



Ekonomická  
fakulta  
Faculty  
of Economics

Jihočeská univerzita  
v Českých Budějovicích  
University of South Bohemia  
in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Diplomová práce

# Oceňování podniku jako celku

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Filip Petrách Ph.D.

Vypracovala:

Bc. Silvie Kášová

České Budějovice 2019



# JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

Akademický rok: 2017/2018

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: Bc. Silvie KÁŠOVÁ  
Osobní číslo: E17617  
Studijní program: N6208 Ekonomika a management  
Studijní obor: Řízení a ekonomika podniku  
Téma práce: Oceňování podniku jako celku  
Zadávací katedra: Katedra ekonomiky

### Zásady pro vypracování

Cílem diplomové práce charakteristika postupů a principů a jejich aplikace při zjišťování tržní hodnoty podniku a jejich aplikace na konkrétním příkladu.

Osnova:

1. Literární rešerše
2. Metodika a cíl práce
3. Charakteristika vybraného podniku a odvětví, v němž podnik působí
4. Ocenění podniku
5. Zhodnocení rozdílností jednotlivých faktorů působících na tržní hodnotu podniku v průběhu jeho ocenění

Rozsah pracovní zprávy: 40 – 50 stran

Rozsah grafických prací:

Forma zpracování diplomové práce: tištěná

Seznam doporučené literatury:

- Damoran, A. (2010). Applied Corporate Finance. Hoboken: John Wiley & Sons.  
Krabec, T. (2009). Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing.  
Mařík, M. (2011). Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. Praha: Ekopress.  
Růčková, P. (2011). Finanční analýza. Praha: GRADA Publishing, a. s.  
Zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Filip Petrách, Ph.D.  
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: 20. ledna 2018  
Termin odevzdání diplomové práce: 6. září 2019

  
\_\_\_\_\_  
doc. Dr. Ing. Dagmar Škodová Parmová  
děkanka

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
Studentů 49  
370 05 České Budějovice

  
\_\_\_\_\_  
Ing. Jiří Alina, Ph.D.  
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 29. srpna 2019

*Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.*

*Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.*

06. 09. 2019

Bc. Kášová Silvie



## ANOTACE

Tato diplomová práce se zabývá metodami používanými při zjišťování tržní hodnoty podniku a aplikací těchto metod na konkrétní podnik. Teoretická část práce je věnována charakteristice základních pojmů a postupů v oblasti ocenění podniku. Součástí praktické části práce je sestavení finanční a strategické analýzy zvoleného podniku, na základě jejichž výsledků pak byly vybrány výnosové metody ocenění podniku jako nejvhodnější pro vybranou společnost. Tato společnost je popsána začátkem praktické části včetně její historie a krátké charakteristiky. Vzhledem k finančnímu zdraví podniku byla splněna podmínka going concern. Součástí praktické části práce je sestavení finančního plánu na roky 2019–2021 a ocenění zvolené společnosti pomocí dvou typů výnosových metod k 1. 1. 2019.

Klíčová slova: Podnik, hodnota podniku, finanční analýza, strategická analýza, výnosové metody oceňování, finanční plán

## ANNOTATION

The diploma thesis deals with methods used to determine the market value of an enterprise and with the application of these methods to a particular company. The theoretical part deals with the definition of basic concepts and practices in the field of business valuation. Part of the practical part is the compilation of financial and strategic analysis of the chosen company. This company is described at the beginning of the practical part of the work including its historicity and specific characteristics. According to the financial health of the company, the condition of going concern was met. Part of the practical part of the work is to prepare a financial plan for 2019-2021 and valuation of the selected company using two types of yield methods to date 01. 01. 2019.

Key words: Company, Business valuation, Financial analysis, Strategic analysis, Yield valuation methods, Financial plan





## Poděkování

Velmi ráda bych poděkovala vedoucímu mé diplomové práce za veškeré velmi cenné rady a připomínky, rovněž pak za jeho ochotu a nápomoc při dokončování této práce.

Rovněž bych ráda poděkovala předchozímu vedoucímu mé diplomové práce Ing. Robertu Zemanovi, PhD. za vedení, připomínky a vhodné podněty k práci, za projevený zájem a čas, který věnoval osvětlení mých dotazů ohledně nesrovnalostí, na které jsem při práci narazila. Dále bych chtěla poděkovat zaměstnancům společnosti META skladovací technika za jejich pomoc a cenné rady při zpracování praktické části diplomové práce.



## Obsah

1. Úvod a cíl práce .....	3
2. Literární rešerše.....	5
2.1. Teoretická východiska oceňování podniku.....	5
2.1.1. Definice podniku.....	5
2.2. Hodnota podniku.....	5
2.2.1. Tržní hodnota .....	5
2.2.2. Subjektivní hodnota .....	6
2.2.3. Objektivizovaná hodnota .....	7
2.2.4. Kolínská škola .....	7
2.2.5. Důvody oceňování podniku.....	9
2.3. Postup oceňování podniku .....	10
2.3.1. Sběr vstupních dat.....	11
2.3.2. Strategická analýza.....	12
2.3.3. Finanční analýza .....	14
2.3.4. Finanční plán.....	20
2.4. Problematika oceňování podniku v ČR.....	21
2.4.1. Oceňování podniku v ČR a v Německu .....	21
2.5. Metody oceňování.....	23
2.5.1. Výnosové metody.....	24
2.5.2. Nákladové metody .....	31
2.5.3. Kombinované metody .....	32
2.5.4. Metody tržního srovnání .....	34
3. Metodika práce .....	39
4. Praktická část.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.1. Základní údaje o oceňovaném podniku.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2. Strategická analýza.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.1. Vymezení dle produktu .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.2. Vymezení dle lokality působení.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.3. Vymezení dle zákazníků.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.4. Vymezení dle konkurence .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.5. Relevantní trh .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.2.6. Analýza konkurenční síly podniku .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.3. Finanční analýza .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.3.1. Analýzy poměrových ukazatelů.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>

4.3.2.	Analýza souhrnných ukazatelů .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.3.3.	Analýza pomocí pyramidových ukazatelů .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.3.4.	Závěr finanční analýzy .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.3.5.	Rozdělení aktiv na potřebná a nepotřebná .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.4.	Sestavení finančního plánu .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.4.1.	Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.4.2.	Plánovaná rozvaha .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.4.3.	Zkrácená analýza finančního plánu .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.	Ocenění podniku .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.1.	Náklady na vlastní kapitál.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.2.	Náklady na cizí kapitál .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.3.	Průměrné vážené náklady na kapitál .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.4.	Metoda DCF entity .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.5.	Metoda ekonomické přidané hodnoty.....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
4.5.6.	Zhodnocení rozdílnosti jednotlivých faktorů působících na tržní hodnotu .....	<b>Chyba! Záložka není definována.</b>
	<b>Záložka není definována.</b>	
Závěr .....		41
Summary .....		42
Seznam použité literatury .....		43
Seznam grafů .....		46
Seznam obrázků .....		46
Seznam tabulek .....		46
Seznam příloh .....		48
5. Přílohy.....		<b>Chyba! Záložka není definována.</b>

## 1. Úvod a cíl práce

Náplní práce je charakteristika postupů a principů a jejich aplikace při zjišťování tržní hodnoty podniku a jejich aplikace na konkrétním případě. Tento podnik bude oceněn jako celek, což znamená neučinit tak prostým součtem jednotlivých hodnot aktiv, nýbrž zahrnout do výpočtu užitek společnosti plynoucí z ní jejímu společníkovi, či vlastníkovi, popřípadě i věřitelům. Ve většině případů ocenění se tak vychází z předpokladu budoucí existence podniku, tzv. going concern.

V České republice v současnosti neexistuje žádný obecný zákon upravující oceňování podniku jako celku, a to i přes vzrůstající vliv a potřebu samotné oceňování vykonávat. Není tak překvapením, že většina metod vychází ze zahraničních praktik. V tom však může být spatřováno nemalé riziko vznikající především rozdílností ekonomik a celkového právního řádu.

Vzhledem k tomu, že je při oceňování, kromě důvodu ocenění, velmi důležitý i oceňovaný subjekt, zvolila jsem si společnost, která mi umožnila přístup ke svým nejcitlivějším datům a umožnila mi tak zpracovat tuto diplomovou práci. I přes kvalitní data poskytnutá společností je však nutné brát zřetel na subjektivní hodnocení při tvorbě relevantního trhu a většiny strategické analýzy, práce tak má pouze informativní charakter pro vedení společnosti.

Začátek práce se věnuje základním teoretickým poznatkům z oblasti oceňování podniku, dále pak samotnému postupu oceňování podniku součástí čehož je například i finanční a strategická analýza. Následně je zde věnován prostor popisu oceňovacích metod. Poznatky z této teoretické části jsou pak nadále využity v navazující praktické části. Praktická část práce bude strukturována především dle samotného postupu ocenění a veškerých nezbytně nutných dat. Tato část práce začíná představením podniku včetně jeho jednoduché charakteristiky, při tomto dojde i k vytyčení trhu, na kterém se společnost pohybuje, následuje strategická a finanční analýza, jejichž jednotlivé nástroje a postupy jsou představeny v literární rešerši. Závěrem pak následuje sestavení finančního plánu a samotné ocenění podniku, a to pomocí více vybraných metod.

Cílem diplomové práce je kromě charakteristiky postupů a principů ocenění podniku při zjišťování tržní hodnoty podniku i samotná aplikace na konkrétním podniku. Závěrem práce byl tak oceněn vybraný podnik k 1. 1. 2019 a to metodami zvolenými v návaznosti na výsledky předem provedené strategické a finanční analýzy. Pro stanovení co nejpřesnější výsledné hodnoty bude provedeno více analýz odpovídajících charakteristice podniku. Jak již bylo

uvedeno, samotnému ocenění bude předcházet strategická analýza, analýza finanční, a nakonec i určení finančního plánu pro roky 2019 až 2021. Při zpracovávání diplomové práce vycházím především z výkazů společnosti a z dalších veřejně dostupných údajů.

## 2. Literární rešerše

### 2.1. Teoretická východiska oceňování podniku

#### 2.1.1. Definice podniku

Mnozí autoři hovoří o potřebě nahlížet na podnik spíše v ekonomických než v právních souvislostech. Podnik se od ostatních druhů majetku odlišuje několika specifickými znaky. I jeho oceňování se tak značně liší. Díky tomu, že je každý podnik třeba vnímat individuálně, nemůžeme ve skutečnosti objektivně určit jeho hodnotu. Takové ocenění je tak závislé na mnoha faktorech, mezi ty řadíme i účel, pro který je podnik oceňován, zkušenosti odhadce, či kvalitu a množství dostupných informací (Sabolovič, 2011).

Při oceňování by měla být však nejzávažnější definicí stále ta, o které hovoří Nový občanský zákoník. Po novelizaci tohoto zákona hovoříme již o závodě, nikoli o podniku.

*„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“<sup>1</sup>*

#### 2.2. Hodnota podniku

Cílem ocenění podniku je určit jeho hodnotu pomocí peněžní částky. Tato hodnota závisí především na účelu ocenění a subjektu, z jehož hlediska podnik oceňujeme. Existují čtyři základní náhledy na oceňování:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup Kolínské školy (Valentová Worschová, 2018).

##### 2.2.1. Tržní hodnota

Předpokladem pro ocenění tržní hodnotou je prostředí umožňující vznik tržní ceny, tzn. na trhu existuje dostatečné množství prodávajících a kupujících. Důležité je navíc i to, aby tyto strany byly informované a jednaly bez jakéhokoliv nátlaku. Důležitou částí procesu, při které dochází k odhadu tržní hodnoty, je průzkum trhu, který musí oceňovatel provádět tak, aby byl schopen získat veškerá potřebná data.

---

<sup>1</sup> § 502 zákona č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník

Jak již bylo uvedeno, tržní hodnota není jednoznačnou a zcela objektivní veličinou. Z ekonomického hlediska tak na tuto odhadovanou částku hledíme jako na odhad rovnovážné ceny, hovoříme tak o ceně na jejíž úrovni dochází ke střetu nabídky a poptávky. V takovém případě, kdy však neexistuje trh dostatečně fungující, je velmi nesnadné určit tržní hodnotu jako přesnou částku. I přesto, že je při ocenění tento bodový odhad často vyžadován, přesnější je vyjádření tržní hodnoty jako odhadu intervalového (Mařík, 2018).

Krabec (2009) ve své knize uvádí dva typy nedorozumění, ke kterým dochází při odhadu tržní hodnoty. První chybou, se kterou se lze setkat, je nesplnění podmínek, které uvádějí Mezinárodní oceňovací standardy. V tomto případě pak oceňovatel pracuje s podmínkami, ke kterým ve skutečnosti nedochází, výsledkem je pak desinterpretace celého výsledku. Druhou častou chybou je odhadování tržní hodnoty, aniž by pro oceňovaný subjekt existoval skutečný trh. V tomto případě je podle autora naprosto opomíjen reálný svět, kde je rovnováha tvořena střetem nabídky a poptávky.

### 2.2.2. Subjektivní hodnota

Jak vyplývá z názvu subjektivní hodnoty, zjišťujeme v tomto případě hodnotu na základě individuálního kupujícího. Odpovídáme tak na otázku, jakou hodnotu má podnik pro konkrétního investora. Protože ji ovlivňují subjektivní názory a očekávání onoho investora, bývá tato hodnota často nazývána investiční (Valentová Worschová, 2018).

Ocenění na základě vnímání jednoho subjektu se zabývají především v teorii německého oceňování, kde byl zaveden i pojem subjektivní hodnota. V rámci Mezinárodních oceňovacích standardů ji však nacházíme pod pojmem investiční hodnota. Zde je charakterizována takto:

*„Investiční hodnota (Investment Value) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální investiční nebo provozní cíle.“<sup>2</sup>*

V investiční hodnotě tak hraje velkou roli kromě subjektivního vnímání i samotný podnik, v jehož očích se dané ocenění odehrává. Mezi tržní a subjektivní hodnotou tak mohou vzniknout značné rozdíly způsobené např. z odlišného postoje k riziku daných dvou společností či z plánů konkrétního subjektu proniknout na nové trhy. Ve zkratce tak můžeme tvrdit, že existuje tolik hodnot podniku, kolik existuje potenciálních kupců/investorů (Mařík, 2018).

---

<sup>2</sup> International valuation standards council (2017)



### 2.2.3. Objektivizovaná hodnota

Chceme-li hovořit o protikladu zmíněné subjektivní hodnoty, hovoříme o hodnotě objektivizované, oprošťujeme se totiž naprosto od předpokladu jakéhokoliv zájemce o ocenění ve formě konkrétního investora. Je důležité zmínit, že objektivizovanou hodnotu můžeme tvořit za podmínek, kdy je jisté pokračování oceňovaného subjektu v činnosti. Při tvorbě objektivizované hodnoty vycházíme ze stavu podniku k datu ocenění, dále jsou započítány změny, které budou s největší pravděpodobností dosaženy a jsou tedy buď naplánované, nebo již probíhají (Mařík, 2018).

Německé oceňovací standardy uvádějí několik zásad pro zachování postavení výpočtu na všeobecně uznávaných datech:

- vybírat z podniku jen tolik peněžních prostředků, aby nedošlo k ohrožení jeho majetkové podstaty,
- s výše uvedeným bodem souvisí i ocenění na základě „volného zisku“, tedy takového zisku, při jehož výběru nedojde k ohrožení zmíněné majetkové podstaty,
- při oceňování dochází k rozdělení majetku na nezbytný k provozování podniku, kterého se pak týká výnosové ocenění, a ostatní majetek, který oceňujeme samostatně,
- vycházíme z okamžiku ocenění, budoucí výnosy zohledňujeme jen v případě již probíhajících investic,
- metoda oceňování musí být jasná a jednoznačná, tedy především nezávislá na osobě oceňovatele,
- vytvářejí se typizované situace, v rámci nich například předpokládáme setrvání stejného managementu,
- v rámci předešlého bodu pak přistupujeme i k daním, jež by měly být zohledněny na úrovni vlastníka.

Při pracování s objektivizovanou hodnotou by se tak výsledky jednotlivých oceňovatelů měly lišit jen minimálně (Vochozka & Mulač, 2012).

### 2.2.4. Kolínská škola

V Evropských zemích, především pak v Německu, je často zmiňován přístup Kolínské školy jako nejpopulárnějšího náhledu na oceňování. V tomto případě totiž hovoříme o jakémisi zastřešení předchozích metod, ze kterých je zahrnuto to nejlepší z nich. Kolínská škola vychází především ze skutečnosti, že je kvůli omezeným podmínkám panujícím na Evropském trhu

značně obtížné určit zmiňovanou tržní hodnotu, a tak se na tento problém snaží najít nejspolehlivější odpovědi. Právě v Německu pak tato metoda našla široké uplatnění především na poli samotné oceňovací praxe (Vochozka & Mulač, 2012). Existuje několik funkcí, na jejichž základě stojí teorie Kolínské školy. V následujícím výčtu jsou tyto funkce seřazeny dle důležitosti:

- a) funkce poradenská,
- b) funkce rozhodčí,
- c) funkce argumentační,
- d) funkce komunikační,
- e) funkce daňová.

Cílem poradenské funkce je poskytnout jednotlivým kupním stranám informace o ceně, to se zde děje pomocí určení minimální a maximální ceny, v rámci tohoto rozpětí by pak měl být daný obchod uzavřen. Hovoříme zde o tzv. hraniční hodnotě, ta vymezuje prostor pro jednání o ceně. Hlavním aktérem v rozhodčí funkci je sám oceňovatel. Zde jsou na něj kladeny požadavky, které by měl vykonat v rámci nezávislého ocenění. Těmi jsou odhad hraničních hodnot a nalezení spravedlivé hodnoty spadající právě do vymezeného cenového prostoru. V rámci argumentační funkce dochází k nalezení takových argumentů, které podpoří jednání dané strany a zlepší tak její pozici v rámci vyjednávání o ceně. Ulehčení komunikace s investory a bankami má za cíl funkce komunikační. Jak už vyplývá ze samotného názvu poslední funkce, daňové, dochází k přípravě podkladů pro daňové účely (Mařík, 2018).

### 2.2.5. Důvody oceňování podniku

Existuje nesčetné množství podnětů vedoucí k potřebě ocenění podniku, právě pro jejich značnou kvantitu si je rozdělíme dle Maříka (2018), ten uvádí 2 typy důvodů, kvůli kterým dochází k ocenění podniku. Těmi jsou:

1. Ocenění, která souvisejí s vlastnickými změnami
  - a) Dochází-li k nákupu či prodeji obchodního závodu
  - b) Při nepeněžitém vkladu
  - c) Dochází-li k fúzi
  - d) Dochází-li k rozdělení obchodního závodu
  - e) Při nabídce na převzetí
  - f) Při nabídce na odkoupení účastnických cenných papírů
2. Ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám
  - a) Dochází-li k sanaci podniku
  - b) Při poskytování úvěru
  - c) Změna právní formy společnosti dle zákona č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev

Je vhodné u každého ocenění uvádět důvod vzniku ocenění, hladinu, na které podnik oceňujeme a datum, ke kterému je podnik oceněn.

### 2.3. Postup oceňování podniku

Poté, co zjistíme potřebu ocenit vybraný podnik, nastává jedna z nejdůležitějších fází, tím je samotný začátek ocenění, při kterém dojde ke stanovení podrobnějšího plánu samotného ocenění podniku.

Na počátku stojí oceňovatel před nejdůležitější otázkou celého oceňování, jeho rozhodnutí totiž značně ovlivní průběh celého procesu. Tímto stěžejním problémem je vymezení účelu ocenění, na jeho základě se pak volí metody oceňování, které budou použity v jeho průběhu. Nenechme se zmást pojmem „oceňovatel“, prakticky nikdy se totiž nejedná o samotného jedince, nýbrž o celý tým pracující na získání požadované hodnoty podniku. V případě vypracovávání ocenění externím týmem je vhodné tento tým specialistů doplnit i členy managementu firmy, ti by totiž měli usměrňovat celý vývoj oceňování, zároveň fungují i jako spojka mezi podnikem a externím týmem oceňovatelů, kterým se tak podaří lépe získat informace a celkovou představu o fungování podniku. Kromě informací o podniku samotném potřebujeme samozřejmě i informace o vnějším prostředí, to zahrnuje kromě makroprostředí i mikroprostředí, tzn. odvětví, ve kterém se podnik nachází. Při aplikaci oceňovacích metod je vhodné použít více metod tak, aby byla důkladně prověřena správnost samotného výsledku. Je rovněž velmi důležité uvést datum, ke kterému je podnik oceněn, jeho ocenění totiž není věčné a při příštím ocenění tak není možné tuto hodnotu beze změny převzít, nýbrž je nutné opět vycházet z aktuální situace trhu, na kterou podnik může velmi citlivě reagovat (Kislingerová, 2001).

Kovář & Hrazdilová Bočková (2016) navíc ve své publikaci uvádějí i zhodnocení potenciálu podniku a trhu, které je nutné vzít v úvahu při oceňování. Zdůrazňují i braní v potaz účel, za kterým je podnik oceňován, jinak se tak musí nahlížet například na podnik oceňovaný za účelem fúze, přičemž zde upozorňují na dvě fáze, které je potřeba brát v úvahu. Nejdříve je nutné ocenit podnik sám o sobě, tedy tzv. going concern, tzn. ocenit podnik za předpokladu jeho samostatného fungování. Druhou zmiňovanou částí je pak synergický efekt tvořící horní hranici ceny, ten zahrnuje možnosti uplatnění podniku po samotném spojení.

Obrázek 1: Základní informační okruhy, které odhadce musí brát v úvahu při oceňování objektu



Zdroj: Vlastní zpracování dle Kislingerová, 2011

Fáze oceňování podniku:

- Sběr vstupních dat
- Strategická analýza
- Finanční analýza
- Sestavení finančního plánu
- Samotné ocenění podniku

#### 2.3.1. Sběr vstupních dat

Ke správnému ocenění podniku je potřeba získat data jak finančního, tak nefinančního charakteru. Každý získaný dokument či informace jiného formátu hraje významnou roli v procesu oceňování. Informace nefinančního rázu může být v mnoha případech důležitější než finanční údaje. Data nefinančního rázu mohou plynout z rozhovorů se zaměstnanci či managementem podniku nebo z nezávislé analýzy člena oceňovacího týmu. Takovéto informace tak mohou nabývat spousty podob, mezi ty patří například nejrozličnější smlouvy a dohody mezi oceňovanou firmou a třetí stranou (dohody se zaměstnanci, dodavateli či odběrateli). Kromě takových smluv a dohod zajímají tým oceňovatelů i veškeré ostatní informace, pomocí nichž lépe identifikuje podnik a pochopí snadněji jeho strukturu. Kromě základních dat identifikujících podnik (název, IČ, předmět podnikání, historie podniku...) je důležité zjistit i informace o konkurenci, hlavních procesech ve firmě, charakteru výroby či postoji k marketingu. Na straně finančních informací pak stojí nejrozličnější údaje zjistitelné především z účetnictví. Oceňovatelé požadují většinou údaje tak, aby byli schopni zhodnotit

posledních 5 let vývoje firmy, není však výjimkou, řeknou-li si o delší či kratší časový úsek (Trugman, c2018).

### 2.3.2. Strategická analýza

Řada podniků stále věří a pracuje s univerzální strategií, to se však pro mnoho z nich může stát až fatálním rozhodnutím, každý podnik je ojedinelý, potřebuje proto i ojedinelé vnímání a přístup. Každý podnik tak potřebuje analýzu, která mu bude udělána na míru. Cílem strategické analýzy je vhodně zhodnotit veškeré působící vlivy na podnik tak, aby se pomocí ní podařilo identifikovat veškeré vztahy vznikající na území vně podniku. Potřeba je zejména identifikovat takové vztahy mající vliv na činnost podniku jako takovou, to je pak stavebním kamenem pro posouzení vhodnosti stávající strategie, případně slouží k volbě strategie nové. Strategii je nutné neustále přizpůsobovat současné situaci na trhu a rychle a pružně reagovat na nové trendy a skutečnosti odehrávající se na trhu. Strategickou analýzu zpravidla rozdělujeme na analýzu vnějšího a vnitřního prostředí. Ačkoli není na první pohled patrná propojenost mezi jednotlivými rozděleními, je potřeba připomenout jejich vzájemnou provázanost (Sedláčková & Buchta, 2006).

Obrázek 2: Rozdělení strategické analýzy



Zdroj: Vlastní zpracování dle Sedláčková & Buchta, 2006

Při posuzování odhadu hodnoty podniku je důležité se orientovat i na makroprostředí, ve kterém se podnik nachází, a působí zde tak svou činností. Je důležité věnovat pozornost nejen minulé a současné situaci, ale i budoucímu vývoji tohoto prostředí, to vše totiž oceňovateli pomůže lépe posoudit podmínky působící na činnost podniku. Na podnik nepřetržitě působí síly z těchto odvětví: politické prostředí, ekonomické prostředí, technologické prostředí a prostředí sociální, jako jedna z aplikovatelných analýz se tak nabízí PEST analýza. Jedním z faktorů ovlivňující chování podniků je míra daňového zatížení, to může ovlivňovat vývoj podniků jak pozitivním, tak negativním směrem. Opomínat nesmíme ani vliv vývoje úrokové míry a inflace, jejíž vliv se dotýká společností nejen na jejich vstupech a na výstupech, ale i například při oceňování zásob metodou FIFO, kdy dochází k podhodnocení nákladů v účetnictví, neopomínáje růst daňového zatížení podniku (Kislingerová, 2001).

Samotnou makroanalýzou se však nemusí zabývat přímo oceňující subjekt, na trhu působí mnoho institucí provádějících takovéto analýzy průběžně v čase, mezi takové patří například Český statistický úřad.

Další součástí strategické analýzy pomáhající ustálit a objektivizovat pohled na oceňovaný podnik je analýza mikroprostředí. Mikroprostředí je zde vymezeno především odvětvím, ve kterém se podnik pohybuje, a bezprostředně působícími konkurenčními silami. Zmíněné odvětví není však vždy snadné určit, v poslední době se tak děje z důvodu větší technologické vyspělosti podniků, čímž se stávají obtížněji zařaditelná do stanovených odvětví. Kromě toho působí i soustředěnost podniků na více takových odvětví, což opět ztěžuje schopnost určit odvětví, ve kterém podnik působí primárně. Hranice jednotlivých odvětví však nejsou pevně dány, respektive jsou jejich hranice v poslední době smazávány a nestíhá se je často nahradit hranicemi novými. Tak musí i sám tým oceňovatelů danou problematiku vnímat, tzn. jako nestálou a neustále se vyvíjející (Sedláčková & Buchta, 2006).

Kislingerová (2001) rozděluje analýzu odvětví na několik částí, první z nich je citlivost na vývoj hospodářského cyklu. V této souvislosti rozdělujeme odvětví na cyklická, neutrální a anticyklická, přičemž už ze samotných názvů můžeme soudit jejich jednotlivé charakteristiky. Cyklická odvětví tak kopírují vývoj hospodářského cyklu, přičemž je vývoj celého odvětví odvozen od produktu a jeho charakteristiky. Zákazník může spotřebu takových produktů odložit na dobu, kdy bude ve větší finanční jistotě, a bude si tak moci takovýto produkt finančně dovolit, naprosto typickým odvětvím řadícím se mezi odvětví cyklická je automobilový průmysl. Neutrální odvětví nejsou hospodářskými výkyvy nijak zvlášť poznamenána, řadí se sem tak především produkty, jejichž potřeba je stálá a zákazník je bude spotřebovávat v době

blahobytu i finanční tíže, řadíme sem především základní potraviny, léky či cigarety a alkohol. Posledním z druhů odvětví je charakter anticyklický, zdejší princip funguje protichůdně s cyklickým odvětvím. Produkty s takovou charakteristikou jsou tak nejvíce nakupovány a spotřebovávány v období recese – herní automaty, účast v sázkových kancelářích. Správné zařazení produktu do formy odvětví a rozpoznání chování firmy v minulosti pomáhá oceňovatelům lépe vystihnout budoucí vývoj, který produkt čeká. Další část rozdělení analýzy odvětví je způsob a hloubka vládní regulace, ta může mít různé formy, ať už formou podpory či například bariér vstupu do odvětví. Poslední částí odvětvové analýzy je struktura odvětví, zde působí pět faktorů a jejich fungování přehledně zobrazuje Porterův model pěti sil.

V Porterově modelu zachycujeme všech pět konkurenčních sil, zobrazuje tedy hrozbu ze strany vstupu nových konkurentů na trh, hrozbu ze strany stávajících konkurentů, schopnost dodavatelů i odběratelů ovlivnit ceny a množství, které nabízejí/poptávají, a substituty schopné částečně nebo zcela nahradit produkt či službu sledované společnosti (Jakubíková, 2013).

Bez prozkoumání minulého vývoje odvětví není bohužel možné promítat co nejpřesvědčivěji jeho budoucí vývoj, pro správné určení budoucnosti je tak důležité sledovat alespoň základní vývojové linie. Odvětvovými prognózami se kromě specializovaných analytiků zabývá i Ministerstvo průmyslu a obchodu, na jejichž internetových stránkách jsou dostupné široké veřejnosti.

### 2.3.3. Finanční analýza

Z důvodu proměnlivosti finančních dat zaujímá velmi důležité místo i finanční analýza, ta reaguje na obtížnou zpracovatelnost ekonomických dat a prakticky neexistenci obecně platných hodnot, která definují úspěšný podnik. Hlavním předmětem finanční analýzy je získávání a vyhodnocování informací o kvalitativních a kvantitativních jevech vyskytujících se v podniku, má tedy za cíl data třídit, poměřovat, hledat mezi jednotlivými daty souvislosti a tím i odvozovat jejich vývoj. Pomáhá nám tak odhalit slabé a silné stránky oceňovaného subjektu, pomocí kterých vidíme lépe souvislosti mezi jednotlivými podnikovými procesy (Sedláček, 2011).

Finanční analýza však pro své fungování potřebuje spolehlivá data, ze kterých může vycházet. Jedním z nejzákladnějších pramenů, ze kterých analýza čerpá, je účetní závěrka, a to ať už hovoříme o její řádné, mimořádné či mezitímní formě. Následující účetní výkazy jsou součástí účetní závěrky: rozvaha, výkaz zisku a ztrát, výkaz cash flow a příloha k účetní závěrce. Kromě účetní závěrky narážíme ještě na další cenné zdroje, mezi ty se řadí i výroční zpráva zpracovávána podniky podléhajícími auditu (Vochozka, 2011).



### 2.3.3.1. Horizontální a vertikální analýza

Kromě absolutních změn pracujeme v rámci horizontální analýzy i se změnami procentuálními, k takovým změnám nám poslouží vzorec uvedený níže. Předmětem horizontální analýzy je porovnávání finančních ukazatelů a jejich vývoje mezi jednotlivými lety. Vzhledem k snadné interpretaci výsledků je běžně využívána v praxi, navíc patří mezi nejčastěji využívané metody při zobrazování změn hospodářské situace podniků a jejich minulém a předpokladu budoucího vývoje (Needles, B. E., Powers, M., & Crosson, S. V., 2010).

$$\begin{aligned} \text{Procentuální změna} \\ = 100 * \left( \frac{\text{hodnota změny mezi běžným a předchozím obdobím}}{\text{hodnota v předchozím období}} \right) \end{aligned} \quad (1)$$

Co se týče vertikální analýzy, posuzují se zde jednotlivé části majetku a kapitálu, hovoříme tedy o struktuře aktiv a pasiv. Struktura aktiv nás informuje o investovaném kapitálu, tedy do čeho ho společnost investovala. Obecně se dá tvrdit, že nejvýnosnějším aktivem, do kterého firmy také nejvíce investují, jsou dlouhodobá aktiva, naopak nejméně výhodné z hlediska přineseného výnosu je pro firmu držet hotovost. Při vyhodnocování struktury pasiv objevujeme zdroje, za které firma pořídila zmíněná aktiva, sledujeme zde především náklady na tato pasiva. Na rozdíl od analýzy horizontální nezkoumáme vývoj v jednotlivých letech, nýbrž posuzujeme jednotlivé sloupce u posuzovaných výkazů (např. výkaz zisku a ztrát). Velkou předností vertikální analýzy je nezávislost na meziroční inflaci, což umožňuje lépe srovnat meziroční data firmy (Sedláček, 2011).

### 2.3.3.2. Analýza poměrových ukazatelů

Pro lepší práci s údaji je vhodné poměřovat jednotlivé absolutní ukazatele a tvořit z nich tak ukazatele poměrové. Kromě pyramidového uspořádání sloužícího pro rozklad ukazatele, kde se vyskytují aditivní a multiplikační vazby, např. Du Pontovo schéma, je hojně využíváno i uspořádání paralelní. Sem řadíme následující skupiny ukazatelů:

- ukazatele rentability,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele kapitálového trhu (Vochozka, 2011).

Základním principem ukazatelů rentability je ukázat zisk podniku, který následně poměří s výší zdrojů, které byly využity pro dosažení takového zisku. V následující tabulce jsou uvedeny vybrané ukazatele, některé z nich budou podrobněji rozebrány v textu. Asi nejznámějším vzorcem řadícím se mezi ukazatele rentability je ukazatel rentability vloženého kapitálu (ROI), pomocí něj se nám daří vyjádřit účinnost celkového kapitálu vloženého do podnikání. Vzorec uvedený v následující tabulce není pevně daný, mnoho autorů ho přizpůsobuje povaze svých výpočtů, v čitateli zlomku tak můžeme zaznamenat kromě zisku před zdaněním a úhradou úroků i zisk před zdaněním, zisk po zdanění atd. Ukazatel rentability tržeb (ROS) zobrazuje vztah zisku a tržeb. Zmíněný ukazatel se dá snadno počítat za jakkoli dlouhé časové období, tedy rok, měsíc i den (Sedláček, 2011).

Tabulka 1: Ukazatele rentability

<b>Ukazatele rentability</b>	<b>Vzorce</b>
<i>Rentabilita vloženého kapitálu</i>	$ROI = \frac{\text{zisk před zdaněním} + \text{nákladové úroky}}{\text{celkový kapitál}}$
<i>Rentabilita celkových aktiv</i>	$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}}$
<i>Rentabilita vlastního kapitálu</i>	$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$
<i>Rentabilita dlouhodobých zdrojů</i>	$ROCE = \frac{\text{čistý zisk} + \text{úroky}}{\text{dlouhodobé závazky} + \text{vlastní kapitál}}$
<i>Rentabilita tržeb</i>	$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$

Vlastní zpracování dle Sedláček, 2011

Ukazatele aktivity můžeme vidět ve dvou provedeních, první náhled se nám nabízí z pohledu časového, tímto způsobem zjišťujeme například dobu obratu. Pomocí druhého náhledu se nám otevírá pohled na počet provedených akcí za určité časové období. Všechny tyto ukazatele však mají společný základ, a to je to, co nám zobrazují. Díky nim se nám otevírá pohled na majetkovou strukturu podniku a způsob, jak je jím využívána. V praxi se nejčastěji setkáváme se vzorci uvedenými v tabulce (Kislingerová, 2001).

Tabulka 2: Ukazatele aktivity

<b>Ukazatele aktivity</b>	<b>Vzorce</b>
<i>Obrat aktiv</i>	$\text{obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$
<i>Relativní vázanost DHM</i>	$\text{relativní vázanost DHM} = \frac{\text{dlouhodobý hmotný majetek}}{\text{tržby}}$
<i>Obrat zásob</i>	$\text{obrat zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{zásoby}}$
<i>Obrat pohledávek</i>	$\text{obrat pohledávek} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohledávky}}$
<i>Doba samoreprodukce</i>	$\text{doba samoreprodukce} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{čistý zisk} + \text{odpisy}}$
<i>Doba obratu dluhů</i>	$\text{doba obratu dluhů} = \frac{\text{obchodní dluhy}}{\text{denní nákupy na obchodní úvěr}}$

Vlastní zpracování dle Kislingerová, 2001

Ukazatele aktiv, někdy nazývané rovněž jako ukazatele vázanosti kapitálu, zobrazují efektivitu hospodaření podniku s jeho aktivy. Cílem podniku je naleznout takovou úroveň aktiv, při které mu nevznikají příliš vysoké náklady při současném dostatečném množství pro výrobní kapacity. Nesmíme však opomínat uvažovat i nad odvětvím, ve kterém se daný podnik nachází, každé odvětví je specifické a k výsledným hodnotám jednotlivých ukazatelů musí být přistupováno individuálně (Rejnuš, 2014).

Díky ukazateli obratu aktiv můžeme měřit celkové využití majetku, společně s rentabilitou tržeb pak patří mezi nejdůležitější ukazatele hodnocení efektivnosti. Podnik se v tomto případě snaží dosáhnout co nejvyšší hodnoty, tzn. aby se výsledek rovnal 1. Samotné hodnocení ukazatele se však musí odrážet od způsobu odepisování majetku, který je v podniku zaveden. Pomocí ukazatele relativní vázanosti dlouhodobého hmotného majetku sleduje podnik účinnost výroby, v rámci zlepšování účinnosti pak podnik očekává snižování tohoto ukazatele v čase. Podniku jde zjednodušeně o zvyšování tržeb bez zvyšování podílu dlouhodobého hmotného majetku, pomocí něhož jsou tržby především tvořeny. Upravíme-li ukazatel obratu pohledávek na „dobu obratu pohledávek“, změříme jím počet přeměny pohledávek v peněžní prostředky za rok (Kislingerová, 2001).

V rámci obratovosti zásob je nejčastěji uváděn vzorec pro rychlost obratu zásob a dobu tohoto obratu. Tento ukazatel zobrazuje čas vázanosti aktiv ve formě zásob. Obecně se žádoucí situaci

v tomto případě přibližujeme při co nejkratší době obratu zásob a co nejvyšší obratovosti. V rámci úvah o obratovosti zásob musíme však uvažovat i styl zásobovací politiky, v současnosti se i přes stále větší výskyt firem snažících se redukovat zásoby na minimum, a pracovat tak v systému just-in-time, objevují i takové obory fungující na principu zakázkové výroby, kterým takovýto přístup není umožněn (Růčková, c2011).

V následujících ukazatelích zadluženosti se daří dobře zhodnotit stav vlastního a cizího kapitálu a zadluženost vlastního kapitálu. U prvního ukazatele zadluženosti I. je doporučován poměr 1:1, zadluženost II. zobrazuje míru rizika věřitelů, poslední z ukazatelů, ukazatel úrokového krytí, pak představuje hodnotu vypovídající o počtu možných klesnutí hodnoty zisku tak, aby podnik mohl zachovat stejnou strukturu cizích zdrojů jako doposud. Dosáhne-li tak hodnota 1, bude celý zisk potřeba na úhradu stávajících úroků (Vochozka, 2011).

Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti

<b>Ukazatele zadluženosti</b>	<b>Vzorce</b>
<i>Zadluženost I.</i>	$\text{zadluženost I.} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní zdroje}}$
<i>Zadluženost II.</i>	$\text{zadluženost II.} = \frac{\text{celkové cizí zdroje}}{\text{aktiva}}$
<i>Úrokové krytí</i>	$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$

Vlastní zpracování dle Vochozka, 2011

Schopnost společnosti dostát svým závazkům zobrazujeme ve finanční analýze pomocí ukazatelů likvidity. Likviditu definujeme jako soubor veškerých potenciálně likvidních prostředků, které má společnost k dispozici pro úhradu svých splatných závazků. Jednou ze základních podmínek existence podniku je solventnost firmy, tedy její schopnost hradit splatné dluhy. Jednotlivé ukazatele likvidity pak dělíme dle toho, čím je podnik schopen tyto závazky zaplatit (Sedláček, 2011).

Tabulka 4: Ukazatele likvidity

<b>Ukazatele likvidity</b>	<b>Vzorce</b>
<i>Běžná likvidita</i>	$\text{běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$
<i>Pohotová likvidita</i>	$\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$
<i>Okamžitá likvidita</i>	$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{peněžní prostředky} + \text{ekvivalenty}}{\text{okamžitě splatné závazky}}$
<i>Obrat pracovního kapitálu</i>	$\text{obrat ČPK} = \frac{\text{roční tržby}}{\text{průměrný čistý pracovní kapitál}}$

Vlastní zpracování dle Sedláček, 2011

Nesmíme opomenout ani poměrové ukazatele vyplývající z kapitálového trhu, tato část finanční analýzy slouží především současným a budoucím investorům. Ti pomocí následujících vzorců chtějí především zjistit návratnost své investice (Vochozka, 2011).

Tabulka 5: Ukazatele kapitálového trhu

<b>Ukazatele kapitálového trhu</b>	<b>Vzorce</b>
<i>Účetní hodnota akcie</i>	$\text{účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet emitovaných kmenových akcií}}$
<i>Čistý zisk na akcii</i>	$\text{čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet emitovaných kmenových akcií}}$
<i>Dividendový výnos</i>	$\text{dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} * 100$
<i>Výplatní poměr</i>	$\text{výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{čistý zisk na akcii}}$
<i>Dividendové krytí</i>	$\text{dividendové krytí} = \frac{\text{čistý zisk na akcii}}{\text{dividenda na akcii}}$
<i>Aktivační poměr</i>	$\text{aktivační poměr} = 1 - \text{výplatní poměr}$
<i>Poměr tržní ceny akcie</i>	$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}$

Vlastní zpracování dle Vochozka, 2011

Z výše uvedeného je zřejmé, že se finanční analýza zabývá zejména minulostí. Často je označována za statistický nástroj umožňující právě interpretaci účetních dat pro lepší pochopení. Bez finanční analýzy, tedy pohledu do minulosti, nelze vyvodit závěry, které by nás jako oceňovatele dovedli ke správnému pochopení společnosti, a tím i odhadnutí její správné ceny. Proto je finanční analýza tolik důležitou součástí při samotném stanovování hodnoty podniku.

#### 2.3.4. Finanční plán

Při oceňování podniku některou z výnosových metod by měl oceňovatel zařadit do svého postupu i finanční plán. Ten se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Kvůli požadovaným datům by měl být oceňovatel v kontaktu s vedením oceňované společnosti. Hlavní kostru finančního plánu podniku tvoří tržby z prodeje hlavních produktů, zisková marže, plánovaná výše zásob, závazků a pohledávek, nakonec nesmíme opomenout ani prognózu investic do dlouhodobého majetku. (Mařík, 2018).

## 2.4. Problematika oceňování podniku v ČR

V nynějších poměrech České republiky stále neexistuje žádný předpis povinný při oceňování podniku obecně. V tomto odvětví se tak nacházíme daleko za vývojem ostatních zemí (Krabec, 2009). Je potřeba však vyzdvihnout několik zákonů a předpisů sloužících jako podpora pro každého oceňovatele:

- Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku,
- vyhlášky Ministerstva financí ČR navazující na zákon o oceňování majetku,
- metodický pokyn ČNB (Právní rámce, 2018).

Sabolovič (2011) však dodává omezenou využitelnost uvedeného zákona č. 151/1997 Sb., ten je totiž využitelný jen v taxativně vymezených případech. Zákon navíc zmiňuje jen minimální množství informací použitelných při oceňování podniku jako celku, vyjadřuje se totiž především o oceňování jednotlivých položek.

### 2.4.1. Oceňování podniku v ČR a v Německu

Zatímco v České republice jsou stěžejními již zmiňované předpisy pro oceňování zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku či vyhláška č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (tzv. oceňovací vyhláška) spravované ministerstvem financí, v Německu jsou tím standardy IDW S1, ty jsou vydávány institutem německých auditorů. Největší výhodou tohoto standardu je jednoznačně výhradní zaměření na oceňování podniků. Krabec (2009) poukazuje na možnost čerpání inspirace z těchto oceňovacích předpisů pro Českou republiku. Zmiňuje především podobné právní a společenské podmínky, ve kterých se obě země nacházejí, proto jsou německé předpisy pro naše podmínky vhodnější než mezinárodní oceňovací standardy. Navzdory větší blízkosti k německým standardům oceňování upozorňuje na časté přejímání zvyklostí od odborné literatury psané anglicky. Důvod je prostý, většina českých ekonomů a oceňovatelů vystupujících v praxi hovoří lépe anglicky než německy.

V německých standardech nalezneme několik pozoruhodných postupů, jedním z nich je využití výnosové daně při určování objektivizované hodnoty. Pomocí tohoto postupu lze účelově typizovat daňové zatížení. Německo je však v současnosti jedinou zemí, ve které je takovýto postup uplatňován (Mařík, 2018).

Právě objektivizovaná hodnota je stěžejní pro standard IDW S 1 (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland), a to i přesto že jí mnoho autorů vyčítá její souvislost s hodnotou objektivní, od jejíchž kořenů se nikdy nedokázala úplně oprostit.

Nejdůležitější na standardech IDW je bezesporu jejich založení na praktických zkušenostech, daří se jim tak skloubit dohromady všeobecně platné teoretické zásady s dovednostmi ověřené praxí. Pro příznivce tohoto standardu je velkou výhodou prostor, který nechává pro uvážení samotného oceňovatele, což zajišťuje osobnější přístup k danému problému, naproti tomu odpůrci nepřestávají upozorňovat na příliš obecný záběr, při kterém není jasné, která kritéria jsou pro oceňování v rámci této normy nejpodstatnější. Při samotném ocenění pak oceňovatel staví na předpokladu cíle podniku maximalizovat zisk, což úzce souvisí s volným cash flow vypláceným vlastníkům (Krabec, 2009).



## 2.5. Metody oceňování

Při tvorbě ocenění je nutné si veškerá dostupná schémata a vzorce přizpůsobovat tak, abychom byly co nejvíce kopírovány trendy definující stav podniku. Je velmi idealistické se domnívat, že díky metodám pracujícím s čísly docházíme k objektivním a přesným výsledkům. I přesto, že používáme metody založené na kvantitativních postupech, díky některým velmi subjektivně vnímaným vstupům, dochází ke zkreslení celého výsledku. Sabolovič (2011) tuto problematiku vnímá jako směsici vědy a umění vcítit se do očekávání trhu.

Při oceňování je třeba klást důraz i na životní fázi podniku, ta totiž může do značné míry ovlivnit výsledek ocenění. Zralé podniky s dlouhou historií se budou oceňovat snadněji než teprve se rozjíždějící start-upy. U těch není lehké odhadnout budoucnost tak, aby ve výsledku korespondovala s realitou. Je důležité si rovněž uvědomit vývoj podniku v čase, s tím totiž souvisí to, že ocenění neplatí věčně. Kvůli rychlým finančním tokům je tak potřeba tuto informaci často aktualizovat (Damoradan, 2006).

Damoradan (2006) ve své knize upozorňuje i na přílišnou složitost některých metod, které ale ne vždy přinesou spolehlivý výsledek, jaký je od nich očekáván.

Existuje několik metod ocenění, správnost dané metody spočívá však výlučně na okolnostech každého jednotlivého případu ocenění. Výběr vhodné metody tak záleží čistě na tom, kdo dané ocenění provádí. Při takovém výběru pak musí zhodnotit veškeré znalosti o podniku (NACVA, 2004).

Kislingerová (2001) rozděluje tyto metody do čtyř skupin.

1. První skupina pracuje s majetkovou podstatou často označovanou jako substanční hodnota. Zde je tato hodnota vnímána jako pojem označující veškerá majetková ocenění. Součástí této metody je práce se stavovými veličinami.
  - a. Metoda účetní hodnoty,
  - b. metoda substanční hodnoty.

Mařík (2018) počítá navíc i se situací, kdy podnik nebude pokračovat ve své činnosti, uvádí proto i metodu likvidační hodnoty.

2. Další skupinou jsou výnosové metody vycházející z očekávaných výnosů podniku.
  - a. Metoda diskontovaného cash flow,
  - b. metody diskontovaného volného cash flow,
  - c. metoda kapitalizovaných výnosů,

- d. dividendový diskontní model,
  - e. metoda ekonomické přidané hodnoty.
3. Metody kombinované spočívají v kombinaci předchozích zmíněných metod, tedy pracují jak s výnosovými, tak i s majetkově zaměřenými metodami.
- a. Švýcarská metoda,
  - b. Schmalenbachova metoda střední hodnoty,
  - c. model diferenciální renty,
  - d. zákon č. 151/1997 Sb.
4. Poslední druh metod pracuje na základě tržní analýzy, právě tyto metody jsou nejbližší především průměrným občanům.
- a. Tržní multiplikátory,
  - b. metody srovnatelných transakcí.

#### 2.5.1. Výnosové metody

Koncept těchto metod je založen na časové hodnotě peněz a relativním riziku investice. Potenciální investor totiž nakupuje budoucí zdroj příjmů, spekulujeme tady tak o nejlepším, a tedy nejvýnosnějším, využití daného podniku. Jednotlivé výnosové metody se od sebe liší chápáním těchto výnosů, tedy jakou veličinu si pod těmito výnosy představíme (ManagementMania.com, 2015).

##### 2.5.1.1. Metoda diskontovaného cash flow

V následujících odstavcích budeme hovořit o nejznámější a nejhojněji využívané výnosové metodě. Podstata metody spočívá v tom, že potenciální investor chce zjistit hodnotu budoucích užiteků z držby podniku, a to právě finančními toky, které nejlépe reflektují finanční užitky pro investora. Počítáme-li hodnotu podniku, vycházíme při tom z plánovaného volného peněžního toku, ten stanovíme pouhým odečtením přírůstku čistého pracovního kapitálu od provozního cash flow. Chceme-li tyto hodnoty zjistit i pro další období, budeme do výpočtu zahrnovat i určité tempo růstu (Mrkvička & Strouhal, 2011).

$$\text{ocenění} = \frac{FCF_1^e}{i-g}, \quad (2)$$

příčemž:

$$FCF_1^e = CF_P^{1,e} - \Delta\check{C}PK, \quad (3)$$

$$\Delta\check{C}PK = \check{C}PK_1^e - \check{C}PK_0, \quad (4)$$

$$CF_P^{1,e} = CF_P^0(1 + g), \quad (5)$$

kde:  $FCF_1^e$  očekávaný volný peněžní tok v roce 1,

$i$  požadovaná výnosnost,

$g$  tempo růstu,

$CF_P^{1,e}$  očekávané provozní cash flow v roce 1,

$\Delta\check{C}PK$  změna pracovního kapitálu,

$\check{C}PK_0$  pracovní kapitál v roce 0,

$\check{C}PK_1^e$  očekávaný pracovní kapitál v roce 1,

$CF_P^0$  provozní cash flow v roce 1 (Mrkvička & Strouhal, 2011).

Díky probíhajícím globalizačním procesům v odvětví investic se tato metoda rozšířila z USA a Velké Británie i do Evropy. V zásadě rozlišujeme její tři varianty, přičemž každá z nich se odlišuje od ostatních určitým úhlem pohledu daného investora:

1. metoda „entity“,
2. metoda „equity“,
3. metoda „APV“.

I přesto, že vnitřní struktura výpočtu jednotlivých variant je odlišná, měli bychom jejich pomocí dojít při dodržení určitých kritérií ke stejným výsledkům (Mařík, 2018).

Není pochyb, že metoda DCF entity se v současnosti řadí k nejčastěji využívaným metodám v oceňovací praxi. Metoda je konstruovaná z úhlu pohledu veškerých investorů poskytujících společnosti zpoplatněný kapitál. Setkáváme se zde s pojmem „Free cash to firm“, zkráceně FCFF, jde o volné peněžní toky plynoucí jak vlastníkům, tak i věřitelům společnosti.

FCFF jsou peněžní toky zahrnující:

- podíly na zisku, které plynou vlastníkům,

- platby věřitelům, tzn. splátky úvěrů včetně úroků (Mařík, 2011).

Na rozdíl od metody entity se při výpočtu metody equity zaměřujeme pouze na vlastní kapitál podniku. Jelikož jsou zde peněžní toky počítány pouze pro vlastníky, počítáme zde s hodnotou FCFE (free cash flow to equity). Nejméně v praxi se vyskytující metodou je bezesporu APV, i přesto skýtá neodmyslitelné výhody, které jsou zobrazeny v tabulce níže. Brutto hodnota se zde skládá ze dvou částí, což činí metodu velmi specifickou. Zvláště se zde počítá výnosová metoda firmy, která není zadlužená pomocí diskontovaných nezadlužených nákladů na vlastní kapitál, k této se navíc připočítává hodnota daňového štítu, to ale jen v případě že podnik využívá financování pomocí úročeného cizího kapitálu. V rámci metody APV je podnik oceňován, jako by v podniku nebyl využit cizí kapitál. Je zde však velmi obtížné zachytit daňovou úsporu, která plyne z nákladových úroků a tvoří tak hodnotu pro vlastníky (Mařík, 2011).

Tabulka 6: Výhody a nevýhody jednotlivých forem metody DCF

Metoda DCF entity	
Výhody	Nevýhody
nejčastěji využívaná metoda, dobře srozumitelná napříč zeměmi	potřeba dbát na strukturu kapitálu tak, aby odpovídala výslednému ocenění
vhodná při oceňování bez ohledu na financování aktiv	
vhodná při oceňování jen části podniku (např. divize) pomocí úpravy výpočtu, což u ostatních metod není možné	
Metoda DCF equity	
Výhody	Nevýhody
jasně zobrazuje změny zadlužení a úroky již v průběhu výpočtu	potřeba dbát na strukturu kapitálu tak, aby odpovídala výslednému ocenění
vhodná při oceňování finančních institucí (bank) díky specifickému postavení úročeného cizího kapitálu	je nutné znát finanční politiku celého oceňovaného podniku, kvůli tomu ji není možné využít při oceňování jen jeho části
Metoda DCF APV	
Výhody	Nevýhody
nepracuje s kapitálovou strukturou rozdělenou na vlastní a cizí kapitál, nehrozí tak vznik chyb použitím nesprávné struktury kapitálu	je nutné znát finanční politiku celého oceňovaného podniku, kvůli tomu ji není možné využít při oceňování jen jeho části
velká vypovídací schopnost v porovnání např. s metodou entity	prozatím není metoda příliš využívaná, ne všem je tak známa
funguje jako referenční hodnota při porovnávání DCF metod	při použití na nezadlužený podnik je potřeba náklady na vlastní kapitál odvodit a přepočíst dle podobných firem
	problémy s volbou diskontní míry pro daňový štít

Vlastní zpracování dle Mařík (2011)

Vzhledem k tomu, že u tohoto způsobu ocenění vycházíme z diskontovaných peněžních toků a očekávaných budoucích peněžních toků, jeví se tento druh metody nejvhodnější pro firmy mající kladné cash flow, a tak vývoj jejich peněžních toků může být spolehlivěji odhadnut. Čím dál se však nacházíme od tohoto ideálního stavu, tím obtížněji lze na dané firmy aplikovat zmíněnou metodu. V následujícím výčtu je několik případů, při kterých by mělo být zváženo použití metody diskontovaných peněžních toků.

1. Firmy v potížích – Nachází-li se podnik v potížích, musíme počítat s negativními výnosy a peněžními toky. Pro tyto společnosti je velmi obtížné určovat budoucí peněžní toky právě kvůli silné pravděpodobnosti existence bankrotu.
2. Firmy z cyklických odvětví – Firmy z cyklických odvětví kopírují hospodářský cyklus, vzhledem k tomu dosahují v době expanze velmi dobrých hospodářských výsledků, naopak v době recese se mohou dostat do finančních problémů. Použijí-li se na takovéto firmy metody diskontovaných peněžních toků, nebudou výsledky přesné, nebude-li se oceňovatel zabývat predikcí hospodářského vývoje.
3. Firmy s nevyužitým majetkem – Ocenění pomocí diskontovaných peněžních toků odráží hodnotu veškerých aktiv vytvářejících peněžní toky. Existují-li však ve firmě aktiva, která jsou nevyužitá, hodnota těchto aktiv se nezobrazí v hodnotě diskontovaných peněžních toků. Podobný problém objevujeme i u méně využívaných aktiv, jejich hodnota je rovněž podhodnocena.
4. Firmy mající patenty – Ne u všech firem vlastnících patenty či jiné licence se předpokládá přisun z takovýchto vlastnictví, a je tak potřeba ho kvůli jeho hodnotě uvažovat odděleně od ostatního majetku. V takovémto případě by došlo k podhodnocení skutečné hodnoty podniku. Nastíněný problém však snadno odstraníme např. oceněním takových aktiv na volném trhu.
5. Firmy nacházející se v procesu restrukturalizace – Vzhledem k tomu, že u firem v procesu restrukturalizace dochází často ke změně jejich majetkové struktury, bude u těchto firem obtížněji stanovována hodnota odhadu budoucích peněžních toků. Použijeme-li tak historické údaje, může dojít k zavádějícímu určení hodnoty firmy. S touto metodou tak můžeme pracovat jen za podmínek, kdy upravíme diskontní sazbu tak, aby korelovala s novým obchodním a finančním rizikem ve firmě. Kromě úpravy diskontní sazby však musíme vzít v úvahu i změny cash-flow, které bude ovlivněno zmíněnými úpravami majetkové struktury.

6. Společnosti podílející se na akvizicích – V první řadě je třeba se zamyslet nad tím, zda lze odhadnout hodnotu fúzovaných společností. K takovému počínu je potřeba mít informace především o vlivu celé synergie na cash flow. Dochází-li k nepřátelskému převzetí, je třeba uvažovat i vliv změny stylu řízení na cash flow a riziko samotné. Tuto změnu bychom tak museli zohlednit při odhadování budoucích peněžních toků, diskontní sazby, a tedy i budoucí hodnoty firmy.
7. Soukromé firmy – Bezesporu největším strašákem u modelů uvažujících peněžní toky je měření rizika využívaného dále při odhadu diskontních sazeb. To je odvozováno z historických údajů, tedy cen analyzovaného majetku. Jedním z řešení se nabízí porovnání rizikovosti obdobných firem (Damoradan, 2006).

#### 2.5.1.2. *Metoda ekonomické přidané hodnoty*

Ekonomická přidaná hodnota staví především na měření ekonomického zisku, ten zjistíme po odečtení nejen běžných nákladů, ale i nákladů na kapitál. Je však nutno zmínit, že myšlenka takto postaveného zisku není zcela nová, s podobným ukazatelem pracovali již v první polovině minulého století např. v General Motors (Mařík, 2018).

Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added = EVA) vyjadřuje rozdíl mezi provozním výsledkem hospodaření po zdanění a celkovými náklady na kapitál, jak je vidět na vzorci níže.

$$EVA = NOPAT - WACC * C, \quad (6)$$

kde: NOPAT      provozní výsledek hospodaření po zdanění,

WACC      vážené kapitálové náklady,

C      investovaný kapitál.

Platí zde pak:  $EVA < 0$       ničení kapitálu vloženého investory,

$EVA = 0$       efektivnost investice se rovná nákladům na její pořízení,

$EVA > 0$       tvorba nové hodnoty (Čížinská & Marinič, 2010).

EVA je v současnosti stále více využívaná metoda nacházející využití jako nástroj finanční analýzy, při oceňování podniku a jako veličina k řízení podniku. Její oblíbenost roste především kvůli nedostatkům ostatních ukazatelů výnosnosti, které se však ekonomické přidané hodnotě podařilo minimalizovat či zcela odstranit. Mezi takové nedostatky patří například možnost

využití kreativního účetnictví až do takové míry, kdy se společnosti daří ovlivňovat výši vykázaného zisku, či opomíjení časových souvislostí v souvislosti s časovou hodnotou peněz či v rámci zhodnocení rizika investorů (Mařík, 2018).

Podobně jako u metody diskontovaných peněžních toků i zde se nám nabízí několik variant:

- metoda EVA entity,
- metoda EVA equity,
- metoda EVA APV (Mařík, 2011).

Nejobvyklejší variantou, a tedy i nejčastějším výpočtem, je pomocí metody EVA entity. První krok, který učiníme, nás dovede k hodnotě aktiv, tzn. k hodnotě, která zajímá především vlastníky a věřitele. Tento postup je znázorněn v tabulce níže. Chceme-li však dospět k hodnotě důležité jen pro vlastníky, musíme ve výpočtech pokračovat, a to tak že dojde k odečtení ještě cizího kapitálu.

Tržní hodnota operačních aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= <b>Tržní hodnota vlastního kapitálu</b>

Vlastní zpracování dle Mařík (2018).

O něco náročnější je použití metody EVA equity, u té je potřeba dodržet potřebné postupy a možná právě to je důvod k jejímu ne tak častému uvádění v literatuře. Při výpočtu je třeba dbát především na vlastnickou strukturu, například do ukazatele NOPAT zahrnujeme jen takovou část zisku, která vlastníků zůstává. Ani metodu APV nenalezneme v literatuře příliš často, ani v praxi jí není vyčleněn moc velký prostor. Nejprve zde počítáme hodnotu podniku, který není zadlužený. Počítáme tak s veškerými aktivy tak, jako by byla financována vlastním kapitálem. Níže uvádím vzorec hodnotového rozpětí, tzv. Value Spread, pro všechny tři zmíněné metody výpočtu EVA (Mařík, 2011).

Tabulka 7: Metody ekonomické přidané hodnoty

<b>EVA entity</b>	$EVA_t = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1}$
<b>EVA equity</b>	$EVA_t = \left( \frac{EAT_t}{VK_{t-1}} - n_{KV(z)t} \right) * VK_{t-1}$
<b>EVA APV</b>	$EVA_t = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - n_{VK(n)t} \right) * NOA_{t-1}$

Vlastní zpracování dle Mařík (2011)

- Kde: EVA<sub>t</sub> ekonomická přidaná hodnota v roce t počítaná příslušnou metodou,  
 NOPAT<sub>t</sub> čistý operační zisk po zdanění v roce t,  
 NOA<sub>t-1</sub> čistá operační aktiva na začátku roku t,  
 WACC<sub>t</sub> průměrné vážené náklady kapitálu v roce t,  
 EAT<sub>t</sub> výsledek hospodaření po zdanění a úrocích, zahrnující stejné úpravy účetních dat jako NOPAT  
 VK<sub>t-1</sub> hodnota vlastního kapitálu k začátku roku t (NOA-CK),  
 n<sub>VK(z)</sub> náklady vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení,  
 n<sub>VK(n)t</sub> náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce t  
 (Mařík, 2011).

### 2.5.1.3. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Při metodě kapitalizovaných čistých výnosů se vychází z výnosového potenciálu podniku k oceňovanému datu, přičemž se dbá na reálný stav podniku. V rámci ocenění není přihlíženo k dlouhodobému vývoji podniku, nýbrž se vychází z historických dat, to se pro řadu autorů jeví jako značná nevýhoda celého modelu, neoceňujeme totiž očekávaný stav. Od ostatních výnosových metod se odlišuje především snahou o co největší objektivitu, při její tvorbě musí být oceňovatel více opatrný. Existuje několik předpokladů nutných pro správné fungování modelu, mezi ty patří například nutnost uvažovat data z minulosti maximálně za posledních 5 let a velmi dobrá znalost minulých výsledků firmy.

V rámci metody jsou rozlišovány dvě metody:

- paušální metoda – Využívá se hlavně u podniků s několikaletou minulostí, u kterých se nedá s jistotou předpokládat budoucí vývoj, její vývoj je totiž značně nestabilní. V poměrně krátké době můžeme u takovýchto podniků předpokládat jak ukončení



činnosti, tak i strmý růst. Metoda staví na odhadu čistého výnosu určeného k rozdělení, který můžeme trvale odebírat, aniž bychom narušili majetkovou podstatu podniku.

- analytická metoda – Při metodě analytické vycházíme z prognózy budoucích výsledků hospodaření (Janiček & Marek, 2013).

#### 2.5.2. Nákladové metody

Oceňujeme-li podnik na základě nákladových metod, zjišťujeme, jaké by byly náklady, pokud bychom veškerá aktiva podniku nakupovali po částech. Stejný postup pak uplatňujeme i při zjišťování vynaložených nákladů na nehmotná aktiva společnosti. Tyto metody poskytují investorovi informace důležité pro rozhodování nad pořízením nového podniku a koupí stávajícího. Na závěr nesmíme opomenout ani odečtení kapitálu, který nepatří samotné společnosti (Mrkvička & Strouhal, 2011).

##### 2.5.2.1. *Metoda účetní hodnoty na principu historických cen*

Nejdůležitějším dokumentem, z něž vychází základní myšlenka této metody, je rozvaha. Předpokladem této metody je fakt, že veškerý majetek je oceňován pořizovacími cenami, proto jsou v názvu zmíněné tzv. historické ceny. Právě pořizovací ceny jsou však východiskem pro mnoho pozitiv i negativ, které skýtá tato metoda. Na jedné straně tak stojí rychlost a nepříliš velká složitost procesu, na druhé straně nelze přehlédnout komplikace vznikající v důsledku nerovnosti mezi hodnotou majetku k datu ocenění, která se může odlišovat od ceny, za kterou byl majetek pořízen (Seifert, Leleux & Tucci, 2008).

##### 2.5.2.2. *Metoda substanční hodnoty*

Stejně jako u metody účetní hodnoty vycházíme z předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti. I zde se značně opíráme o systém účetnictví, převážně o rozvahu, kde je zobrazen majetek společnosti. Oceňovatel zde prochází jednotlivé majetkové složky a ty oceňuje z pohledu fungujícího podniku, snaží se tak nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku se stávajícími aktivy. Do svých úvah a výpočtů musí promítat i faktor opotřebení, jak fyzického, tak i morálního charakteru (Mrkvička & Strouhal, 2011).

Hlavní význam substanční hodnoty spočívá kromě kvantifikování majetkové základny podniku i v zpřehlednění struktury zdrojů či v odhadnutí finančních rizik, která se mohou objevit. V takovém případě roste pravděpodobnost vlivu vhodně zvolené strategie a rychlosti reakce na možná rizika. Zmiňovaná metoda plní i důležitou kontrolní funkci, její působení roste s větší nejistotou budoucích výnosů. V praxi se s metodou setkáváme v podnicích s nevyjasněným

podnikatelským záměrem, v podnicích s narušeným finančním zdravím a u podniků, které vlastní speciální aktiva nevyužitelná v jiných odvětvích (Kislingerová, 2003).

#### 2.5.2.3. *Metoda likvidační hodnoty*

Metodou likvidační je načase se zabývat v takovém případě, kdy bude majetek společnosti rozprodán, či zlikvidován. Na rozdíl od metod vycházejících z účetnictví, např. z rozvahy, se metoda likvidační hodnoty snaží nahlížet na ocenění z holistického hlediska a pojmut tak celý proces ocenění z většího odstupu. Cílem metody je určit hodnotu podniku, buď jako celku, nebo po jeho jednotlivých částích (Seifert, Leleux & Tucci, 2008).

Mařík (2018) ve své publikaci naznačuje spojitost mezi touto metodou, řazenou pod metody nákladové, a výnosovými metodami. Hodnota podniku by zde tak byla určena z příjmů, které by byly obdrženy z rozprodání majetku společnosti. Tato hodnota by se tak odvíjela především od trhu a jeho schopnosti pojmut daný majetek podniku. I přesto, že se tak výpočet likvidační hodnoty jeví poněkud jednoduše, jeho složitost spočívá v nejistotě předpokladu reakce trhu na vzniklou situaci.

Proto, že je zde předpoklad nepokračování společnosti v její činnosti, vychází hodnota oceněného podniku jako nejnižší z uvedených. Na to může mít vliv i vnější tlak na prodej, čímž by klesly nejen prodejní ceny samotné, ale i celková hodnota podniku (Nunes, 2003).

Likvidační hodnotou podniku rozumíme částku, která zbyde vlastníkům po skončení činnosti podniku a jeho definitivní likvidaci. Je třeba však vzít v potaz kromě základních příjmů (nutnost přepočítávat na současnou hodnotu příjmů, trvá-li rozprodej delší dobu) a výdajů (např. zaplacení veškerých závazků) i výdaje vzniklé během, a právě v důsledku likvidace samotné. Nesmíme tak opomínat ani např. odměnu likvidátora či finanční závazky vyplývající z práv zaměstnanců společnosti, tj. odstupné (Mařík, 2018).

#### 2.5.3. *Kombinované metody*

Následující metody fungují na propojení výnosových a nákladových metod. V praxi se pak setkáváme s následujícími konkrétními metodami:

##### 2.5.3.1. *Schmalenbachova metoda střední hodnoty*

Jedna z často využívaných metod spadá pod kombinované metody, hovoříme o ní jako o Schmalenbachově metodě či metodě střední hodnoty. Tato metoda je zároveň označována za „metodu obchodníků a praktiků“. Její podstatou je vize jejího tvůrce týkající se hodnoty

podniku tvořené nejen statky a výkony, ale i výnosem plynoucím z budoucích aktivit podniku. I přes hojné využití v praxi hovoří spousta autorů o jejích nedostatcích, ti upozorňují na neslučitelnost výnosu a substance, tedy hodnot, na kterých je tato metoda oceňování postavena. K níže uvedenému vzorci je potřeba uvést, že vzhledem k jeho konstrukci nelze tuto metodu aplikovat na podniky, jejichž výnosy se neodvíjejí z využívání podnikových aktiv, tzn. převážně průmyslové podniky (Kislingerová, 2001).

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2} \quad (7)$$

Vzorec viz výše lze však použít jen v případě, kdy se výnosová a substanční hodnota neliší o více jak 10 %. Metoda, ve které počítáme pomocí prostého průměru, je však využívána pramálo, častěji se naopak vzorec rozšiřuje o váhy jednotlivých hodnot, ty se mění dle sledovaného odvětví (Oubrecht, 2013).

#### 2.5.3.2. Model diferenciální renty

Existuje několik metod vycházejících z tzv. nadzisku či superzisku, v základě vycházejí z předpokladu, že firma produkuje vyšší zisk, než by produkovala z bezrizikového výnosu. V zásadě je tak superziskem nazýván rozdíl mezi ziskem z investování bezrizikového kapitálu a ziskem, který se podaří společnosti vyprodukovat (Vochozka & Mulač, 2012).

#### 2.5.3.3. Metoda vážené střední hodnoty

I poslední ze zmíněných metod řadících se mezi metody kombinované je v praxi často využívaná, počítá tržní hodnotu podniku na základě kombinace stavových a tokových veličin. Vzorec pro výpočet pak vypadá následovně:

$$HP = v_1 * S + (1 - v_1) * V, \quad (8)$$

kde:  $v_1$  = koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty,  
 $S$  = hodnota podniku stanovená pomocí substanční metody,  
 $V$  = hodnota podniku stanovená pomocí výnosové metody.

S hodnotou váhy musíme pracovat tak, abychom reflektovali stav struktury aktiv, pokud tak převažuje dlouhodobý hmotný majetek, přidělujeme dané váze hodnotu vyšší, nejčastěji však

za tuto váhu bývá dosazeno 0,5. Kromě zmíněného postupu pak můžeme váhy stanovit na základě rozdílu mezi hodnotou substance a výnosů (Kislingerová, 2001).

#### 2.5.4. Metody tržního srovnání

Na základě těchto metod můžeme oceňovat podniky působící ve stejném sektoru či odvětví. Jejich použití je tak tímto značně limitováno. Existují však tři roviny, ve kterých můžeme metodu uplatnit. Srovnávat můžeme s obdobnými podniky, jež jsou na burze, s obdobnými podniky, jejichž hodnota je známa a v poslední řadě s obdobnými podniky, u kterých došlo v poslední době k transakci a je tak známa jejich cena. Tyto metody vycházejí z jasného předpokladu, že hodnota sledovaného statku by měla vycházet z jeho tržní ceny, za jakou je daný statek obchodován na trhu (ManagementMania.com, 2015).

##### 2.5.4.1. *Metoda srovnatelných transakcí*

Pro metodu srovnatelných transakcí mohou být použity subjekty, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Můžeme tak použít i společnosti s jinou právní formou než akciové společnosti. Informace, které jsou však vyžadovány pro provedení této metody jsou informace o skutečné ceně, která byla uhrazena za podobný podnik, který je tudíž srovnatelný právě se sledovaným subjektem (Mařík & Dědič, 1992).

U této metody se nemusíme zabírat používáním přepočtů na akcii, naopak zde používáme násobitele odvozené z již zmíněné skutečné ceny, za kterou byl sledovaný subjekt prodán. Hodnotu podniku tak zjišťujeme přímo. Mezi takovéto násobitele můžeme řadit např. roční zisk, realizovaný obrat, roční cash flow, hodnotu vlastního kapitálu vedenou v účetnictví, případně i dalších ukazatele, mezi ty můžeme řadit i množstevní násobitele (Kovář & Hrazdilová Bočková, 2016).

Mařík (2018) uvádí několik takových množstevních násobitelů, které jsou převážně používány u poskytovatelů služeb. Jako příklad uvádím User Ratio, viz následující vzorec.

$$User\ Ratio = \frac{Tržní\ kapitalizace}{Počet\ uživatelů\ za\ měsíc} \quad (9)$$

##### 2.5.4.2. *Metoda srovnatelných podniků*

U tohoto přístupu vycházíme ze skutečnosti srovnání s podniky, které jsou k určitému datu již oceněny. Převážně takto dochází k ocenění podniků nevyskytujících se na burze, či podniků, jejichž cenu akcií nechceme zveřejnit, či vůbec použít při takovéto manipulaci. Takovýto námi

oceňovaný podnik pak porovnááme s takovým, jehož akcie jsou veřejně obchodovány na trzích. Tímto způsobem však dochází k ocenění jednotlivých akcií. Mařík (2018) uvádí ve své publikaci postup, pomocí kterého dospějeme k takovému ocenění, aby se nám podařila vyjádřit pravá hodnota podniku.

V první řadě je dle Maříka (2018) důležité správně zanalyzovat národní hospodářství, ve kterém se podnik pohybuje. V této části se tak zaměřujeme na tempo růstu národního produktu, či stav úrokové míry a inflace. Dalším krokem, který by neměl být vynechán, je analýza stavu daného odvětví, ve kterém je podnik činný. Těmito postupy si tak utváříme lepší představu o podmínkách, za kterých funguje sledovaný podnik. Poté co podrobíme analýze i celkový stav a vývoj oceňovaného podniku (zhodnocení vývoje obratu, podíl na trhu...), dostáváme se k podrobné finanční analýze sledovaného podniku, která nám poodhalí skutečnosti dosud nezjištěné. Až v této části celého postupu si vybíráme podnik vhodný k samotnému srovnání. Je totiž důležité využít všechny dosud zjištěné informace tak, aby byl vybrán co nejvhodnější a nejpodobnější podnik, v opačném případě by nedošlo k věrohodnému ocenění. Tento krok se tak jeví nejdůležitějším z celého postupu, neboť právě na něm závisí kvalita celého ocenění. I takto vybraný podnik je pak potřeba podrobněji zanalyzovat ještě předtím, než dojde k samotnému ocenění. Nalezneme-li se v této fázi, nastal vhodný čas pro výběr vhodných násobitelů, o těch se budu zmiňovat v následujícím textu. Po volbě hodnot násobitelů přecházíme k výpočtu hodnoty akcie oceňované společnosti. Posledním krokem je pak samotné odvození konečné hodnoty akcie.

V úvahu však musíme brát i specifika místní, nelze totiž porovnávat společnosti nacházející se v jiných částech světa s příliš velkou důvěrou v přesnost a vypovídací hodnotu výsledného srovnání. Použitelnost této metody se tak především v podmínkách České republiky jeví přinejmenším jako omezená, to je způsobeno především nedostatkem společností pohybujících se na burze dostupných k porovnání (Krabec, 2009).

I Ručková (2011) jedním dechem upozorňuje na spolehlivost získávaných dat, se kterými vybraný podnik porovnááme. Dle jejího názoru se s kvalitnějšími vstupními informacemi zvedá i spolehlivost dat výstupních. Kromě spolehlivosti získaných důkazů je však nutné posoudit i účelnost použitých informací, ty tedy musíme použít jen takové, které odpovídají účelu ocenění, je na místě tak zvážit veškeré přístupy tak, abychom přistupovali co nejvíce individuálně k právě oceňované společnosti.

Pro co nejpřesnější určení konečné hodnoty akcie je vhodné použít při srovnávání asi 5 až 8 podniků, tímto by se mělo oceňovateli podařit předejít velkým nesouladům. Z těch pak vybíráme ten, co má nejméně závažných rozdílů, zároveň však hodnotíme i postavení mezi ostatními vybranými podniky, tedy to, zda se řadí spíše mezi průměrné, podprůměrné či nadprůměrné.

I přesto, že existuje velmi malá šance najít podobný podnik z hlediska výnosnosti, rizika či tempa růstu, musíme si uvědomit, že mezi srovnávanými podniky nesmějí panovat příliš velké rozdíly. Vzhledem k tomu, že nejrozsáhlejší je určitě část týkající se budoucích charakteristik, řídíme se i podle jednodušeji zjistitelných znaků, ve kterých by se srovnávané podniky měly shodovat.

- Odvětví a obor podnikání,
- vyráběné produkty,
- velikost,
- právní norma,
- struktura vlastního a cizího kapitálu,
- základní využívané technologie,
- vymezení dodavatelů a odběratelů,
- výkonnost,
- perspektivy do budoucna (Mařík, 2018).

V následujících odstavcích se budeme věnovat násobitelům. Ty se skládají ze dvou částí. První z těchto částí je číselník – tržní hodnota sledované společnosti. O druhé části vyjadřovaného zlomku, jmenovateli, se zmiňuji ve výčtu níže. Za tuto část zlomku nejčastěji dosazujeme:

- výnosy,
- hrubý zisk,
- EBITDA,
- EBIT,
- cash flow,
- počet zaměstnanců,
- účetní hodnota vlastního kapitálu,
- účetní hodnota celkového kapitálu,
- hmotný majetek... (NACVA, 2004).

Pro lepší přehlednost v jednotlivých násobitelích uvádím dělení dle Maříka (2018).

1. Dle způsobu vyjádření tržní ceny akcie
  - a. Equity value = hodnota vlastního kapitálu na akcii
  - b. Enterprise value = hodnota podniku (jako celku) na akcii
2. Dle vyjádření vztahové veličiny
  - a. Výnosové násobitele – ty jsou počítané na základě zisku, EBIT, EBITDA či například zmiňovaného cash flow.
  - b. Nákladové násobitele – zde hovoříme o účetních hodnotách vlastního či celkového kapitálu.

Při tvorbě násobitelů se musíme více zaměřit na proces tvorby násobitele, je zde totiž důležité počítat se sobě odpovídajícími jednotkami a nemíchat tak nesymetrické čitatele a jmenovatele. Několik vybraných násobitelů uvádím v tabulce níže (Mařík, 2018).

Tabulka 8: Vybrané násobitele pro metodu srovnatelných podniků

$\frac{\text{cena akcie}}{\text{zisk na akcii}}$
$\frac{\text{tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii}}{\text{EBIT na akcii}}$
$\frac{\text{tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii}}{\text{EBITDA na akcii}}$
$\frac{\text{tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii}}{\text{tržby na akcii}}$
$\frac{\text{cena akcie}}{\text{účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii}}$
$\frac{\text{tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii}}{\text{účetní hodnota investovaného kapitálu na akcii}}$
$\frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{cena akcie}}$

Vlastní zpracování dle Mařík, 2018

Asi nejnámějším násobitelem je poměr P/E, tzn. poměr mezi cenou akcie a ziskem na akcii (Živělová, 2003).

Po vhodném zvolení násobitele je na čase zabývat se jeho hodnotou pro jednotlivé podniky, pomocí kterých oceňujeme. Vzhledem k tomu, že oceňovatelem je vybráno několik násobitelů, a tedy získání několika odhadů, jsou tyto jednotlivé odhady nazývány odhady dílčími. Pro výpočet tržní ceny akcie bude v následujícím vzorci použit zmíněný poměr P/E:

$$H_{A\left(\frac{P}{E}\right)} = Z_{(OP)} * \left(\frac{P}{E}\right)_{SP}, \quad (10)$$

kde:  $H_{A\left(\frac{P}{E}\right)}$  = dílčí odhad hodnoty oceňovaného podniku,

$Z_{(OP)}$  = zisk na akcii pro oceňovaný podnik,

$\left(\frac{P}{E}\right)_{(SP)}$  = hodnota násobitele vypočtená ze souboru srovnatelných podniků.

Po použití násobitelů pro jednotlivé dílčí hodnoty akcií odhadneme i výslednou hodnotu akcie. Poté přecházíme k samotnému ocenění podniku, zde násobíme počet akcií s odhadnutou hodnotou akcie (Mařík, 2018).

#### 2.5.4.3. Závěr k metodám tržního ocenění

Používání zmíněných metod tržního ocenění nacházíme především v zemích s rozvinutým kapitálovým trhem. Metody tržního porovnání nacházejí na trhu oceňování široké uplatnění, jejich nespornou výhodou je blízkost k běžným občanům, kterým nedělá větší problémy pochopit základní principy, na kterých jsou založené. Mezi ostatními metodami pak rovněž vynikají v některých oblastech. Bezsporu jim nemůžeme upřít jejich větší míru objektivitu ve srovnání s metodami výnosovými. Samotné využití těchto metod v praxi se však již nejeví tak různově, ke správnému použití těchto metod a využití tak jejich zmíněných předností musíme mít k dispozici spolehlivá data o kapitálovém trhu a průhledné transakce u jednotlivých obchodování s podniky.

Kromě prvotně vyplouvajících nevýhod musíme zmínit i velkou subjektivnost těchto metod. Chceme-li srovnávat podniky mezi sebou, musíme si jako oceňovatelé připustit data, ve kterých se dané podniky rozcházejí a v počátku objektivní data pak transformovat na data neobjektivní.



### 3. Metodika práce

Vlastní práce byla provedena na základě účetních výkazu společnosti META skladovací technika, s.r.o., zde se jedná především o výkaz zisku a ztráty a rozvahu za jednotlivé sledované roky 2013-2018. Ve většině analýz tak figurují především data z těchto výkazů. Doplněny jsou pak daty získanými z interních dokumentů společnosti. Pro účely vypracování strategické analýzy je čerpáno z interního systému, díky těmto údajům je zpracována například analýza vývoje vybraných odběratelů.

Neméně důležitými zdroji pro provedené analýzy jsou pak i webové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu, stejně tak i stránky Českého statistického úřadu. Pro finanční prognózy byly využity i informace z internetových stránek České národní banky.

K obecné charakteristice podniku byly nadále využity internetové stránky sledované společnosti. Po seznámení se s podnikem přecházíme ke strategické analýze společnosti, přičemž zde bylo čerpáno i z internetových stránek konkurentů společnosti tak, aby byla uceleně vyhodnocena situace makroprostředí i mikroprostředí, ve kterém se podnik nachází.

K analyzování finančního zdraví podniku přistupuji hned následovně po zhodnocení strategické oblasti. Zde pracuji jak s horizontální, tak i s vertikální analýzou finančních dat, ty jsou, jak již bylo zmíněno, převzaty z výkazů zisků a ztrát a z rozvah za sledované roky. Po tomto zhodnocení přecházím k analýze pomocí poměrových ukazatelů, zde se věnuji ukazatelům aktivity, rentability, zadluženosti a likvidity, jejichž vývoj sleduji v čase. U poměrových ukazatelů vybírám vždy několik zástupců reprezentujících pohled na danou problematiku. Pro ucelený pohled na finanční analýzu jsou na její závěr provedeny i analýzy pyramidových a souhrnných ukazatelů.

Na základě provedených analýz a pomocí získaných dat sestavuji finanční plán podniku na roky 2019 až 2021. V rámci toho jsem se rozhodla definovat provozně nepotřebná aktiva jako nulová, jelikož jak vysvětluji v praktické části práce, nenalezla jsem v podniku žádná aktiva spadající do provozně zbytného majetku.

Závěrem celé práce je vytvořeno ocenění na základě dvou výnosových metod vybraných právě na základě provedených analýz. Jimi jsou metoda DCF entity a EVA. To je vykonáno v souladu s cílem celé práce, tedy charakterizovat postupy a principy a jejich aplikaci při zjišťování tržní hodnoty podniku a provést pak jejich aplikování na konkrétní podnik.

Tabulka 9: Struktura provedených výpočtů

Ukazatel	Výpočet
<b>Rentabilita</b>	
- Celkového kapitálu	EBIT/A
- Vlastního kapitálu	EBIT/VK
- Tržeb	EAT/Tržby
- Investovaného kapitálu	EBIT/(VK + Rezervy + Dl. Z. + Bank. Úvěry dl.)
<b>Zadluženost</b>	
- Úrokové krytí	((VH + nákl. úroky)/ nákl. úroky)
- Míra zadluženosti (I.)	(CZ/VK)*100
- Celková zadluženost (II.)	(CZ/A)*100
<b>Likvidita</b>	
- Běžná	OA/kr.záv.
- Pohotová	(OA-zásoby)/kr.záv.
- Okamžitá	Finanční majetek/kr.záv.
- Čistý pracovní kapitál	OA-kr.záv.
<b>Aktivita</b>	
- Obrat závazků	Tržby/závazky
- Obrat pohledávek	Tržby/pohledávky
- Obrat zásob	Tržby/zásoby
- Obrat aktiv	Tržby/A
- Doba samoreprodukce	VK/(odpisy + EAT)
- Relativní vázanost DHM	Tržby/DHM v zůst. cenách
<b>Altmanovo Z-score</b>	$0,717 * \frac{\text{ČPK}}{\text{aktiva}} + 0,847 * \frac{\text{nerozdělený zisk}}{\text{aktiva}} + 3,107 * \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva}}$ $+ 0,420 * \frac{\text{VK}}{\text{závazky}} + 0,998 * \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}$
<b>Index bonity</b>	$1,5 * \left( \frac{\text{CF}}{\text{cizí zdroje}} + 0,08 * \frac{\text{celková aktiva}}{\text{cizí zdroje}} + 10 \right)$ $* \frac{\text{EBT}}{\text{celková aktiva}} + 5 * \frac{\text{EBT}}{\text{celkové výkony}} + 0,3$ $* \frac{\text{zásoby}}{\text{celkové výkony}} + 0,1 * \frac{\text{celkové výkony}}{\text{celková aktiva}}$
<b>Náklady na vlastní kapitál</b>	Bezriziková míra + $\beta$ * riziková prémie
<b>WACC</b>	Rd (1-t) * (CZ/CK) + re * (VK/CK)
<b>Diskontní faktor</b>	1/(1+WACC) <sup>n</sup>
<b>NOPAT</b>	Provozní zisk * (1-t)

Vlastní zpracování

Praktická část práce a závěr není zveřejněna kvůli povaze obsahujících údajů.

## Summary

The aim of my thesis was to characterize the procedures and main principles of valuation including their application and then apply this knowledge to a specific example of a company. The selected company was valued to date 01. 01. 2019 using the theoretical knowledge, which are described in theoretical part of the thesis. At the beginning of the paper there is a literature part, where the basic concepts and individual methods of valuation are explained, some of them were used in the final phase of the work. This research was also very helpful in completing the valuation of selected company. This part of work also described the reason and the process of the valuation of the company.

After a brief characteristic of the company, whose valuation is devoted in the practical part of the paper, the strategic and the financial analysis was prepared. The conclusion of the strategic analysis shows a relatively good market position. The great opportunity for the company is to continue of expanding its product portfolio, which it can focus thanks to its customer base. However one of the weaknesses of the company could be the presentation of the company and insufficient marketing methods. Even though the company presents itself at various exhibitions, it does not focus too much on social networks, in which I think it is insufficiently presented. The result of the financial analysis was to reveal the good financial health of the company. Both the ratio indicators and the comparison of absolute indicators over time showed good thriftiness with the company's financial resources. In addition to the mentioned analyzes were carried out analyzes of aggregate indicators. All these calculations then pointed to a very good financial condition of the company.

Before the valuation of the company by the yield valuation methods, the financial plan of the company was predicted. This financial plan is based on the performed analyzes, which results were used as a basis for creation of the plan. To determine the most accurate view of the resulting valuation, two yield methods were used, which were chosen precisely because of the financial and strategic analysis that pointed out the assumptions of going concern. These methods included the economic value added method and the net discounted cash flow method.

## Seznam použité literatury

Česká národní banka: Měnová politika [Online]. (2019). Retrieved September 01, 2019, from <https://www.cnb.cz/cs/>

Čížinská, R., & Marinič, P. (2010). *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing.

Damodaran, A. (c2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance* (2nd ed). Hoboken, N.J.: John Wiley.

Damodaran Online [Online]. (2019). Retrieved September 01, 2019, from <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

International valuation standards council. (2017). *International valuation standards* [Online]. Retrieved from <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>

Jakubíková, D. (2013). *Strategický marketing: strategie a trendy* (2., rozš. vyd). Praha: Grada.

Janiček, P., & Marek, J. (2013). *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada.

Kislingerová, E. (2001). *Oceňování podniku* (2., přeprac. a dopl. vyd). Praha: C.H. Beck.

Kovář, F., & Hrazdilová Bočková, K. (2016). *Konkurenceschopný podnik: Ekonomika konkurenceschopného podniku* [Online]. Retrieved from [https://books.google.cz/books?id=2KrhDAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=cs&source=gb\\_s\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](https://books.google.cz/books?id=2KrhDAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=cs&source=gb_s_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false)

Krabec, T. (2009). *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada.

Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress.

Mařík, M. (2011). *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy* (3., upr. a rozš. vyd). Praha: Ekopress.

Mařík, M. (2018). *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress.

Mařík, M., Dědič, J. (1992). *Akvizice a oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze.

Metody oceňování podniku. In: ManagementMania.com [online]. Wilmington (DE) 2011-2018, 05.08.2015 [cit. 16.11.2018]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/metody-ocenovani-podniku>

Ministerstvo průmyslu a obchodu: Panorama zpracovatelského průmyslu ČR [Online]. (2017). Retrieved July 12, 2019, from <https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>

Ministerstvo průmyslu a obchodu: STAVEBNICTVÍ ČESKÉ REPUBLIKY 2017 [Online]. (2017). Retrieved July 12, 2019, from [https://www.mpo.cz/assets/cz/stavebnictvi-a-suroviny/informace-z-odvetvi/2018/2/Stavebnictvi-2017\\_final.pdf](https://www.mpo.cz/assets/cz/stavebnictvi-a-suroviny/informace-z-odvetvi/2018/2/Stavebnictvi-2017_final.pdf)

Mrkvička, J., & Strouhal, J. (2011). *Manažerské finance* (2. vyd). Praha: ICU.

National Alliance of Consultants, Valuers and Analysts: NACVA. (2004). *Business Valuations: Fundamentals Techniques and Theory* [Online]. Retrieved from [http://edu.nacva.com/preread/2012BVTC/2012v1\\_FTT\\_Chapter\\_Six.pdf](http://edu.nacva.com/preread/2012BVTC/2012v1_FTT_Chapter_Six.pdf)

Needles, B. E., Powers, M., & Crosson, S. V. (2010). *Principles of Accounting: Financial Accounting Series*. Cengage Learning.

Nunes, M. A. (2003). *The Right Price for Your Business* [Online]. Beard Books. Retrieved from [https://books.google.cz/books?id=YLAYA9VQlMC&dq=asset+based+business+valuation+liquidation+value&hl=cs&source=gbs\\_navlinks\\_s](https://books.google.cz/books?id=YLAYA9VQlMC&dq=asset+based+business+valuation+liquidation+value&hl=cs&source=gbs_navlinks_s)

Oubrecht, J. (2013). *Oceňování podniku II: Studijní opora pro kurz Oceňování podniku v rámci projektu Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu* [Online]. České Budějovice. Retrieved from [https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op2/Ocenovani\\_podniku\\_2-opora.pdf](https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op2/Ocenovani_podniku_2-opora.pdf)

Právní rámce: Přehled právních předpisů pro oceňování majetku [Online]. (2018). Retrieved January 01, 2019, from <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/ocenovani-majetku/pravni-ramce>

Rejnuš, O. (2014). *Finanční trhy* [Online] (4., aktualiz. a rozš. vyd). Praha: Grada. Retrieved from [https://books.google.cz/books?id=z2pBAAAQBAJ&dq=ukazatele+aktivity&hl=cs&source=gbs\\_navlinks\\_s](https://books.google.cz/books?id=z2pBAAAQBAJ&dq=ukazatele+aktivity&hl=cs&source=gbs_navlinks_s)

Růčková, P. (2011). *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi* (4., aktualiz. vyd). Praha: Grada.

Sabolovič, M. (2011). *Stanovení hodnoty podniku: Business valuation: monografie*. Brno: Mendelova univerzita v Brně.

Sedláček, J. (2011). *Finanční analýza podniku* (2., aktualiz. vyd). Brno: Computer Press.

Sedláčková, H., & Buchta, K. (2006). *Strategická analýza* (2., přeprac. a dopl. vyd). Praha: C. H. Beck.

Seifert, R. W., Leleux, B. F., & Tucci, C. L. (2008). *Nurturing Science-based Ventures: An International Case Perspective*. Springer Science & Business Media.

Trugman, G. R. (2018). *Understanding business valuation: a practical guide to valuing small to medium-sized businesses* (5th ed). New York: John Wiley & Sons.

Valentová Worschová, K. (2018). *Metody oceňování* [Online]. Retrieved November 10, 2018, from <https://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>

Vochozka, M. (2011). *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada.

Vochozka, M., & Mulač, P. (2012). *Podniková ekonomika* ([1. vyd.]). Praha: Grada Publishing.

Zákon č. 89/2012 Sb., Občanský zákoník

ŽIVĚLOVÁ, I. (2003). *Finanční řízení podniku*. II. Brno: Mendelova zemědělská a lesnická univerzita.

## Seznam grafů

- Graf 1: Vývoj obratu vybraných členů v rámci společenství META v letech 2013-2018*
- Graf 2: Vývoj obratu vybraných katalogových prodejců v letech 2013-2018*
- Graf 3: Relevantní trh v tis. Kč v letech 2008-2017*
- Graf 4: Vývoj HDP ve vybraných ekonomikách mezi lety 2014-2018, v mld. EUR*
- Graf 5: Srovnání vývoje tržního podílu s vybranými konkurenty*
- Graf 6: Struktura pasiv*
- Graf 7: Vývoj majetkové struktury v letech 2013-2018*
- Graf 8: Vývoj struktury tržeb v letech 2013-2018, v tis. Kč*
- Graf 9: Vývoj struktury osobních nákladů a průměrného počtu zaměstnanců v letech 2013-2017*
- Graf 10: Vývoj výsledku hospodaření v letech 2013-2018*
- Graf 11: Vybrané ukazatele rentability*
- Graf 12: Vývoj rentability investovaného kapitálu*
- Graf 13: Vývoj úrokového krytí*
- Graf 14: Vývoj vybraných ukazatelů zadluženosti*
- Graf 15: Vývoj vybraných ukazatelů likvidity*
- Graf 16: Vývoj obratu čistého pracovního kapitálu*
- Graf 17: Vývoj vybraných ukazatelů aktivity*
- Graf 18: Vývoj doby samoreprodukce a relativní vázanosti DHM*
- Graf 19: Vývoj Altmanova Z-score*
- Graf 20: Vývoj indexu bonity*
- Graf 21: Logaritmický rozklad ROE společnosti META skladovací technika v %*
- Graf 22: Logaritmický rozklad ROA společnosti META skladovací technika v %*

## Seznam obrázků

- Obrázek 1: Základní informační okruhy, které odhadce musí brát v úvahu při oceňování objektu*
- Obrázek 2: Rozdělení strategické analýzy*
- Obrázek 3: Rozdělení regionů pro odborné zástupce na území ČR*

## Seznam tabulek

- Tabulka 1: Ukazatele rentability*
- Tabulka 2: Ukazatele aktivity*
- Tabulka 3: Ukazatele zadluženosti*
- Tabulka 4: Ukazatele likvidity*
- Tabulka 5: Ukazatele kapitálového trhu*
- Tabulka 6: Výhody a nevýhody jednotlivých forem metody DCF*
- Tabulka 7: Metody ekonomické přidané hodnoty*
- Tabulka 8: Vybrané násobitele pro metodu srovnatelných podniků*
- Tabulka 9: Struktura provedených výpočtů*
- Tabulka 10: Ukazatele s vlivem na prognózu vývoje fungování relevantního trhu*
- Tabulka 11: Prognóza vývoje vybraných ukazatelů pro vybrané roky*
- Tabulka 12: Vývoj tržního podílu v letech 2013-2017*
- Tabulka 13: Vývoj struktury tržeb u vybraných konkurentů, v tis. Kč*
- Tabulka 14: Konkurenční síla – výrobní podnik*
- Tabulka 15: Vývoj tempa růstu relevantního trhu a tržního podílu společnosti META skladovací technika s.r.o.*
- Tabulka 16: Průměry a mediány minulého a prognózovaného vývoje*



*Tabulka 17: Horizontální analýza struktury pasiv*  
*Tabulka 18: Vertikální analýza finanční struktury pasiv*  
*Tabulka 19: Horizontální analýza vývoje aktiv*  
*Tabulka 20: Vertikální analýza struktury aktiv*  
*Tabulka 21: Horizontální analýza struktury tržeb*  
*Tabulka 22: Vertikální analýza struktury tržeb*  
*Tabulka 23: Horizontální analýza struktury osobních nákladů*  
*Tabulka 24: Vertikální analýza struktury osobních nákladů*  
*Tabulka 25: Jednotlivé výpočty pro Altmanovo Z-score*  
*Tabulka 26: Vliv jednotlivých částí rentability aktiv a rentability vlastního kapitálu na jejich vývoj*  
*Tabulka 27: Plánovaný výkaz zisku a ztráty 2019-2021*  
*Tabulka 28: Plánovaná rozvaha – aktiva*  
*Tabulka 29: Plánovaná rozvaha – pasiva*  
*Tabulka 30: Ukazatele rentability, finanční plán*  
*Tabulka 31: Ukazatele aktivity, finanční plán*  
*Tabulka 32: Ukazatele zadluženosti, finanční plán*  
*Tabulka 33: Ukazatele likvidity, finanční plán*  
*Tabulka 34: Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM*  
*Tabulka 35: Výpočet FCFF, první část (v tis. Kč)*  
*Tabulka 36: Výpočet konečné hodnoty společnosti k 1. 1. 2019 (v tis. Kč)*  
*Tabulka 37: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů, paušální metoda*  
*Tabulka 38: Hodnota vlastního kapitálu dle metody kapitalizovaného čistého zisku*  
*Tabulka 39: Výpočet diskontované EVA, v tis. Kč*  
*Tabulka 40: Výpočet hodnoty podniku dle EVA, v tis. Kč*

## Seznam příloh

Příloha č. 1: Organizační struktura společnosti META skladovací technika s.r.o.

Příloha č. 2: Struktura pasiv v letech 2013-2018

Příloha č. 3: Struktura aktiv v letech 2013-2018

Příloha č. 4: Struktura tržeb v letech 2013-2018

Příloha č. 5: Struktura osobních nákladů v letech 2013-2018

Praktická část práce a závěr není zveřejněna kvůli povaze obsahujících údajů.

---