Str.94
tab. č. 68:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (ocenitelná práva)	Str. 95
tab. č. 69:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (ostatní nehmotný majetek)	Str. 95
tab. č. 70:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (nehmotný majetek rekapitulace)	Str. 95
tab. č. 71:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (nemovitosti)	Str. 97
tab. č. 72:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (vozidla a pojízdné stroje)	Str. 97
tab. č. 73:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (elektronika, výpočetní a kancelářská technika)	Str. 98
tab. č. 74:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (stroje, přístroje, zařízení)	Str. 99
tab. č. 75:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (pořízení investic)	Str. 100
tab. č. 76:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (samostatné movité věci) – souhrnná rekapitulace	Str. 100
tab. č. 77:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (hmotný majetek) – souhrnná rekapitulace	Str. 100
tab. č. 78:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (podíl v ovládaných a řízených osobách)	Str. 101
tab. č. 79:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (finanční investice) souhrnná rekapitulace	Str. 101
tab. č. 80:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (peníze, pokladna, ceniny)	Str. 101
tab. č. 81:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (účty v bankách)	Str. 102
tab. č. 82:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (finanční majetek) – souhrnná rekapitulace	Str. 102
tab. č. 83:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (materiál na skladě)	Str. 103
tab. č. 84:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (polotovary)	Str. 103
tab. č. 85:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (výrobky)	Str. 103
tab. č. 86:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (zboží na skladě a v prodejnách)	Str. 103
tab. č. 87:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (zásoby rekapitulace)	Str. 104
tab. č. 88:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (pohledávky k odběratelům)	Str. 104
tab. č. 89:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (krátkodobé pohledávky)	Str. 105
tab. č. 90:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (časové rozlišení)	Str. 105
tab. č. 91:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (pohledávky krátkodobé) – souhrnná	Str. 106

	rekapitulace	
tab. č. 92:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (aktiva rekapitulace)	Str. 106
tab. č. 93:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (krátkodobé závazky)	Str. 106
tab. č. 94:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (bankovní úvěry)	Str. 107
tab. č. 95:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (časové rozlišení)	Str. 107
tab. č. 96:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (pasiva rekapitulace)	Str. 107
tab. č. 97:	ocenění STOMIX - substanční hodnota (substanční hodnota celkem)	Str. 107
tab. č. 98:	ocenění STOMIX - DCF	Str. 115
tab. č. 99:	ocenění STOMIX - KČV	Str. 116
tab. č. 100:	ocenění STOMIX - výsledné stanovení hodnoty podniku	Str. 118
tab. č. 101:	ocenění STAPPA mix - substanční hodnota	Str. 119
tab. č. 102:	ocenění STAPPA mix - DCF	Str. 120
tab. č. 103:	ocenění STAPPA mix - KČV	Str. 121
tab. č. 104:	ocenění H+H Česká republika - substanční hodnota	Str. 122
tab. č. 105:	ocenění H+H Česká republika - DCF	Str. 123
tab. č. 106:	ocenění CEMBRIT - substanční hodnota	Str. 124
tab. č. 107:	ocenění CEMBRIT - DCF	Str. 125
tab. č. 108:	STOMIX - výsledná hodnota	Str. 127
tab. č. 109:	STAPPA mix - výsledná hodnota	Str. 128
tab. č. 110:	H+H Česká republika - výsledná hodnota	Str. 128
tab. č. 111:	Cembrít - výsledná hodnota	Str. 129
tab. č. 112:	souhrn diskontních měr	Str. 132
tab. č. 113:	souhrn výnosové hodnoty DCF	Str. 132
tab. č. 114:	souhrn výnosové hodnoty KČV	Str. 133
tab. č. 115:	souhrn substančních měr	Str. 134
tab. č. 116:	výsledné tržní hodnoty	Str. 134
tab. č. 117:	tržní hodnoty jedlových podniků a jejich rozptyl	Str. 135

Grafy:		
Graf č. 1:	Vývoj dlouhodobého majetku	Str. 70