

Univerzita Pardubice
Dopravní fakulta Jana Pernera

Stanovení hodnoty firmy

Michal Stříteský

Bakalářská práce

2009

Univerzita Pardubice
Dopravní fakulta Jana Pernera
Katedra dopravního managementu, marketingu a logistiky
Akademický rok: 2008/2009

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Michal STRÍTESKÝ**
Studijní program: **B3709 Dopravní technologie a spoje**
Studijní obor: **Dopravní management, marketing a logistika**

Název tématu: **Stanovení hodnoty firmy**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Úvod

1. Charakteristika metod oceňování podniku
2. Analýza současného stavu bilance a cash flow vybraného podniku
3. Výpočet hodnoty podniku pomocí vybrané metody oceňování podniku

Závěr

Rozsah grafických prací: **dle doporučení vedoucího**
Rozsah pracovní zprávy: **40 - 50 stran**
Forma zpracování bakalářské práce: **tištěná**
Seznam odborné literatury:
dle pokynů vedoucího práce

Vedoucí bakalářské práce: **prof. Ing. Vlastimil Melichar, CSc.**
Katedra dopravního managementu, marketingu
a logistiky

Datum zadání bakalářské práce: **28. listopadu 2008**

Termín odevzdání bakalářské práce: **1. června 2009**


prof. Ing. Bohumil Culek, CSc.
děkan

L.S.


prof. Ing. Vlastimil Melichar, CSc.
vedoucí katedry

V Pardubicích dne 28. listopadu 2008

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Hradci Králové dne 27. 05. 2009

Michal Stříteský

Anotace

Předmětem této bakalářské práce je téma oceňování podniku. Práce se v její první části zabývá popisem jednotlivých metod oceňování, které rozděluje do třech základních skupin. V druhé části nás práce seznamuje s oceňovaným podnikem. Poslední, praktická část je zaměřena na samotné ocenění podniku Zdeněk Vápeník - Autodoprava pomocí vybraných metod.

Title

Company value determination

Annotation

Subject of this bachelor's work is a topic of company valuation. This work is dividend into three parts. The first part is about methods of company valuation. The second part is about company which is a subject of valuation. And the third part is practical part of this work. There is the valuation of company Zdeněk Vápeník – Autodoprava made by chosen methods of company valuation.

Klíčová slova

Oceňování, hodnota, podnik, metody, EVA, DCF.

Keywords

Valuation, value, company, methods, EVA, DCF.

Obsah

Úvod	7
1. Charakteristika metod oceňování podniku	8
1.1 Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)	11
1.1.1 Metoda kapitalizace čistých výnosů	11
1.1.2 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)	13
1.1.3 Kombinované výnosové metody	17
1.1.4 Metoda EVA (Economic Value Added)	18
1.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)	19
1.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	20
1.2.2 Ocenění metodou tržního porovnávání	20
1.2.3 Metoda srovnatelných podniků	20
1.2.4 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu	22
1.2.5 Metoda srovnatelných transakcí	22
1.2.6 Metoda odvětvových násobitelů	23
1.3 Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)	23
1.3.1 Likvidační hodnota	24
1.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	25
1.4 Zdroje informací pro ohodnocení podniku (účetní výkazy)	26
1.4.1 Rozvaha	27
1.4.2 Výkaz zisku a ztrát (výsledovka)	32
1.4.3 Výkaz peněžních toků (výkaz cash flow)	34
2. Analýza současného stavu bilance a cash flow vybraného podniku	36
2.1 Profil společnosti	36
2.2 Organizace společnosti a plány do budoucna	36
2.3 Finanční situace společnosti	37
3. Výpočet hodnoty podniku pomocí vybrané metody oceňování podniku	40
3.1 Předpoklady ocenění	40
3.2 Metoda Likvidační hodnoty	40
3.3 Metoda substanční hodnoty	41
3.4 Metoda DCF entity	42
3.5 Výpočet pomocí metody EVA	44
3.6 Shrnutí výsledků	44
Závěr	46
Použitá literatura	48
Seznam tabulek	50
Seznam obrázků	51
Seznam zkratk	52

Úvod

Oceňování podniku je v dnešní době velice praktickým a také užitečným nástrojem. Po celém světě dochází ke globalizaci a propojování národních ekonomik. Tak vznikají nové společnosti spojováním jednotlivých menších firem. Jsou to fúze, joint venture projekty, akvizice, atd. Aby tyto aliance mohly vzniknout, je zapotřebí předmět oceňován podniku, který je zároveň hlavním tématem mé bakalářské práce.

Oceňování podniku je velice náročná vědní disciplína. Ke správnému ocenění je potřeba mít nejenom teoretické vědomosti z této oblasti, ale také je dobré mít zkušenosti z oblasti praktického řízení podniku. Dále je potřeba mít dobré informace o podniku a vlastnit potřebná data, která jsou nutná k ocenění. Nejdůležitější částí ocenění je potom výběr oceňovací metody podle toho, pro koho je ocenění určeno a z jakého důvodu se ocenění dělá.

Tato práce je rozdělena do dvou hlavních částí. V první, teoretické části, práce popisuje jednotlivé druhy oceňovacích metod a také základní účetní výkazy, které jsou potřeba k oceňování podniku. Důraz je kladen na výnosové metody, které jsou v dnešní době nejpoužívanější. Dále jsou zde zmíněny ještě metody majetkové a metody založené na analýze trhu.

Druhá část práce (praktická) se už blíže zabývá samotnou firmou, kterou jsem si zvolil k ocenění a to firmou Zdeněk Vápeník – Autodoprava. V druhé kapitole je nejprve popsána samotná firma (její historie, finanční situace, organizace). V následující třetí kapitole, která je nejdůležitější částí samotné bakalářské práce, je ohodnocena zvolená firma podle zvolených metod. Jednotlivé metody jsou pak mezi sebou porovnány a je vybrána ta, která má asi největší vypovídací hodnotu. To ovšem neznamená, že ostatní hodnoty by byly špatné. Pak již následuje závěrečné shrnutí práce.

Hlavním cílem této práce je ocenění podniku pomocí vybraných metod. Jednotlivé výsledky mezi sebou porovnat a doporučit tak metodu, která bude pro daný podnik nejpřesnější.

Přínosem by pak měla být užitečnost vypočtených dat samotné firmě, která byla předmětem ocenění.

1. Charakteristika metod oceňování podniku

Problematika oceňování podniku spadá do oblasti finančního řízení podniku. Jedná se o důležitý nástroj finančního rozhodování podniku v tržním hospodářství. Bude-li při ohodnocování postupováno nesprávně, může to vést ke špatné alokaci kapitálu, a proto je nutné věnovat velkou pozornost ohodnocování podniku. V podmínkách České Republiky se problematika oceňování podniku objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a také s transformací vlastnických vztahů. [1]

Účelem oceňování podniku je tedy stanovení a přiřazení určité hodnoty podniku. *„Podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovanou a na okolnostech a podmínkách nezávislou hodnotu. Z toho plyne závěr, že neexistuje jediné, obecně platné a „správné“ univerzální ocenění; v tomto ohledu je důležité již nyní podotknout, že neexistuje ani jediný „správný“ model pro oceňování. Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech, především na účelu ocenění, na zkušenostech odhadce, jakož i na množství a kvalitě dostupných informací, na časové dimenzi pro zpracování, apod.“¹*

Hodnota podniku není ovšem totožná s cenou podniku, jako tomu bývá například u zboží. Hodnota a cena podniku se rovnají jen výjimečně. Výsledná cena, za kterou bývá podnik prodán, je množinou mnoha faktorů, které jí přímo ovlivňují. Mezi tyto faktory patří psychologické faktory, časová tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím nebo obratnost při cenovém jednání. Proto se v souvislosti s touto problematikou nehovoří o objektivní hodnotě, která ve své podstatě neexistuje, ale hovoříme tu o tzv. objektivizované hodnotě, která počítá s výše uvedenými předpoklady a především účelem, pro který je ocenění podniku zpracováno, a časem, kdy byl odhad připraven. [1]

Hodnota podniku také závisí na budoucím užítku, který můžeme z vlastnictví podniku očekávat. Tyto užitky si můžeme rozdělit do dvou základních podob a to na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě vyjádřit nelze (společenské postavení, moc, atd.). Z praktických důvodů se zaměřujeme pouze na užitky finanční. *„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).“²* Pojem očekávané budoucí příjmy musíme chápat pouze jako odhad příjmů v budoucnosti

¹ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku : 2. přepracované a doplněné vydání*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1, s. 6.

² MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3, s. 20.

podniku. Záleží, na to jakou zvolíme metodu výpočtu těchto příjmů, a kterou prognózu tak budeme považovat za věrohodnou. Také si musíme uvědomit, že při oceňování podniku hrají velkou roli faktory rizika a času.

Důvodů proč oceňovat podnik je mnoho. Mezi nejběžnější podněty, které vyvolají potřebu ohodnocení podniku patří:¹

- koupě a prodej podniku jako celku,
- zvýšení nebo snížení základního kapitálu společnosti přijetím, vstupem či vystoupením společníka nebo akcionáře,
- likvidace, konkurz, dědické řízení vedené na majetek společníka nebo akcionáře,
- splynutí, sloučení nebo rozdělení obchodních společností (fúze),
- transformace obchodní společnosti (změna právní normy),
- restrukturalizace podniku,
- rozhodování o sanaci nebo likvidaci,
- poskytování a přijetí úvěru nebo jiných forem cizího kapitálu,
- vnitřní nebo vnější potřeba hodnocení výsledků práce managementu v kontextu plnění základního cíle, zvyšování tržní hodnoty podniku, pro vlastníky podniku,
- pojištění podniku,
- privatizace podniku nebo jeho části.

Podle toho k jakému účelu má ohodnocení sloužit rozlišujeme ohodnocení poradenské, argumentační, komunikační a rozhodčí.

Při oceňování podniku by se měl vždy dodržovat určitý postup. Ten se ovšem musí měnit v závislosti na konkrétních podmínkách (podnět k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolené metody, dostupná data atd.). Nejběžnější postup má zhruba tento sled úkonů. Sběr vstupních dat, analýza dat (strategická analýza, finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty, orientační ocenění na základě generátorů hodnoty), sestavení finančního plánu, ocenění (volba metody, ocenění podle zvolených metod, souhrnné ocenění).

V dnešní době existuje mnoho metod a modelů pro výpočet a stanovení hodnoty podniku. Výsledná hodnota, kterou hledáme, bývá většinou vypočtena více druhy oceňovacích metod. *„Dále je třeba vzít v úvahu, že každý výrok o hodnotě firmy má omezenou platnost. Ta závisí na stabilitě nebo naopak na proměnlivosti prostředí, ve kterém se podnik pohybuje. Konkrétně to tedy znamená, že vypočtená hodnota firmy platí tak dlouho, dokud se nezmění některý z předpokladů, z nichž ocenění vychází. V případě změny je třeba celý*

propočít aktualizovat. Jedná se o změny ve vnějším i vnitřním prostředí podniku. Z tohoto důvodu, důvodů časové omezenosti práce, je vždy hlavní zásadou, že každý výrok musí být doplněn datem, ke kterému byl zpracován, aby byl každý uživatel informován, jaké údaje byly do výsledku zahrnuté.”³

Metody ocenění podniku můžeme v zásadě rozdělit do třech základních skupin a to na metody majetkového ocenění, metody výnosové a metody tržní.

Metody, které pracují na majetkovém principu, pracují se stavovými veličinami. Tyto metody vyjadřují a zachycují stav majetku a závazků k určitému časovému okamžiku. Rozlišujeme zde substanční a účetní hodnotu. U účetní hodnoty nám základní informace poskytuje účetní uzávěrka. Zatímco metoda substanční hodnoty je především založena na principu reprodukčních nákladů spojených s pořízením majetkových částí. [1]

Druhá velká skupina metod se opírá především o analýzu výnosů podniku. Patří sem metoda kapitalizovaných výnosů, dividendový diskontní model, metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added) a jiné.

Třetí skupinou metod jsou metody, které jsou založené především na analýze aktuálních cen na trhu. Patří sem ocenění na základě srovnatelných podniků, ocenění na základě tržních multiplikátorů, ocenění na základě tržní kapitalizace atd.

Pro dosažení nejpřesnějších a nejpřijatelnějších výsledků je vhodné využít všech tří základních metod a výsledné ocenění vytvořit syntézou dosažených výsledků.

Tabulka 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku

<p>1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</p> <ul style="list-style-type: none">• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)• Metoda kapitalizovaných čistých výnosů• Kombinované (korigované) výnosové metody• Metoda ekonomické přidané hodnoty
<p>2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)</p> <ul style="list-style-type: none">• Ocenění na základě tržní kapitalizace• Ocenění na základě srovnatelných podniků• Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu• Ocenění na základě srovnatelných transakcí• Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

³ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku : 2. přepracované a doplněné vydání*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1, s. 22.

3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Zdroj: Miloš Mařík a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, s. 37.

1.1 Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

Tyto metody vychází z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným budoucím užitekem pro majitele. Jelikož podnik patří k hospodářským statkům, považují se za tento očekávaný budoucí užitek výnosy. Za tyto výnosy považujeme skutečné příjmy plynoucí majiteli podniku. A podle toho, jakou přesnou veličinu si pod těmito výnosy představíme, můžeme potom rozlišit jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku. Například si musíme uvědomit, že musíme jednotlivé výnosy modifikovat podle toho, jakou hodnotu podniku hledáme. Hledáme-li tržní hodnotu podniku, musíme brát takové výnosy, jaké jsou očekávány trhem, a také musíme tyto výnosy diskontovat diskontní mírou, která je na úrovni výnosnosti očekávané trhem. Zatímco když budeme chtít zjistit investiční (subjektivní) hodnotu podniku, musíme brát úvahu takové výnosy, jaké očekává konkrétní subjekt (investor), a tyto výnosy diskontujeme požadovanou výnosností tohoto subjektu. A pokud budeme hledat objektivizovanou hodnotu podniku, tak zde se jedná o výnosy, které budou dosaženy z dnešního hlediska s největší pravděpodobností (růstové příležitosti, které jsou k datu ocenění nesporné a doložitelné). Do této skupiny metod patří zejména metoda diskontovaných peněžních toků (Discounted Cash Flow – DCF), metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty (Economic Value Added – EVA), která se v posledních letech v ekonomické praxi začala hodně prosazovat. [1]

1.1.1 Metoda kapitalizace čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vznikla v německy mluvících zemích pod názvem Ertragswertverfahren, kde je také v současné době nejvíce rozšířena. U této metody jsou rozlišovány dvě základní varianty. Varianta, která je rozšířena v akademických kruzích a která počítá s tím, že čistý výnos podniku má být určen na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji. Tato metoda je velmi podobná metodě diskontovaných peněžních toků. A druhá varianta, tzv. varianta praktiků, kde je čistý výnos počítán z upravených výsledků hospodaření, tedy rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů. [1]

Postup u druhé varianty vypadá následovně:¹

- Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
- Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- Odhad kalkulované úrokové míry
- Vlastní propočet výnosové hodnoty

Analýza a úprava dosavadních výsledků firmy je prováděna z údajů, které jsou 3 – 5 let staré. Důraz se klade na to, abychom se dobrali skutečných výsledků hospodaření, které by mohly být rozděleny, a abychom dosáhli srovnatelnosti a návaznosti mezi minulostí a budoucností tak, aby minulé výsledky mohly být základem pro plánování budoucích výsledků.

Plán budoucích výnosů vychází z předpokladu, že hodnotu podniku lze odvodit z hodnoty trvale dosažitelného zisku:

$$e_z = \frac{\sum_{i=1}^n Z_i \times q_i}{\sum_{i=1}^n q_i},$$

kde Z_i je velikost zisku v období i , q_i jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím i , i je počet období, e_z je trvale dosažitelný zisk.

Poté provedeme odhad kalkulované úrokové míry, která představuje v podstatě náklady vlastního kapitálu. To znamená, že má za úkol vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu (spotřeba, jiné investice, splátka úvěru nebo jejich kombinace).

Posledním krokem je vlastní propočet hodnoty podniku z jednoduchého vzorce:

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

kde HP je hodnota podniku, e_z je trvale dosažitelný zisk odvozený od minulého, resp. budoucího vývoje, r je kalkulovaná úroková míra.

K základním předpokladům fungování této metody patří podmínka nekonečně dlouhého trvání firmy, podmínka dobré znalosti výsledků firmy v minulosti (aspoň 3 – 5 let zpátky) a podmínka, že investice jsou uvažovány pouze do výše odpisů (jedná se o reprodukci odpisů. [1])

1.1.2 Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

Jedná se o základní výnosovou metodu. Tato metoda je nejvíce rozšířena v USA a ve Velké Británii, ale postupem času se rozšiřuje a nyní začíná převládat i v jiných zemích. Tato metoda využívá tři základní techniky pro výpočet hodnoty podniku. A to metodu DCF entity, metodu DCF equity a metodu DCF APV (adjusted present value), upravená současná hodnota. Smyslem všech tří metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku, akorát se tyto metody liší postupem, kterým k tomuto závěru dojdou. [2]

„Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (budeme ji označovat jako H_b , tj. hodnota brutto). Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu (budeme ji označovat jako H_n , hodnota netto).

Při použití metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků. Které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n).

Metoda DCF APV dělí výpočet opět do dvou kroků jako metoda DCF entity. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku pak odečteme cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.”⁴

S metodami DCF entity a DCF equity je možné se v praxi běžně setkat, zatímco metoda DCF APV je v praxi (a to i v zahraniční) využívána minimálně.

Metoda DCF entity

U metody DCF entity si musíme vymezit peněžní toky pro vlastní ocenění, a potom zvolit vhodnou metodu k výpočtu hodnoty firmy. Nejdůležitějším prvkem této metody je investovaný kapitál, hlavně tedy jeho zvolená podoba. Základním znakem této metody je fakt, že výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. [2]

K propočtu metody DCF entity je zapotřebí vymezit peněžní tok vhodný pro vlastní ocenění. Z finančního plánu můžeme určit peněžní toky na úrovni provozního, investičního, finančního a celkového cash flow. Pro tyto potřeby však není ani jedna varianta přímo vhodná. K výpočtu je zapotřebí tzv. volné cash flow (free cash flow – FCF), které vychází z provozního cash flow, od kterého odečteme investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše cash flow v budoucnu.

⁴ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3, s. 165.

Tabulka 2: Výpočet volného cash flow

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH _D x daňová sazba) ^{*)}
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

**) jedná se o zjednodušený výpočet upravené daně z korigovaného provozního VH*

Zdroj: Miloš Mařík a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, s. 170.

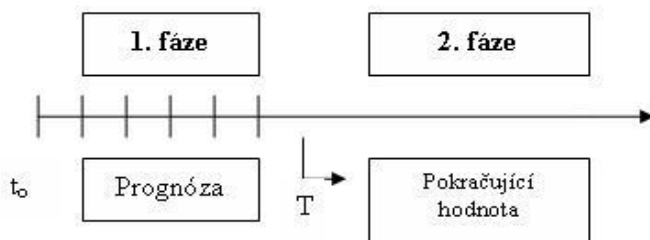
Tento volný peněžní tok bývá využíván u metod DCF. U metody DCF entity, ale spíše používáme označení peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm), nebo peněžní toky pro vlastníky a věřitele, protože jsou k dispozici vlastníkům (především dividendy) a věřitelům (splátky úvěrů a úroků).

Samotný postup výpočtu hodnoty podniku (H_b) pomocí metody DCF entity je následující:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t},$$

kde $FCFF_t$ je volné cash flow do firmy v roce t , $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu (tj. diskontní míra), n je počet let předpokládané existence podniku.

V praxi obvykle předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho dobu. Pro tuto dobu je však téměř nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta, a proto je v praxi obvykle využívána složitější dvoufázová metoda. U této metody předpokládáme, že budoucí období lze rozdělit na dvě období (fáze). Pro první období je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta, zatímco druhá fáze obsahuje období od konce první fáze až do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi se označuje jako může označovat jako pokračující hodnota. [2]



Obrázek 1: Dvoufázová metoda

Podle této metody se hodnota podniku vypočítá pomocí následujícího vzorce:

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

kde T je délka první fáze v letech, PH je pokračující hodnota, $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Metoda DCF equity a metoda DCF APV

Obě tyto metody jsou alternativy k metodě DCF entity. Tyto metody se především odlišují od metody DCF entity způsobem výpočtu volných peněžních toků, výsledkem, který získáme diskontováním těchto peněžních toků a použitou diskontní mírou. [2]

U metody DCF equity vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky označované jako FCFE (free cash flow to equity). Výpočet FCFE je znázorněn v následující tabulce.

Tabulka 3: Výpočet FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH) + Odpisy + Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů - Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného - investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity) - Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok x (1 – daňová sazba) - Splátky úročeného cizího kapitálu + Nově přijatý úročený cizí kapitál
= FCFE

Zdroj: Miloš Mařík a kolektiv, Metody oceňování podniku, s. 205.

Tyto peněžní toky potom diskontujeme pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Hodnotu podniku (H_n) potom vypočteme pomocí vzorce:

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

kde i_k je kalkulovaná míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku, g je předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let.

Diskontní míra pro metodu DCF

Musíme si uvědomit, že postup stanovení diskontní míry je pro každou metodu DCF jiný. Jestliže bychom pracovali s metodou DCF entity, je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), budeme-li využívat metodu DCF equity, pak je úroková míra dána odhadem nákladů na vlastní kapitál při konkrétní míře zadlužení. A jestliže si zvolíme metodu DCF APV, potom využijeme diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. [2]

Jelikož je nejvyužívanější metoda z těchto tří DCF entity, tak se blíže zaměříme na průměrné vážené náklady kapitálu WACC (weighted average capital costs). Musíme si uvědomit, že zde náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři od svých investic očekávají, a riziku, které tím podstupují. Nejde ovšem o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti. Pro výpočet průměrných vážených nákladů je obecně využíván vzorec:

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

kde n_{ck} je očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál), d je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt (náklady CK by ale měly být sníženy o daňový štít jen tehdy, pokud jsou v daném případě splněny podmínky daňové znatelnosti úroků podle zákona od ani z příjmů a podnik má pro jejich uplatnění dostatečný výsledek hospodaření), CK je tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného), $n_{vk(z)}$ je očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku, VK je tržní hodnota vlastního kapitálu, K je celková tržní hodnota investovaného kapitálu = $VK + CK$.

Do cizího kapitálu pak počítáme bankovní úvěry, obligace všeho druhu, leasingové financování a jiné druhy úvěrů, ale nepočítáme sem neúročená pasiva, jako jsou například

závazky vůči dodavatelům, jelikož předpokládáme, že jsou obsaženy v provozních peněžních tocích.

Na závěr k metodám DCF se musím zmínit o modelech DDM (dividendové diskontní modely), které představují zvláštní případ modelů DCF. Tyto metody se využívají tam, kde existuje nějaká historie výplat dividend, ustálený výplatní poměr a struktura financování. Podstata hodnoty je potom úzce spjata z úrovní dividendy, očekávanou prodejní cenou akci a očekávaným tempem růstu g . Mezi DDM modely například patří Gordonův růstový model, Dvoustupňový dividendový diskontní model, H model pro hodnocení růstu nebo Třístupňový dividendový diskontní model. [2]

1.1.3 Kombinované výnosové metody

Tyto metody kombinují výnosové a majetkové ocenění a někdy také bývají označovány jako korigované výnosové metody. Patří mezi ně metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda) a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)

Tato metoda vznikla z praxe, a proto je velice oblíbená u praktiků a velice používaná jako i jiné metody střední hodnoty. Ovšem je potřeba s ní zacházet opatrně, jelikož nemá teoretické zdůvodnění. U propočtu vycházíme z průměru hodnot podniku vypočtených výnosovou metodou (obvykle metoda kapitalizovaných čistých výnosů) a majetkovým oceněním (obvykle substanční hodnota založená na reprodukčních cenách):

$$H = \frac{V + S}{2},$$

kde H je hodnota podniku, V je hodnota podniku spočítaná výnosovou metodou, S je hodnota podniku spočítaná majetkovým oceněním.

Je důležité, aby se výnosová a substanční hodnota od sebe příliš nelišily (rozdíl může orientačně činit 5% až 10%). Potom touto metodou můžeme vzniklé nepřesnosti, kterých se můžeme dopustit při výpočtech, minimalizovat. Pokud je rozdíl mezi oběma hodnotami větší, pak přihlížíme pouze k hodnotě výnosové. Jestliže je tato výnosová hodnota výrazně větší než hodnota substanční, tak nám to naznačuje existenci goodwillu. Potom je vhodné vzít za základ ocenění výnosovou hodnotu včetně tohoto goodwillu. [2]

$$\text{substanční hodnota} < \text{výnosová hodnota} \Rightarrow \text{hodnota rozdílu} = \text{hodnota goodwillu}$$

Zdroj: Eva Kislingerová, Oceňování podniku, s. 238.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Někdy bývá také označována jako metoda nadzisku. Celková hodnota podniku je zde složena z hodnoty substance a hodnoty „firmy“. Výraz hodnota „firmy“ je rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. To znamená, že to je pouze jiné označení pojmu goodwillu (například stálý okruh zákazníků nebo účinný systém řízení). Základem této metody je myšlenka, že podnik musí produkovat vyšší zisk (mimořádný čistý výnos), než je produkováný zisk na úrovni bezrizikového výnosu. Při výpočtu se potom mimořádný čistý výnos získá z rozdílu plánovaného čistého výnosu firmy a obvyklého čistého výnosu (bezrizikový výnos). Hodnota podniku (H_n) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu se potom vypočítá ze vztahu:

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k \cdot S_n}{i_{k2}},$$

kde S_n je substanční hodnota, $\check{C}V$ je plánovaný čistý výnos podniku, i_k je kalkulovaný bezrizikový výnos, i_{k2} je výnosová míra.

1.1.4 Metoda EVA (Economic Value Added)

Metoda EVA a samotný pojem ekonomická přidaná hodnota se v poslední době začíná hodně prosazovat v ekonomické teorii. Ekonomickou přidanou hodnotu lze v praxi totiž využít jako nástroj finanční analýzy, nástroj řízení podniku a nástroj oceňování podniku. V podstatě je EVA ukazatel výnosnosti, ale oproti jiným ukazatelům výnosnosti netrpí tolika nedostatky. Například ukazatelé rentability (ROE, ROA apod.) jsou založeny na účetním výsledku hospodaření. Tento účetní výsledek může být ale výrazně ovlivněn legálními účetními postupy. Navíc účetní ukazatele neberou v potaz časovou hodnotu peněz a riziko investorů. [2]

Proto byl zaveden ukazatel ekonomické přidané hodnoty, který byl především úzce spjat s hodnotou akcií (shareholder value), umožňoval využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím, kalkuloval s rizikem a umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniku.

Základním principem u této metody je předpoklad, že firma tvoří nejen účetní, ale i ekonomický zisk. *„Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Zjednodušeně řečeno, pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (ten je již snížen o placené úroky jako náklady na cizí kapitál), vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.*

Jinými slovy, pokud podnik sice dosahuje kladného účetního zisku. Ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty.”⁵

Výpočet ukazatele EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti, který je snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu:

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC ,$$

kde *NOPAT* je zisk z hlavního provozu podniku po zdanění (net operating profit after taxes), *Capital* je investovaný kapitál, *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Tabulka 4: Postup výpočtu NOPAT

1) VH z provozní činnosti
2) (-) provozní výnosy z neoperačního majetku (+) finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do NOA (+) provozní náklady na neoperační majetek
3) (+) odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
4) (+) původní náklady s investičním charakterem (-) odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
5) (+) leasingová platba (původní náklad na leasing) (-) odpisy majetku pronajatého na leasing
6) (-) neobvyklé zisky (+) neobvyklé ztráty
7) Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
8) Úprava daní na úroveň NOPAT

Zdroj: Miloš Mařík a kolektiv, *Metody oceňování podniku*, s. 291.

NOPAT je sice v principu provozní výsledek hospodaření, ale i tak ho nemůžeme přesně srovnávat s provozním výsledkem hospodaření podle českých účetních předpisů.

U metody EVA jako nástroje ocenění můžeme použít také tři varianty výpočtu jako u metody DCF, tedy entity, equity a APV.

1.2 Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

Jedná se o metody, které jsou běžnému člověku nejpochoptitelnější. Jejich základem je myšlenka, že pokud chceme něco ohodnotit, musíme zjistit, jakou částku jsou za to ostatní ochotni zaplatit a kolik je možné požadovat. Nejjednodušší způsob je srovnávat ceny ve

⁵ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3, s. 283.

stejných odvětvích (např. osobní automobily). U podniků rozlišujeme dvě základní možnosti. Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění metodou tržního porovnávání.

1.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Tato metoda je často využívána pro ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou na trhu běžně obchodovány. Nejjednodušší způsob vypočtení hodnoty je potom vynásobit tržní cenu akcie s celkovým počtem akcií firmy. Tím získáme tzv. tržní kapitalizace, která se ovšem od tržní hodnoty podniku trochu odlišuje. První odlišností je cena akcie. Pro tržní hodnotu nemůžeme brát v úvahu pouze cenu aktuální, ale musíme počítat s průměrnou cenou za poslední období. Druhou odlišností je vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Při vypočtení aktuální tržní ceny se totiž počítá pouze s prodejem malého procenta z celkového počtu akcií, a proto by při prodeji sta procent akcií cena určitě nebyla pro všechny akcie stejná. [2]

1.2.2 Ocenění metodou tržního porovnávání

Tato metoda může být použita i pro ostatní společnosti nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou volně obchodovatelné na trhu. Obecně tato metoda srovnává hodnotu tržního aktiva s konkrétní cenou, nebo tržní hodnotu obdobných aktiv. Aby metoda fungovala, musí být rozdíly co nejmenší. V praxi bývá nalezení srovnatelného podniku, jehož cena by byla k dispozici téměř nemožné, protože každý podnik je zboží téměř jedinečné. Nejlépe tyto metody fungují ve Spojených státech, kde je trh s podniky největší. Využívají zde tyto druhy metod porovnávání:²

- Metoda srovnatelných podniků – jde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií.
- Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu.
- Metoda srovnatelných transakcí – srovnání s podobnými podniky, které byly předmětem transakce a známe jejich cenu.
- Metoda odvětvových multiplikátorů.

1.2.3 Metoda srovnatelných podniků

Tato metoda je založena na srovnávání podniku s podnikem, který už byl k určitému datu již nějakým způsobem oceněn. Základním předpokladem srovnatelného podniku je, že by měl být srovnatelný z hlediska výnosnosti a rizika. Šance najít takovýto podnik je velice malá, a proto tyto dvě hlediska bývají v praxi nahrazena řadou dalších předpokladů (znaků):²

- odvětví a obor podnikání,
- vyráběné produkty,
- velikost,
- právní norma,
- struktura financování,
- základní technologie,
- struktura dodavatelů a odběratelů,
- výkonnost,
- perspektivy.

Pomocí těchto znaků se vybere 5 – 8 srovnatelných podniků, které budeme analyzovat. U těch se provede mezipodnikové srovnání. Výsledkem by mělo být to, který ze srovnávaných podniků má nejbliže k oceňovanému a v jakém stavu je oceňovaný podnik k souboru podniků srovnatelných (průměrný, nadprůměrný, špičkový). Tento krok postupu je asi nejobtížnější a do značné míry rozhoduje o výsledku celé metody. [2]

I u této metody je k samotnému ohodnocení podniku nejprve nutné zjistit hodnotu akcie. Dalším krokem metody je tedy volba vhodného násobitele, který nám pomůže určit samotnou tržní hodnotu akcie. Obecně je tento násobitel poměr tržní ceny k nějaké vztahové veličině. Asi neznámější násobitel je poměr P/E , což je poměr mezi cenou akcie a ziskem na akcii. Násobitelů je velké množství. V následující tabulce jsou uvedeny některé, které se využívají při metodě srovnatelných podniků.

Tabulka 5: Přehled vybraných násobitelů

$\frac{\text{Cena akcie}}{\text{Zisk na akcii}}$
$\frac{\text{Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu (enterprise value) na akcii}}{\text{EBIT na akcii}}$
$\frac{\text{Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu (enterprise value) na akcii}}{\text{EBITDA na akcii}}$
$\frac{\text{Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu (enterprise value) na akcii}}{\text{Tržby na akcii}}$
$\frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$
Mimo uvedené násobitele se ještě používá dividendová výnosnost, která má povahu nikoliv násobitele, ale dělitele, protože cena akcie je uvedena ve jmenovateli:

$$\frac{\text{Dividenda na akcii}}{\text{Cena akcie}}$$

Zdroj: Miloš Mařík a kolektiv, Metody oceňování podniku, s. 308.

Když máme zvoleného násobitele, dalším krokem je určení jeho hodnoty pro jednotlivé podniky ze souboru srovnatelných podniků, které mají akcie obchodované na kapitálovém trhu. Potom bychom měli být schopni určit hodnotu násobitele pro oceňovaný podnik, a tak vypočítat hodnotu akcie daného podniku. Tento postup se provádí pro více druhů násobitelů a jednotlivé odhady hodnoty akcie jsou označovány jako dílčí odhady. Příkladem dílčího odhadu hodnoty akcie oceňovaného podniku může být výpočet pomocí násobitele P/E :

$$H_{A(P/E)} = Z_{(OP)} \cdot (P/E)_{(SP)},$$

kde $H_{A(P/E)}$ je dílčí hodnota akcie vypočtené pomocí násobitele P/E , $Z_{(OP)}$ je zisk na akcii vypočítaný pro oceňovaný podnik, $(P/E)_{(SP)}$ je hodnota násobitele P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků.

Použitím více druhů násobitelů vypočteme jednotlivé dílčí hodnoty akcií a poté můžeme odhadnout hodnotu výslednou (expertní postup, mechanický postup). Nakonec můžeme přejít k samotnému ocenění firmy tak, že vynásobíme hodnotu akcie, zjištěnou pomocí předchozích kroků, počtem akcií oceňovaného podniku. [2]

1.2.4 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu

Jde jen o jinou variantu postupu odvození hodnoty akcie podniku podle srovnatelných podniků. Liší se pouze rozsahem dostupných údajů, který je u této varianty podstatně menší, a proto tento postup bývá využíván spíše jako podpůrný prostředek pro ostatní metody.

1.2.5 Metoda srovnatelných transakcí

Postup u této metody je velmi podobný jako u předešlých metod, akorát nyní počítáme násobitele na základě skutečně zaplacené ceny za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době. Tato metoda se ovšem odlišuje tím, že pomocí násobitele můžeme získat už přímo hodnotu podniku jako celku a nemusíme tak hodnotu přepočítávat přes akcie. Násobitelé pak představují přímo hodnotu podniku násobkem ukazatelů za podnik jako celek, například:

- ročního zisku po dani,

- EBIT,
- EBITDA,
- účetní hodnoty vlastního kapitálu,
- celkové hodnoty investovaného kapitálu,
- tržeb, případně dalších ukazatelů.

Vlastní ocenění pak probíhá podobně jako v předchozím případě (metoda srovnatelných podniků) s tím rozdílem, že násobitelé už jsou vztaženy na podnik jako celek. Tato metoda tak nalézá širší uplatnění i v evropských podmínkách, protože je vhodná i k oceňování jiných podniků (mnohdy menších), než jsou akciové společnosti. [2]

1.2.6 Metoda odvětvových násobitelů

Základním rysem tohoto přístupu, který ho odlišuje od ostatních metod tržního porovnávání, je zdroj hodnot násobitele. Zde to nejsou hodnoty za jednotlivé vybrané podniky, ale jsou to průměry hodnot násobitelů dané branže. To si žádá existenci rozsáhlé datové základny, která je diferencována nejen odvětvově, ale i regionálně. [2]

Kromě této základní odlišnosti (odvětvový průměr) se tyto násobitelé liší ještě dalšími specifiky:²

- Množstevní násobitelé (vydavatelství novin – cena je stanovena jako násobek počtu vydání nebo stálých odběratelů).
- Okruh zákazníků a dobrá pověst (násobitelé se zde vztahují ne k celému podniku, ale pouze k jeho goodwillu), to se týká především služeb (např. advokátní kancelář).

Na závěr k metodám, které jsou založeny na analýze trhu, můžeme říci, že obcházejí některé problémy výnosových metod, mají silnou vazbu k tržnímu prostředí a dominují zde tržní data nad účetními. Ale na druhou stranu platí, že jsou použitelné jen na rozvinutých kapitálových trzích a jejich přesnost také hodně záleží na zkušenosti a intuici oceňovatele, protože právě on může subjektivně ovlivnit mnohá rozhodnutí, která v rámci těchto metod musí dělat.

1.3 Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

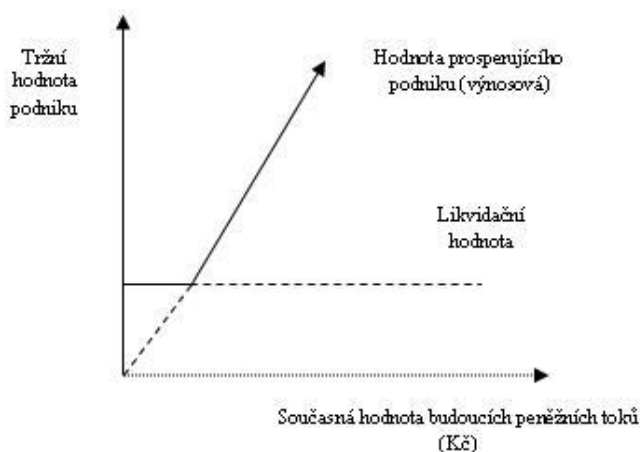
Ocenění na základě analýzy majetku pracuje zejména se substanční hodnotou. Tato hodnota je dána jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto součtu je potom odečtena hodnota všech individuálně ohodnocených závazků. Velikost této hodnoty je tedy dána množstvím, strukturou a způsobem ocenění majetku. Majetkové ocenění dělíme v závislosti na tom, podle jakých zásad a předpokladů budeme dělit jednotlivé složky

majetku. Jedním z kritérií může být doba pokračování podniku. Pokud předpokládáme podnik trvalé existence (tzv. going concern) oceňujeme majetek pomocí reprodukčních cen. Jestliže nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku, tak se dostaneme k likvidační hodnotě. [1]

1.3.1 Likvidační hodnota

Tato metoda likvidační hodnoty se využívá u podniků, u kterých předpokládáme, že jejich majetek bude rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Likvidační hodnota představuje předpokládané příjmy z prodeje majetku, snížené o odměnu likvidátora. Likvidace podniku může probíhat s různou rychlostí (doba prodeje majetku) a různou intenzitou. „*Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Je-li současná hodnota budoucích výnosů nižší než hodnota likvidační, pak je likvidační hodnota oceněním podniku.*“

6



Obrázek 2: Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku

Zdroj: Eva Kislingerová, Oceňování podniku, s. 143.

Výpočet likvidační hodnoty může být z tohoto hlediska zajímavý pro majitele podniku. Jestliže je tato hodnota větší než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou, pak může být pro vlastníky likvidace velice zajímavým řešením, protože mohou získat více, než kdyby dál podnik provozovali. Proto metodu likvidační hodnoty používáme především v těchto případech:

- ocenění podniků s omezenou životností,
- ocenění podniků ztrátových,

⁶ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku : 2. přepracované a doplněné vydání*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1, s. 143.

- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- likvidační hodnota jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku,
- ocenění neprovozního majetku.

1.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Účetní hodnota na principu historických cen

Tato metoda vypočítává hodnotu majetku na základně historických cen, tedy cen, za které byl majetek skutečně pořízen. Tento přístup může vést zejména u dlouhodobého majetku k odchylce od ekonomické reality. Na druhou stranu je jeho výhodou vysoká průkaznost získaného ocenění. Základem této metody je sestavená rozvaha, která je souhrnným vyjádřením ocenění podniku. Za netto hodnotu považujeme vlastní kapitál, který je chápán jako účetní vlastní kapitál.

V rámci oceňování podniku má však tato metoda spíše úlohu doplňovat ostatní přesnější metody. Slouží především jako výchozí informace pro oceňovatele, součást některých násobitelů v rámci metod tržního porovnávání, nebo základna pro posuzování výsledného ocenění. Nepřesnosti vznikají z důvodu oceňování majetku v historických cenách, které nepředstavují reálnou hodnotu k datu, kdy se ocenění provádí, a z důvodu, že rozvaha neobsahuje všechna aktiva, která podnik vlastní (zejména nehmotný majetek). [1]

Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Základem této metody je otázka, kolik by stálo znovupořízení veškerého majetku podniku při dané míře opotřebení. Tato hodnota se nazývá substanční. Rozlišujeme však substanční hodnotu brutto a netto. Substanční hodnotu brutto získáme, když od aktuálních reprodukčních cen majetku odečteme jeho opotřebení. Substanční hodnotu netto (ocenění vlastního kapitálu) získáme tak, že od substanční hodnoty brutto ještě odečteme dluhy. Dále musíme rozlišit, zda-li dokážeme vypočítat úplnou substanční hodnotu podniku, nebo pouze neúplnou substanční hodnotu. Pro úplnou substanční hodnotu podniku dokážeme vyčíslit veškerý hmotný i nehmotný majetek. Tuto hodnotu je ovšem v praxi velmi složité vyčíslit, protože musíme ocenit i patenty, know how, goodwill nebo vztahy k dodavatelům a odběratelům, což je velice složité. Proto v praxi více převažuje použití neúplné substanční hodnoty podniku, u které s těmito položkami nepočítáme. [1]

Důležitým pojmem u této metody jsou reprodukční náklady. Ty musíme chápat jako náklady, pomocí kterých bychom byli schopni vytvořit přesnou repliku stávající konstrukce

při použití stejného designu a materiálů. Tato substanční hodnota na principu reprodukčních cen bývá například využívána k následujícím účelům:

- stanovení zastavitelného majetku podniku,
- ocenění podílu na kapitálových společnostech,
- doplňkový údaj pro výnosové ocenění,
- jeden z podkladů pro odhad goodwillu.

Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tato metoda se využívá tehdy, když se investor rozhoduje mezi koupí podniku, nebo vybudováním nového podniku. Substanční hodnota na principu úspory nákladů je tedy založena na předpokládaném podnikatelském konceptu. Hodnota podniku je zde odvozená z principů vazeb k budoucnosti, ocenění podniku jako celku a subjektivního přístupu. *„Důležité je uvědomit si, že na rozdíl od metody substanční hodnoty založené na reprodukčních nákladech nedochází u metody úspory nákladů k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku, nezjistíme tedy přímo hodnotu jednotlivých položek, ale pracujeme pouze s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami.”*⁷

Majetkové ocenění na principu tržních cen

U této metody se oceňuje každá položka majetku jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu by pak byla součtem tržních hodnot těchto majetkových položek sníženým o závazky. Tento způsob ocenění je vhodný a často i jediný možný u investičních společností a podniků holdingového typu. U běžných podniků, u kterých se předpokládá jejich další trvání, nemá tato metoda širšího využití.

1.4 Zdroje informací pro ohodnocení podniku (účetní výkazy)

Základním zdrojem informací pro ocenění podniku jsou účetní výkazy, což jsou dokumenty zobrazující finanční situaci podniku k určitému datu. Jejich cílem je poskytovat informace širokému spektru uživatelů o finanční výkonnosti a pozici účetní jednotky. Tyto výkazy se sestavují každoročně, na konci účetního období, v rámci tzv. účetní závěrky. V České Republice musí účetní závěrka obsahovat tyto výkazy:

- Rozvahu, která podává informace o majetku podniku (aktiva) a zdrojů jeho krytí (pasiva).
- Výkaz zisku a ztrát (výsledovka), který nám podává informace o nákladech, výnosech a výsledku hospodaření firmy.

⁷ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3, s. 328.

- Přílohu k účetní závěrce, která obsahuje doplňující informace k ostatním výkazům.

Volitelnými výkazy účetní závěrky je přehled o peněžních tocích (výkaz cash flow) a přehled o změnách vlastního kapitálu. [6]

1.4.1 Rozvaha

Rozvaha (dříve bilance) podává přehled o majetku podniku (aktiva) a zdrojích jeho krytí (pasiva) v peněžních jednotkách k určitému datu (rozvahovému dni) a umožňuje tak posoudit finanční pozici podniku. Rozvaha nám zobrazuje tzv. stavové veličiny, které jsou platné k určitému okamžiku na rozdíl od ostatních výkazů. Základním předpokladem každé správně sestavené rozvahy je, že peněžní stav na straně aktiv je stejný jako peněžní stav na straně pasiv. [7]

$$\text{AKTIVA} = \text{PASIVA}$$

Na straně aktiv pak rozdělujeme majetek na dlouhodobý a oběžný. Stranu pasiv dále dělíme na vlastní zdroje a cizí zdroje. Aktiva a pasiva se v rozvaze zobrazují buď horizontálně, ve dvou sloupcích, kdy jsou aktiva na levé a pasiva na pravé straně rozvahy, nebo se jednotlivé položky zobrazují normálně pod sebou.

AKTIVA	Stav k prvnímu dni účetního období	Stav k poslednímu dni účetního období
A. Dlouhodobý majetek celkem		
I. Dlouhodobý nehmotný majetek celkem		
II. Dlouhodobý hmotný majetek celkem		
III. Dlouhodobý finanční majetek celkem		
IV. Oprávky k dlouhodobému majetku celkem		
B. Krátkodobý majetek celkem		
I. Zásoby celkem		
II. Pohledávky celkem		
III. Krátkodobý finanční majetek celkem		
IV. Jiná aktiva celkem		
AKTIVA CELKEM		
PASIVA		
A. Vlastní zdroje celkem		
I. Jmění celkem		
II. Výsledek hospodaření celkem		
B. Cizí zdroje celkem		
I. Rezervy celkem		
II. Dlouhodobé závazky celkem		
III. Krátkodobé závazky celkem		
IV. Jiná pasiva celkem		
PASIVA CELKEM		

Obrázek 3: Rozvaha ve zjednodušeném tvaru

Zdroj: internet, dostupné na www: < <http://www.sevt.cz/obrazek-produktu/rozvaha-pro-nevydelecne-organizace-a-obce-zkraceny-rozsah-60565600/>>.

Nyní se blíže zaměříme na jednotlivé složky majetku a zdroje jeho krytí, které je potřeba dobře znát, když se chceme zabývat oceněním podniku na základě analýzy majetku.

Aktiva (majetek podniku)

Aktiva podniku se skládají ze dvou hlavních složek. Jsou to aktiva stálá (dlouhodobý majetek) a aktiva oběžná (oběžný majetek).

Stálá aktiva

Stálá aktiva tvoří věcnou podstatu podnikatelské činnosti a jsou v podniku dlouhodobě vázány. Je velmi těžké u těchto aktiv stanovit správnou hodnotu, a proto musíme přihlídnout nejen k ceně jejich pořízení, ale také ke stupni jejich morálního a fyzického opotřebení. Největší pozornost u stálých aktiv musíme věnovat zejména dlouhodobému hmotnému majetku (pozemky, budovy, stavby, zařízení), jelikož ty zabezpečují provozuschopnost podniku. Tyto stálá aktiva se člení na dlouhodobý majetek nehmotný, hmotný a dlouhodobý majetek finanční a pro stanovení jejich hodnoty se využívají tři standardní postupy:¹

- Nákladová metoda, která je založena na principu znovupořízení majetku.
- Výnosová metoda, která je založena na současné hodnotě budoucích výnosů (diskontování finančních toků spojených s daným majetkem).
- Metoda tržního porovnávání, která vychází s porovnání analogických, již uskutečněných prodejů daného majetku.

Dlouhodobý nehmotný majetek

Do tohoto nehmotného majetku řadíme například licence, software, know how, goodwill, firemní značku, patenty, ochranné značky, atd. Aby mohl být majetek zařazen do této skupiny, musí splňovat dvě základní podmínky:

- jeho hodnota je vyšší než 60 000 Kč,
- doba používání je delší než 1 rok.

Tento majetek se účtuje v hodnotě jeho pořízení, ke které se připočítávají oprávky a náklady příštích období. Základní metody ke stanovení tržní hodnoty dlouhodobého nehmotného majetku jsou výnosový přístup, tržní přístup a nákladový přístup.

Podstatu výnosového přístupu tvoří čtyři základní přístupy (metoda využití licenční analogie, metoda přírůstku výnosu, metoda kalkulované ztráty výnosu a reziduální výnosové metody). Podstatou tržního přístupu je práce s informacemi o daném trhu výrobců a podstatou nákladového přístupu je sledování nákladů, které by podnik měl v případě, že by chtěl získat užitnou hodnotu stejné kvality. [1]

Dlouhodobý hmotný majetek

Do dlouhodobého hmotného majetku patří například nemovitosti, stroje, zařízení a technologické celky. Opět musí být tento majetek používán déle než jeden rok, ale jeho hodnota musí tentokrát překročit pouze 40 000 Kč.

Mezi nemovitosti se podle zákona řadí pozemky a stavby spojené se zemí pevným základem. Pozemkem rozumíme část zemského povrchu, která je od ostatních sousedních částí oddělená trvalou hranicí (správní hranice, vlastnická, užívací). Abychom mohli stanovit hodnotu pozemku, musíme znát jeho přesné výměry, jeho kvalitu a druh (zastavěné plochy, vodní plochy, orné půdy, stavební parcely, ostatní plochy apod.). K tomuto účelu slouží zejména výpis z listu vlastnictví katastru nemovitostí, který je volně dostupný, a také evidence o daném pozemku, která je vedená samotným podnikem. [1]

Chceme-li zjistit substanční hodnotu pozemku, tak bychom si měli obstarat tyto podklady:

- geometrický plán,
- technickou mapu,
- stavební a kolaudační rozhodnutí,
- projektovou dokumentaci staveb,
- nájemní smlouvy.

Hodnotu pozemku pak tvoří zejména potenciální a skutečné užití pro vlastníka. Z toho plyne, že největší hodnotu lze očekávat od pozemků, které jsou určeny k zastavění, zatímco nejnižší hodnotu mají pozemky zemědělské a pozemky nevyužitelné.

Pro ocenění pozemků se využívají čtyři základní metody. Je to metoda indexová, metoda třídy polohy (Naegeliho⁴⁹ metoda), výnosové metody a srovnávací metody (cenové mapy). V podmínkách České republiky se nejvíce využívá metoda srovnávací, jejímž základem jsou cenové mapy, které jsou budovány jak realitními kancelářemi, tak obecními úřady. Z hlediska oceňování je ocenění hodnoty pozemků jedno z nejsložitějších, protože každý pozemek je jedinečný. [1]

Další součástí dlouhodobého majetku jsou budovy a stavby. O stavbě můžeme říci, že je výsledkem stavební činnosti, kterou lze rozlišit podle druhu, účelu a využití. Základem je identifikace objektů a dokumentace staveb, tj. stavební povolení, kolaudační rozhodnutí a projektová dokumentace. Je-li objekt pronajímán, pak je také základem nájemní smlouva.

Chceme-li ohodnotit tyto objekty, musíme znát parametry, které je určují. Mezi tyto parametry patří zastavěná plocha (m^2), obestavěný prostor (m^3), vnitřní využitelná plocha

(m²), doba pořízení budovy nebo stavby, míra opotřebení budovy nebo stavby a aktuální reprodukční pořizovací náklady. Dále si musíme zjistit z účetnictví seznam jednotlivých budov a staveb, kde jsou evidovány nejen pořizovací ceny, ale i odpisy a oprávky, opravy a rekonstrukce. Tento postup bývá náročný na čas, protože podnik většinou disponuje rozsáhlým souborem budov a staveb. [1]

Pro skutečné ohodnocení se využívá nejčastěji nákladová metoda, u které je ještě navíc dobré znát předpokládanou životnost budovy nebo stavby a výši morálního a fyzického opotřebení. Touto metodou se dostaneme k čisté reprodukční hodnotě. Dalšími metodami, které se používají k ohodnocení tohoto typu majetku, je metoda tržního porovnávání a metoda indexování.

Do dlouhodobého majetku dále patří stroje, zařízení a technologické celky. U tohoto majetku musíme mít ke stanovení jeho hodnoty k dispozici přesný seznam strojů (s vyjádřením jejich stáří), pořizovací hodnotu daného majetku, odpisy a oprávky udělané u daného majetku, případně náklady na opravy toho majetku, který hodnotíme.

Dále je potřeba zjistit skutečný stav majetku a identifikovat parametry, které nám pomohou stanovit výchozí cenu, za kterou by podobný stroj byl pořízen dnes. Následuje stanovení míry opotřebení a určení čisté reprodukční ceny, která vznikne, když vynásobíme výchozí cenu amortizací.

Nejvíce využívanou metodou k ocenění strojů a zařízení je metoda nákladová (věcné hodnoty). Dále se používá metoda porovnávání a výnosová metoda.

Dlouhodobý finanční majetek

K tomuto majetku řadíme například dlouhodobé akcie, obligace a jiné cenné papíry. Základní minimální cena zde není stanovena, ale platí, že musí být využíván déle než 1 rok.

Tento majetek se oceňuje pořizovací cenou, tj. včetně emisního ažia. V České republice je zatím tento majetek velice složitě ocenitelný, a proto se musí přistupovat individuálně k jednotlivým položkám. Musíme totiž brát v úvahu rozdíl, zda jsou, nebo nejsou akcie obchodovány na burze. [1]

Oběžný majetek

Tento typ majetku má za úkol zabezpečit plynulost reprodukčního procesu. Nejdůležitější schopností tohoto majetku je schopnost zvyšovat likviditu podniku, která je vedle rentability hlavní podmínkou k úspěšnému fungování podniku. U stanovení substanční hodnoty těchto aktiv není tedy prioritou určení rozdílu mezi pořizovací a skutečnou cenou,

nýbrž právě problém likvidity jednotlivých částí oběžného majetku. Do tohoto majetku spadají zásoby, krátkodobý finanční majetek a pohledávky.

Zásoby

Vstupy pro ocenění zásob jsou účetní hodnota, způsob ocenění, věcná struktura a upotřebitelnost (míra univerzality). Podle mezinárodních pravidel se zásoby oceňují pořizovací cenou, nebo náklady na jejich pořízení. Je-li tato cena vyšší než reálná prodejní cena, potom se zásoby ocení v prodejní ceně.

V účetnictví se zásoby oceňují pořizovacími cenami (nakoupené zásoby), vlastními náklady (zásoby vlastní výroby), reprodukčními pořizovacími cenami (zásoby, u kterých nelze zjistit vlastní náklady), odborným odhadem (u zásob získaných bezplatně, přebytků a odpadů). K ocenění zásob, které se nakupují během celého roku za různé ceny, se pak využívají metody aritmetického průměru, FIFO (First In First Out), LIFO (Last In First Out – tato metoda není v České republice povolena), nebo se zásoby oceňují pomocí podnikových ceníků.

Při ohodnocení zásob materiálu porovnáme skladové ceny s aktuálními tržními cenami. Zásoby nedokončené výroby oceňujeme ve výši nezbytných nákladů, nebo v prodejní ceně a zásoby hotových výrobků oceňujeme tzv. retrográdním oceněním.

Pohledávky

U pohledávek musíme při odhadování jejich hodnoty brát v úvahu lhůtu jejich splatnosti, platební morálku a solventnost dlužníků. Základem ocenění pohledávek jsou jejich nominální hodnoty, které se ovšem snižují o hodnotu odhadu nedobytych pohledávek. U dlouhodobých pohledávek, se splatností nad 1 rok, je nutný přepočtení jejich hodnoty na současnou. [1]

Finanční majetek

„Finanční majetek podniku tvoří převážně peníze na účtech peněžních ústavů a peníze v pokladně. V účetní evidenci se zachycují v nominální hodnotě; u směnek je třeba odečíst příslušnou část diskontu. Nevytváří se k nim žádné opravné položky.”⁸

Pasiva (zdroje krytí majetku)

Pasiva členíme na dvě základní skupiny. První skupinou je vlastní kapitál a druhou skupinou jsou cizí zdroje. Vlastní kapitál se pak dále dělí na základní kapitál (původní přímá investice vlastníků), kapitálové fondy, hospodářský výsledek minulých let a hospodářský

⁸ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku : 2. přepracované a doplněné vydání*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1, s. 140.

výsledek běžného období. Pro ocenění podniku je však důležité ohodnocení především cizího kapitálu. Složkami cizího kapitálu jsou rezervy, dlouhodobé a krátkodobé závazky, bankovní úvěry a finanční výpomoci a ostatní pasiva.

Cizí zdroje

Hlavní úlohou při ocenění cizích zdrojů je jejich kvantifikace a vymezení rozsahu. Zde musíme nejen určit přesnou hodnotu závazků uvedených v účetnictví, ale také specifikovat potenciální závazky, které by v budoucnu investorovi vznikly, když by investoval do nákupu podniku.

Závazky

Závazky můžeme rozdělit na krátkodobé a dlouhodobé. Krátkodobé závazky se oceňují v nominálních hodnotách. Podnik se především snaží, aby nedošlo k jejich podcenění a také aby měl co nejméně nesplacených závazků. Dlouhodobé závazky se oceňují v historických cenách, jinak se postupuje stejně jako v ocenění krátkodobých závazků. Zvláštní skupinu závazků pak tvoří tzv. podmíněné závazky (např. ručitel úvěrů, indosament směnec). [1]

Úvěry

K ocenění úvěrů musíme zjistit jejich stav, jejich strukturu, morálku podniku z hlediska splácení úvěru bance a dodržování splátkového kalendáře. Jestliže podnik není schopen řádně platit podle úvěrových smluv, musíme ještě zjistit, jaké sankce mu plynou a jaký je rozsah zástavního práva.

Rezervy

Rezervy jsou dlouhodobým cizím zdrojem (je to dluh podniku). Existují rezervy zákonné a ostatní.

Zákonné rezervy se tvoří podle zákona o rezervách a mohou například sloužit na opravy dlouhodobého hmotného majetku. Zde se odhadne čas, po který se bude rezerva vytvářet. Stanovené částky, z kterých se tato rezerva vytváří, se pak přepočtou na současnou hodnotu.

Ostatní rezervy se nevytváří podle zákona o rezervách a nejsou daňově uznatelné. Tyto rezervy se nám pak objevují v účetnictví, tudíž u nich počítáme s účetní hodnotou.

1.4.2 Výkaz zisku a ztrát (výsledovka)

Tento výkaz nám ukazuje rozdíl výnosů a nákladů, tj. hospodářský výsledek, za sledované a minulé účetní období. Tento výkaz je také povinnou součástí účetní závěrky

v České republice. Dozvíme se z něj, jak byl podnik úspěšný v alokaci zdrojů a využívání majetku, které měl v daném období k dispozici. Všechny základní veličiny (výnosy, náklady, hospodářský výsledek) jsou veličinami tokovými. Uspořádání výkazu zisku a ztrát je stupňovité. Hospodářský výsledek tedy vzniká v části provozní, finanční a mimořádné. [8]

Výnosy v sobě mimo tržeb obsahují například i příjmy z prodeje majetkových částí, přijaté poplatky, úroky, dividendy apod. Zatímco náklady jsou peněžní prostředky, které podnik účelně vynaložil k získání výnosů.

Do vykazování výsledku hospodaření se silně promítá také účetní politika společnosti. Jde tu zejména o způsob odepisování, tvorbu a čerpání rezerv a velmi také hospodářský výsledek ovlivňuje způsob oceňování zásob. Proto bychom měli prostudovat i výroční zprávu a přílohu k účetní závěrce, kde bývají tyto postupy detailněji rozebrány.

Pro ocenění podniku je potom důležité zjistit, do jaké míry je hospodářský výsledek manipulován a do jaké míry odpovídá skutečnému vývoji. Jestliže tedy chceme použít spolehlivější nástroj k ocenění, měli bychom využít výkaz peněžních toků. [1]

Označení a	TEXT b	Číslo řádku c	Skutečnost v účetním období	
			běžném 1	minulém 2
I.	Tržby za prodej zboží	01		
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02		
+	Obchodní marže (F. 01 – 02)	03		
II.	Výkony	04		
B.	Výkonová spotřeba	05		
+	Přidaná hodnota (F. 03 + 04 – 05)	06		
C.	Osobní náklady	07		
D.	Daně a poplatky	08		
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	09		
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	10		
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	11		
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (+/-)	12		
IV.	Ostatní provozní výnosy	13		
H.	Ostatní provozní náklady	14		
V.	Převod provozních výnosů	15		
I.	Převod provozních nákladů	16		
*	Provozní výsledek hospodaření [F. 06 – 07 – 08 – 09 + 10 – 11 – (+/-) 12] + 13 – 14 + (-15) – (-16)]	17		
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	18		
J.	Prodané cenné papíry a podíly	19		
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	20		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	21		

Obrázek 4: Výkaz zisku a ztrát ve zjednodušené podobě

Zdroj: internet, dostupné na [www: <http://vltava2000.cz/shops/6829/images-goods/010860_1.jpg>](http://vltava2000.cz/shops/6829/images-goods/010860_1.jpg).

1.4.3 Výkaz peněžních toků (výkaz cash flow)

Přehled o peněžních tocích je výkaz zobrazující změny (toky) peněžních prostředků podniku. Dále ukazuje, jak změny v rozvaze a hodnoty ve výsledovce ovlivňují peněžní prostředky. Podle výkazu cash flow se toky peněžních prostředků rozdělují na peněžní toky z provozní, investiční a finanční činnosti podniku. Pro posouzení skutečné finanční situace podniku je tento výkaz asi nejdůležitější. Navzdory tomu ho většina podniků využívá jen v omezené míře. [8]

Zde jsou některé základní možnosti, které tento výkaz umožňuje svým uživatelům:

- Výkaz podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získal a na co je použil.
- Část výkazu, která se týká provozní činnosti, umožňuje zjistit, do jaké míry výsledek hospodaření za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům.
- Každý podnik si výkaz může upravit podle vlastních potřeb, protože výkaz není zatím jednoznačně upraven.
- Umožňuje kvalitní sledování investiční činnosti, která je pro podnik velice důležitá.
- Součet provozních, investičních a finančních toků tvoří dohromady celkový peněžní tok, který je pro přesné ohodnocení podniku nejcennější.

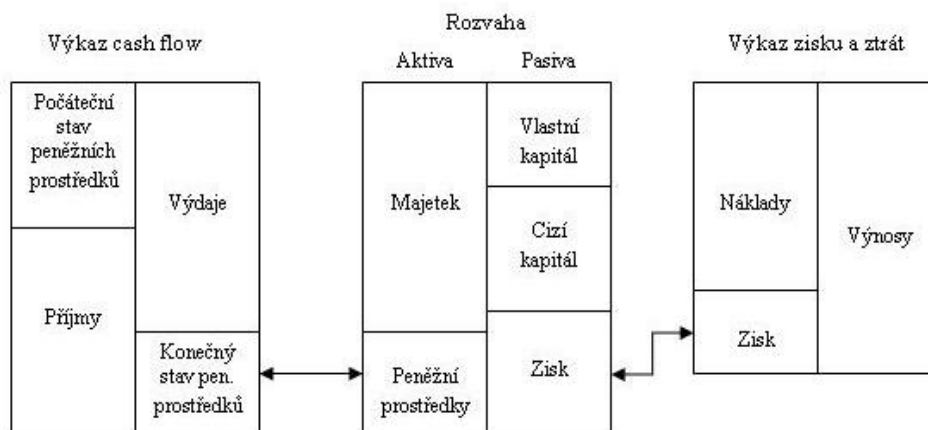
Sestavení výkazu cash flow se dělá buď přímou metodou, nebo metodou nepřímou. Zatím převládá sestavování nepřímou metodou, kdy se upravuje hospodářský výsledek o rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy.

P.	Stav peněžních prostředků na počátku úč.období
Z.	Účetní hospodářský výsledek z běžné činnosti před zdaněním
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv
A.1.2.	Změna stavu opravných položek
A.1.3.	Zisk z prodeje stálých aktiv
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku
A.1.5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky
A.*	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami pracovního kapitálu a mimořádnými položkami
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu
A.2.1.	Změna stavu krátkodobých pohledávek
A.2.2.	Změna stavu krátkodobých závazků
A.2.3.	Změna stavu zásob
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mimořádnými položkami
A.3.	Výdaje z plateb úroků
A.4.	Přijaté úroky
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy, které tvoří mimořádný HV včetně uhrazené splatné daně z příjmů z mimořádné činnosti
A.**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv
B.	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti
C.1.	Změna stavu dlouhodobých závazků
C.2.	Dopady změn vlastního jmění na peněžní prostředky
C.2.1.	Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení základního jmění, ev. rezervního fondu
C.2.2.	Vyplacení podílů na vlastním jmění
C.2.3.	Peněžní dary a dotace do vlastního jmění
C.2.4.	Úhrada ztráty společnosti
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů
C.2.6.	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku
C.3.	Přijaté dividendy a podíly na zisku
C.	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti
F.	Čisté zvýšení peněžních prostředků
R.	Stav peněžních prostředků na konci úč.období

Obrázek 5: Nepřímá metoda sestavení výkazu cash flow

Zdroj: internet, dostupné na [www: < http://www.tszlin.cz/Archiv/2001/vz2000/cash.jpg >](http://www.tszlin.cz/Archiv/2001/vz2000/cash.jpg).

I výkaz cash flow zobrazuje jako výkaz zisku a ztrát především tokové veličiny, a slouží také pro posouzení likvidity podniku.



Obrázek 6: Vztahy mezi účetními výkazy

Zdroj: Eva Kislingerová, Oceňování podniku, s. 62.

2. Analýza současného stavu bilance a cash flow vybraného podniku

2.1 Profil společnosti

Obchodní jméno: Zdeněk Vápeník - Autodoprava

Sídlo: 533 22 Býšť 140

Firma Zdeněk Vápeník - Autodoprava byla založena v roce 1992 a zaměřila se na poskytování dopravních služeb cisternovými soupravami. V roce 1994 zakoupila firma první vůz značky Scania, a díky vysoké provozní spolehlivosti jejích vozů, zůstala už této značce věrná. V dnešní době čítá vozový park společnosti 28 cisternových souprav a 2 odtahové speciály také značky Scania. Nejvíce zastoupenou značkou, která firmě dodává cisterny je firma Schwarzmüller, s.r.o.

Postupem času začala provozovat servisní středisko s kompletním vybavením pro servis, opravy, údržbu a desénové úpravy nákladních vozidel.

V dnešní době se firma zabývá těmito činnostmi:

- Práce s autojeřábem - přeprava nadměrných nákladů
- Mezinárodní cisternová přeprava (horkých asphaltů, potravin, chemikálií + ADR, PHM)
- Vyprošťovací a odtahová služba (odtahy od mopedu do neomezeně tun)
- Opravy a servis
- Úpravy designu nákladních automobilů (interiér do dřeva, přídatná světla, tuning vozidel)
- Lakování a reklamní grafika, nápisy

2.2 Organizace společnosti a plány do budoucna

Společnost má asi 25 stálých zaměstnanců, které tvoří zejména řidiči nákladních vozidel. V dnešní době, kdy se svět ocitl v hospodářské krizi, která zatím nejvíce postihuje právě automobilový průmysl, je hlavním cílem společnosti zejména udržení se na trhu, co největší zmírnění dopadů krize, do budoucna postupný rozvoj vozového parku a znovuoobnovení růstu společnosti.

2.3 Finanční situace společnosti

Finanční situace firmy bude ukázána na účetních výkazech (rozvaha, výsledovka a výkaz cash flow) za poslední 3 roky, které mi byly firmou předloženy, a na vybraných finančních ukazatelích.

Tabulka 6: Rozvaha (údaje jsou v tis. Kč)

Aktiva	Rok			Pasiva	Rok		
	2006	2007	2008		2006	2007	2008
Dlouhodobý majetek	2 842	3 262	2 663	Vlastní kapitál	9 231	6 580	4 927
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	Základní kapitál	5 502	5 980	3 866
Dlouhodobý hmotný majetek	2 842	3 262	2 663	Kapitálové fondy	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	Ostatní fondy	0	0	0
Oběžná aktiva	12 521	10 257	9 089	Výsledek hospodaření minulých let	0	0	0
Zásoby	287	251	251	Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 729	600	1 061
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	Cizí zdroje	8 816	9 322	7 760
Krátkodobé pohledávky	8 180	8 412	7 584	Rezervy	0	0	0
Krátkodobý finanční majetek	4 054	1 594	1 254	Dlouhodobé závazky	0	0	0
Časové rozlišení	2 948	2 500	935	Krátkodobé závazky	5 816	6 322	4 736
AKTIVA CELKEM	18 311	16 019	12 687	Bankovní úvěry a výpomoci	3 000	3 000	3 024
				Časové rozlišení	264	117	0
				PASIVA CELKEM	18 311	16 019	12 687

Zdroj: autor

Tabulka 7: Výkaz zisku a ztrát (údaje jsou v tis. Kč)

Řádek	Text	Rok		
		2006	2007	2008
1.	Výkony	60 359	63 844	58 879
2.	Tržby za prodej výrobků a služeb	60 308	63 528	58 879
3.	Změna stavu zásob vlastní výroby	32	-31	
4.	Aktivace	19	347	
5.	Výkonová spotřeba	50 784	55 324	51 926
6.	Spotřeba materiálu a energie	24 347	26 935	26 189
7.	Služby	26 437	28 389	25 737
8.	Přidaná hodnota	9 575	8 520	6 953
9.	Osobní náklady	4 563	5 294	4 726
10.	Mzdové náklady	3 188	3 674	3 205
11.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	1 351	1 545	1 400
12.	Sociální náklady	24	75	121
13.	Daně a poplatky	1 156	918	1 217
14.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	451	539	470
15.	Tržby z prodeje dlouhodobého hmotného majetku a materiálu	1 830	1 944	5 301
16.	Tržby z prodeje dlouhodobého hmotného majetku	1 305	1 377	4 963
17.	Tržby z prodeje materiálu	525	567	338
18.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	297	422	1 434
19.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	181	420	1 426
20.	Prodaný materiál	116	2	8
21.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-3 622	-106	
22.	Ostatní provozní výnosy	284	1 548	21
23.	Ostatní provozní náklady	2 774	3 404	2 754
24.	Provozní výsledek hospodaření	6 070	1 541	1 674
25.	Výnosové úroky	4	1	1
26.	Nákladové úroky	150	171	203
27.	Ostatní finanční výnosy	3	1	487
28.	Ostatní finanční náklady	537	426	898
29.	Finanční výsledek hospodaření	-680	-595	-613
30.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 661	346	
31.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 729	600	1 061
32.	Výsledek hospodaření za účetní období	3 729	600	1 061
33.	Výsledek hospodaření před zdaněním	5 390	946	1 061

Zdroj: autor

Tabulka 8: Přehled o peněžních tocích (údaje jsou v tis. Kč)

Text	Rok	
	2007	2008
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku úč. období	4 054	1 594
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2 720	5 736
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	537	599
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-5 717	-6 675
Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků	-2 460	-340
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci úč. období	1 594	1254

Zdroj: autor

Tabulka 9: Vybrané finanční ukazatele

Finanční ukazatelé	Rok		
	2006	2007	2008
Ukazatelé výnosnosti			
ROI	67,7%	10%	27,4%
ROA	20,3%	3,7%	8,3%
ROE	40,3%	9,1%	21,5%
Ukazatelé aktivity			
Obrat aktiv	3,4	4,1	5,05
Obrat zásob	216,7	262,1	255,7
Obrat pohledávek	7,6	7,8	8,4
Ukazatelé zadluženosti			
Zadluženost I.	0,96	1,42	1,6
Zadluženost II.	0,48	0,58	0,61
Ukazatelé likvidity			
Běžná likvidita	1,42	1,1	1,17
Pohotová likvidita	1,39	1,07	1,14

Zdroj: autor

3. Výpočet hodnoty podniku pomocí vybrané metody oceňování podniku

Ocenění podniku Zdeněk Vápeník – Autodoprava je vypracováno pro účely této bakalářské práce. Může být také použito samotnou firmou ke zhodnocení své stávající pozice.

Toto ocenění je prováděno podle stavu relevantních účetních podkladů a stavu majetku a závazků ke dni 31.12.2008.

3.1 Předpoklady ocenění

Následující výpočty jsou podložena daty, která mi byla předložena firmou Zdeněk Vápeník – Autodoprava. To jsou hlavně rozvaha a výkaz zisku a ztrát.

K ocenění jsem vybral použít čtyři metody. Je to metoda likvidační hodnoty, metoda substanční hodnoty, metoda DCF entity a metoda EVA. Na konci provedu porovnání všech použitých metod a pokusím se říci, která metoda je pro mnou zvolený podnik nejvhodnější.

3.2 Metoda Likvidační hodnoty

Tuto hodnotu zjišťujeme v případě, že očekáváme ukončení činnosti podniku. Ovšem důvod, proč tuto hodnotu počítám, je, že nám stanoví minimální hodnotu podniku. Je-li tato hodnota vyšší než hodnota spočítaná výnosovou metodou, je potom dobré činnost podniku ukončit. Tato cena je stanovena na základě odhadu prodejních cen majetku.

Stálá aktiva

Hodnota stálých aktiv je dle rozvahy 2 663 tis. Kč.

- odhad prodejní ceny staveb a samostatných movitých věcí 2 mil. Kč, pozemky a ostatní stálá aktiva 250 tis. Kč.
- Celkem = **2 250 tis. Kč**

Oběžná aktiva

Hodnota oběžných aktiv dle rozvahy 9 089 tis. Kč.

- odhad prodejní ceny zásob 250 tis. Kč, pohledávky 5 850 tis. Kč, finanční majetek 1 mil. Kč.
- Celkem = **7 100 tis. Kč**

Ostatní aktiva = 875 tis. Kč

Aktiva celkem = 2 250 + 7 100 + 875 = **10 225 tis. Kč**

Závazky

Hodnota závazků, které je třeba uhradit je 4 700 tis. Kč a ostatních cca. 3 mil. Kč.

- Celkem = **7 700 tis. Kč**

Likvidační hodnota celkem = Aktiva – Závazky = 10 225 – 7 700 = **2 525 000 Kč**

Z těchto výpočtů plyne, že likvidační hodnota podniku je **2 525 000 Kč**, tedy pod tuto hodnotu by se podnik neměl dostat, jinak je výhodnější ho raději zlikvidovat.

3.3 Metoda substanční hodnoty

U této metody budu vycházet ze vzorce, který je uveden v knize od Evy Kislingerové Oceňování podniku. Tato metoda se využívá v situacích, kdy se podnik snaží získat úvěr.

Tabulka 10: Výpočet substanční hodnoty podniku (údaje jsou v tis. Kč)

Řádek	Položka	Hodnota
1.	Pozemky a komunikace	284
2.	Budovy a stavby	1 166
3.	Stroje a zařízení	1 136
4.	Finanční investice	
5.	Stálá aktiva (suma ř. 1. – 4.)	2 663
6.	Zásoby	251
7.	Pohledávky	7 584
8.	Peníze	805
9.	Oběžná aktiva (suma ř. 6. – 8.)	8 640
10.	ATIVA CELKEM = BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (ř.5 + ř.9)	11 303
11.	Krátkodobé závazky	4 736
12.	Dlouhodobé závazky	
13.	Rezervy	

14.	Cizí zdroje celkem (suma ř. 11. – 13.)	4 736
15.	VLASTNÍ KAPITÁL V TRŽNÍ HODNOTĚ = NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (ř. 10 – ř. 14.)	6 567

Zdroj: autor

Výsledná netto substanční hodnota je **6 567 tis. Kč**. Tato hodnota umožňuje podniku kvantifikovat majetkovou základu, identifikovat nastavení zdrojové struktury a přináší významné informace pro odhad budoucích předpokladů podnikatelské činnosti.

3.4 Metoda DCF entity

Tato metoda je velice využívána a oblíbená v praxi, ovšem její propočítání je dost složité. Nejprve si vypočítáme průměrné náklady na vlastní kapitál (WACC)

Výpočet WACC

Pro výpočet WACC se používá vzorec:

$$WACC = r_d (1 - t) D/V + r_e E/V.$$

Koeficient r_d představuje úrokovou sazbu na cizí kapitál. V současné době se tato hodnota pohybuje mezi 4 – 4,5%. Pro můj výpočet jsem zvolil hodnotu 4,1%. Sazba daně pro fyzické osoby činí 15%. Položka D představuje úročené cizí zdroje, tzn. úvěry. Položka E představuje vlastní kapitál a položka V je jejich součet (tedy $V = D + E$). Tyto hodnoty přebíráme z rozvahy.

Koeficient r_e nám udává požadovanou výnosovou míru akcionáře (neboli náklady na vlastní kapitál). K jejímu výpočtu je nejlepší využít model CAPM. Výpočet koeficientu r_e se pak provádí podle následujícího vzorce:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Koeficient r_f vyjadřuje bezrizikovou úrokovou míru. V mém případě je tato hodnota 3,15%. Systematické riziko β jsem převzal z průměrných β koeficientů pro různá odvětví při nulovém zadlužení, které uvádí Damodaran. Pro dané odvětví potom tento koeficient činí 73%.

Výnosnost trhu r_m lze určit buď na základě globálního indexu PX50, nebo ratingovým ohodnocením země. Hodnota tohoto koeficientu je 7,5% pro Českou republiku.

Výpočet míry výnosu pro akcionáře

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) = 0,0315 + 0,73(0,075 - 0,0315) = 0,063 = 6,3\%$$

Výpočet průměrných vážených nákladů na kapitál

$$WACC = r_d(1-t)\frac{D}{V} + r_e\frac{E}{V} = 0,041(1-0,15)\frac{3024}{7951} + 0,063\frac{4927}{7951} = 0,052 = 5,2\%$$

Nyní se zaměříme na výpočet FCFF, což je volný peněžní tok do firmy. FCFF se vypočítá podle vzorce, který je uveden v teoretické části této bakalářské práce v rámci kapitoly výnosových metod.

Tabulka 11: Výpočet FCFF (údaje jsou v tis. Kč)

Schéma výpočtu FCFF	2008
Tržby	64 180
- Náklady	58 339
= Čistý příjem z operací (EBIT)	5 841
- Daně	1 110
= Zdaněný výsledek hospodaření před odečtením úroků (NOPAT)	4 731
+ Odpisy	470
= Předběžný peněžní tok provozu	5 201
- Investice do upraveného pracovního kapitálu	418
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (prov. nutného)	-129
= FCFF	4 912

Zdroj: autor

Nyní můžeme vypočítat hodnotu podniku pomocí metody DCF entity:

$$H_p = \frac{FCFF}{1+WACC} = \frac{4912}{1+0,052} = 4\,669 \text{ tis. Kč.}$$

Hodnota podniku je tedy podle této metody **4 669 tis. Kč**. Tato hodnota je jen pro první fázi vývinu společnosti. Propočet celé této výnosové metody je mnohem obsáhlejší a náročnější.

3.5 Výpočet pomocí metody EVA

Poslední metodou, kterou využijí pro ohodnocení zvolené firmy, bude metoda EVA. Tato metoda se vypočítá pomocí vzorce:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC .$$

Hodnota NOPAT je zdaněný výsledek hospodaření před odečtením úroků. V našem případě 4 731 tis. Kč. Hodnota WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu. Tato hodnota je v našem případě 4,1% a hodnota C je investovaný kapitál, který činí 12 687 tis. Kč.

Výpočet EVA

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC = 4731 - 0,041 \cdot 12687 = 4211 \text{ tis. Kč}$$

Hodnota podniku vyšla **4 211 tis. Kč**, tedy velice blízko hodnotě DCF, jelikož je to také výnosová metoda.

3.6 Shrnutí výsledků

Nyní si můžeme shrnout výsledky, které byly vypočteny použitím různých metod k oceňování podniku.

Tabulka 12: Vypočtené hodnoty podniku pomocí jednotlivých metod

Metoda ocenění	Hodnota podniku
Majetkové metody	
Substanční hodnota	6 567 000 Kč
Likvidační Hodnota	2 525 000 Kč
Výnosové metody	
Metoda DCF entity	4 669 000 Kč
Metoda EVA	4 211 000 Kč

Zdroj: autor

Nelze jednoznačně stanovit, která metoda je pro výpočet hodnoty mnou vybraného podniku nejlepší a nejpřesnější. Asi nepřijatelnějších výsledků bylo dosaženo výnosovými

metodami. Konkrétně bychom mohli zvolit metodu DCF entity, tudíž **hodnotu podniku** můžeme odhadnout na **4 669 000 Kč**.

Závěr

Předmětem této bakalářské práce bylo ocenění podniku pomocí vybraných metod oceňování. K tomuto tématu jsem nejprve zpracoval teoretickou část, která nás zavedla do problematiky oceňování podniku a osvětlila nám některé základní postupy, metody a veličiny. Další částí práce je samotné seznámení s oceňovanou firmou Zdeněk Vápeník – Autodoprava, za kterým následuje samotné ocenění pomocí čtyř metod oceňování.

Z těchto čtyř metod byla nakonec jako nejpřijatelnější pro ohodnocení vybrána metoda DCF entity, která nám stanovila hodnotu podniku na 4 669 000 Kč. Nejvíce se této hodnotě blíží výsledek, který byl dosažen pomocí metody EVA (4 211 000 Kč). Dále byla ještě hodnota vypočítána pomocí metod založených na analýze majetku. Výsledná likvidační hodnota (2 525 000 Kč) byla stanovena na základě odhadu a je skoro o polovinu nižší než hodnota stanovená metodou DCF entity, což znamená, že se vyplatí dál pokračovat v činnosti firmy. Tuto hodnotu jsem počítal zejména proto, abych zjistil jestli není lepší ukončit činnost zvolené firmy, jelikož nyní zažívá těžké časy v období hospodářské recese. Poslední použitou metodou je metoda substanční hodnoty. Touto oceňovací metodou nám vyšla nejvyšší hodnota zvoleného podniku, která činí 6 567 000 Kč. To nám značí, že firma má vysoký podíl majetku, který by mohl být zastaven v případě snahy o získání úvěru.

V dnešní době existuje mnoho metod a přístupů pro ocenění podniku. Nejpřesnějších a nejobjektivnějších výsledků lze dosáhnout pomocí metod založených na tržním porovnávání. Tyto metody jsou velice používané ve Spojených státech amerických. Důvodem je jejich vyspělá tržní ekonomika, rozvinutý kapitálový trh a široká základna vstupních dat a informací. V podmínkách České republiky jsou tyto metody použitelné jen velice omezeně. Je to dáno tím, že zde není zatím tak vyvinutý kapitálový trh, jak by bylo potřeba, a ani nemáme takovou širokou datovou základnu. Proto se v České republice nejvíce uplatňují výnosové metody, majetkové metody a kombinace těchto metod. Ovšem ani tyto metody nejsou úplně přesné. U výnosových metod je velice složité předpovídat budoucí vývoj společnosti a majetkové metody jsou do jisté míry ovlivněny účetním systémem oceňované firmy. Proto v našich podmínkách záleží značně na úsudku oceňovatele, protože každý znalec může dojít k jiné výsledné hodnotě podniku, v důsledku rozdílné interpretace stejné skutečnosti.

Dále je také nutné říci, že výsledná hodnota ocenění se váže ke konkrétnímu datu. Toto datum je 31.12.2008, což je den, ke kterému je prováděno ocenění. To znamená, že výsledná hodnota má pouze omezenou platnost. Stačí, aby podnik ztratil nebo získal jednu

velkou důležitou zakázku. Tak se změni vstupní data, ze kterých toto ocenění vycházelo, a tím se změni i výsledná hodnota podniku.

Cílem této bakalářské práce bylo zjistit hodnotu podniku Zdeněk Vápeník – Autodoprava pomocí vybraných metod oceňování a vybrat a doporučit metodu, pomocí které vychází hodnota nejvhodnější. Tento cíl byl splněn pomocí několika vybraných metod, z kterých pak byla stanovena jako nosná metoda DCF entity, která odhaduje hodnotu podniku na 4 669 000 Kč. Všechny vypočítané hodnoty by pak měly být přínosem pro firmu, která byla v této práci oceněna. I když nejsou výsledkem přesného znaleckého posudku, lze tyto výsledné hodnoty považovat za relevantní.

Samotná bakalářská práce by pak měla poskytnout ucelený přehled o nejpoužívanějších metodách oceňování podniku. Poukázat na jejich výhody a nevýhody a ukázat jejich praktické využití na příkladu výpočtu hodnoty podniku Zdeněk Vápeník – Autodoprava.

Použitá literatura

- [1] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku : 2. přepracované a doplněné vydání*. 2. vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [2] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [3] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha 1 : LINDE Praha a.s., 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- [4] LÍZAL, Lubomír. *Oceňování podniku – metody, teorie, praxe*. 1. vyd. Praha : Bankovní institut vysoká škola, a.s., 2001. 96 s. ISBN 80-7265-033-5.
- [5] MELICHAR, Vlastimil, JEŽEK, Jindřich. *Ekonomika podniku : Pro kombinovanou formu studia*. 1. vyd. Pardubice : Univerzita Pardubice, 2006. 150 s. ISBN 80-7194-916-7.
- [6] *Wikipedie: Otevřená encyklopedie: Účetní závěrka* [online]. c2009 [citováno 20. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <http://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=%C3%9A%C4%8Detn%C3%AD_z%C3%A1v%C4%9Brka&oldid=4008798>.
- [7] *Wikipedie: Otevřená encyklopedie: Rozvaha* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=Rozvaha&oldid=4009663>>.
- [8] *Wikipedie: Otevřená encyklopedie: Výkaz zisku a ztráty* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <http://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=V%C3%BDkaz_zisku_a_ztr%C3%A1ty&oldid=3942905>.
- [9] *Wikipedie: Otevřená encyklopedie: Přehled o peněžních tocích* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <http://cs.wikipedia.org/w/index.php?title=P%C5%99ehled_o_pen%C4%9B%C5%BEn%C3%ADch_toc%C3%ADch&oldid=3969114>.
- [10] *Vltava 2000: Výkaz zisku a ztrát* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <http://vltava2000.cz/shops/6829/images-goods/010860_1.jpg>.
- [11] *SEVT: Rozvaha* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.sevt.cz/obrazek-produktu/rozvaha-pro-nevydelecne-organizace-a-obce-zkraceny-rozsah-60565600/>>.

- [12] *Technické služby Zlín, s.r.o.: Výkaz cash flow* [online]. c2009 [citováno 22. 04. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.tszlin.cz/Archiv/2001/vz2000/cash.jpg>>.
- [13] *Zdeněk Vápeník* [online]. c2009 [citováno 14. 05. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.vapenik.cz/>>.

Seznam tabulek

Tabulka 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku	10
Tabulka 2: Výpočet volného cash flow	14
Tabulka 3: Výpočet FCFE	15
Tabulka 4: Postup výpočtu NOPAT	19
Tabulka 5: Přehled vybraných násobitelů	21
Tabulka 6: Rozvaha (údaje jsou v tis. Kč).....	37
Tabulka 7: Výkaz zisku a ztrát (údaje jsou v tis. Kč).....	38
Tabulka 8: Přehled o peněžních tocích (údaje jsou v tis. Kč)	39
Tabulka 9: Vybrané finanční ukazatele	39
Tabulka 10: Výpočet substanční hodnoty podniku (údaje jsou v tis. Kč).....	41
Tabulka 11: Výpočet FCFF (údaje jsou v tis. Kč).....	43
Tabulka 12: Vypočtené hodnoty podniku pomocí jednotlivých metod	44

Seznam obrázků

Obrázek 1: Dvoufázová metoda	15
Obrázek 2: Vztah likvidační a výnosové hodnoty podniku.....	24
Obrázek 3: Rozvaha ve zjednodušeném tvaru.....	27
Obrázek 4: Výkaz zisku a ztrát ve zjednodušené podobě	33
Obrázek 5: Nepřímá metoda sestavení výkazu cash flow	35
Obrázek 6: Vztahy mezi účetními výkazy.....	35

Seznam zkratek

- DCF – Discounted Cash Flow – diskontovaný peněžní tok
- EVA – Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota
- APV – Adjusted Present Value) – upravená současná hodnota
- FCFF – Free Cash Flow for the Firm – volný peněžní tok do podniku
- MVA – Market Value Added – tržní přidaná hodnota
- P/E – Price/Earnings per share – tržní cena akcie/zisk na akcii
- WACC – Weighted Average Cost of Capital – vážené průměrné náklady na kapitál
- NOPAT – Net Operating Profit After Taxes – zisk z hlavního provozu podniku po zdanění
- FCF – Free Cash Flow – volný peněžní tok
- EBIT – Earnings Before Interest and Tax – zisk před úroky a zdaněním
- PH – pokačující hodnota
- FCFE – Free Cash Flow to Equity – volný peněžní tok pro vlastníky
- CK – tržní hodnota cizího kapitálu
- VK – tržní hodnota vlastního kapitálu
- K – celková tržní hodnota investovaného kapitálu
- ROI – Return On Investment – rentabilita vlastního kapitálu
- ROE – Return On Equity – rentabilita vlastního jmění
- ROA – Return On Assets – Rentabilita vložených prostředků