

Projekt stanovení hodnoty společnosti Zlínské stavby, a. s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování

Bc. Zbyněk Míča

Diplomová práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Zbyněk MÍČA**
Osobní číslo: **M10479**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty společnosti Zlínské stavby, a. s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějšího a vnitřního prostředí podniku.
- V návaznosti na předchozí analýzy zpracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku Zlínské stavby, a. s. pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

ČESKO. Zákon č. 151 ze dne 17. června 1997 o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku). In Sběrka zákonů České republiky. 1997, 54, s. 2865 – 2877. Dostupný také z WWW:

<<http://aplikace.mvcr.cz/archiv2008/sbirka/1997/sb054-97.pdf>>. ISSN 1211-1244.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.vydání, Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.

MARÍK, Miloš a Pavla MARÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vydání Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.

MARÍK, Miloš et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Libor Fojtík
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 26. března 2012
Termín odevzdání diplomové práce: 2. května 2012

Ve Zlíně dne 26. března 2012



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování bakalářské/diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;
- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 15. 4. 2012


.....

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty Zlínských staveb, a. s. k 1. 1. 2011 pomocí výnosových metod oceňování. Práce je koncipována do dvou částí. Obsahem první, teoretické části je literární rešerše spočívající v objasnění základních pojmů z hlediska oceňování podniku, vymezení metod oceňování a taktéž zahrnuje popis jednotlivých kroků při oceňování podniku. V analytické části je zpracována strategická a finanční analýza, které jsou nezbytně nutné k sestavení budoucího finančního plánu společnosti. Na výsledky analytické části navazuje část projektová, jejíž hlavní cíl spočívá ve stanovení výsledné hodnoty akciové společnosti Zlínské stavby vybranými výnosovými metodami.

Klíčová slova: hodnota podniku, ocenění podniku, strategická analýza, finanční analýza, dlouhodobý finanční plán, výnosové metody oceňování, cash flow, ekonomická přidaná hodnota

ABSTRACT

The aim of the thesis is to determine the value of Zlínské stavby, a. s. at the date of 1. 1. 2011 uses the income method of valuation. The work is divided into two parts. The content of the first part is theoretical literature search consisting in clarifying the basic concepts in terms of valuation, valuation methods and the definition also includes a description of each steps in the valuation of the company. The analytical part is handled strategic and financial analysis that are necessary to build a future financial plan. The results of the analytical continuation of the project whose main objective is to determine the final values of the company Zlínské stavby, a. s. selected revenue methods.

Keywords: enterprise value, business valuation, strategic analysis, financial analysis, long-term financial plan, yield valuation methods, cash flow, economic value added

Tímto bych chtěl poděkovat mému vedoucímu diplomové práce Ing. Liboru Fojtíkovi za poskytnuté cenné rady, připomínky a doporučení.

Také děkuji paní Miroslavě Kráčalíkové za ochotu a čas strávený při poskytnutí informací a podkladů potřebných ke své práci.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	13
1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	14
1.1 HODNOTA PODNIKU.....	14
1.1.1 Hladiny hodnoty podniku	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU.....	15
1.2.1 Tržní hodnota (Market Value).....	15
1.2.2 Subjektivní-investiční hodnota.....	16
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	16
1.2.4 Funkcionální hodnota (Kolínská škola).....	16
1.3 DŮVODY OCENĚNÍ PODNIKU	17
1.4 LEGISLATIVNÍ ÚPRAVA V OBLASTI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
1.4.1 České předpisy	18
1.4.2 Mezinárodní a evropské oceňovací standardy	18
1.4.3 Národní standardy vybraných zemí.....	18
1.5 FAKTOR ČASU A RIZIKA	19
1.5.1 Faktor času	19
1.5.2 Faktor rizika	19
1.5.3 Diskontní míra.....	20
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	22
2.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	23
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	23
2.2.1 Relevantní trh, jeho analýza a prognóza.....	23
2.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu.....	24
2.2.3 Prognóza tržeb a oceňovaného podniku	25
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	25
2.3.1 Postup při finanční analýze	26
2.3.1.1 Analýza absolutních ukazatelů.....	26
2.3.1.2 Analýza cash flow	26
2.3.1.3 Rozdílové ukazatele.....	27
2.3.2 Poměrové ukazatele	27
2.3.2.1 Souhrnné ukazatele.....	28
2.3.3 Cíle finanční analýzy a požadavky na ni kladené	28
2.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	29
2.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	29
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	29
2.7 METODY POUŽÍVANÉ PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	30
3 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU	32
3.1 METODA OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ DAT KAPITÁLOVÉHO TRHU	32
3.2 METODA TRŽNÍHO POROVNÁVÁNÍ.....	32
4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU.....	33

4.1	MAJETKOVÉ METODY OCENĚNÍ ZA PŘEDPOKLADU POKRAČUJÍCÍHO PODNIKU.....	33
4.1.1	Účetní hodnota na principu historických cen.....	33
4.1.2	Substanční hodnota na principu reprodukčních cen.....	33
4.1.3	Substanční hodnota na principu úspory nákladů.....	33
4.1.4	Majetkové ocenění na principu tržních cen.....	34
4.2	MAJETKOVÉ OCENĚNÍ ZA PŘEDPOKLADU UKONČENÍ EXISTENCE PODNIKU.....	34
4.2.1	Metoda likvidační hodnoty.....	34
5	VYBRANÉ VÝNOSOVÉ METODY.....	35
5.1	METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW.....	35
5.1.1	Vymezení peněžních toků.....	35
5.1.2	Model DCF entity (FCFF).....	36
5.1.2.1	Základní tvary modelů FCFF.....	37
5.1.2.2	Zjištění výsledné hodnoty podniku.....	39
5.1.3	Model DCF equity (FCFE).....	39
5.2	METODA ZALOŽENÁ NA KONCEPCI EVA.....	40
5.2.1	Propočet NOA.....	40
5.2.2	Propočet NOPAT.....	41
5.2.3	Ocenění podniku dle konceptu EVA.....	42
5.3	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	42
5.3.1	Vlastní postup výpočtu.....	43
5.4	DISKONTNÍ MÍRA PRO METODY DCF A EVA.....	43
5.4.1	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál.....	43
5.4.1.1	Určení vah jednotlivých složek kapitálu.....	44
5.4.1.2	Náklady na cizí kapitál.....	44
5.4.1.3	Náklady na vlastní kapitál.....	45
5.4.1.4	Výpočet celkových vážených nákladů kapitálu.....	48
6	METODY KOMBINOVANÉ.....	49
6.1	METODA STŘEDNÍ HODNOTY.....	49
6.2	METODA KAPITALIZOVANÝCH MIMOŘÁDNÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	49
	SHRNUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI.....	50
	II PRAKTICKÁ ČÁST.....	52
7	ZÁKLADNÍ INFORMACE - ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	53
7.1	IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE.....	53
7.2	PODNIKATELSKÁ ČINNOST.....	53
7.3	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	54
7.4	ZAMĚSTNANCI.....	54
7.5	KVALITA ŽIVOTNÍHO PROSTŘEDÍ A BEZPEČNOST PRÁCE.....	55
7.6	SWOT ANALÝZA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	55
8	STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	56
8.1	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU A JEHO PROGNÓZA.....	56
8.2	ANALÝZA KONKURENCE A VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU.....	59
8.3	PROGNÓZA TRŽEB.....	65
9	FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	67

9.1	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA.....	67
9.1.1	Analýza rozvahy.....	67
9.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	71
9.1.3	Analýza výkazu o peněžních tocích	74
9.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ.....	75
9.2.1	Čistý pracovní kapitál.....	75
9.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	76
9.3.1	Analýza rentability	76
9.3.2	Analýza likvidity	77
9.3.3	Analýza zadluženosti.....	79
9.3.4	Analýza aktivity	80
9.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	81
9.4.1	Z-skóre (Altmanův model).....	82
9.4.2	Index IN01	82
	SHRNUTÍ ANALYTICKÉ ČÁSTI	84
10	STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.	86
10.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.	86
10.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	89
10.3	PLÁNOVANÉ CASH-FLOW ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	91
10.4	FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU	92
11	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.	94
11.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY PRO POTŘEBY OCENĚNÍ	94
11.1.1	Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu.....	94
11.1.2	Náklady na cizí kapitál	95
11.1.3	Náklady na vlastní kapitál.....	96
11.1.4	Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu	98
11.2	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S. METODOU DCF	98
11.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S. METODOU EVA.....	103
11.4	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S. METODOU ČISTÝCH KAPITALIZOVANÝCH VÝNOSŮ	106
11.5	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.....	108
	SHRNUTÍ PROJEKTOVÉ ČÁSTI.....	109
	ZÁVĚR.....	111
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	113
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	116
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	119
	SEZNAM TABULEK	121
	SEZNAM PŘÍLOH.....	123

ÚVOD

Dnešní doba, která je často spojována s pojmy jako krize a recese, je rovněž spjata s majetkovými transakcemi, které vyvolávají potřebu znát hodnotu podniku. V současné době existuje celá řada důvodů pro ocenění podniku, počínaje úředními odhady, přes ocenění vycházející z obchodního zákoníku, až po ocenění ve formě ekonomických analýz, určených pro podporu podnikatelského rozhodování. Význam oceňování podniku v České republice nabyl na důležitosti především po roce 1990, kdy docházelo k privatizaci státních podniků.

Samotný průběh ocenění podniku představuje složitý a obsáhlý proces, jelikož vyžaduje jednak velké množství teoretických znalostí, znalosti z oblasti praktického řízení podniku a také profesní zkušenosti. Ocenění podniku naráží na problém subjektivního pohledu odhadce, ale také na skutečnost, že žádným exaktním způsobem není možné prokázat, že některá hodnota je ta jediná správná a jiná špatná. Důležitými faktory správného ocenění podniku jsou kvalitní informace, ze kterých je čerpáno, důvod proč je ocenění prováděno, výběr vhodné metody oceňování a v neposlední řadě individuální přístup oceňovatele.

Cílem diplomové práce je poskytnout akciové společnosti Zlínské stavby informace o stavu a hodnotě podniku k 1. 1. 2011. Ocenění by mělo mít zejména informační charakter o tržní hodnotě majetku pro případ eventuálního prodeje.

Diplomová práce je standardně rozdělena na dvě hlavní části, část teoretickou a část praktickou. První, teoretická část práce nejdříve seznámí čtenáře se základními pojmy, které jsou spojeny s oceňováním podniku. Mezi tyto pojmy lze zařadit důvody pro ocenění podniku, kategorie hodnot podniku, případně legislativní úpravu oceňování podniku. V druhé polovině teoretické části práce se autor nejdříve zaměřil na metodologický rámec strategické a finanční analýzy a zejména pak na poznatky o jednotlivých metodách oceňování podniku s důrazem na výnosové metody oceňování.

V praktické části práce budou aplikovány teoretické znalosti a poznatky z první části na konkrétní společnost. V úvodu analytické části bude představena oceňovaná společnost Zlínské stavby, a. s. Podstatu této části bude tvořit strategická a finanční analýza, na základě jejichž výsledků bude v projektové části práce sestaven dlouhodobý finanční plán, který je základem pro ocenění pomocí výnosových metod. Další důležitou kapitolu projektové části tvoří vyčíslení průměrných vážených nákladů na kapitál, na kterou bezprostředně navazuje nejdůležitější část práce a to stanovení konkrétní hodnoty oceňovaného podniku

Zlínské stavby, a. s. zvolenými výnosovými metodami k předem určenému datu. Ke stanovení výsledné hodnoty podniku nebyly použity žádné speciální softwarové programy určené k oceňování podniku.

Informace spojené s touto prací jsem čerpal především z interních zdrojů oceňované společnosti, dále z odborné literatury a v neposlední řadě ze statisticky a ekonomicky zaměřených portálů. Diplomová práce obsahuje velké množství tabulek, grafů a schémat, aby byla pro své budoucí uživatele přehledná a srozumitelná.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ

Na úvod diplomové práce je nutné zdůraznit, že podnik sám o sobě nemá žádnou objektivně danou hodnotu, z toho plyne, že nemůže existovat ani jediné správné ocenění, které by bylo použitelné pro všechny účely. Proto je důležité, aby před zahájením jakéhokoliv oceňování bylo zcela jasné, jaký je jeho účel.

Ocenění lze charakterizovat jako službu, kterou si objednává zákazník, protože mu přináší nějaký užitek, který může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Výsledkem oceňování podniku je tedy stanovení jeho hodnoty. (Kislingerová, 2001, s. 6)

1.1 Hodnota podniku

Dříve, než se budeme zabývat vlastní hodnotou podniku, je nutné připomenout, co vlastně míníme, říkáme-li „**podnik**“. Odpověď nabízí především obchodní zákoník [21], který jej v § 5 definuje jako: „...*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...*“ (Česko, 1991, s. 2474)

V odborné literatuře zabývající se problematikou podniku nalezneme mnoho různých definic. Většina autorů se však shoduje na tom, že podnik je jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. (Kislingerová, 2001, s. 12)

Hodnota je ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, jenž lze koupit a také těch, kdo je kupují a prodávají. Hodnota je odhadem pravděpodobné ceny zboží a služeb v daném čase v souladu s konkrétní definicí hodnoty. Hodnota podniku přispívá k určení jeho směnné hodnoty, tj. ceny. Cena představuje částku, která je požadována, nabízena nebo zaplácena za zboží nebo službu. Hodnota podniku existuje i bez směny, ale cena podniku je výsledkem transakce realizované mezi kupujícím a prodávajícím a může být ovlivněna dalšími faktory (psychologické faktory, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím, časová tíseň atd.). Hodnota podniku tedy není cenou podniku a rovná se jí jen zcela výjimečně. (Kramná, 2011, s. 6)

1.1.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:

- Hodnota brutto – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Hodnota brutto je totožná s pojmem obchodní majetek, tento pojem je definován v obchodním zákoníku [21] § 6 odst. 1: „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky, a jiná práva a peníze ocenitelné jiné hodnoty), které patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek*“ (Česko, 1991, s. 2474)

Hodnota netto – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V obchodním zákoníku [21] je vymezen v § 6 odst. 3 jako čistý obchodní majetek. „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou*“ (Česko, 1991, s. 2474)

1.2 Kategorie hodnoty podniku

V návaznosti na předchozí úvahy rozlišuje Mařík [12] čtyři základní přístupy k oceňování podniku, které vycházejí z následujících otázek:

- 1) Jaké je tržní ocenění podniku? (kolik bychom mohli za něj dostat na trhu?)
- 2) Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- 3) Jakou hodnotu lze považovat za nespornou? (Mařík, 2003, s. 18)

1.2.1 Tržní hodnota (Market Value)

V Mezinárodních oceňovacích standardech je tržní hodnota definována jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. Tržní ocenění bychom měli využívat v následujících situacích:

- Při uvádění podniku na burzu
- Při prodeji podniku
- Pokud není znám konkrétní kupující (Mařík, 2003, s. 18, 19)

1.2.2 Subjektivní-investiční hodnota

Subjektivní hodnota je dána očekávanými užitky pro konkrétního kupujícího. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů s určitými investičními cíli. Subjektivní hodnota může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota majetku. Subjektivní ocenění bychom se měli snažit využívat při:

- Koupí nebo prodeji podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
- Rozhodování mezi sanací a likvidací podniku (Mařík, 2003, s. 21)

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Jak už bylo popsáno výše, objektivní hodnota podniku v podstatě neexistuje, tudíž odhadci začali pracovat s pojmem „objektivizovaná“ hodnota. Tato hodnota by měla být postavena v co největší míře na uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky.

- Udržení substance – z podniku by mělo být odčerpáno jenom tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance)
- Volný zisk – možnost odčerpání volného zisku, aniž by byla ohrožena substance podniku
- Nepotřebný majetek – výnosové ocenění zahrnuje jen majetek provozně nutný
- Možnosti změn v podniku – uvažuje se změnami, které jsou známy k datu ocenění
- Metoda – měla by být jasná a jednoznačná
- Management – předpoklad setrvání managementu i v budoucnu
- Zdanění – doporučuje zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Objektivizovaná hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při:

- Poskytování úvěru
- Při zjišťování současné reálné bonity klienta (Mařík, 2003, s. 22)

1.2.4 Funkcionální hodnota (Kolínská škola)

Je založena na subjektivním postoji a zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro

uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkci oceňovatele:

- Funkci poradenskou
- Funkci rozhodčí
- Funkci argumentační
- Funkci komunikační
- Funkci daňovou

Za nejdůležitější je považována funkce poradenská. Smyslem této funkce je poskytnout kupujícímu podklady a informace o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal a minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal. (Mařík, 2003, s. 24)

1.3 Důvody ocenění podniku

Existuje celá řada důvodů, proč potřebujeme ocenit podnik. V důsledku velkého množství podniků je nutné tyto podniky uspořádat. V podstatě se rozlišují na ocenění související se změnou vlastnictví podniku nebo nikoliv.

a) Ocenění související s vlastnickými změnami:

- Koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku
- Nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku
- Ocenění v souvislosti s fúzí podle § 69a obchodního zákoníku
- Ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 69c obchodního zákoníku

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám

- Změna právní formy společnosti dle § 69d obchodního zákoníku
- Ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
- Ocenění v souvislosti se sanací podniku (Mařík, 2007, s. 35)

1.4 Legislativní úprava v oblasti oceňování podniku

V současné době neexistuje v České republice žádný obecně závazný zákon nebo předpis při oceňování podniku. Oceňovatelé využívají zejména ekonomickou teorii a částečně také určité předpisy.

1.4.1 České předpisy

Využívají se pouze pro vymezený okruh případů

a) **Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí**

Tento zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmů a zákona o dani z přidané hodnoty. Tyto zákony obsahují minimum informací pro oceňování podniku jako celku a týkají se spíše dílčích majetkových položek. Oceňováním podniku jako celku se zabývá pouze § 24. [Česko, 1997, s. 2868 - 2877]

b) **Metodický pokyn ZNAL České národní banky**

Tento pokyn je určen především pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky, které jsou povinně překládány České národní bance. Tuto metodiku pod označením ZNAL lze získat z internetových stránek www.sec.cz

1.4.2 Mezinárodní a evropské oceňovací standardy

Tyto standardy obsahují především definice hodnoty a pak určité rámcové zásady, které by měly být při oceňování respektovány. Nemají povahu závazného předpisu, jedná se pouze o soubor mezinárodně uznávaných doporučení.

a) **Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards)**

Jsou vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy.

b) **Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards)**

Tyto standardy vydává odhadcovská asociace.

1.4.3 Národní standardy vybraných zemí

V našich podmínkách lze využívat také některá doporučení platná v jiných zemích.

a) Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standard of Professional Appraisal Practise)

Standardy jsou vydávány Americkou společností odhadců ASA. Součástí US PAP jsou standardy pro oceňování podniku (BVS – Business Valuation Standards).

b) Německý standard IDW S1

Standardy vydává institut německých auditorů. Nespornou výhodou těchto standardů je speciální zaměření pro potřeby oceňování podniku a taktéž obsahuje inspirační pohledy, které ve světových standardech zatím nejsou zastoupeny.

Výše uvedené standardy jsou neustále upravovány a aktualizovány a proto je nutné neustále sledovat jejich aktuální znění. (Mařík, 2007, s. 18, 19)

1.5 Faktor času a rizika

Ještě než se bude práce věnovat konkrétním postupům a metodám při oceňování podniku, je nutné se zastavit u faktorů času a rizika. Oba dva faktory se do oceňování promítají především prostřednictvím diskontní míry.

1.5.1 Faktor času

Z teoretického hlediska je podstatou výnosových modelů stanovit tržní hodnotu podniku, tj. současnou hodnotu očekávaných výnosů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, nemají pro svého příjemce rovnocenný význam, kromě jejich výše je důležitý i okamžik, ve kterém jej držitel aktiva získá.

Proto je nutné nejdříve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění. Peněžní částky lze rozlišovat ve třech rovinách:

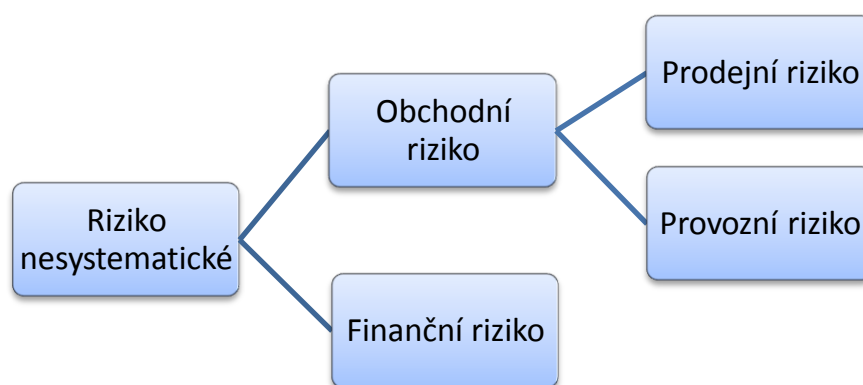
- Jednorázová částka
- Anuita, tj. řada konstantních pravidelných plateb
- Perpetuita, tj. částka vyplácená pravidelně ve stejné výši, ve stejných časových intervalech, po nekonečně dlouhou dobu (Kramná, 2011, s. 16)

1.5.2 Faktor rizika

Riziko je nedílnou součástí hospodaření podniku a hraje důležitou roli při oceňování podniku. Z vlastní logiky plyne, že čím je vyšší míra rizika, tím vyšší musí být míra výnosu

pro investora. Riziko lze klasifikovat z různých hledisek, z pohledu oceňování podniku je podstatné rozlišení rizika na systematické (tržní) a nesystematické (specifické).

- 1) **Riziko systematické** – jedná se o riziko, které je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomické prostředí a podnik ho žádným svým opatřením nemůže eliminovat.
- 2) **Riziko nesystematické** – riziko, které je spojeno s fungováním podniku a investor ho může diverzifikací vyloučit. Nesystematického riziko lze rozčlenit na obchodní a finanční riziko. (Kislingerová, 2001, s. 105)



Obrázek 1 Vztahy mezi jednotlivými druhy rizik (Mařík, 2003, s. 33)

1.5.3 Diskontní míra

Jak už bylo zmíněno výše, pomocí diskontní míry se do hodnoty podniku promítá faktor rizika a času. Diskontní míra je pojem, který se používá především v anglosaské literatuře, kdežto v německé literatuře se setkává spíše s pojmem kalkulovaná úroková míra. Pojem diskontní míra je vymezen Americkou společností odhadců na základě funkcí, které má plnit:

- Míra výnosnosti užívaná pro přepočítání peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky.
- Míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Je nutné si říci, že je třeba odlišovat, pro jaké ocenění, tedy pro jakou kategorii hledané hodnoty budeme kalkulovat diskontní míru:

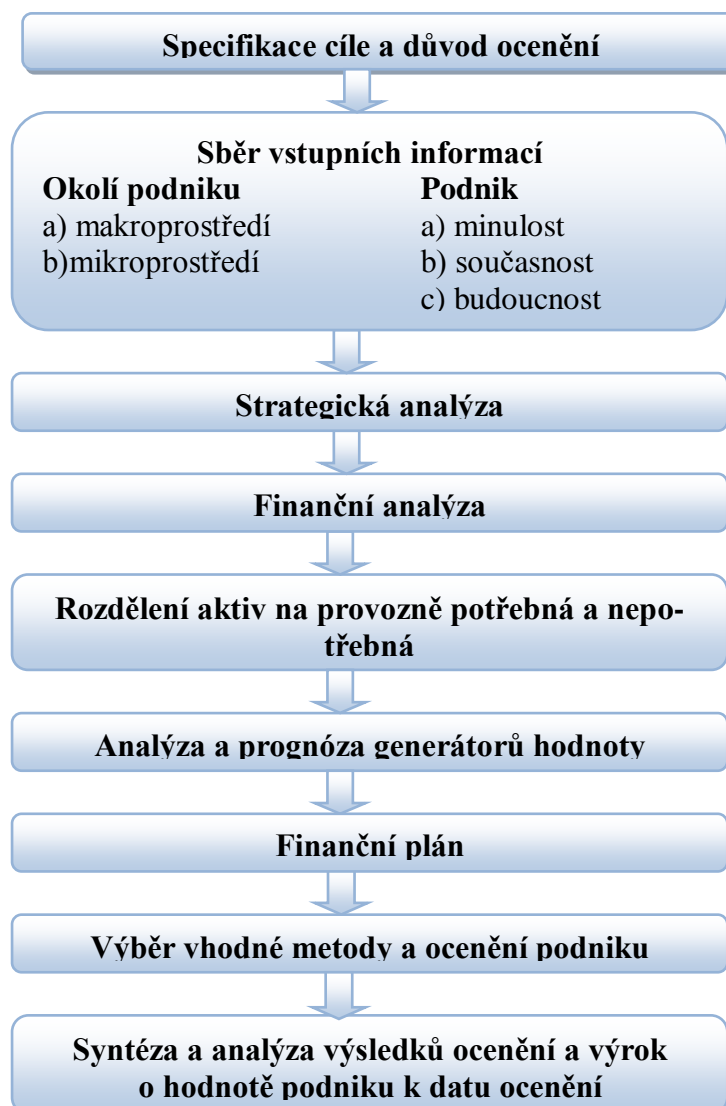
- 1) Tržní hodnota – při kalkulaci diskontní míry je třeba se opřít o tržní data a tomu odpovídající metody

- 2) Investiční hodnota – v první řadě se vychází z konkrétní situace daného investora, především pak z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu
- 3) Objektivizované ocenění – Odhad diskontní sazby musí být podložen běžně dostupnými daty, nebo bude vycházet z obecně přijatých skutečností. (Mařík, 2003, s. 42)

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Samotný postup ocenění podniku se skládá z několika fází, které by měly být dodrženy, ovšem přesně stanovený postup ocenění neexistuje. Ocenění podniku je nutné samozřejmě upravit podle konkrétních podmínek. Oceňovatel stojí před velmi náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problému dříve, než dojde k závěrečnému výroku o hodnotě podniku. Jedním z klíčových problémů na počátku práce je vymezení účelu, pro který je ocenění zpracováváno. Cíl se následně stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se dále pracuje. Pro kvalitně zpracované ocenění podniku je třeba mít dostatek relevantních údajů jak o oceňovaném podniku, tak i o mikroprostředí a makroprostředí, které ovlivňují jeho podnikatelské aktivity. (Kislingerová, 2001, s. 25)

Doporučený postup ocenění podniku je znázorněn na následujícím obrázku, tento postup ovšem může být upraven podle konkrétních podmínek.



Obrázek 2 Postup při oceňování podniku (Kislingerová, 2001, s. 26)

2.1 Sběr vstupních dat

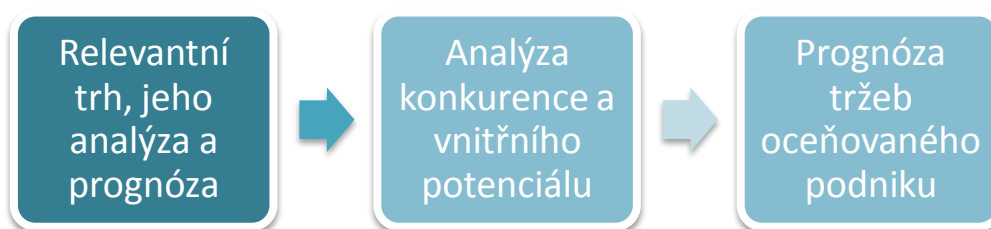
Správné, kvalitní a relevantní informace jsou základním předpokladem pro kvalitní ocenění. Rozsah dat, která jsou zpracovávána a následně shromažďována, je značný a pokrývá téměř celé dění v podniku a jeho okolí. Vstupní data lze rozdělit do dvou základních skupin.

- a) Vnější zdroje dat – informace o mikroprostředí a makroprostředí
- b) Vnitřní zdroje dat – údaje o podniku, dodavatelích, výrobě, odbytu a marketingu (Kramná, 2011, s. 23)

2.2 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je podle Sedláčkové [17] identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. Velmi důležité je posoudit vzájemné vztahy a souvislosti, které mezi faktory existují. Vychází se přitom z odhadu budoucích trendů a jevů, které mohou v průběhu strategického období nastat. Proto je důležité, co nejkvalifikovaněji analyzovat existující trendy, získávat informace umožňující odhalit základy budoucího vývoje, oddělit krátkodobé jevy od procesů dlouhodobé povahy.

Při strategické analýze lze postupovat dle následujících kroků:



Obrázek 3 Postup strategická analýza (vlastní zpracování)

2.2.1 Relevantní trh, jeho analýza a prognóza

Oceňuje-li se podnik tržní hodnotou, je důležité nejdříve vymežit, vůči jakému trhu se budou úvahy orientovat. Jinými slovy, je nutné definovat relevantní trh tohoto aktiva. Relevantní trh představuje území, kam podnik prodává a zároveň i poptává své výrobky a služby. Při formulaci relevantního trhu vycházíme ze statistických plánovacích údajů, tzn. z oficiálních statistik, ať už se jedná o publikované odborné prognózy, případně z odhadů

expertů. Při stanovení relevantního trhu je velmi důležité, aby oborová klasifikace ekonomických činností (NACE) co nejvíce odpovídala výrobnímu programu daného podniku. Způsob vymezení relevantního trhu má vliv na konečnou výši tržní hodnoty. (Krabec, 2009, s. 104)

Z hlediska postupu získávaných dat o relevantním trhu bychom měli postupovat následovně:

- 1) **Základní data o trhu** – odhad velikosti trhu, vývoj trhu v čase (min. 5 let), segmentace trhu
- 2) **Analýza atraktivity trhu** – růst, velikost, průměrná rentabilita, intenzita přímé konkurence, citlivost trhu na konjunkturu
- 3) **Prognóza vývoje trhu** – postup při sestavování vývoje trhu je nutné přizpůsobit typu ocenění

Závěr analýzy vnějšího potenciálu by měl obsahovat souhrnné hodnocení atraktivity odvětví (trhu), stručnou prognózu vývoje odvětví, prognózu tempa růstu odvětví. (Kramná, 2011, s. 25)

2.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu

Druhou částí strategické analýzy je analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku. Cílem této části je odhad vývoje tržních podílů oceňovaného podniku v budoucnu. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu navazuje na první část strategické analýzy, ve které byla odhadnuta budoucí velikost a kvalita trhu. Nyní jde o to, jak tento trh bude rozdělen. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu se sestává z několika kroků:

- 1) **Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku** – na úrovni fyzických jednotek, v případě nemožnosti stanovení lze použít kvantifikované odhady
- 2) **Identifikace konkurentů** – vymezení hlavních konkurentů, shrnutí základních parametrů hospodaření konkurentů, mající vliv na vývoj tržních podílů
- 3) **Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku** – schopnost podniku využít šance z rozvoje trhu, do jaké míry je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám

Výsledkem analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by mělo být posouzení perspektivnosti podniku, odhad vývoje tržního podílu podniku, diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění. (Mařík, 2007 s. 74 – 77)

2.2.3 Prognóza tržeb a oceňovaného podniku

Prognózu tržeb bychom měli být schopni odhadnout na základě výsledků předchozích dvou kroků (analýza a prognóza relevantního trhu, analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku) a dále z výsledků analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku. Disponibilní peněžní příjem získáme odečtením hodnoty, kterou podnik investuje do nového kapitálu z hrubého příjmu, který je k dispozici z operací. Stanovení prognózy tržeb zahrnuje čtyři základní kroky: (Mařík, 2003, s. 79)

- 1) Definování jednotlivých složek disponibilního peněžního příjmu
- 2) Vyhotovení historického přehledu výkonu společnosti
- 3) Vývoj prognostických předpokladů pro všechny prvky disponibilního peněžního příjmu a příslušné scénáře
- 4) Výpočet a zhodnocení prognózy disponibilního peněžního příjmu (Kramná, 2011, s. 28)

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je oblast, která představuje významnou součást komplexu finančního řízení podniku, neboť zajišťuje zpětnou vazbu mezi předpokládaným efektem řídicích rozhodnutí a skutečností. Finanční analýza je také součástí prací při oceňování podniku. Finanční analýza je stěžejním podkladem pro finanční plán, který je nepostradatelný pro potřeby oceňování podniku. (Valach, 1999, s. 91)

Finanční analýzu, jako zdroj informací pro další rozhodování a posuzování potřebují ke své práci jednak manažeři podniku, ale také investoři, obchodní partneři, státní instituce, zaměstnanci, auditoři, burzovní makléři a v neposlední řadě také odborná veřejnost. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 64)

Zdroje informací, z nichž čerpá finanční analýza lze rozdělit na:

- a) **Finanční informace** - obsaženy ve vnitropodnikových účetních výkazech, v předpovědích finančních analytiků a vrcholového vedení podniku, v burzovním zpravodajství, v hospodářských zprávách informačních medií
- b) **Ostatní informace** - získané z firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, z oficiálních ekonomických statistik, ze zpráv vedoucích pracovníků, manažerů, auditorů, z odhadů analytiků různých institucí (Knápková a Pavelková, 2008, s. 65)

2.3.1 Postup při finanční analýze

Při finanční analýze je vždy primární analýza účetních výkazů (rozhaha, výkaz zisků a ztráty a výkazu cash flow) a jejich porovnávání s minulým obdobím a s obrazem průměrného podniku v odvětví. Dále přichází na řadu zhodnocení všech složek finanční rovnováhy, tzn. zadluženosti, likvidity, rentability a aktivity, proto je nutné vhodně zvolit finanční kritéria (ukazatele), jejich správné naplnění z finančních výkazů a porovnání jejich hodnot v čase a se situací v odvětví, do kterého podnik patří. Následně je nutné se zabývat vztahy uvnitř jednotlivých skupin ukazatelů a mezi skupinami paralelní ukazatelové soustavy nebo pomocí pyramidových rozkladů. Vyvrcholením finanční analýzy je interpretace výsledků, tzn. analýza situace (finanční pozice) a problému podniku. Finanční analýza by měla být uspořádána tak, aby oceňovateli poskytla odpověď na zodpovězení základních otázek o podniku. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 66)

2.3.1.1 Analýza absolutních ukazatelů

Výchozím bodem finanční analýzy je tzv. vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. Oba postupy umožňují vidět původní absolutní údaje z účetních výkazů v určitých relacích a souvislostech. Horizontální analýza sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, zpravidla ve vztahu k nějakému minulému účetnímu období. Naproti tomu vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké smysluplné veličině (např. celková bilanční suma). (Hnilica a Kislingerová, 2005, s. 11)

2.3.1.2 Analýza cash flow

Přehled o peněžních tocích představuje skutečný pohyb (tok) peněžních prostředků podniku za určité období v souvislosti s jeho činností. Cash flow je východiskem pro řízení likvidity firmy. Na rozdíl od zisku, který se určuje z rozdílu nákladů a výnosů, je výkaz o peněžních tocích rozdílem mezi příjmy a výdaji firmy za určité období. (Sedláček, 2003, s. 64)

Naše účetní postupy rozlišují tři základní úrovně. Provozní cash flow odráží generování peněz v rámci standardního provozu, investiční cash flow reflektuje změny peněz v souvislosti s investováním a poslední část výkazu o peněžních tocích tvoří finanční cash flow, které zahrnuje dopad způsobu financování společnosti. Jelikož se ve výkazu objevují jak kladná, tak záporná čísla, nemá kompletní vertikální a horizontální analýza smysl. Je

vhodné spíše soustředit pozornost na nejvýznamnější položky a ty podrobněji sledovat. (Hnilica a Kislíngrová, 2005, s. 28)

2.3.1.3 Rozdílové ukazatele

Tyto ukazatele slouží podniku k analýze a řízení finanční situace s ohledem na jeho likviditu. Jestliže má být podnik likvidní, musí mít potřebnou výši relativně volného kapitálu, tzn. přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji. K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří čistý pracovní kapitál (rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji), jež má významný vliv na platební schopnost podniku. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 67)

2.3.2 Poměrové ukazatele

Jsou považovány za základní metodický nástroj finanční analýzy. Poměrové ukazatele se běžně vypočítávají vydělením jedné položky (skupiny položek) jinou položkou (skupinou položek) uvedenou ve výkazech, mezi nimiž existují co do obsahu určité souvislosti. Tyto ukazatele se většinou rozdělují do čtyř základních skupin, přičemž každá skupina se váže k některému aspektu finančního stavu podniku. (Valach, 1999, s. 114)

- a) **Ukazatele rentability** – snaží se vystihnout schopnost podniku dosahovat co největších výnosů a na tomto základě i naplňovat základní cíl podniku v podobě maximalizace jeho tržní hodnoty. Technicky se rentabilita vypočítá jako poměr dosaženého výnosu společnosti k vynaloženému kapitálu na dosažení tohoto výnosu. V teorii se obvykle uvádí tři základní druhy ukazatelů rentability a to ukazatele výnosnosti, ukazatele ziskovosti, ukazatele peněžní rentability. (Marek, 2006 s. 186)
- b) **Ukazatele likvidity** – likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své splatné závazky. Podstatou likvidity je vzájemný vztah mezi jednotlivými složkami oběžného majetku a krátkodobými závazky. Ve finančním pojetí se jedná o řešení otázky, zda má podnik k určitému datu dostatek peněžních prostředků k úhradě svých závazků. V praxi se používá výpočet tří základních stupňů likvidity, a to běžné likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity. (Landa, 1999, s. 15)
- c) **Ukazatele zadluženosti** - pojmem zadluženost vyjadřujeme skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje. Používání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitálu akcionářů, tak riziko. K hodnocení finanční struktury se používá několik ukazatelů zadluženosti. Ukazatele vycházejí ze vzájemných

vztahů mezi položkami závazků, vlastního jmění a celkového kapitálu. Základními ukazateli zadluženosti jsou celková zadluženost, míra zadluženosti, případně úrokové krytí. (Valach, 1999, s. 105)

- d) Ukazatele aktivity** – tato skupina ukazatelů se snaží měřit, jak úspěšně management podniku využívá vložené prostředky. Ukazatele aktivity lze podle jejich vypovídací schopnosti rozlišit do tří skupin. Ukazatele výkonnosti (měřeno obratem, rychlostí obratu, počtem obrátek), ukazatele vázanosti (měřeno koeficientem využití) a ukazatele doby obratu. (Kraftová, 2002, s. 46)

2.3.2.1 *Souhrnné ukazatele*

Zhodnotíme-li různé stránky finančního zdraví podniku, většinou dojdeme k závěru, že v některých oblastech finanční analýzy dosahuje oceňovaný podnik lepších hodnot, v jiných naopak horších. Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by však měl být do jisté míry jednoznačný. Mezi nejčastěji používané souhrnné ukazatele v praxi můžeme zařadit Altmanův model (Z – skóre) nebo index finanční důvěryhodnosti IN. Souhrnné ukazatele nenahrazují, ale doplňují analýzu dílčích stránek. Při správné konstrukci by měla potvrdit intuitivní závěry o finanční situaci podniku získané z předchozích analýz. (Mařík, 2003 s. 96)

2.3.3 **Cíle finanční analýzy a požadavky na ni kladené**

Cílem finanční analýzy podniku je zpravidla

- Posouzení dosavadního vývoje firmy a poskytnutí informací pro rozhodnutí do budoucna
- Rozbor možných variant dalšího vývoje a výběr nejvhodnější varianty
- Porovnání výsledků různých firem v rámci stejného odvětví
- Zpracování informací pro hodnocení firmy vnějšími partnery, věřiteli i vlastníky

V každém případě je nutné k finanční analýze přistupovat s vědomím konkrétního cíle, jenž je přesně stanoven. Vždy se nemusí jednat o souhrnný pohled na podnik, jelikož analýza může být orientována pouze na vybranou část finančního hospodaření společnosti. (Kraftová, 2002, s. 25)

2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

K posouzení výkonnosti podniku je nutné srovnat schopnost vytvářet provozní zisk využitím zejména provozně nutných aktiv. Prvním krokem při oceňování podniku je tedy rozlišení aktiv na provozně nutná a provozně nepotřebná. Mezi provozně nutná aktiva můžeme zařadit peněžní prostředky, zásoby, pohledávky a fixní aktiva nutná k hlavní činnosti podniku. Naopak jako provozně nenutná aktiva lze uvést cenné papíry, investice do dceřiných společností, pozemky držené pro budoucí využití. Důvodů pro toto rozčlenění je hned několik:

- Aktiva nesouvisející s provozem, mohou být spojena s odlišnými riziky
- Část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné nebo jen malé příjmy
- U provozně nepotřebného majetku se často používají odlišné metody ocenění (Mařík, 2003, s. 103)

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Za generátory hodnoty jsou považovány veličiny, které mají schopnost v budoucnu vytvářet volné peněžní toky a tím hodnotu podniku. Generátory hodnoty se obvykle vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Nejčastěji je tímto východiskem metoda diskontovaných peněžních toků. Nejčastějšími generátory hodnoty při aplikaci výnosového přístupu k oceňování jsou:

- Tržby a jejich růst
- Marže provozního zisku
- Investice do pracovního kapitálu
- Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku
- Diskontní míra
- Způsob financování (Mařík, 2007, s. 125)

2.6 Sestavení finančního plánu

Jestliže se oceňovatel rozhodne použít pro ocenění podniku některou výnosovou metodu, musí pro oceňovaný podnik sestavit finanční plán. Finanční plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku a ze vzájemně provázaných dílčích plánů. Tento plán se skládá z hlavních finančních výkazů:

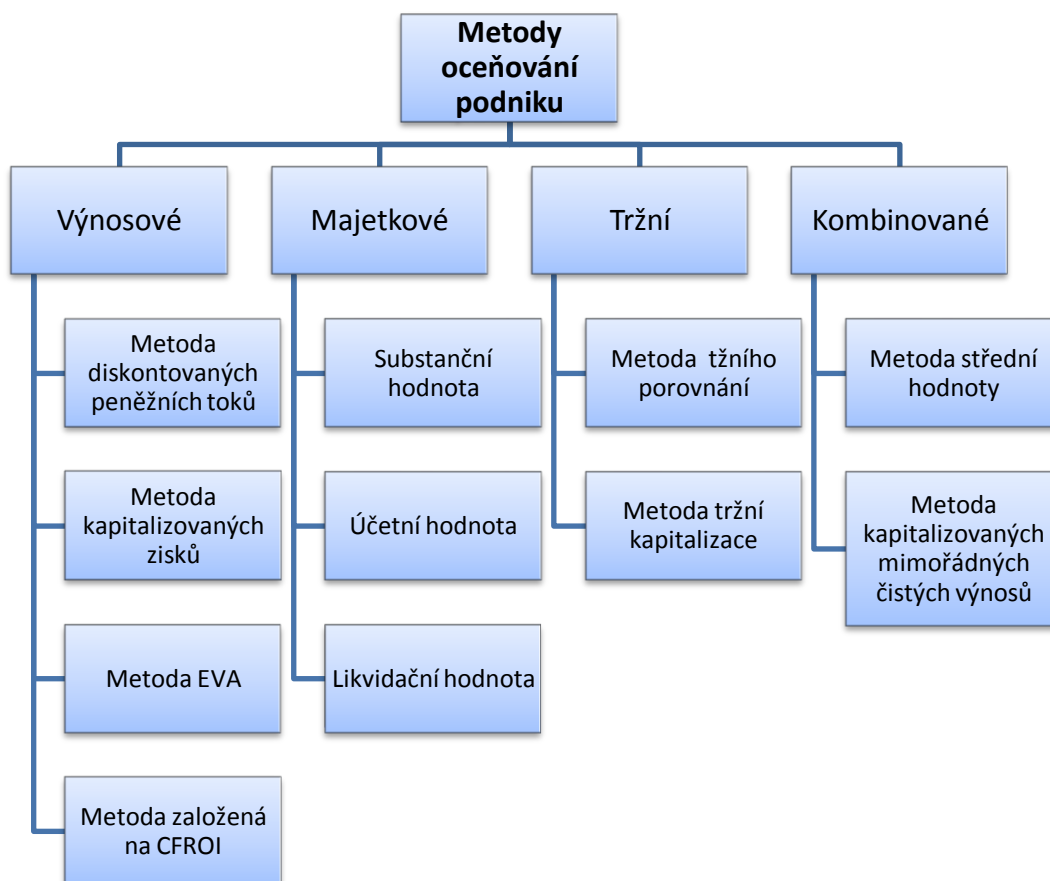
- Výkaz zisků a ztráty
- Rozvaha
- Výkaz o peněžních tocích

Finanční plán se obvykle sestavuje na období 5 let a navazuje na plánované generátory hodnoty. Jestliže má být sestavena kompletní rozvaha, výsledovka a výkaz o peněžních tocích je nutné naplánované generátory hodnoty upravit o:

- Plán financování (nové úvěry, splátky úvěrů, navyšování základního kapitálu)
- Další méně významné položky výnosů, nákladů, pohledávek, závazků
- Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku
- Předpokládané výplaty dividend a podílů na zisku (Kramná, 2011, s. 34)

2.7 Metody používané pro oceňování podniku

V současné době lze využít při oceňování podniku velké množství metod. Tradiční metody oceňování podniku lze v zásadě rozdělit do tří okruhů. První a velmi rozsáhlou skupinu tvoří metody výnosové, které se opírají o analýzu výnosů podniku. Druhou skupinu tvoří metody založené na majetkovém ocenění jednotlivých položek. Třetí metoda je založena především na analýze aktuálních cen na trhu. Tyto tři okruhy metod lze ještě doplnit o metody kombinované, které zpravidla kombinují výsledky získané aplikací výnosových a majetkových metod. Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Nejvhodnější je použít všechny tři metody a výsledné ocenění provést pomocí syntézy jednotlivých výsledků ocenění. (Kramná, 2011, s. 15)



Obrázek 4 Metody oceňování podniku (vlastní zpracování)

3 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU

Podstata těchto metod je velice jednoduchá a v běžném životě ji neustále používáme. Za určitý statek bychom měli zaplatit tolik, kolik se za něj na trhu běžně platí. Za výhody oceňovacích metod založených na analýze trhu lze považovat srozumitelnost, jednoduchost, nezávislost na očekávaných budoucích výnosech, využití aktuálních informací. Problémy ovšem nastávají v situacích, kdy se jednotlivé druhy zboží výrazně odlišují, což je v případě podniků téměř vždy. Dalšími slabými stránkami jsou menší flexibilita a nedostupnost informací při akciových převodech. (Hitchner, 2006, s. 262)

3.1 Metoda ocenění na základě dat kapitálového trhu

Touto metodou se oceňují akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na regulovaném trhu, což u nás připadá v úvahu jen pro velmi omezený okruh obchodovaných akcií akciových společností. A i v těchto případech se vyskytují určitá omezení. Prvním omezením je vlastní kurz akcie. Pro tržní hodnotu nelze vzít automaticky poslední tržní cenu k datu ocenění a nebrat v úvahu její vývoj v předchozím období. V praxi se proto používá průměrná cena za určité období. Druhé omezení je spojeno s aktuální tržní cenou, která je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií a nelze proto předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná. (Hálek, 2009, s. 172)

3.2 Metoda tržního porovnávání

V případě, že potřebujeme ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou veřejně obchodovatelné, jsme nuceni využít metody tržního porovnávání. V podstatě to znamená, že tržní hodnotu podniku odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných či srovnatelných podniků. Metodu lze používat jen v případech, kdy rozdíly mezi podniky nejsou příliš velké. Metody tržního porovnávání lze rozlišit do tří skupin:

- Srovnání s podobnými podniky, u kterých známe cenu jejich akcií
- Srovnání s podobnými podniky, které byly předmětem transakcí a jsou známy jejich realizační ceny
- Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány při vstupu na regulovaný trh (Hálek, 2009, s. 173)

4 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU

Při tomto přístupu k oceňování podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku, tj. hodnotu podniku brutto (hodnota obchodního majetku). V případě, že odečteme všechny dluhy a závazky, získáme hodnotu podniku netto (hodnotu čistého obchodního majetku). Majetkové ocenění lze rozlišit v závislosti na tom, zda vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku (princip going concern) nebo zda nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku. (Hálek, 2009, s. 152)

4.1 Majetkové metody ocenění za předpokladu pokračujícího podniku

V oceňovací praxi se běžně rozlišují čtyři majetkové metody za předpokladu „going concern“.

4.1.1 Účetní hodnota na principu historických cen

Jedná se o nejjednodušší metodu a vychází z údajů obsažených v bilanci podniku, tudíž nám odpovídá, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Především u dlouhodobého majetku vznikají odchylky od ekonomické reality. Výhodou účetního ocenění je jednoduché zjištění a průkaznost zjištěných údajů. V oceňovacích posudcích bývá uváděna jako výchozí hodnota. (Hálek, 2009 s. 152)

4.1.2 Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Je nejčastěji využívanou metodou založenou na analýze jednotlivých složek majetku. Cílem tohoto ocenění je nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku. V případě, že oceňujeme pouze aktiva, používáme označení brutto substanční hodnota. Pokud odečteme reálné ocenění všech závazků podniku, získáme substanční hodnotu podniku netto. Ve většině případů se snažíme zjistit reprodukční hodnoty jednotlivých aktiv snížených o dané opotřebení. (Hálek, 2009 s. 154)

4.1.3 Substanční hodnota na principu úspory nákladů

V praxi se používá v případech, kdy se investor rozhoduje mezi koupí nebo vybudováním nového podniku nebo jestliže známe pravděpodobnou úroveň budoucích výnosů. Pak lze hodnotu podniku stanovit na základě možnosti nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. (Kramná, 2011, s. 62)

4.1.4 Majetkové ocenění na principu tržních cen

Podstatou tohoto přístupu je ocenění majetkových položek jejich tržními hodnotami. Hodnotu vlastního kapitálu získáme jako rozdíl součtu tržních hodnot majetkových položek a závazků. Tato metoda se v praxi nejvíce využívá u investičních společností a podniků holdingového typu. (Kramná, 2011, s. 62)

4.2 Majetkové ocenění za předpokladu ukončení existence podniku

S tímto způsobem ocenění se můžeme v praxi setkat v případech, kdy podniky nemají jasnou perspektivu podnikatelské činnosti a mají problémy se zajištěním budoucí existence. V těchto případech nastává situace, kdy je nutné zvážit, zda pokračovat v podnikatelské činnosti nebo raději ukončit podnikání a likvidovat aktiva podniku. (Kislingerová, 2003, s. 143)

4.2.1 Metoda likvidační hodnoty

Likvidační hodnota je množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku. Princip výpočtu není příliš složitý, ovšem určit likvidační hodnotu není příliš snadné, neboť výnos z prodeje podniku jako celku závisí na mnoha nesnadno odhadnutelných okolnostech. (Hálek, 2009, s. 153)

5 VYBRANÉ VÝNOSOVÉ METODY

Výnosové metody vycházejí z hodnoty statku, která je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. Očekávaným užitekem pro podnik, jež patří do hospodářských statků, jsou výnosy. Z hlediska teorie je nejspřávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy, které plynou držiteli z oceňovaného statku. V praxi je ovšem možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Použití jednotlivých výnosových metod závisí na typu výnosů, ze kterých se při oceňování vychází, na volbě časového horizontu a na stanovení nákladů na kapitál. Jednotlivé výnosové metody rozlišujeme podle toho, jakou veličinu budeme konkrétně pod výnosy v obecném vyjádření myslet. (Mařík, 2003, s. 143)

5.1 Metoda diskontovaného čistého Cash flow

V současné praxi patří modely diskontu cash flow (dále DCF) k modelům, které mají užití především v anglosaských zemích (USA a Velká Británie). Podstatou oceňování z hlediska DCF je, že hodnota aktiv je odvozená od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Základem této metody je tedy současná hodnota budoucích výnosů. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Metoda DCF se může vyskytovat ve více variantách. Pro výpočet výnosové hodnoty metodou diskontovaného cash flow lze rozlišit tři základní techniky.

- Metoda „entity“ – oceňování podniku jako celku
- Metoda „equity“ – oceňování pouze vlastního kapitálu
- Metoda „APV“ (adjusted present value) – upravená současná hodnota (Mařík, 2003, s. 145)

5.1.1 Vymezení peněžních toků

Při výpočtu metodou DCF je důležité určit peněžní toky pro ocenění a způsob prognózy těchto peněžních toků. Výchozím bodem pro tento krok je výpočet investovaného kapitálu. Do úvahy bereme pouze ten investovaný kapitál, který nese náklady jak s vlastním kapitálem, tak cizím úročeným kapitálem.

Výpočet investovaného kapitálu:

- Úprava pro stanovení nákladů na kapitál
- Úpravy kvůli rozčlenění majetku na provozně nutný a nepotřebný

Investovaný kapitál je složen z provozně nutných dlouhodobých aktiv a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu (provozně nutná oběžná aktiva + časové rozlišení aktivní provozně nutné – neúročené závazky včetně časového rozlišení pasivního). (Kramná, 2011 s. 38)

Výpočet DCF vychází jak u metody „entity“, tak u metody „equity“ z korigovaného provozního výsledku hospodaření, který je v zásadě shodný s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, který je označován jako NOPAT (net operating profit after tax – čistý operační zisk po dani). Existuje několik zásad, které by se měly dodržovat při výpočtu korigovaného výsledku hospodaření:

- Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, z toho důvodu, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele
- Neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat
- Neměl by obsahovat žádné výnosy, které souvisí s provozně nenutným majetkem (Mařík, 2003, s. 151)

Druhou významnou veličinou při výpočtu DCF jsou po korigovaném výsledku hospodaření investice. Měly by být realizovány pouze ty investice, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice, které budou uvedeny ve vzorcích pro výpočet DCF „entity“ a „equity“ jsou myšleny jako investice brutto, tzn. jako veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek nebo zda se jedná o investice rozšiřovací. (Mařík, 2003, s. 154)

5.1.2 Model DCF entity (FCFF)

Postup výpočtu FCFF se skládá z několika navazujících kroků, popsanych v následující tabulce.

Tabulka 1 Postup výpočtu DCF entity (Mařík, 2007, s. 170)

1.	+ Korigovaný provozní HV před daněmi (KPVD)
2.	- Upravená daň (KPVD x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPV)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)

8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCFF)

Volným peněžním tokem (FCFF) se rozumí tvorba peněžních prostředků, jež jsou k dispozici jednak vlastníků (na dividendy), ale také věřitelům (splátky úvěrů a úroků) a je možné je vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. (Kramná, 2011, s. 39)

5.1.2.1 Základní tvary modelů FCFF

A) Model stabilního růstu

Tento základní model se v praxi používá při oceňování podniků, u kterých se předpokládá stabilní tempo růstu. Vzorec pro výpočet je následující:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (1)$$

Kde: FCF_t = volné cash flow v roce t ,

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra),

n = počet let předpokládané existence podniku. (Kramná, 2011, s. 41)

B) Dvoufázová metoda

V praxi ovšem většinou předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho („going concern“), tudíž pro tak dlouhé období je velmi obtížné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. V oceňovací praxi se tento problém řeší použitím standardní dvoufázové metody.

Podstatou této metody je rozdělení období do dvou fází. První fáze zahrnuje období, ve kterém je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna, tj. pokračující hodnota. Hodnota podniku se vypočítá takto: (Mařík, 2007, s. 178)

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (2)$$

Kde: T = délka první fáze v letech,

PH = pokračující hodnota,

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

V odborné literatuře se můžeme setkat s několika různými způsoby výpočtu pokračující hodnoty. Nejčastěji se uvádí Gordonův vzorec a parametrický vzorec. (Mařík, 2007, s. 179)

- Gordonův vzorec

Doba první fáze je v rozmezí od 4 do 14 let a pro druhou fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty je následující:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (3)$$

Kde: T = poslední rok prognózovaného období,

i_k = průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra),

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

FCF = volný peněžní tok

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$. (Kramná, 2011, s. 41)

- Parametrický vzorec

Výpočet pomocí parametrického vzorce pracuje s vybranými faktory tvorby hodnoty, mezi které se řadí tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření a očekávaná rentabilita nových investic.

$$\text{Pokračující hodnota v čase} = \frac{KPV_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (4)$$

Kde: KPV_{T+1} = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí prognózy daní

g = předpokládané tempo růstu KPVH během druhé fáze

r_I = očekávaná rentabilita čistých investic

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2007, s. 186)

C) Třífázová metoda

Tato metoda DCF se vyznačuje detailním členěním budoucnosti do tří fází.

- Fáze rychlého růstu – sestavování kompletních finančních plánů

- Fáze přechodu – FCF odhadujeme jen pomocí ročního tempa růstu
- Období stability – počítáme jako perpetuitu

Hodnota podniku se vypočítá podle vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} * i_k} \quad (5)$$

Kde: FCF = volný peněžní tok,

i_k = diskontní (kalkulovaná) úroková míra,

T_1 = počet let rychlého růstu,

T_2 = součet počtu let rychlého a zpomalujícího růstu,

H_n = hodnota netto (hodnota vlastního kapitálu). (Mařík, 2007, s. 200)

5.1.2.2 Zjištění výsledné hodnoty podniku

V předchozím textu bylo popsáno, jak lze získat provozní hodnotu podniku brutto. Abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, musíme provést několik závěrečných kroků, které jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 2 Zjištění výsledné hodnoty podniku (Mařík, 2003, s. 168)

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

5.1.3 Model DCF equity (FCFE)

Představuje peněžní tok pro akcionáře. Tento peněžní tok je spojen s vyšší mírou rizika. Při výpočtu je využívána diskontní míra na úrovni vlastního kapitálu. FCFE používáme u podniků se stabilní strukturou financování. Výpočet FCFE se skládá z několika postupných kroků, které navazují na již zjištěný výsledek FCFF (free cash flow to firm), který se používá u metody DCF „entity“.

Tabulka 3 Postup výpočtu DCF equity (Mařík, 2003, s. 171)

1. FCFF „entity“

2.	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
3.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
4.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
5.	FCFE „equity“

Pokračující hodnotu vypočítáme například pomocí věčné renty nebo Gordonova modelu. Vzorec k výpočtu hodnoty podniku je následující.

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE * (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} * (1 + i_k)^{-T} \quad (6)$$

Kde: i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni vlastního kapitálu,

g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu (Mařík, 2003 s. 171)

5.2 Metoda založená na koncepci EVA

Oceňování podniku založené na koncepci EVA (economic value added) patří k novějším modelům ocenění. Od dříve uvedených modelů DCF se liší tím, že nepracuje s cash flow. Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení nebo snížení hodnoty pro své vlastníky. EVA se používá jednak jako oceňovací metoda, ale také jako nástroj finanční analýzy, jako nástroj odměňování manažerů a současně ji lze použít pro formulování a implementaci strategie podniku. Základní podoba vzorce pro výpočet: (Knápková a Pavelková, 2009, s. 52)

$$EVA = NOPAT - WACC * NOA (C) \quad (7)$$

Kde: NOPAT (Net operating profit after taxes) = zisk z operativní činnosti po zdanění

WACC (Weighted average cost of capital) = průměrné vážené náklady kapitálu

NOA (Net operating assets) = čistá operativní aktiva (Mařík a Maříková, 2005, s. 13)

5.2.1 Propočet NOA

Východiskem pro stanovení velikosti čistých operativních aktiv je rozvaha. Úprava aktiv pro výpočet NOA se týká následujících okruhů:

- Vyčlenění neoperativních aktiv - Vyloučení neoperativních aktiv spočívá v identifikaci aktiv, která neslouží k hlavnímu provozu. Je nutné zvážit položky krátkodobý finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek, nedokončené investice, jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti
- Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány – Aktivace položek spočívá v zachycení všech aktiv, které podnik využívá ke své činnosti, ale nejsou zahrnuta v rozvaze. V rozvaze není zachyceno několik položek a to např. leasing, goodwill, tiché rezervy, oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku.
- Snížení aktiv o neúročený kapitál – Upravená aktiva je nezbytné snížit o pasiva, která nejsou úročena. Patří mezi ně především krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení, nezaplatněné dlouhodobé závazky.

Jak je zřejmé, tak veličina čistá operativní aktiva pro metodu EVA je obdobou veličině provozně nutný investovaný kapitál pro metodu DCF. (Knápková a Pavelková, 2009 s. 273)

5.2.2 Propočet NOPAT

První a velmi důležitou zásadou pro stanovení NOPAT je dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT. Pokud jsou určité činnosti, jimž odpovídají aktiva zařazeny do NOA, pak je nutné, aby jejich výnosy a náklady byly zařazeny do výpočtu NOPAT. Zisk z operativní činnosti po zdanění (NOPAT) je obdobou korigovaného provozního zisku, který používáme jako základ pro výpočet volných peněžních toků u metody DCF. Pro samotný výpočet NOPAT přicházejí v úvahu dva odlišné základy výpočtu a to výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření. (Mařík, 2007 s. 289)

Tabulka 4 Postup vymezení NOPAT (Mařík, 2007, s. 290)

VH z provozní činnosti	VH za běžnou činnost
(-) provozní výnosy z neoperativního majetku	(+) nákladové úroky
(+) finanční výnosy z fin. majetku zahrnuté do NOA	(-) výnosy z neoperačního majetku
(-) provozní náklady na neoperativní majetek	(+) náklady na neoperační majetek
(+) odpisy goodwillu	
(+) původní náklady s investičním charakterem	
(-) odpisy DNM vytvořené aktivací těchto nákladů	
(+) leasingová platba (původní náklad na leasing)	
(-) odpisy majetku pronajatého na leasing	

(-) neobvyklé zisky
 (+) neobvyklé ztráty
 Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
 Úprava daní na úroveň NOPAT

5.2.3 Ocenění podniku dle konceptu EVA

Za velkou výhodu tohoto konceptu ocenění je považovaná skutečnost, že EVA vypovídá o tom, jaká část zjištěné hodnoty podniku již k datu ocenění existuje v hodnotě aktiv (NOA) a jaká část hodnoty teprve v budoucnosti vznikne na základě očekávání trhu (MVA). MVA je současná hodnota budoucích EVA. Výpočet hodnoty podniku podle EVA lze provést prostřednictvím následujícího vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (8)$$

Kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné náklady na kapitál

CK_0 = hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

A_0 = neoperační aktiva k datu ocenění (Kramná, 2011, s. 53)

5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na minulé výkonnosti podniků a byla vytvořena v německy mluvících zemích. Tato metoda se využívá především v případech, kdy nejsme schopni plánovat investice dlouhodobě s dostatečnou přesností a je postavena na obecně přijímaných zásadách.

- Pro ocenění je určující jeho účel
- Podnik je nutné oceňovat jako hospodářskou jednotku
- Princip rozhodného dne
- Ocenění provozně nutného majetku
- Oddělené ocenění neprovozního majetku (Kramná, 2011, s. 48, 49)

5.3.1 Vlastní postup výpočtu

Je obdobný jako u všech výnosových metod a skládá se z několika kroků. Nejdříve se provede analýza a úprava dosavadních výsledků hospodaření, na to navazuje sestavení budoucích plánů hospodářských výsledků. Třetím krokem je odhadnutí kalkulované úrokové míry, jejíž hlavním úkolem je vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu, kterou má investor k dispozici. Vlastní výpočet kapitalizovaných čistých výnosů lze provést analytickou nebo paušální metodou.

Výchozím bodem analytické metody je řada odnímatelných čistých výnosů, které nejsou příliš ovlivněny budoucími výsledky hospodaření a mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku.

Paušální metoda se v praxi používá u těch podniků, u kterých je složitá prognóza budoucnosti. Základem paušální metody je vypočítání trvalého čistého zisku k rozdělení, a to jako vážený průměr minulých upravených čistých výnosů. (Kramná, 2011, s. 49 – 51)

5.4 Diskontní míra pro metody DCF a EVA

V kapitole 3.5 již byla stručně charakterizována diskontní míra, nyní se však podrobněji zaměříme na její stanovení pro výnosové metody DCF a EVA. Jak už bylo popsáno výše, úlohou diskontní míry je převést budoucí výnosy na současnost. Můžeme tak vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a současně zahrnout míru rizika, které je s danou investicí spojeno. Je nutné si připomenout, že každý budoucí výnos je vázán s odlišnou mírou rizika a proto využíváme různé diskontní míry, jak je uvedeno v následující tabulce. (Kramná, 2011, s. 44)

Tabulka 5 Diskontní míra pro jednotlivé metody oceňování (Kramná, 2011 s. 45)

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
DCF entity	WACC
DCF equity	Diskontní míra na úrovni VK
EVA	WACC
Dividenda	Diskontní míra na úrovni VK

5.4.1 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál

Průměrné vážené náklady kapitálu jsou počítány podle známého vzorce, který je dnes uváděn snad ve všech finančních učebnicích.

$$WACC = N_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + N_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (9)$$

- Kde: N_{CK} = náklad na cizí kapitál
 d = daňová sazba
 CK = cizí kapitál
 K = kapitál celkem ($CK + VK$)
 N_{VK} = náklady na vlastní kapitál

Stanovení WACC znamená uskutečnit čtyři postupné kroky:

- 1) Určit váhy jednotlivých složek kapitálu
- 2) Určit náklady na cizí kapitál
- 3) Určit náklady na vlastní kapitál
- 4) Vypočítat WACC (Mařík a Maříková, 2005, s. 55)

5.4.1.1 Určení vah jednotlivých složek kapitálu

K určení struktury kapitálových zdrojů je nutné určit současnou kapitálovou strukturu podniku v tržní hodnotě, ovšem ne ve všech podnicích je toto pravidlo dodržováno. V praxi se používají nejčastěji dva způsoby, jak tento odhad provést: (Brigham a Ehrhardt, 2005, s. 307)

- Cílová struktura kapitálu – Výchozím bodem je odhadnutí kapitálové struktury v tržní hodnotě, následně se pokusíme zjistit kapitálovou strukturu srovnatelných společností a na závěr zjistíme žádoucí kapitálovou strukturu pro vedení podniku
- Iterační postupy – Nejdříve dojde k odhadu výchozí struktury a pomocí ní pak počítáme hodnotu podniku, ze které zjistíme novou kapitálovou strukturu. Tento postup opakujeme tak dlouho, než se výsledná hodnota ustálí. (Kramná, 2011, s. 46)

5.4.1.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako výnos, který požadují věřitelé (investoři). Skutečné náklady cizího kapitálu jsou takové náklady, které berou v úvahu daně a náklady s případnou emisí cenných papírů. Do cizího kapitálu se nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům. Náklady na cizí kapitál vypočítáme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 154)

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t (1 - d) + S_t}{(1 + i)^t} \quad (10)$$

Kde: D = čistá částka peněz získaná výpůjčkou

U_t = úrokové platby

d = sazba daně z příjmů

S_t = splátka dluhu za dohodnutý časový interval

n = počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

i = hledaná úroková míra, která vyjadřuje výši efektivního úroku

Tento způsob výpočtu je však použitelný jen v případě pevně stanovených úroků z dluhů. V opačném případě se používá alternativní způsob výpočtu, který je založen na tržních datech, kdy je náklad na cizí kapitál stanoven jako součet bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky. Rizikovou přírážku určíme na základě ratingu daného úvěru. Jako rating daného úvěru se používá především ukazatel úrokového krytí. (Mařík, 2003, s. 179)

5.4.1.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů (vlastníků). Výnosové očekávání je nutné odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Určit náklady na vlastní kapitál patří v praxi k nejsložitějším úkolům finančního řízení. Existuje několik metod, které se používají k vyčíslení nákladů na vlastní kapitál. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 156)

A) Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Tento model je využíván především na vyspělých kapitálových trzích. Podstatou tohoto modelu je rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na riziko systematické a nesystematické. Ve vztahu k odhadu očekávaného výnosu vlastního kapitálu je podle modelu CAPM významné pouze systematické tržní riziko.

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (11)$$

Kde: r_e = náklady vlastního kapitálu v %

r_f = bezriziková úroková míra β

β = koeficient vyjadřující relativní ziskovost určitého podniku ve vztahu k průměrné ziskovosti trhu

r_m = průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$ = riziková prémie kapitálového trhu (Knápková a Pavelková, 2009, s. 168)

Jestliže chceme tento model použít, musíme být schopni určit všechny důležité proměnné:

- Bezriziková úroková míra – Obecně žádná bezriziková aktiva neexistují, ovšem za velmi málo rizikové se považují pokladniční poukázky nebo státní dluhopisy. Nejčastěji se doporučuje vzít úrokovou míru desetiletých státních dluhopisů.
- Riziková prémie – Riziková prémie by měla být stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu r_m a bezrizikovou mírou výnosu r_f . Principem je tedy zjistit, o kolik bude větší výnos rizikem zatíženého portfolia oproti bezrizikovým aktivům. Pro stanovení výnosnosti trhu je možné využít globální akciové indexy nebo rating země, vyhlášený agenturami jako Moody's nebo Standard & Poor's.
- Koeficient β – Tento koeficient udává citlivost investice vůči trhu. Koeficient β měří tržní riziko tím, že říká, k jaké procentuální změně ceny akcie v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1%. Zdrojem pro vlastní výpočet jsou historické ceny akcií a jednak hodnota globálního indexu. Na tyto hodnoty je poté aplikována metoda nejmenších čtverců. Pokud ovšem nejsme schopni určit hodnotu koeficientu β , můžeme použít metodu CAPM s náhradními odhady β . Za náhradní odhady β lze použít β koeficienty podobných podniků, které jsou obchodovány nebo lze využít β za určité odvětví.

$$\beta_Z = \beta_N * \left(1 + (1 - T) * \frac{CK}{VK} \right) \quad (12)$$

Kde: β_Z = β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál (Knápková a Pavelková, 2009, s. 169 - 171)

B) Stavebnicový model

Podstata stavebnicového modelu spočívá v tom, že k bezrizikové úrokové míře přičítáme určité přírážky za riziko. Přírážky vycházejí z posouzení rizik trhu, oboru, výrobních rizik, stupně diverzifikace, finančních rizik, rizik managementu a dalších. Stavebnicový model se na rozdíl od metody CAPM nezaměřuje pouze na systematická rizika, ale i na nesystematická.

$$r_e = \text{ÚBV} + r_o + r_f + r_l \quad (13)$$

Kde: r_e = náklady na vlastní kapitál

ÚBV = bezrizikový výnos

r_o = přírážka za obchodní riziko

r_f = přírážka za finanční stabilitu

r_l = přírážka za sníženou likviditu (Knápková a Pavelková, 2009, s. 173)

C) Odhad nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability

Tato metoda je výhodná především vzhledem k dostupnosti dat. Za nevýhodu lze považovat možnost regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv. V podmínkách české ekonomiky nelze považovat tuto metodu vzhledem k časté „daňové optimalizaci“ za příliš vhodnou. (Knápková a Pavelková, 2009, s. 174)

D) Dividendový model

Hlavní myšlenkou tohoto modelu je, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie můžeme očekávat. Model tedy není využitelný u společností, které nevydávají dividendy. (Knápková a Pavelková, 2009, s. 174)

E) Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

Další možnost, jak určit náklady na vlastní kapitál, vychází z poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, jelikož vlastník nese větší riziko než věřitel, tudíž požaduje větší výnos. Postup výpočtu je velmi jednoduchý a spočívá k přičtení několika procentních bodů (doporučuje se 2 až 4 body) k nákladům na cizí kapitál a tím získáme náklady na vlastní kapitál. (Knápková a Pavelková, 2008, s. 159)

5.4.1.4 Výpočet celkových vážených nákladů kapitálu

Jestliže jsme stanovili váhy složek kapitálu a náklady cizího i vlastního kapitálu, je výpočet výsledných celkových nákladů již jen jednoduchým dosazením do vzorce pro výpočet WACC, který je uveden na straně 44. (Mařík a Maříková, 2005, s. 62)

6 METODY KOMBINOVANÉ

Jedná se o metody, které se snaží o kombinování ocenění majetkového a výnosového. Někdy se pro ně používá také pojem korigované výnosové metody. V oceňovací praxi je nejznámější metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů. (Mařík, 2003, s. 241)

6.1 Metoda střední hodnoty

Je založena na kombinaci výnosového a substančního ocenění, protože zohledňuje jak majetkovou, tak i výnosovou stránku podniku. Principem této metody je aritmetický průměr součtu výnosové (V) a substanční hodnoty (S) založené na reprodukčních cenách, přičemž lze diferencovat váhy pro různá odvětví: (Kramná, 2011, s. 55)

$$H = \frac{x_1 * V + x_2 * S}{x_1 + x_2} \quad (14)$$

Kde: x_1, x_2 = zvolené váhy pro obě veličiny

6.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Tato metoda vychází z podstaty, že hodnota podniku představuje rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Při samotném výpočtu vycházíme z kapitalizovaného mimořádného čistého výnosu (tj. rozdíl mezi celkovým čistým výnosem a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu). Základním předpokladem je představa, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Hodnotu podniku pomocí této metody lze vyjádřit podle následujícího vzorce:

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{i_{k2}} \quad (15)$$

Kde: $\check{C}V$ = celkový čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra (náklady vlastního kapitálu)

i_{k2} = kalkulovaná úroková míra pro mimořádný výnos (vyšší než i_k)

S_n = hodnota substance (Kramná, 2011, s. 55)

SHRNUTÍ TEORETICKÉ ČÁSTI

Úvodní kapitoly teoretické části diplomové práce se snaží čtenáři vysvětlit a přiblížit obecné pojmy, související s oceňováním podniku. Postupně tak teoretická část práce nabízí odpovědi na otázky týkající se hodnoty podniku, kategorie hodnot podniku, důvody proč je podnik oceňován, faktor rizika a času v oceňování a v neposlední řadě také legislativní úpravu v oblasti oceňování.

Důležitou kapitolu teoretické části práce tvoří popis postupu oceňování podniku, který je teoretickým podkladem pro praktickou část práce. Hned v úvodu této kapitoly je připomenuto, že žádný přesně stanovený postup ocenění neexistuje, proto je nezbytné dodržet několik základních kroků. V prvním kroku ocenění by mělo dojít ke specifikaci cílů a důvodů ocenění. Druhý krok zahrnuje sběr vstupních dat, na který navazuje strategická a finanční analýza podniku. Obsahem dalšího kroku je sestavení finančního plánu, který je důležitým podkladem pro stanovení konkrétní hodnoty společnosti pomocí výnosových metod oceňování.

Další kapitoly teoretické části už jsou přímo věnovány popisu a charakteristice jednotlivých výnosových metod. Postupně se tak čtenář dozví informace o ocenění na základě analýzy trhu, které se v praxi zpravidla vyskytuje ve dvou variantách a to ocenění na základě dat kapitálového trhu a ocenění na základě tržního porovnávání. Důležitým předpokladem oceňování na základě analýzy majetku je předpoklad, zda bude podnik pokračovat ve své činnosti nebo nikoliv. V případě první možnosti přichází na řadu několik způsobů ocenění např. na základě účetní hodnoty nebo substanční hodnoty. Jestliže podnik nemá v úmyslu dále pokračovat, doporučuje se ocenění likvidační hodnotou.

Nejvíce prostoru je věnováno výnosovým metodám oceňování, jelikož tvoří podstatu celé diplomové práce. V praktické části bude s jejich využitím oceněna akciová společnost Zlínské stavby. V úvodu kapitoly zabývající se výnosovými metodami je nejdříve uvedena jejich stručná charakteristika. Poté následuje podrobný popis jednotlivých metod, které se používají při výnosovém oceňování společností. Postupně přicházejí na řadu metody diskontovaných peněžních toků (entity i equity), metoda ekonomické přidané hodnoty a také metody čistých kapitalizovaných výnosů. Výnosové metody jsou popisovány jednak z teoretického hlediska, ale také z hlediska postupu jednotlivých výpočtů, na které se odkazují v praktické části diplomové práce.

V závěru teoretické části jsou jen stručně charakterizovány metody kombinované, které zpravidla spočívají v kombinaci výnosového a majetkového ocenění.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 ZÁKLADNÍ INFORMACE - ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.

Obchodní společnost Zlínské stavby, a. s. byla zapsána do obchodního rejstříku 15. listopadu 1996 jako původní společnost UPOSS group, a. s., která zanikla 28. dubna 2006. Od tohoto data nedošlo k žádným právním změnám. Společnost registruje základní kapitál ve výši 3 500 000 Kč, který je tvořen 100 kusy akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 35 000 Kč v zaknihované podobě. Podle klasifikace ekonomických činností CZ NACE spadají Zlínské stavby, a. s. do sekce F – stavebnictví. (Míča, 2010)

7.1 Identifikační údaje

Obchodní jméno:	Zlínské stavby, a. s.
Sídlo:	K majáku 5001, 761 23 Zlín
Právní forma:	Akciová společnost
IČ:	25317300

7.2 Podnikatelská činnost

Společnost Zlínské stavby, a. s. je stavební firma působící na českém trhu, především ve Zlínském kraji.

Mezi hlavní výrobní činnosti podniku patří:

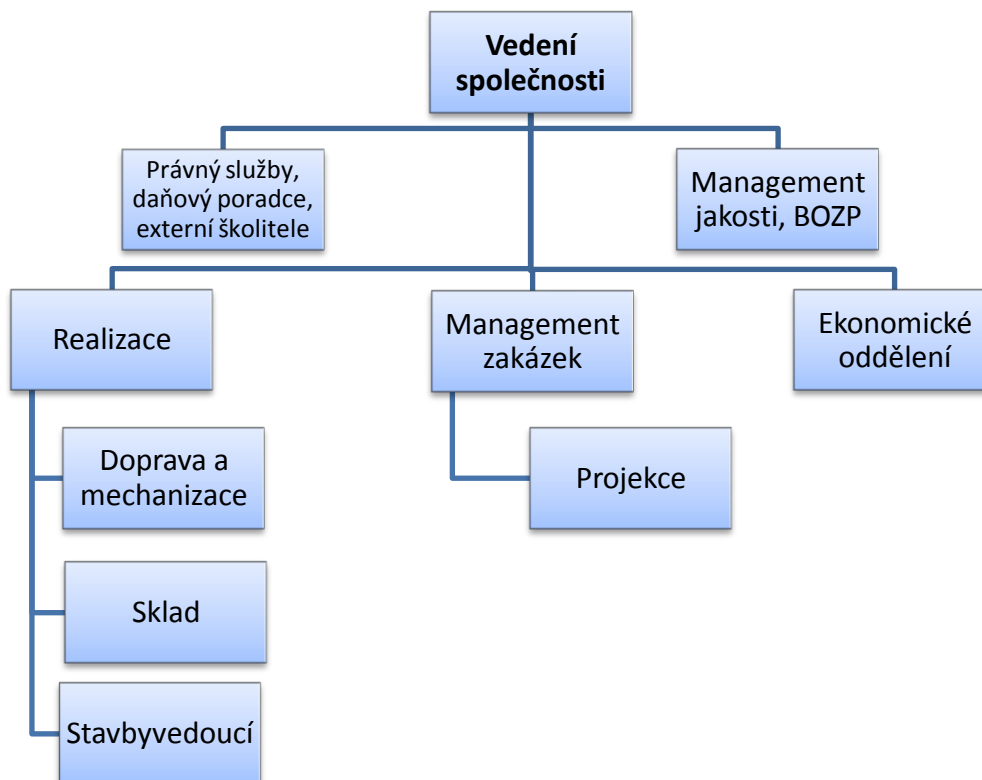
- projektová činnost ve výstavbě
- provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování

Vedlejší činnosti podniku:

- koupě zboží za účelem dalšího prodeje
- montáž, opravy a revize vyhrazených elektrických zařízení
- výkon zeměměřičských činností
- projektování elektrických zařízení

Hlavním cílem společnosti je udržet produktivitu a obrat společnosti minimálně na hladině předchozího roku, dále vytvářet vlastní projekty, pokusit se o expanzi do dalších oborů stavební výroby, upevňovat své postavení na trhu nejen ve Zlínském kraji, ale také po celé České republice. (Míča, 2010, s. 42)

7.3 Organizační struktura společnosti Zlínské stavby, a. s.



Obrázek 5 Organizační struktura společnosti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

7.4 Zaměstnanci

Společnost Zlínské stavby, a. s. disponuje týmem zkušených odborníků s dlouholetou praxí v oboru. V současnosti společnost zaměstnává 79 pracovníků.

tabulka 6 Skladba profesí Zlínské stavby, a. s. (Zlínské stavby, a. s. 2012)

Profese	Počet pracovníků
Zedník	34
Tesař	7
Pomocný dělník	11
Malíř, natěrač	3
Zámečnick	1
Řidič	5
Strojník	3
THP	15

7.5 Kvalita životního prostředí a bezpečnost práce

Společnost Zlínské stavby, a. s. se svým charakterem činností úzce dotýká bezpečnosti a ochrany zdraví při práci vlastních zaměstnanců, dodavatelů i zákazníků. Zajištění vysoké úrovně jakosti poskytovaných služeb a zároveň bezpečnosti a ochrany zdraví zaměstnanců při práci pokládá za prioritní, pro dosažení úspěšnosti a prosperity společnosti a zvyšování konkurenceschopnosti na tuzemském trhu. Podnik je držitelem certifikátu jakosti ISO 9001 od roku 2005. V lednu 2007 získal certifikát ISO 18001 Bezpečnost a ochrana zdraví při práci a dále ISO 14001 Systém ochrany životního prostředí. (Míča, 2010, s. 43)

7.6 SWOT analýza společnosti Zlínské stavby, a. s.



Obrázek 6 SWOT analýza zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

8 STRATEGICKÁ ANALÝZA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.

Strategická analýza je považována za klíčovou fázi oceňovacího procesu, tudíž je nutné dbát na její přesné a spolehlivé vymezení. Podstatou strategické analýzy bude vymezit výnosový potenciál akciové společnosti Zlínské stavby. Analýza bude navazovat na teoretická východiska uvedená v teoretické části práce.

8.1 Vymezení relevantního trhu a jeho prognóza

Prvním krokem strategické analýzy je vymezení relevantního trhu pro analyzovanou společnost Zlínské stavby, a. s. Oceňovaná společnost realizuje svou hlavní činnost ve stavebnictví, které je charakteristické svou velikostí a proto je nutné velikost trhu přizpůsobit podmínkám dané společnosti, abychom byli schopni co nejpřesněji vymezit relevantní trh. V následující tabulce můžeme vidět jednotlivé sumy hodnot celkových stavebních prací od roku 2000 do 2010 v mil. Kč, vyjádřené podle dodavatelských smluv v běžných cenách.

Tabulka 7 Stavební práce celkem (ČSÚ, 2012)

Rok	Stavební práce "S" celkem	v tom mil. Kč běžných cen								v zahraňčí
		v tuzemsku	v tom							
			nová výstavba, rekonstrukce a modernizace	v tom					opravy a údržba	
				bytové budovy	nebytové budovy nevýrobní	nebytové budovy výrobní	inžen. stavby	vodohos. stavby		
2000	265 007	261 084	197 575	30 445	38 402	54 265	70 403	4 060	63 509	3 923
2001	301 784	295 886	223 697	33 460	36 694	75 489	75 325	2 729	72 189	5 898
2002	317 568	313 569	233 038	36 011	39 618	70 878	83 462	3 069	80 532	3 999
2003	353 879	349 964	257 185	44 600	41 618	75 751	91 158	4 058	92 780	3 915
2004	402 410	397 121	292 721	54 551	54 127	65 942	113 684	4 417	104 401	5 289
2005	431 426	425 463	314 844	58 819	53 606	67 897	129 736	4 786	110 619	5 963
2006	472 578	462 980	343 648	68 960	64 921	72 728	132 365	4 675	119 331	9 598
2007	521 487	507 445	378 587	80 631	63 567	91 471	138 348	4 569	128 858	14 042
2008	547 601	536 013	398 152	80 150	65 037	88 138	160 395	4 432	137 861	11 589
2009	520 877	507 709	375 917	65 688	66 210	63 625	173 311	7 083	131 792	13 168
2010	488 690	477 793	356 289	56 711	62 929	54 337	175 911	6 401	121 504	10 897

Předcházející tabulka je pro stanovení relevantního trhu pro oceňovanou společnost nevhovující, jelikož je příliš obsáhlá. K tomu, abych dokázal co nepřesněji vymezit relevantní trh, jsem použil podrobnější informace Ministerstva průmyslu a obchodu. Výchozím bodem bylo zjištění celkové sumy stavebních prací, které byly provedeny podniky s 25 – 100

zaměstnanci, jelikož do této skupiny spadá i analyzovaný podnik. Následně jsem použil data vztahující se k segmentaci trhu, kdy jsem z celkové sumy stavebních prací pro podniky s 25 – 100 zaměstnanci vyloučil oblasti stavebnictví, které se netýkají hlavní činnosti Zlínských staveb, a. s. Z následující tabulky je zřejmé, že mezi hlavní činnosti nepatří vodo- hospodářské a inženýrské stavby. Posledním krokem už bylo pouhé sečtení jednotlivých procentuálních údajů a vyčíslení celkového relevantního trhu pro Zlínské stavby, a. s.

Tabulka 8 Vymezení relevantního trhu pro Zlínské stavby, a. s. (ČSÚ, 2012)

rok	Stavební práce celkem (mil. Kč)	Podnik 25 - 100 zaměstnanců (mil. Kč)	Bytové budovy	Nebytové budovy nevýrobní	Nebytové budovy výrobní	Opravy a údržba	Relevantní trh celkem (mil. Kč)
2000	265 007	68 500	11,49%	14,49%	20,48%	23,97%	48242
2001	301 784	78 600	11,09%	12,16%	25,01%	23,92%	56735
2002	317 568	85 800	11,34%	12,48%	22,32%	25,36%	61341
2003	353 879	93 300	12,60%	11,76%	21,41%	26,22%	67164
2004	402 410	105 200	13,56%	13,45%	16,39%	25,94%	72943
2005	431 426	101 000	13,63%	12,43%	15,74%	25,64%	68111
2006	472 578	110 100	14,59%	13,74%	15,39%	25,25%	75937
2007	521 487	124 500	15,46%	12,19%	17,54%	24,71%	87027
2008	547 601	130 600	14,64%	11,88%	16,10%	25,18%	88526
2009	520 877	118 900	12,61%	12,71%	12,22%	25,30%	74716
2010	488 690	106 500	11,60%	12,88%	11,12%	24,86%	64394

Po vymezení relevantního trhu přistoupíme k podrobnějšímu kvalitativnímu hodnocení daného trhu prostřednictvím analýzy atraktivity trhu. Po zpracování této analýzy bychom měli být schopni poznat rizika a šance, které jsou spojeny s daným trhem a tyto informace dále uplatnit v prognóze vývoje trhu. Pro zhodnocení atraktivity trhu jsem vybral 9 faktorů, kterým jsem přiřadil bodové ohodnocení na stupnici od jedné do šesti bodů. Body jsem uděloval po vzájemné konzultaci s vedením podniku. Maximální počet získaných bodů mohl být 96.

Tabulka 9 Hodnocení atraktivity relevantního trhu pro Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritérií atraktivity								Váha Body
		Negativní			Průměr		Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				x					9

Velikost trhu	2							x	12
Intenzita konkurence	3						x		15
Průměrná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1				x				3
Možnosti substituce	1				x				3
Citlivost na konjunkturu	1				x				3
Struktura zákazníků	2					x			4
Vlivy prostředí	1				x				3
Celkem	16								63

Dosažené hodnocení: $63 / 96 * 100 = 65\%$

Z tabulky a následných výpočtů vyplynulo, že atraktivita trhu stavebnictví se pohybuje lehce nad průměrem.

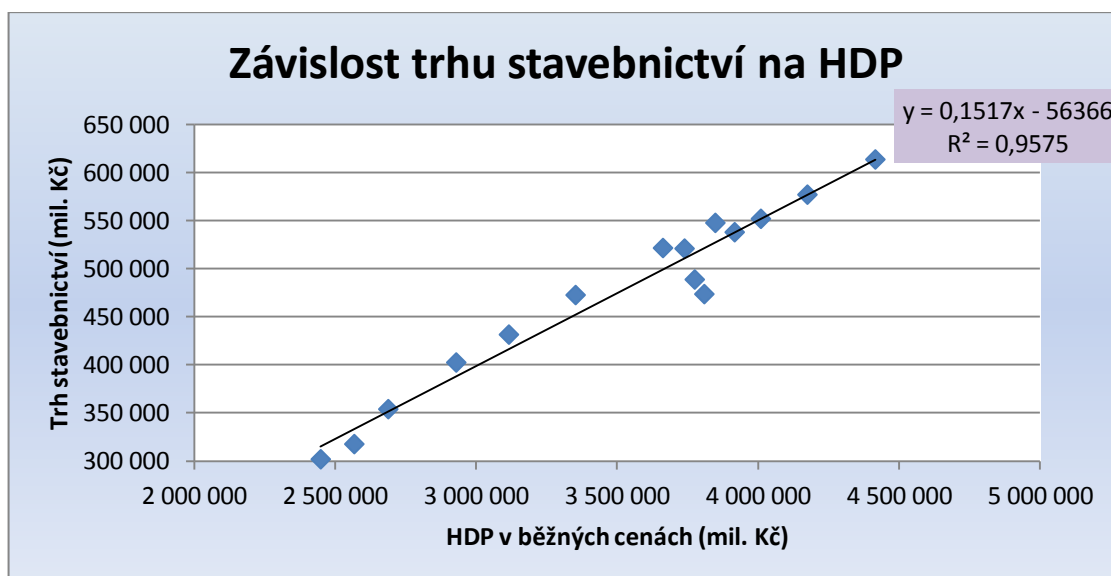
Na analýzu atraktivity navazuje prognóza vývoje trhu, kterou provedu na základě prognózy hrubého domácího produktu (HDP), jelikož je obecně známo, že trh stavebnictví je výrazně ovlivňován výsledky HDP. V následující tabulce můžeme vidět vývoj HDP a trh stavebnictví za období 2001 – 2011 jak v absolutních hodnotách, tak i prostřednictvím tempa růstu v procentech. Predikci vývoje relevantního trhu stavebnictví pro oceňovaný podnik jsem nepoužil z toho důvodu, protože ještě nejsou k dispozici potřebná data na vyčíslení relevantního trhu za rok 2011. Barevně odlišená část tabulky představuje predikci vývoje pro období v letech 2012 – 2015. Z hlediska HDP byla prognóza vývoje určena analytiky a odborníky Ministerstva financí, predikci vývoje trhu stavebnictví jsem provedl za pomoci regresní analýzy.

Tabulka 10 Prognóza tempa růstu HDP a trhu stavebnictví (MFČR, 2012)

Rok	HDP v běžných cenách - x (mil. Kč)	Tempo růstu (%)	Trh stavebnictví - y (mil. Kč)	Tempo růstu (%)
2001	2 448 557	x	301 784	x
2002	2 567 530	4,9	317 568	5,2
2003	2 688 107	4,7	353 879	11,4
2004	2 929 172	8,9	402 410	13,7
2005	3 116 056	6,4	431 426	7,2
2006	3 352 599	7,6	472 578	9,5
2007	3 662 573	9,2	521 487	10,3
2008	3 848 411	5,1	547 601	5
2009	3 739 225	-2,8	520 877	-4,9

2010	3 775 237	0,9	488 690	-6,2
2011	3 809 311	0,9	473 540	-3,1
2012	3 917 000	2,8	537 892	13,5
2013	4 010 000	2,4	551 844	2,6
2014	4 175 000	4,1	576 954	4,5
2015	4 416 000	5,8	613 557	6,3

Regresní analýzu jsem použil především z toho důvodu, že dokáže odhadnout hodnoty závisle proměnných y , na základě znalosti nezávisle proměnných x . V našem případě za hodnoty nezávisle proměnné x považujeme predikci vývoje HDP, která je základem pro výpočet jednotlivých hodnot vývoje stavebnictví, což je v našem případě závisle proměnné y . Výstupem regresní analýzy je jednak graf, ale také lineární funkce y , podle které byly dopočítávány hodnoty trhu stavebnictví pro období 2012 – 2015. Parametr lineární funkce 0,1517 je směrnici přímky a udává nám její sklon. Je kladný, tudíž přímka roste. Hodnota spolehlivosti R^2 je 0,9575, což znamená, že 95,75% změn vývoje trhu stavebnictví je vysvětleno změnami ve vývoji HDP. Zbýlých 4,25% je způsobeno jinými vlivy.



Obrázek 7 Regresní analýza závislost trhu stavebnictví na HDP (vlastní zpracování)

8.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Druhá fáze strategické analýzy je nazývána jako analýza konkurenční síly a skládá se z několika kroků. Prvním z nich je stanovení tržního podílu Zlínských staveb, a. s., který je uveden v následující tabulce.

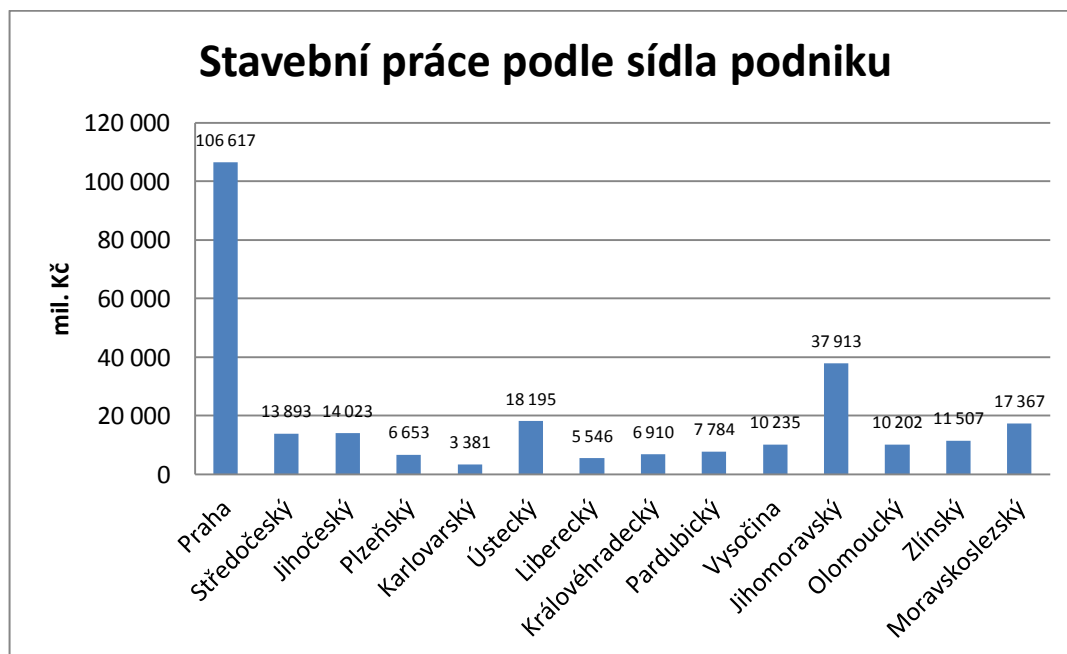
Tabulka 11 Tržní podíl Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tržby - Zlínské stavby, a. s. (mil. Kč)	Tržní podíl
2005	68111	62,18	0,091%
2006	75937	111,73	0,147%
2007	87027	129,32	0,149%
2008	88526	134,89	0,152%
2009	74716	164,35	0,220%
2010	64394	176,94	0,275%

Z tabulky je zřejmé, že analyzovaná společnost každým rokem zvyšovala svůj tržní podíl a to i v období finanční krize, i když jen nepatrně. V posledních dvou letech už se jednalo o nárůst výraznější. Růst tržního podílu Zlínských staveb, a. s. je spojen s růstem tržeb za prodej výrobků a služeb. Tržby za prodej zboží byly ve všech analyzovaných letech nulové, tudíž neměly žádný vliv na tržní podíl.

Dalším velmi důležitým krokem k tomu, abychom byli schopni naplánovat budoucí tržní podíly je identifikace hlavních konkurentů. Na současné situaci na trhu stavebnictví se výrazně podepsala ekonomická a finanční krize, což se samozřejmě odrazilo i v konkurenci na tomto trhu. Ještě v roce 2008 bylo na trhu stavebnictví celkem 2446 firem poskytujících stavební práce a služby, ovšem v roce 2011 byly na trhu už pouze 2143 firmy. Velkou část těchto firem představují drobní živnostníci a malé firmy maximálně s 20 zaměstnanci. Zlínské stavby, a. s. jsou zařazeny mezi podniky s 50 až 99 zaměstnanci a v průběhu tří let od roku 2008 do roku 2011 se počet těchto firem snížil o více než sto, ze 488 na 380 stavebních společností. Tento pokles byl způsoben několika faktory a to omezením soukromé výstavby v roce 2008 a od roku 2010 snížením počtu veřejných zakázek. V praxi se běžně stává, že v jedné veřejné zakázce bojuje i dvacet firem, navíc se tendry drobí do čím dál menších. Ještě v roce 2008 byla průměrná hodnota stavební zakázky 58 milionů, v roce 2011 to už bylo jen 33 milionů. Důvodem snižování počtu firem do sta zaměstnanců je i fakt, že menší zakázky začaly zajímat stavební obry s obratem v řádu miliard, což se v minulosti stávalo jen zřídka. Jak už bylo zmíněno Zlínské stavby, a. s. jsou stavební firmou působící především ve Zlínském kraji. Je velmi obtížné vymezit největší konkurenty oceňovaného podniku. Mezi největší protihráče nelze zařadit pouze sta-

vební firmy ze Zlínského kraje, ale musíme brát v úvahu všechny firmy působící na trhu stavebnictví, které poskytují obdobné služby jako Zlínské stavby, a. s. Na následujícím grafu můžeme vidět hodnotu stavebních prací v mil. Kč podle sídla podniku. (MPOSTAV, 2012)



Obrázek 8 Stavební práce podle sídla podniku (ČSÚ, 2011)

Podle očekávání největší sídla stavebních firem se nacházejí v Praze a dále v Jihomoravském kraji, který reprezentuje především město Brno. Zlínský kraj se umístil zhruba v polovině s 11 507 mil. Kč.

V další části práce se budu podrobněji zabývat analýzou vnitřního potenciálu akciové společnosti Zlínské stavby, a. s. Jak už bylo zmíněno v teoretické části, analýza vnitřního potenciálu by nám měla odpovědět na otázku, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a na druhou stranu, jak účinně je schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Podstatou analýzy vnitřního potenciálu by měla být identifikace a analýza faktorů, které ovlivují tržní podíly. Tyto faktory jsem rozdělil na přímé a nepřímé. Analýzu vnitřního potenciálu Zlínských staveb, a. s. začnu faktory nepřímými, jedná se o faktory, které zákazník zpravidla nevidí, ale které mají přitom výrazný podíl na konečném výsledku. Postupně budou uvedeny hodnocení týkající se kvality managementu, situace v personální oblasti a na závěr analýzy nepřímých faktorů provedu ještě hodnocení dlouhodobého majetku a investic. Podstata hodnocení bude spočívat v přiřazování bodů jednotlivým fak-

torům na stupnici od 0 do 6. Na závěr zjistíme průměrný počet získaných bodů z jednotlivých podnikových oblastí.

Tabulka 12 Hodnocení kvality managementu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Schopnost tvořit vize	Žádné						x		Vedení má jasnou vizi
Schopnost tvořit strategie	Žádné					x			Vedení má jasnou strategii
Schopnost prognózovat	Špatná					x			Mimořádná
Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle					x			Realistické pohledy
Plánování běžné činnosti	Žádné						x		Pravidelně, obsáhle
Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence					x			Jasná kompetence a hodnoty
Osobní kvalifikace	Nedostatečná					x			Vysoce kvalifikovaný
Schopnost učit se	Ztrnulost v minulém					x			Vysoká, zájem o nové
Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování				x				Schopnost rychle najít řešení
Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				x				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	2	6	2	0	
Body * četnost		0	0	0	6	24	10	0	

Získaný počet bodů: 40

Průměrný počet bodů: $40/10 = 4$

Tabulka 13 Hodnocení personální oblasti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení						Příklad pro dobré hodnocení	
		0	1	2	3	4	5		6
Závislost na klíčových odbornostech	Provoz je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností				x				Provoz nevyžaduje speciální odbornost
Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval						x		Podnik má personál s potřebnou kvalifikací

Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům				x				Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost					x			Spokojenost, důvěra v budoucnost
Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům					x			Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce						x		Osobní náklady se vyvíjejí průměrně
Náklady na školení	Minimální					x			Vysoké srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	0	0	2	3	2	0	
Body * četnost		0	0	0	6	12	10	0	

Získaný počet bodů: 28

Průměrný počet bodů: $28/7 = 4$

Tabulka 14 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity nebo příliš mnoho nevyužitých kapacit						x		Kapacity optimálně využité
Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					x			Modernější vybavení než u konkurence
Stav údržby	Nedostatečná údržba, zanedbanost				x				Pečlivá údržba
Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“					x			Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu				x				Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná					x			Investice jsou přiměřené konkrétní situaci
Četnost bodů		0	0	0	2	3	1	0	
Body * četnost		0	0	0	6	12	5	0	

Počet získaných bodů: 23

Průměrný počet bodů: $23/6 = 4$

Shrnutí analýzy vnitřního potenciálu je obsaženo v následující tabulce. V první části tabulky jsou vyhodnoceny přímé faktory, kterým jsme se zatím v analýze nevěnovali, a které jsou důležité pro získávání nebo ztrátu tržního podílu podniku. Přímé faktory a jejich hodnocení je podloženo konzultacemi s vedením společnosti. Druhá část tabulky je doplněna o již zjištěné údaje, týkající se nepřímých faktorů. Výsledné hodnocení bude nakonec provedeno ve formě procenta splnění ideálního stavu.

Tabulka 15 Hodnocení vnitřního potenciálu a konkurenční síly Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Kritérium		Hodnocení						
		Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu	
		0	1	2	3	4	5	6
Přímé faktory	1. Kvalita výrobků						x	
	2. Technická úroveň výrobků					x		
	3. Cenová úroveň						x	
	4. Intenzita reklamy				x			
	5. Výhody místa				x			
	6. Výhody distribuce					x		
	7. Image firmy					x		
	8. Servis a služby						x	
Nepřímé faktory	9. Kvalita managementu					x		
	10. Výkonný personál					x		
	11. Výzkum a vývoj				x			
	12. Majetek a investice					x		
	13. Finanční situace						x	
Četnost bodů		0	0	0	3	6	4	0
Body * četnost		0	0	0	9	24	20	0

Maximální počet bodů: 78

Získaný počet bodů: 53

Hodnocení: $53/78 = 68\%$

Z tabulky a z následného hodnocení je patrné, že konkurenční síla podniku je nadprůměrná vůči konkurentům. Tomu odpovídá i vývoj tržních podílů za posledních šest let.

Z předchozích výsledků analýzy konkurence a vnitřního potenciálu lze předpokládat postupné zvyšování tržních podílů analyzované společnosti. Již od roku 2005 dochází k neustálému zvyšování tržních podílů, tento růst byl zpomalen pouze v období ekonomické a hospodářské krize v letech 2007 a 2008. Z toho důvodu existuje předpoklad, že by se budoucí tržní podíly mohly zvyšovat tak, jak ukazuje následující tabulka.

Tabulka 16 Predikce tržních podílů Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Minulost						Prognóza			
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
0,09%	0,15%	0,15%	0,15%	0,22%	0,28%	0,29%	0,31%	0,33%	0,33%

8.3 Prognóza tržeb

Dříve než přistoupíme k prognóze tržeb Zlínských staveb, a. s. provedu ještě hodnocení perspektivnosti podniku. Toto hodnocení vychází z poznatku, že perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu, na kterém působí a konkrétní silou, kterou se vyznačuje. Pro potřebu naší analýzy využijeme upravenou matici od profesora Maříka.

U Zlínských staveb, a. s. jsme zjistili z předchozích analýz následující údaje:

Atraktivita trhu: **65%**

Konkurenční síla: **68%**

Podle zjištěných údajů lze analyzovaný podnik zařadit mezi podniky s přijatelnou perspektivou.

Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měli změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měli změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
		Atraktivita trhu		

Obrázek 9 Matice perspektivnosti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Posledním a klíčovým bodem strategické analýzy je určení prognózy vývoje celkových tržeb u oceňovaného podniku. Podstatou predikce celkových tržeb Zlínských staveb, a. s. je vypočítání tempa růstu tržeb. K tomu nám poslouží následující vzorec, ve kterém využijeme již dříve zjištěná data o tržním podílu Zlínských staveb, a. s. a data o tempu růstu trhu.

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{index růstu trhu} * \text{index změny tržního podílu}) - 1$$

Jestliže jsme zjistili tempo růstu tržeb, tak nyní už stačí pouze jednoduchým způsobem dopočítat tržby Zlínských staveb, a. s. pro období 2011 – 2014.

Tabulka 17 Predikce tržeb Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl Zlínské stavby, a. s.	Tempo růstu tržeb Zlínské stavby, a. s.	Tržby Zlínské stavby, a. s. (mil. Kč)
Minulost	2005	68111	x	0,091%	x	62,18
	2006	75937	11,40%	0,147%	79,60%	111,73
	2007	87027	14,60%	0,149%	15,70%	129,32
	2008	88526	1,70%	0,152%	4,30%	134,89
	2009	74716	-15,60%	0,220%	21,80%	164,35
	2010	64394	-13,80%	0,275%	7,70%	176,94
Prognóza	2011	62398	-3,10%	0,29%	-8,72%	161,51
	2012	70822	13,50%	0,31%	21,30%	195,91
	2013	72663	2,60%	0,33%	9,22%	213,97
	2014	75933	4,50%	0,35%	10,83%	237,14

Jak je patrné z tabulky, tak s výjimkou roku 2011 bude akciová společnost Zlínské stavby neustále zvyšovat své tržby. Předpokládaný pokles tempa růstu trhu do záporných čísel v roce 2011 by měl být způsoben hlavně omezením veřejných stavebních zakázek. V následujících třech letech už by měl analyzovaný podnik každoročně zvyšovat své tržby.

9 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.

Dalším postupným krokem nezbytně nutným pro stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod je vypracování finanční analýzy, která patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a tudíž se bez ní neobejde ani ocenění podniku. Z hlediska ocenění by finanční analýza měla splňovat dva základní požadavky. Provéřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán. Finanční analýza bude provedena na základě účetních výkazů, zpráv auditora a interních dokumentů Zlínských staveb, a. s. za období 2005 – 2010.

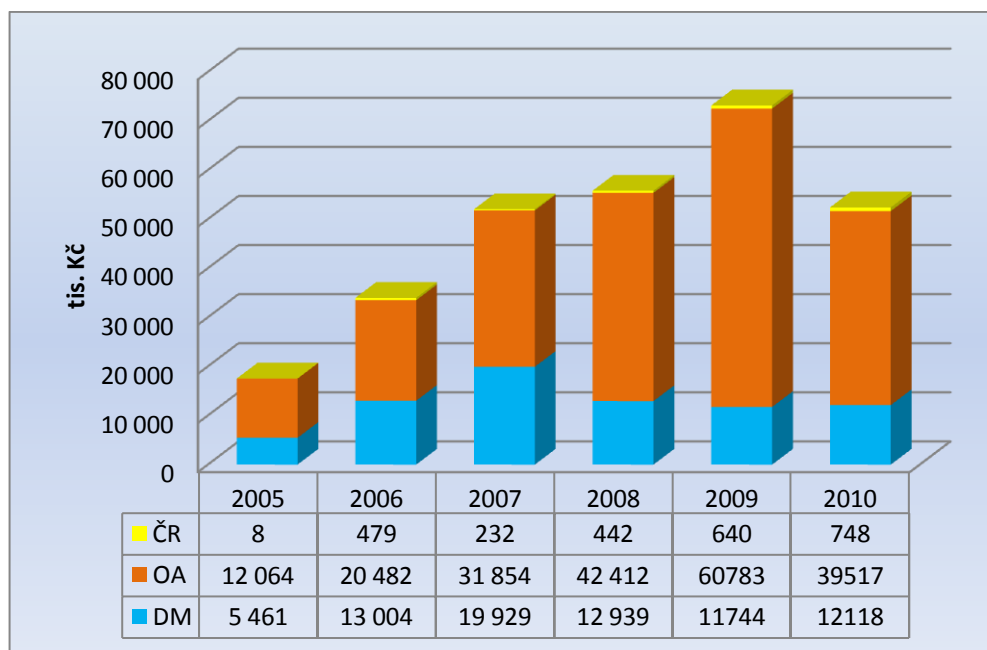
9.1 Horizontální a vertikální analýza

Prvotním bodem finanční analýzy je rozbor účetních výkazů, ke kterému se používá horizontální a vertikální analýza. Oba postupy nám umožňují vidět údaje z účetních výkazů v určitých souvislostech, ať už k minulému období (horizontální) nebo k nějaké smysluplné veličině (vertikální).

9.1.1 Analýza rozvahy

Podrobná vertikální a horizontální analýza rozvahy je uvedena v příloze (P I).

Jak můžeme vidět na obrázku 10, tak bilanční suma aktiv Zlínských staveb, a. s. se až do roku 2009 neustále zvyšovala, ovšem v následujícím roce došlo ke snížení o 28% oproti roku 2009. Zvyšování hodnoty aktiv do roku 2009 a následné snížení v roce 2010 bylo způsobeno především růstem a následným snížením hodnoty oběžných aktiv. Majetková struktura společnosti byla v průběhu analyzovaných let tvořena z větší části oběžným majetkem 60% - 83%. Zbylou část tvořil dlouhodobý majetek, jehož absolutní hodnota se v porovnání s oběžným majetkem příliš neměnila, jak je zřejmé z obrázku 10.

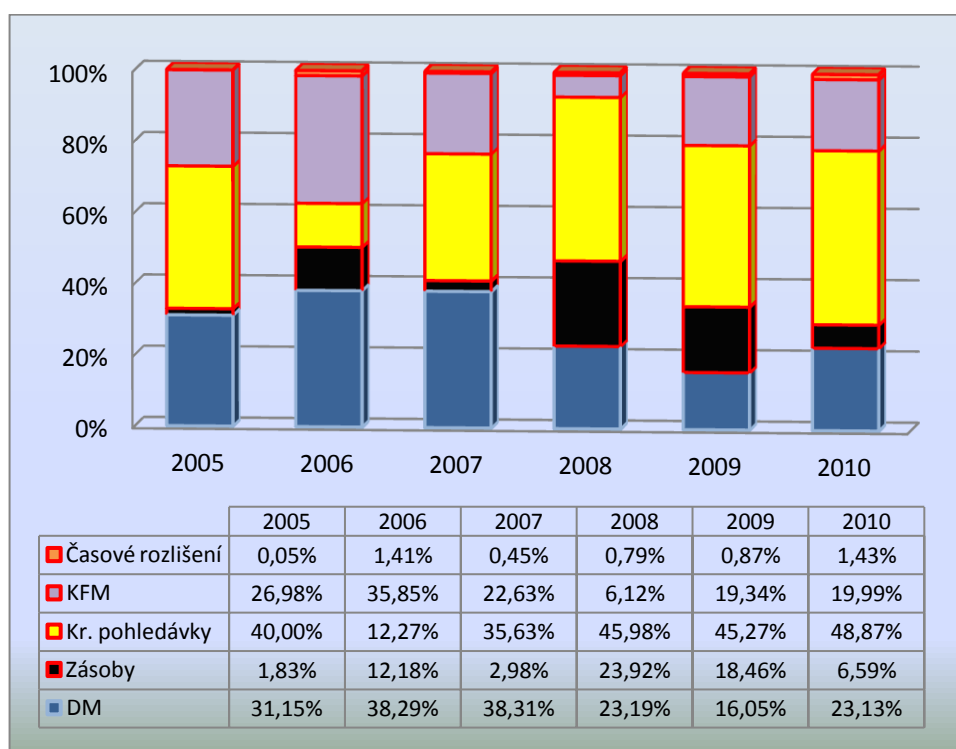


Obrázek 10 Struktura a vývoj aktiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Jestliže se podrobněji zaměříme na dlouhodobý majetek analyzované společnosti, tak zjistíme, že je tvořen pouze dlouhodobým hmotným majetkem. Dlouhodobý hmotný majetek tvoří především pozemky (37%) a samostatné movité věci (61%). Ostatní hodnoty jednotlivých položek dlouhodobého hmotného majetku jsou pro nás zanedbatelné z hlediska jejich výše. Celková hodnota pozemků se v průběhu analyzovaných let neměnila především z toho důvodu, že společnost od začátku své existence působí ve stejném areálu na původních pozemcích a žádné další už nebylo nutné přikupovat. Samostatné movité věci jsou v oceňovaném podniku tvořeny především dopravními prostředky a stavební mechanizací. Hodnota položky samostatné movité věci se během analyzovaných let měnila v závislosti na nákupech, prodeích a vyřazování jednotlivých položek samostatných movitých věcí. Za nejvýznamnější investice do dlouhodobého hmotného majetku lze považovat nákup montážního jeřábu, 3stranného sklápěče nebo 18-ti tunové hydraulické ruky. Od roku 2005 do roku 2010 se hodnota samostatných movitých věcí zvýšila o 725%, z čehož lze vyčíst, jakým způsobem se podnik vyvíjel.

Jak už bylo zmíněno výše, oběžná aktiva společnosti se hlavní měrou podílela na zvyšování celkové bilanční sumy aktiv. Všechny nejdůležitější položky oběžného majetku vykazovaly do roku 2009 rostoucí trend. Na dalším grafu (obr. 11) můžeme vidět procentuální vyjádření dlouhodobého majetku a nejvýznamnějších položek oběžných aktiv. Zásoby vykazovaly v průběhu let 2005 – 2009 kolísavý trend a byly tvořeny především materiálem (stavební materiál) a nedokončenou výrobou. Jak je patrné z obrázku 11, velmi významnou

položkou jsou krátkodobé pohledávky, které v posledním analyzovaném roce 2010 tvoří téměř 50% bilanční sumy aktiv a 65% sumy oběžných aktiv. Je důležité upozornit na to, že krátkodobé pohledávky tvoří především pohledávky z obchodních styků, což není pro firmu příliš dobrá vizitka. Dlouhodobé pohledávky společnost během analyzovaného období neměla. Poslední skupinu položek aktiv tvoří krátkodobý finanční majetek, který se vyznačoval kolísavým vývoje v průběhu analyzovaných let, zejména v závislosti na výši peněžních prostředků na bankovních účtech. Krátkodobé cenné papíry společnost ve svých účetních výkazech neevidovala.



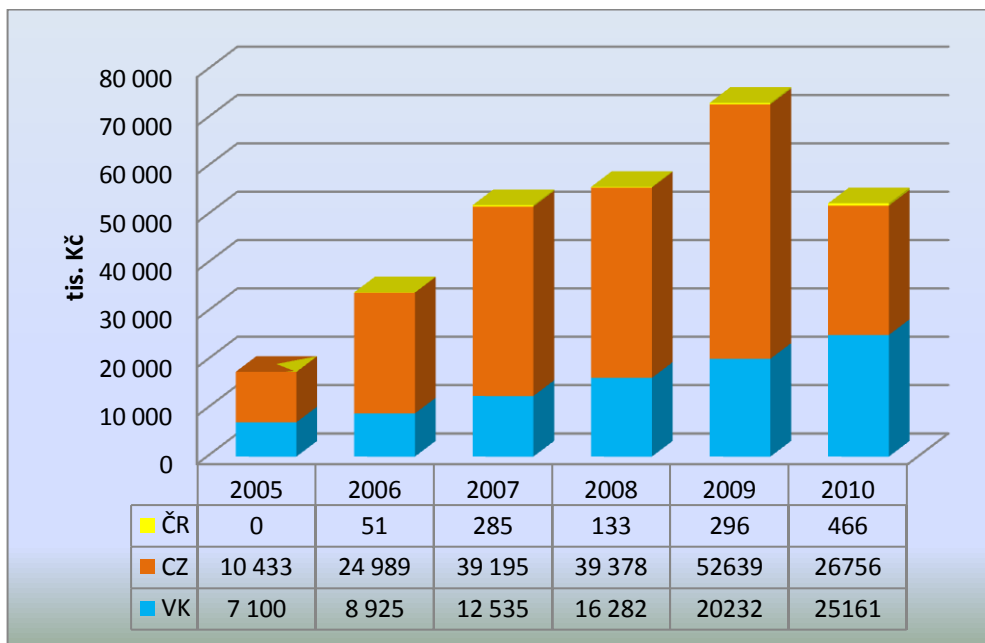
Obrázek 11 Procentuální struktura položek aktiv, Zlínské stavby, a. s.

(vlastní zpracování)

Nyní se zaměřím na rozbor finanční struktury Zlínských staveb, a. s. Při pohledu na obr. 12 je důležité si všimnout trvalého růstu vlastního kapitálu, což signalizuje, že při stále stejné výši základního kapitálu, je společnost trvale zisková. Nárůst položky vlastního kapitálu za analyzované období byl o 254%. Z položky hospodářský zisk z minulých let lze vyčíst, že podnik ponechává vydělané zisky uvnitř společnosti, jež jsou jí k dispozici pro další rozvoj. Hospodářskému výsledku se budu podrobněji věnovat v následující kapitole. Ostatní položky měly zanedbatelný vliv na vývoj vlastního kapitálu.

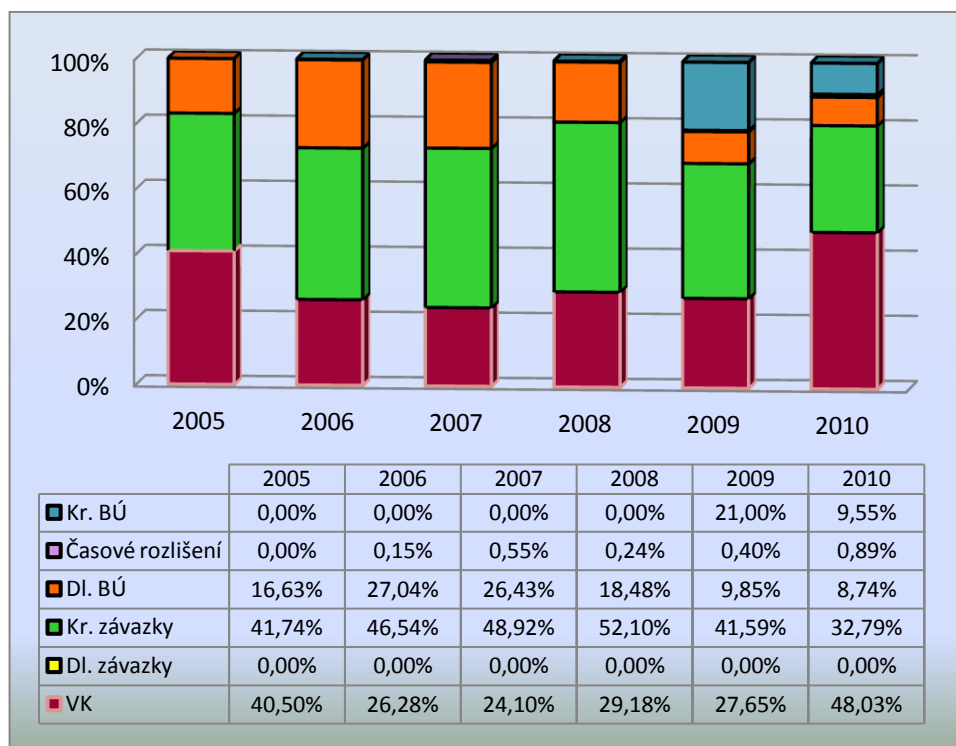
Suma položek cizích zdrojů absolutně rostla až do roku 2009 a její podíl na celkových pasivách se pohyboval v rozmezí od 60% - 75% (obr. 12). V roce 2010 ovšem došlo ke sní-

žení podílu cizích zdrojů na celkových pasivech (52%). Na tomto snížení se nejvýrazněji podílely položky krátkodobých závazků z obchodních vztahů a krátkodobé bankovní úvěry.



Obrázek 12 Struktura a vývoj pasiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Strukturu jednotlivých položek cizích zdrojů můžeme vidět na obr. 13. Jak už bylo naznačeno výše, nejvyšší podíl na cizích zdrojích mají v celém průběhu analyzovaných let krátkodobé závazky z obchodních vztahů. Pozitivně lze hodnotit fakt, že od roku 2008 se jejich hodnota snižuje, což naznačuje lepší řízení a dodržování obchodních podmínek. Dlouhodobé závazky za období 2005 – 2010 společnost neměla. Rezervy tvořily Zlínské stavby, a. s. pouze v roce 2005 na opravu stavebního jeřábu v hodnotě 200 tis. Kč. Z obrázku 13 je dále patrné, že analyzovaná společnost až do roku 2009 vůbec nevyužívala ke svému provozu krátkodobé bankovní úvěry a vše financovala pomocí dlouhodobých bankovních úvěrů. Dlouhodobé a od roku 2009 i krátkodobé bankovní úvěry společnost využívala k financování provozu a dále k profinancování zásob (475 tis. Kč) či krátkodobých pohledávek (915 tis. Kč). Ostatní položky cizích zdrojů neměly výrazný vliv na horizontální a vertikální analýzu společnosti Zlínské stavby, a. s.



Obrázek 13 Procentuální struktura položek pasiv, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)

9.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Podrobná horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty je uvedena v příloze (PII).

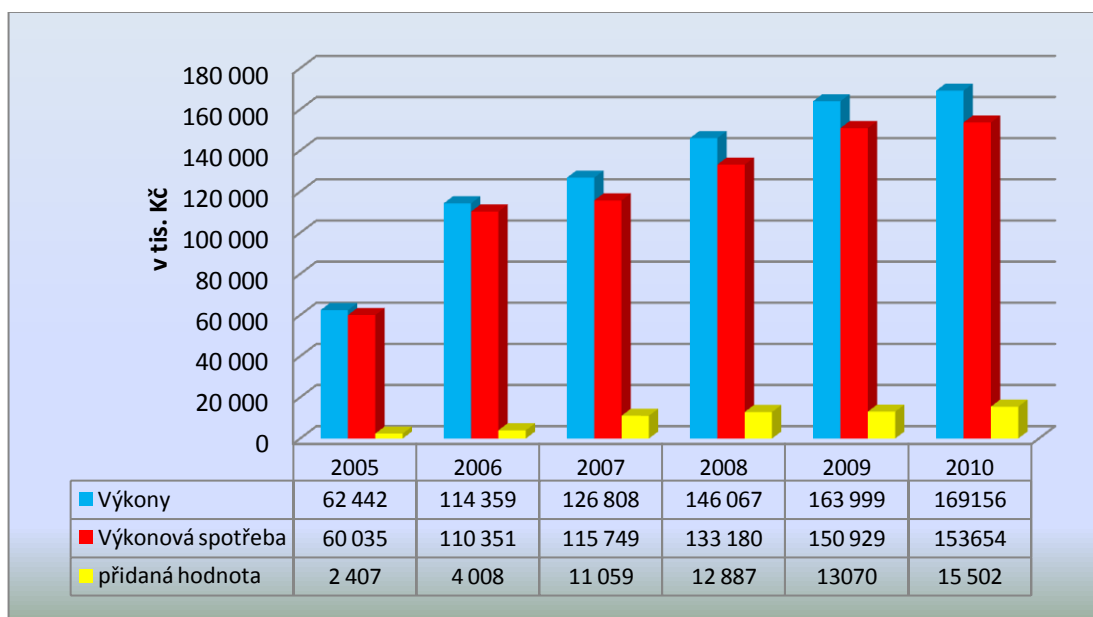
Na první pohled lze z výkazu zisku a ztráty vyčíst, že oceňovaný podnik je výrobního charakteru, jelikož 99% výnosů, s výjimkou roku 2008, kdy došlo k prodeji dlouhodobého majetku, tvoří tržby za prodej výrobků a služeb. Zlínské stavby, a. s. během analyzovaných let vykázaly nárůst výnosů o 172%. Ostatní výnosové položky se na celkové hodnotě výnosů podílely minimálně nebo vůbec.

Z procentuálního rozboru nákladů je patrné, že na celkových nákladech se podílí více položek, než tomu bylo u výnosů. Stěžejní položkou je výkonová spotřeba, která v průběhu analyzovaných let vykázala nárůst o 155% a v průměru se podílela na celkových nákladech z 95%. Další důležitou položkou z hlediska nákladů jsou osobní náklady, které se v období let 2005 – 2010 zvýšily o cca 700%, kdy tento nárůst byl důsledkem jednak zvyšování mezd zaměstnanců, ale také postupným navyšováním počtu zaměstnanců. Velký nárůst v průběhu analyzovaných let lze spatřit také u položky odpisů. Je zřejmé, že tento rostoucí trend je spojen s postupným nákupem a zvyšováním hodnoty odepisovaného majetku (stavební mechanizace, dopravní prostředky). Celkové náklady v roce 2008 byly ovlivněny

položkou zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku. Tato položka tvořila v daném roce 5% celkových nákladů a byla dána prodejem nemovitosti v hodnotě téměř 6 000 tis. Kč. Důležitou položkou z hlediska dalších částí finanční analýzy jsou nákladové úroky. Vývoj této položky nám odráží skutečnost, jak společnost v analyzovaných letech využívala úročené cizí zdroje. U této položky evidujeme od roku 2005 nárůst o 284%.

Analýza přidané hodnoty

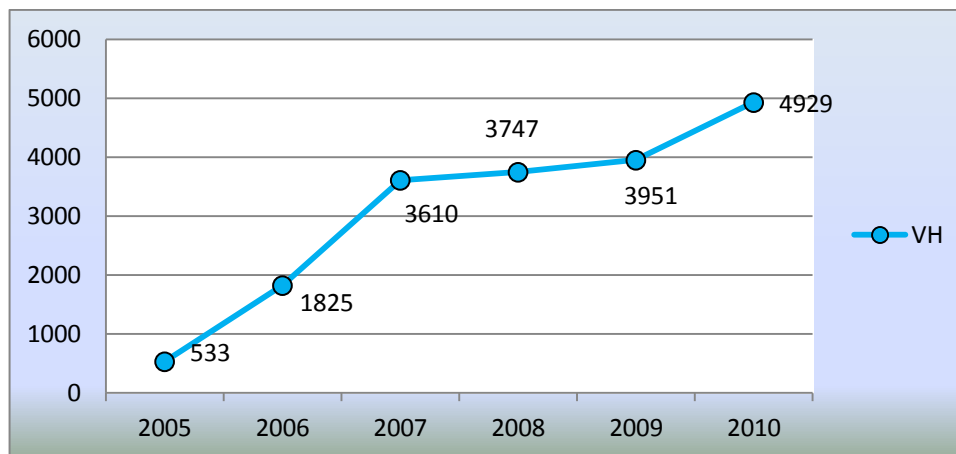
Přidaná hodnota je považována za jednu z nejdůležitějších částí výkazu zisku a ztráty, neboť nám ukazuje, kolik byl podnik schopen „vydělat“ v tom nejužším slova smyslu, tzn. pouze ve vztahu tržby z hlavní činnosti a k tomu související náklady (spotřeba materiálu a energie, služby) bez vlivu dalších nákladových položek. Na obrázku 14 můžeme vidět, že akciová společnost Zlínské stavby každoročně zvyšovala svou přidanou hodnotu. Tento trend byl dán i v období ekonomické a finanční krize růstem výkonů, které vykazovaly rychlejší nárůst oproti výkonové spotřebě. V průběhu analyzovaných let se výkony navýšily o 170% a výkonová spotřeba o 155%.



Obrázek 14 Vývoj přidané hodnoty, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Analýza výsledku hospodaření

Z obrázku 15 vyplývá, že Zlínské stavby, a. s. každoročně zvyšovaly svůj čistý výsledek hospodaření, což lze hodnotit jenom pozitivně. Nejvyšší výsledek hospodaření dosáhl oceňovaný podnik v roce 2010. Výsledek hospodaření po zdanění za sledované období vzrostl o 824%.



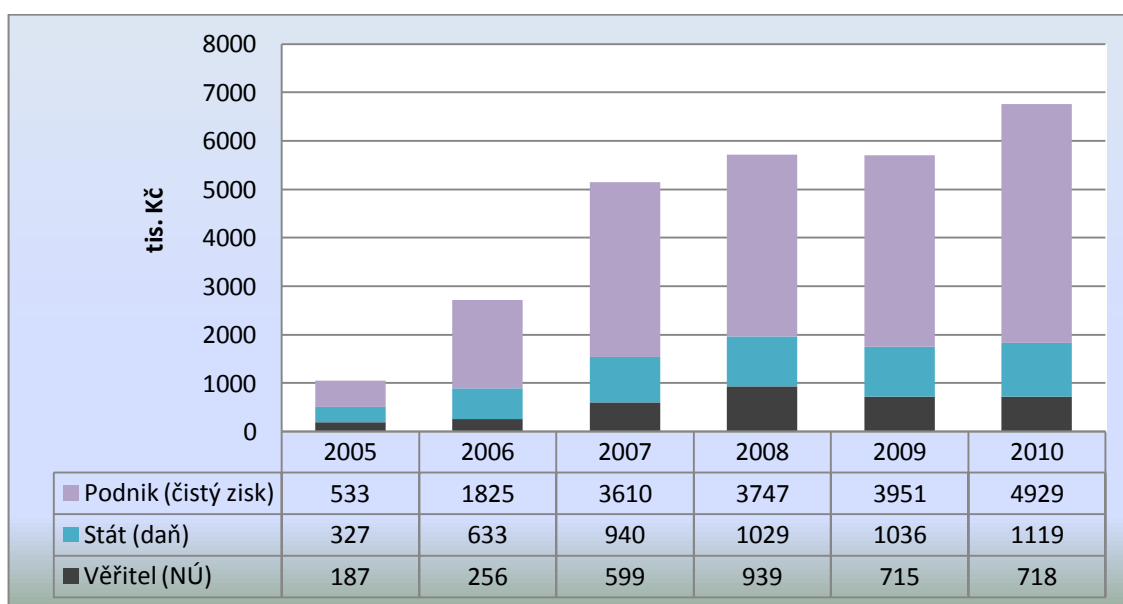
Obrázek 15 Vývoj výsledku hospodaření, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

V této části práce se budeme zabývat zejména provozním výsledkem hospodaření, který v podstatě dává podniku smysl jeho existence. V následující tabulce 18 můžeme vidět členění a jednotlivé hodnoty výsledku hospodaření Zlínských staveb, a. s. za analyzované období. Z tabulky je patrné, že provozní výsledek hospodaření vykazuje rostoucí trend, který je dán jednak neustále se zvyšující přidanou hodnotou podniku a dále byl ovlivňován tržbami z prodeje dlouhodobého majetku, odpisy, osobními náklady, zůstatkovou cenou prodaného dlouhodobého majetku a materiálu či daněmi a poplatky. Finanční výsledek hospodaření vykazuje ve všech analyzovaných letech záporné hodnoty, jež jsou dány především položkou nákladové úroky. Menší měrou se na finančním výsledku hospodaření podepsaly výnosové úroky a ostatní finanční výnosy a náklady. Mimořádný výsledek hospodaření neměl v žádném období 2005 – 2010 výrazný vliv na konečný výsledek hospodaření.

Tabulka 18 Skladba výsledku hospodaření, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní VH	1124	2631	5237	5817	5824	6834
Finanční VH	-264	-176	-687	-1041	-837	-786
Mimořádný VH	0	3	0	0	0	0
VH za účetní období	533	1825	3610	3747	3951	4929
VH před zdaněním	860	2458	4550	4776	4987	6048
VH před zdaněním a úroky	1047	2714	5149	5715	5702	6766
Nákladové úroky	187	256	599	939	715	718

Na dalším obrázku (16) můžeme vidět strukturu hospodářského výsledku před úroky a zdaněním (EBIT). Jak už bylo popsáno výše a je zřejmé i z tohoto grafu, nejvyššího čistého výsledku dosáhla akciová společnost Zlínské stavby v roce 2010. S růstem čistého zisku se zvyšovala i daň odváděná státu i když daňová sazba se postupně snižovala. Nejvyšší hodnotu nákladových úroků můžeme vidět v roce 2008. Naopak velmi pozitivně lze hodnotit rok 2010, kdy analyzovaná společnost téměř nenavýšila nákladové úroky oproti roku 2009, ale čistý zisk se zvýšil výrazně, což značí, že Zlínské stavby, a. s. nezvýšily čistý zisk díky dodatečnému využití úročených cizích zdrojů.



Obrázek 16 Dělení VH před úroky a zdaněním, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

9.1.3 Analýza výkazu o peněžních tocích

V následující tabulce je stručně analyzován výkaz o peněžních tocích, který se podle našich účetních postupů rozlišuje do tří základních úrovní. Ve výkazu cash-flow se běžně vyskytují jak kladná, tak záporná čísla, tudíž kompletní horizontální a vertikální analýza by postrádala svůj smysl a podávala by zkreslené údaje. Z hlediska peněžního toku z provozní činnosti je pro podniky výhodnější dosahovat kladných hodnot. Toto kritérium Zlínské stavby, a. s. nesplňují pouze v roce 2008, kdy záporná hodnota byla dána nákupem zásob a rychlejším růstem krátkodobých pohledávek oproti krátkodobým závazkům. Vysoké hodnoty casf-flow z provozní činnosti v letech 2006 a 2009 byly způsobeny růstem krátkodobých závazků, respektive zvýšením krátkodobého finančního majetku v roce 2009. Výsledné hodnoty investiční činnosti analyzovaného podniku vykazovaly kolísavý průběh, který byl dán především investicemi do dlouhodobého hmotného majetku. Nejvýrazněji se

tyto investice promítly v letech 2006 a 2007. Finanční oblast peněžních toků je ve všech analyzovaných obdobích nulová s výjimkou roku 2005, kdy došlo k vytvoření rezervního fondu.

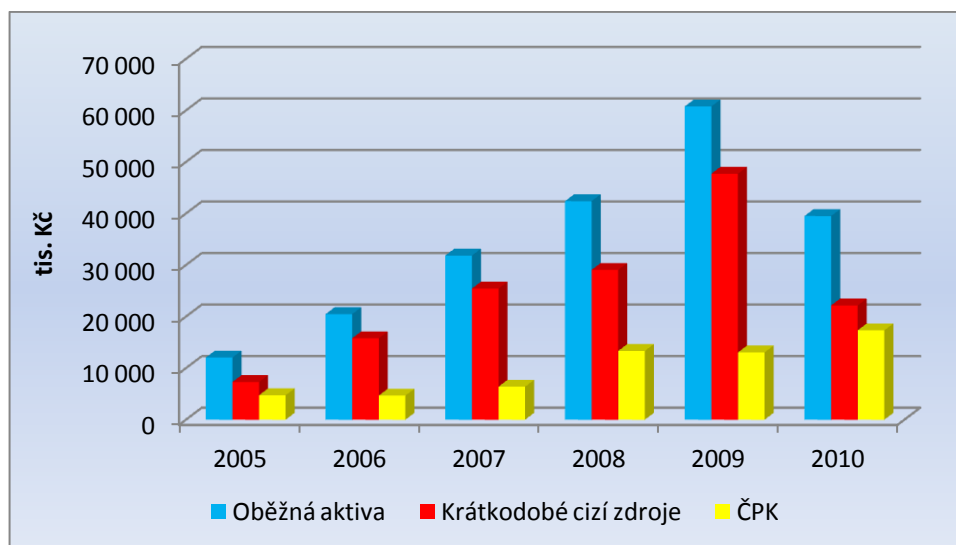
Tabulka 19 Vývoj peněžní toků, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009	2010
stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku období	1423	6344	12177	11771	3416	14150
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	3884	15555	8329	-12567	12566	74
Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	338	-8109	-8735	4212	-1832	-3755
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	700	0	0	0	0	0
Čisté snížení resp. zvýšení peněžních prostředků	4922	7446	-406	-8355	10734	-3681
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci období	6344	12177	11771	3416	14150	10469

9.2 Analýza rozdílových ukazatelů

9.2.1 Čistý pracovní kapitál

Na následujícím grafu (obr. 17) můžeme vidět vývoj čistého pracovního kapitálu. Tento ukazatel má pro podnik významný vliv z hlediska platební schopnosti, jelikož se jedná o rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji. Zlínské stavby, a. s. dosáhly v období 2005 – 2010 jenom kladných hodnot, což musíme hodnotit pozitivně. Nejvyšší hodnotu čistého pracovního kapitálu zaznamenala analyzovaná společnost v roce 2010, což bylo dáno především větší redukcí krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů oproti snížení oběžných aktiv.



Obrázek 17 Vývoj čistého pracovního kapitálu, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)

9.3 Analýza poměrových ukazatelů

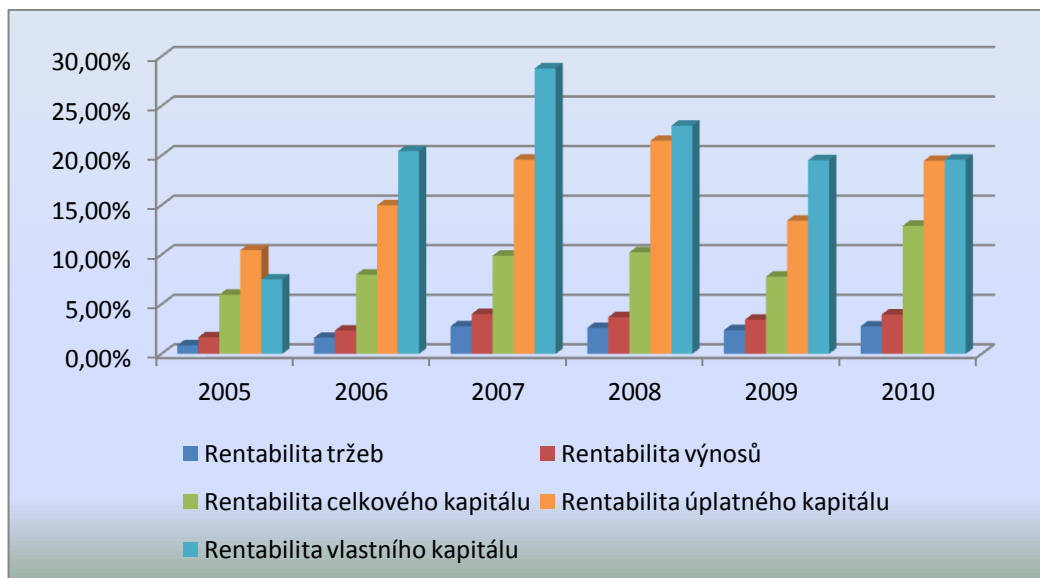
9.3.1 Analýza rentability

Z hlediska ukazatelů výnosnosti můžeme konstatovat, že Zlínské stavby, a. s. si vedly v průběhu analyzovaných let velmi slušně, o čemž se můžeme přesvědčit na obrázku 18, případně v příložené tabulce v příloze (PIII).

Ukazatel rentability tržeb vyjadřuje schopnost podniku transformovat zásoby na hotové peníze. Tento ukazatel by měl vykazovat stoupající tendenci, což není ve všech analyzovaných letech dodrženo, jelikož ne vždy se čistý zisk zvyšoval rychleji než tržby.

Rentabilita celkového kapitálu (ROA) nám měří výkonnost podniku. Při výpočtu ukazatele ROA se používá EBIT tzn., že vložená aktiva jsou měřena ziskem i úrokem. Z grafu (obr. 18), lze vyčíst, že oceňovaná společnost dosahuje pozitivních hodnot v rozmezí (6% - 13%). K tomu, abychom mohli zjistit, čím byly ovlivněny jednotlivé hodnoty ROA, nám poslouží její rozklad na rentabilitu tržeb (EBIT/T) a obrat celkových aktiv (T/A). Nejvyšší hodnota ROA (12,92%) v roce 2010 byla důsledkem zvýšení obratu celkových aktiv v porovnání s předchozími lety.

Z hlediska rentability úplatného kapitálu musíme konstatovat, že Zlínské stavby, a. s. efektivně zhodnocují cizí úročený kapitál, tzn., zhodnocují jej více, než jsou placené úroky za ně.



Obrázek 18 Vývoj ukazatelů rentability, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) neboli výnosnost kapitálu vloženého vlastníky do podniku dosahuje uspokojivých výsledků ve všech analyzovaných obdobích. V roce 2007 dosahovalo ROE téměř 29%, což bylo dáno především růstem hodnoty finanční páky, která nám dává do poměru aktiva a vlastní kapitál (A/VK).

Mezi ukazatele rentability lze zařadit i ukazatel, který se nazývá multiplikátor vlastního kapitálu. Podstatou tohoto ukazatele jsou dva faktory, které na sebe působí protichůdně. Prvním z nich je úroková redukce zisku (EBT/EBIT) a druhým finanční páka (A/VK). V případě, že součin těchto dvou faktorů je vyšší než 1 může dojít v podniku ještě k dalšímu navýšení cizích zdrojů, což bude mít za následek zvýšení rentability vlastního kapitálu. Jak můžeme vidět v tabulce 20, analyzovaná společnost dosahuje ve všech letech hodnot vyšších než 1, tudíž lze konstatovat, že další zadlužování by mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu.

Tabulka 20 Ukazatel multiplikátor vlastního kapitálu, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBT/EBIT	0,82	0,91	0,88	0,84	0,87	0,89
A/VK	2,47	3,81	4,15	3,43	3,62	2,08
Multiplikátor	2,03	3,45	3,67	2,86	3,16	1,86

9.3.2 Analýza likvidity

V následující tab. 21 a obr. 19 můžeme vidět vývoj jednotlivých ukazatelů likvidity. Z hlediska výsledků běžné likvidity dosahují Zlínské stavby, a. s. doporučených hodnot (1,5 –

2,5) pouze v letech 2005 a 2010, ostatní analyzovaná období už nelze hodnotit příliš pozitivně. Nízké hodnoty běžné likvidity v letech 2006 – 2009 jsou způsobeny především vysokou hodnotou krátkodobých závazků z obchodních vztahů.

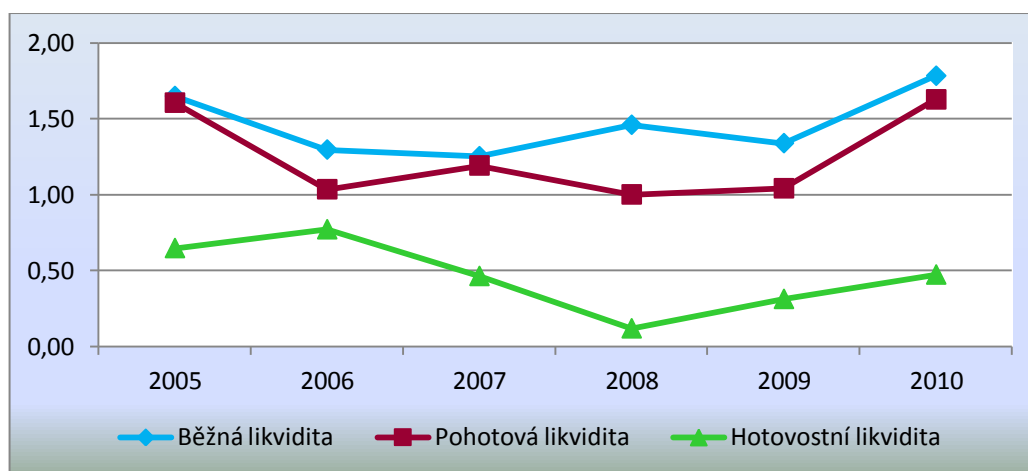
Ukazatel pohotové likvidity by měl dle doporučení MPO dosahovat hodnot v rozmezí 1 – 1,5. Při pohledu do tabulky je patrné, že těchto hodnot analyzovaný podnik dosáhl, tudíž lze konstatovat, že v oblasti likvidity II. stupně nemá oceňovaný podnik výrazný problém.

Hotovostní likvidita by měla nabývat hodnot v rozmezí 0,2 – 0,5. V roce 2005 a 2006 Zlínské stavby, a. s. lehce překročily doporučené hodnoty, což nasvědčovalo neefektivnímu využívání finančních prostředků. Nižší hodnota v roce 2008 (0,12) byla dána snížením položky krátkodobého finančního majetku na konci účetního období.

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech charakterizuje finanční stabilitu analyzovaného podniku. Jestliže má být podnik označen za stabilní, měl by tento ukazatel dosahovat procentuálních hodnot v rozmezí (30% - 50%). Z tabulky 20 je patrné, že Zlínské stavby, a. s. doporučených hodnot nedosáhly pouze v letech 2006 a 2007, kdy došlo ke stagnaci čistého pracovního kapitálu v porovnání s oběžným majetkem společnosti.

Tabulka 21 Ukazatele likvidity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Běžná likvidita	1,65	1,30	1,25	1,46	1,34	1,78
Pohotová likvidita	1,60	1,03	1,19	1,00	1,04	1,63
Hotovostní likvidita	0,65	0,77	0,46	0,12	0,31	0,47
ČPK/OA	39,34%	22,83%	20,12%	31,46%	46,15%	43,88%
ČPK/A	27,07%	13,77%	12,32%	23,92%	38,34%	33,10%



Obrázek 19 Vývoj ukazatelů likvidity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

9.3.3 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti slouží jako indikátory výše rizika. Je nutné ovšem zdůraznit, že zadlužení samo o sobě ještě nemusí být negativní charakteristikou. Na základě ukazatele celkové zadluženosti lze posoudit finanční strukturu podniku. Doporučených hodnot v rozmezí 30% – 60% dosahuje společnost pouze v roce 2005 a 2010, v ostatních obdobích došlo k překročení o 10% - 15%. Nejvyšší celková zadluženost byla dosažena v roce 2007, jelikož došlo k výraznému růstu cizích zdrojů, prostřednictvím krátkodobých závazků z obchodního styku.

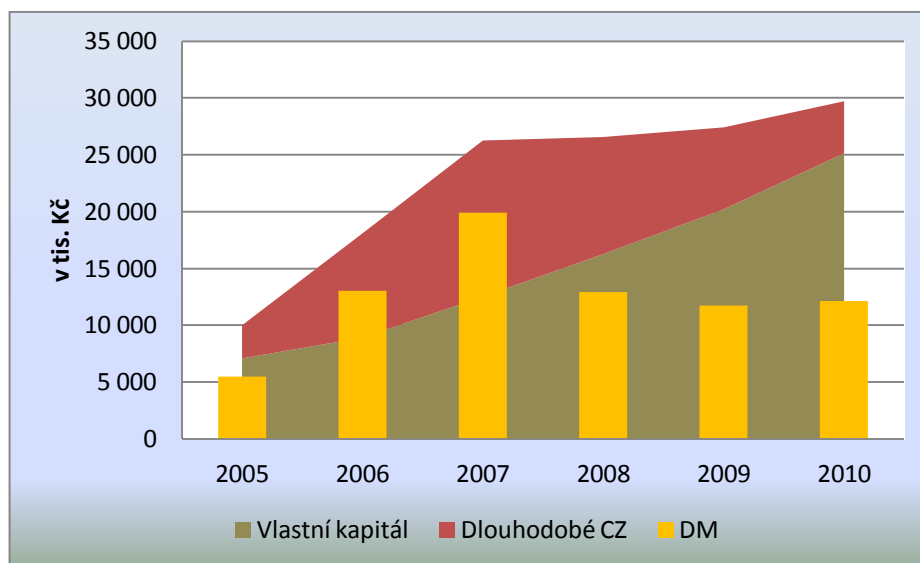
Míra zadluženosti Zlínských staveb, a. s. převyšovala ve všech analyzovaných letech hodnotu 1, což značí, že oceňovaná společnost k financování svých činností daleko více používala cizí zdroje. V roce 2007 míra zadlužení dosáhla 3,13, z čehož vyplývá, že hodnota cizích zdrojů byla třikrát vyšší než hodnota vlastního kapitálu. Pozitivně lze hodnotit rok 2010, kdy došlo k výraznému snížení zadlužení společnosti.

Tabulka 22 Ukazatele zadluženosti, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadluženost	59,50%	73,57%	75,35%	70,58%	71,94%	51,08%
Míra zadluženosti	1,47	2,80	3,13	2,42	2,60	1,06
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	1,30	0,69	0,63	1,26	1,72	2,08
Dlouhodobé zdroje/Dlouhodobý majetek	1,83	1,39	1,32	2,06	2,34	2,45
Ukazatel úrokového krytí	5,60	10,60	8,60	6,09	7,97	9,42

Z tabulky 22 je dále patrné, že Zlínské stavby, a. s. v posledních třech letech používají vlastní kapitál i ke krytí oběžného majetku (krátkodobých aktiv), tudíž podnik dává přednost stabilitě před výnosem.

Z následujícího grafu (obr. 20) lze snadno vyčíst, že analyzovaná společnost ve všech letech dodržovala tzv. zlaté pravidlo financování. Toto pravidlo spočívá v krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji. V optimálním případě by měl být poměr roven 1. V posledních dvou letech Zlínské stavby, a. s. dosáhly již poměrně vysokého podílu srovnávaných veličin (2,34 a 2,45), tudíž je do budoucna nutné tento ukazatel sledovat, aby nedocházelo k překapitalizování podniku.



Obrázek 20 Vývoj ukazatele krytí DM dlouhodobými zdroji, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Ukazatel úrokového krytí charakterizuje zadluženost pomocí schopnosti podniku splácet úroky. Ve všech analyzovaných letech dosáhly Zlínské stavby, a. s. pozitivních výsledků (vyšší než hodnota 5), a proto by do budoucna neměly mít problém splácet případné úroky ze svých půjček.

9.3.4 Analýza aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. V oblasti likvidity dosahoval oceňovaný podnik vcelku pozitivních výsledků. Za velmi důležitý ukazatel je považován obrat aktiv, u kterého platí čím větší hodnota, tím lépe. Za minimální doporučenou hodnotu je považována 1, která nám říká, že z 1 Kč majetku by měla být dosažena alespoň 1 Kč tržeb. Jak je patrné z tabulky 23 Zlínské stavby, a. s. dosáhly ve všech analyzovaných letech dokonce hodnotu vyšší než 2.

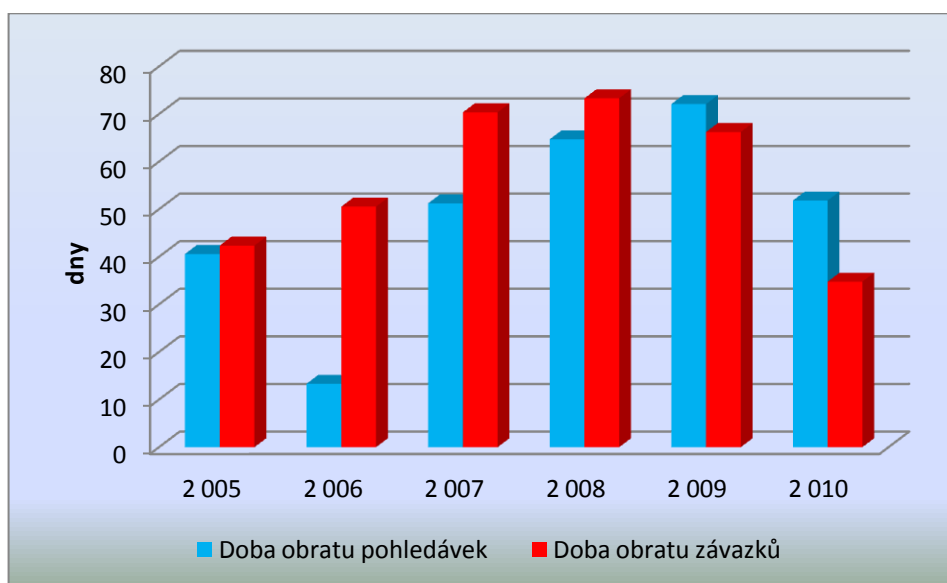
Ukazatel doby obratu zásob nám udává, jak dlouho trvá jeden obrat, tzn. doba, která je nutná k tomu, aby peněžní fondy přešly přes výrobní a zbožní formy znovu do peněžní formy. Z hlediska Zlínských staveb, a. s. nemá tento ukazatel příliš velkou vypovídací hodnotu, jelikož suma zásob v průběhu analyzovaných let výrazně kolísala.

Tabulka 23 Ukazatele aktivity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
Obrat celkových aktiv z tržeb	3,55	3,31	2,50	2,56	2,26	3,39
Obrat celkových aktiv z výnosů	3,57	3,40	2,46	2,76	2,26	3,25
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	2	13	4	34	29	7

Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	41	13	51	65	72	52
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	42	51	70	73	66	35
Obratovost pohledávek	8,87	27,00	7,02	5,56	4,99	6,94
Obratovost závazků	8,50	7,12	5,12	4,91	5,43	10,35

Na následujícím grafu (obr. 21) můžeme vidět vývoj doby obratu pohledávek a závazků za analyzované období 2005 – 2010. Z grafu je patrný kolísavý vývoj jak pohledávek, tak závazků. Zatímco v letech 2005 – 2008 byla doba obratu závazků vyšší, tak v posledních dvou analyzovaných letech se situace obrátila. Obecně se dá říct, že pro jakoukoliv společnost je výhodnější mít vyšší dobu obratu závazků, jelikož tím pádem dříve inkasujete peníze z pohledávek a až následně platíte své závazky. Pozitivní je ovšem fakt, že v roce 2010 se Zlínským stavbám, a. s. podařilo tyto hodnoty snížit a do budoucna by se měly pokusit hodnoty ještě časově sladit. Z hlediska ukazatelů aktivity je důležité sledovat jejich vývoj v čase. Doručeným trendem při řízení aktiv je snižování doby obratu a zvyšování obratovosti, proto je nutné pečlivě sledovat budoucí vývoj.



Obrázek 21 Vývoj doby obratu pohledávek a závazků, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)

9.4 Souhrnné ukazatele

Na závěr finanční analýzy provedu zhodnocení Zlínských staveb, a. s. pomocí souhrnných ukazatelů, jejichž podstatou je vyjádření finanční úrovně podniku jedním číslem. Souhrnných ukazatelů existuje celá řada.

9.4.1 Z-skóre (Altmanův model)

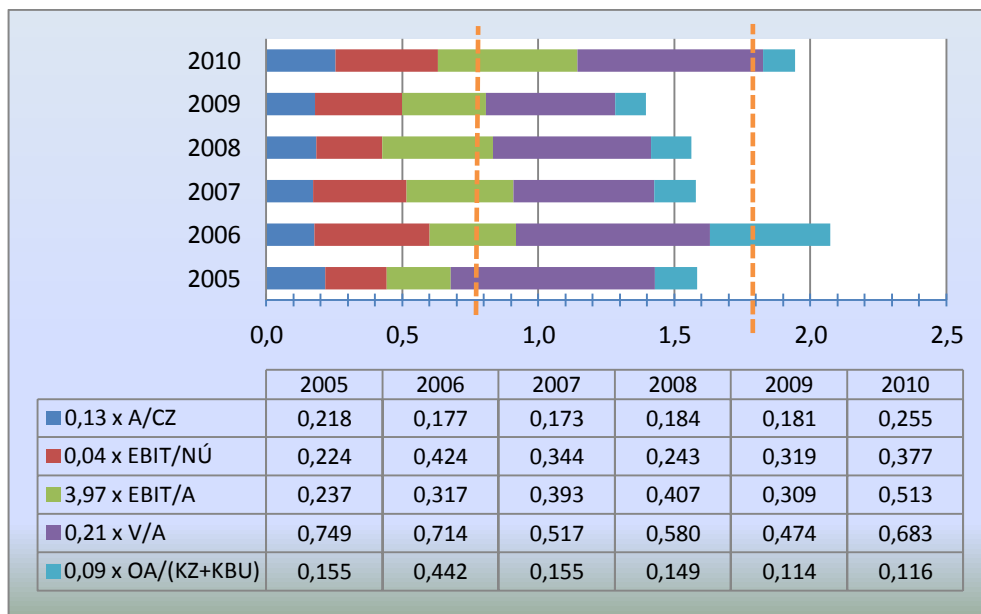
Altmanův model bankrotu vychází z tzv. diskriminační analýzy a zahrnuje v sobě všechny důležité složky finanční analýzy tj. likviditu, zadluženost, rentabilitu, strukturu kapitálu. Jednotlivým složkám jsou přiděleny váhy. Čím vyšší je konečná hodnota, tím lepší výsledky vykazuje analyzovaná společnost. Na dalším obrázku (22) můžeme vidět výsledky analyzované společnosti za období 2005 – 2010. Z obrázku je zřejmé, že s výjimkou roku 2009 vždy přesáhla tzv. šedou zónu (1,81 – 2,99), tudíž můžeme konstatovat, že Zlínské stavby, a. s. vykazují uspokojivou situaci za sledovaná období.



Obrázek 22 Vývoj ukazatele Z-skóre, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

9.4.2 Index IN01

Indexů finanční důvěryhodnosti IN existuje celá řada. Ve své práci použiji modifikovaný index IN01, který byl odvozen pro naše podmínky Inkou a Ivanem Neumaierovými. Následující obrázek (23) nám podává informace o výsledcích, kterých analyzovaná společnost dosáhla na základě výpočtu indexu IN01. Pozitivně lze hodnotit fakt, že společnost ani v jednom roce nevykázala hodnotu nižší, než je dolní hranice tzv. šedé zóny (0,75). V letech 2006 a 2010 překročily hodnoty indexu IN01 šedou zónu (0,75 – 1,77), a proto můžeme konstatovat, že podnik v těchto letech tvořil hodnotu.



Obrázek 23 Vývoj ukazatele IN01, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

SHRNUTÍ ANALYTICKÉ ČÁSTI

Analytická část diplomové práce se sestávala ze tří částí. V úvodní části byla představena oceňovaná společnost Zlínské stavby, a. s. Postupně byla charakterizována z hlediska podnikatelské činnosti, organizační struktury, skladby zaměstnanců a na závěr byla uvedena analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb společnosti.

Hlavním úkolem strategické analýzy, která tvořila druhou kapitolu analytické části, bylo odhalit budoucí výnosový potenciál Zlínských staveb, a. s. V prvním kroku došlo k vymezení relevantního trhu z hlediska velikosti podniku a poskytovaných stavebních služeb a prací. Vymezený relevantní trh byl následně hodnocen s ohledem na jeho atraktivitu. Z hodnocení atraktivity vyplynulo, že trh stavebnictví se pohybuje lehce nad průměrem s 65%. Abychom mohli prognózovat budoucí vývoj trhu stavebnictví, použili jsme k tomu predikci vývoje HDP a pomocí regresní analýzy jsme vypočítali předpokládané tempo růstu trhu stavebnictví. Druhá část strategické analýzy spočívala ve zmapování konkurence na trhu stavebnictví, kdy došlo k vyčíslení tržního podílu, jenž se každoročně zvyšoval. Na konkurenci na trhu stavebnictví se výrazně podepsala hospodářská krize a s tím je spojen i stále se snižující počet firem působících na tomto trhu. Analýza vnitřního potenciálu společnosti Zlínské stavby, a. s. nám odhalila některé silné stránky, ale i rezervy, týkající se řízení společnosti. Vnitřní potenciál společnosti byl prostřednictvím několika tabulek vyčíslen na 68%, což můžeme považovat za nadprůměrnou hodnotu. V poslední části strategické analýzy byly Zlínské stavby, a. s. nejdříve zhodnoceny z hlediska matice perspektivnosti jako podnik s přijatelnou perspektivou a následně byly prognózovány tržby pro budoucí čtyři období, která budou základem při sestavování dlouhodobého finančního plánu.

Třetí a poslední kapitola analytické části spočívala ve zhodnocení finančního zdraví akciové společnosti Zlínské stavby, a. s. za období 2005 - 2010 prostřednictvím ukazatelů finanční analýzy. Na úvod finanční analýzy byla provedena vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, abychom zjistili vliv jednotlivých položek na celkovou bilanční sumu a dále dlouhodobý vývoj jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Za nejvýznamnější poznatek z této části finanční analýzy považují dosažené hodnoty hospodářských výsledků, které se neustále zvyšovaly i v době finanční a hospodářské krize. Za nejdůležitější část finanční analýzy jsou považovány poměrové ukazatele. Z hlediska ukazatelů rentability musíme dosažené výsledky hodnotit velmi pozitivně. V oblasti likvidity měla oceňovaná společnost problémy s hodnotou běžné likvidity, která byla výrazně ovlivňová-

na vysokými krátkodobými závazky společnosti. Zadluženost se v posledním analyzovaném období snížila na 50%, což představuje nejnižší zadlužení během analyzovaných let. Ostatní ukazatele zadluženosti dosahují doporučených hodnot. Z hlediska výsledků ukazatelů aktivity mohou být Zlínské stavby, a. s. spokojeny s obratem aktiv, na druhou stranou by se měly zaměřit na dobu obratu pohledávek, kterou by se měly pokusit sladit s ukazatelem doby obratu závazků, který je o více než 2 týdny nižší. Souhrnné ukazatele vyčíslené na závěr finanční analýzy potvrdily dílčí výsledky jednotlivých fází finanční analýzy, a proto můžeme konstatovat, že společnost Zlínské stavby, a. s. dosáhla poměrně uspokojivých výsledků ve všech oblastech finanční analýzy.

10 STRATEGICKÝ FINANČNÍ PLÁN SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.

Podmínkou při oceňování podniku výnosovými metodami je sestavení finančního plánu. Kompletní finanční plán se skládá z výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu o peněžních tocích. Pro analyzovaný podnik Zlínské stavby, a. s. bude finanční plán sestaven na následující období v délce čtyř let od roku 2011 do roku 2014. Podklady pro sestavení finančního plánu vyplynuly již z dříve provedené strategické a finanční analýzy a dále se finanční plán opírá o konkrétní interní dokumenty oceňovaného podniku a koresponduje s predikcemi makroekonomických ukazatelů České republiky.

10.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty Zlínské stavby, a. s.

Jako první bude naplánován výkaz zisku a ztráty pro období 2011 – 2014.

Tabulka 24 Plánovaný výkaz zisku a ztráty, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
I.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0
	Obchodní marže	0	0	0	0
II.	Výkony	157450	190988	208593	231173
II.1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	161516	195919	213979	237143
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-4186	-5077	-5545	-6146
3.	Aktivace	120	146	159	176
B.	Výkonová spotřeba	142942	173388	189371	209872
B.1	Spotřeba materiálu a energie	29880	36245	39586	43871
2.	Služby	113061	137143	149785	166000
	Přidaná hodnota	14508	17600	19222	21301
C.	Osobní náklady	4941	5089	5343	5610
D.	Daně a poplatky	235	242	249	256
E.	Odpisy dlouhodobého majetku	3513	3865	4445	5112
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	863	900	938	978
III.1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	651	684	718	754
III.2	Tržby z prodeje materiálu	212	216	220	224
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	940	968	997	1027
G.	Změna stavu rezerv a OP	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	370	407	448	493
H.	Ostatní provozní náklady	770	847	932	1025
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	5342	7896	8642	9742
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0

J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0
VII.	Výnosy z DFM	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z KFM	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a OP ve FO	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	97	102	107	112
N.	Nákladové úroky	667	602	585	539
XI.	Ostatní finanční výnosy	4	4	4	4
O.	Ostatní finanční náklady	167	170	173	176
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-733	-666	-647	-599
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	876	1374	1519	1737
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3734	5856	6476	7406
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
T.	Převod podílu na VH společníkům	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	3734	5856	6476	7406
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	4609	7230	7995	9143

První plánovanou položkou jsou tržby za prodej zboží, ale jelikož se v průběhu analyzovaných let vůbec nepodílí na celkových tržbách, budeme dále uvažovat s hodnotou nula, tak jako tomu bylo doposud. K výnosové položce tržby za prodej zboží se váže nákladová položka náklady na prodané zboží, která stejně jako položka výnosová vykazuje nulové hodnoty ve všech analyzovaných obdobích. Rozdíl těchto dvou položek představuje obchodní marže, která bude samozřejmě ve všech plánovaných obdobích nula.

Za vůbec nejdůležitější položku z hlediska finančního plánu Zlínských staveb, a. s. můžeme považovat tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Při plánování hodnot této položky vycházíme ze závěrů strategické analýzy, kde jsme prognózovali procentní tempa růstu tržeb analyzované společnosti. Pro rok 2011 je hodnota tempa růstu záporná (-8,72%), v dalších letech už jsou to hodnoty kladné (21,3%, 9,22%, 10,83%). Výkony netvoří jenom tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, ale také změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. U těchto dvou položek jsem vycházel z hodnot minulých dvou období (2009, 2010) a provedl aritmetický průměr každé z nich pro výpočet hodnoty za rok 2011. Pro následující období jsem použil předpokládané tempo růstu tržeb.

U položky výkonové spotřeby, která se skládá ze spotřeby materiálu, energie a služeb jsem postupoval při výpočtech obdobně. Poměr spotřeby materiálu a energie vůči tržbám za vlastní výrobky a služby byl v roce 2009 17% a v roce 2010 20%. Průměrná hodnota je tedy 18,5% a tímto procentem vynásobím tržby za prodej výrobků a služeb v jednotlivých letech. Průměrná hodnota položky služby vůči tržbám z prodeje za výrobky a služby je za poslední dvě analyzovaná období 70% a stejně jako u spotřeby materiálu a energie tímto procentem vynásobíme tržby za prodej výrobků a služeb v jednotlivých plánovaných letech.

Osobní náklady v sobě zahrnují několik položek, z nichž nejvýznamnější jsou mzdové náklady, které se odvíjí od počtu zaměstnanců a průměrných mezd. Vedení Zlínských staveb, a. s. v současné chvíli neplánuje nábor nových zaměstnanců, tudíž mzdové náklady porostou pouze při zvyšování průměrné mzdy. Se mzdovými náklady dále souvisí sociální náklady. Z hlediska předpokládaného růstu průměrné mzdy by měly osobní náklady růst v letech 2011 a 2012 o 2% a v dalších dvou letech o 5%.

Položka daně a poplatky je v analyzované společnosti spojena především s daní silniční a s daní z nemovitosti a v průběhu následujících čtyř let se plánuje každoroční 3% růst.

Plánování odpisů z dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku zahrnuje jednak již odepisovaný dlouhodobý majetek, ale také odpisy, které souvisejí s plánovanými investicemi do dlouhodobého odepisovaného majetku v jednotlivých letech. Výše odpisů byla stanovena na základě odpisového plánu společnosti, který bude podrobněji popsán v další části práce při plánování dlouhodobého majetku společnosti

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku představují v analyzované společnosti především prodej již zastaralých nebo nepotřebných dopravních prostředků, případně stavební mechanizace. Na základě konzultací s vedoucími pracovníky společnosti, podnik nepředpokládá výrazný rozprodej dlouhodobého majetku v budoucích letech, proto se bude hodnota této položky meziročně zvyšovat o 5%. Z hlediska tržeb z prodeje materiálu Zlínské stavby, a. s. do budoucna neplánují snížení množství zásob materiálu, tudíž je předpoklad, že hodnota této položky se bude zvyšovat v průměru o 2% každý rok.

Budoucí vývoj položky zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu předpokládá obdobný vývoj jako položka tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu. V našem případě se autor přiklání ke každoročnímu růstu ve výši 3%. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku se na celkové hodnotě položky podílí ze 2/3 podobně

jako je tomu u tržeb z prodeje dlouhodobého majetku, který rovněž tvoří zhruba 2/3 položky tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Ostatní provozní výnosy a náklady vykazují již od roku 2005 velmi kolísavé hodnoty. Z posledních dvou let je ovšem předpoklad každoročního lineárního růstu o 10% jak u výnosů, tak i u nákladů.

Podkladem pro výpočet výnosových úroků jsou smlouvy uzavřené s finančními institucemi. Hodnota položky nákladové úroky souvisí se stávajícími a plánovanými bankovními úvěry. Z hlediska budoucího vývoje vedení Zlínských staveb, a. s. nepočítá s přijímáním nových úvěrů. Z toho důvodu se budou nákladové úroky postupně snižovat.

Ostatní finanční výnosy a náklady jsou spojeny především s poskytováním bankovních služeb, tudíž nepředpokládáme výrazný nárůst ani jedné z položek v budoucnu a plánovaný růst bude 2%.

Daň z příjmů za běžnou činnost je v plánovaném výkazu zisku a ztráty stanovena na 19% ve všech obdobích.

10.2 Plánovaná rozvaha Zlínské stavby, a. s.

Stejně jako výkaz zisku a ztráty bude také rozvaha plánována pro období 2011 – 2014 na základě níže uvedených předpokladů.

Tabulka 25 Plánovaná rozvah Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	52859	62298	67931	74892
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	13209	14397	15693	17105
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	13209	14397	15693	17105
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	38902	47153	51490	57039
Zásoby	3157	3827	4179	4630
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	27965	33896	37013	41001
Finanční majetek	7780	9430	10298	11408
Časové rozlišení	748	748	748	748
PASIVA CELKEM	52859	62298	67931	74892
Vlastní kapitál	28895	34751	41226	48632
Základní kapitál	3500	3500	3500	3500
Kapitálové fondy	0	0	0	0

Rezervní fond	700	700	700	700
VH minulých let	20961	24695	30551	37026
VH běžného období	3734	5856	6476	7406
Cizí zdroje	23498	27081	26239	25794
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	15786	19135	20894	23150
Bankovní úvěry a výpomoci	7712	7946	5345	2644
Časové rozlišení	466	466	466	466

Položku stálá aktiva reprezentují pouze dlouhodobá hmotná aktiva. Další dvě položky dlouhodobý nehmotný a finanční majetek jsou jako v minulých letech nulové a společnost Zlínské stavby, a. s. v budoucnu nepočítá s jejich využíváním. Dlouhodobý hmotný majetek je stanoven na základě plánu investic společnosti a tvoří jej především položka pozemky a položka samostatný movitý majetek. Analyzovaná společnost v následujících čtyřech letech neplánuje výrazné investice, přesto hodnota dlouhodobého hmotného majetku poroste v důsledku průběžné obnovy vozového parku a menších obnovovacích investic dlouhodobého majetku společnosti.

Základem pro výpočet jednotlivých položek oběžných aktiv bude jejich doba obratu. Z hlediska výpočtu doby obratu zásob autor vycházel z posledního analyzovaného období 2010, kdy doba obratu zásob byla 7 dní. Tato hodnota se zdá ideální, protože nedrží příliš mnoho finančních prostředků a proto ji využijeme pro výpočet plánovaného období. S dlouhodobými pohledávkami podnik do budoucna nepočítá. Krátkodobé pohledávky jsou taktéž naplánovány v souvztažnosti s dobou obratu pohledávek s minulých období. Jako výchozí doba obratu bude použita průměrná doba obratu pohledávek z posledních dvou analyzovaných období. Vývoj a hodnota položky krátkodobého finančního majetku bude tvořit asi 25% hodnoty oběžného majetku, jako tomu bylo v posledním analyzovaném roce. Hodnota časového rozlišení zůstane na úrovni posledního analyzovaného roku 2010.

Z hlediska základního kapitálu společnost neuvažuje o jeho navýšení, tzn., že zůstane ve stejné výši jako doposud i v plánovaném období 2011 – 2014. Rezervní a kapitálové fondy budou kopírovat svůj vývoj z minulého období i v dalších plánovaných letech. Zlínské stavby, a. s. mají v úmyslu nechávat výsledek hospodaření za účetní období na položce nerozdělený zisk z minulého období, jako tomu bylo doposud.

Analyzovaná společnost neplánuje v následujícím čtyřletém období tvořit rezervy a taktéž nehodlá využívat položku dlouhodobé závazky. Důležitou položku ovšem tvoří krátkodobé závazky, které budou naplánovány podle doby obratu závazků z posledního analyzovaného období 2010, kdy doba obratu byla 35 dnů. Položka bankovní úvěry a výpomoci se bude v plánovaném období postupně snižovat, jak již bylo popsáno výše.

10.3 Plánované cash-flow Zlínské stavby, a. s.

Posledním výkazem, který zahrnuje strategický finanční plán je výkaz o peněžních tocích. Hodnoty plánovaného cash-flow v podstatě vyplynuly z předchozích dvou výkazů a jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 26 Plánované Cash-flow Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Stav PP a PE na začátku období	10469	7780	9430	10298
VH za běžnou činnost před zdaněním	4610	7230	7995	9144
Peněžní toky z provozní činnosti				
Úpravy o nepeněžní operace	4372	4649	5202	5812
Čistý PT z PČ před daní a změnami PK	8982	11879	13197	14956
Změna spotřeby pracovního kapitálu	-5332	-3018	-4311	-4884
Čistý PT z PČ před daní a MP	3650	8861	8886	10072
Vyplacené úroky s výjimkou KÚ	-667	-602	-585	-539
Přijaté úroky	97	102	107	112
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-876	-1374	-1519	-1737
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými ÚP	0	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	2204	6987	6889	7908
Peněžní toky z investiční činnosti				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-4604	-5053	-5741	-6524
Příjmy z prodeje stálých aktiv	-289	-284	-279	-273
Příjmy z vyplacení CP držených do splatnosti	0	0	0	0
Poskytnuté půjčky a úvěry	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-4893	-5337	-6020	-6797
Peněžní toky finanční činnosti				
Dopady změn krátk. závazků PP a PE	0	0	0	0
Dopady změn vlastního kapitálu na PP	0	0	0	0
Ostatní užití zisku	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	0	0	0	0
Čisté zvýšení, resp. snížení PP a PE	-2689	1650	869	1111
Stav PP a PE na konci období	7780	9430	10298	11408

10.4 Finanční analýza plánu

Pro jednodušší orientaci v jednotlivých datech a informacích zobrazených v plánovaných výkazech jsem ještě provedl finanční analýzu plánu pomocí nejdůležitějších poměrových ukazatelů, které zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 27 Finanční analýza plánu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	Skutečnost		Plán			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ukazatele rentability						
Rentabilita tržeb	2,39%	2,77%	2,30%	2,98%	3,01%	3,11%
Rentabilita výnosů	3,45%	3,97%	3,32%	4,07%	4,08%	4,16%
Rentabilita celkového kapitálu	7,79%	12,92%	9,98%	12,57%	12,63%	12,93%
Rentabilita úplatného kapitálu	13,44%	19,48%	14,41%	18,34%	18,42%	18,88%
Rentabilita vlastního kapitálu	19,53%	19,59%	12,92%	16,85%	15,71%	15,23%
Ukazatele likvidity						
Běžná likvidita	1,34	1,78	1,66	1,74	1,96	2,21
Pohotová likvidita	1,04	1,63	1,52	1,60	1,80	2,03
Hotovostní likvidita	0,31	0,47	0,33	0,35	0,39	0,44
Ukazatele zadluženosti						
Celková zadluženost	71,94%	51,08%	44,45%	43,47%	38,63%	34,44%
Míra zadluženosti	2,60	1,06	0,81	0,78	0,64	0,53
Vlastní kapitál/Dlouhodobý majetek	1,72	2,08	2,19	2,41	2,63	2,84
Dlouhodobé zdroje/Dlouhodobý majetek	2,34	2,45	2,47	2,68	2,79	2,92
Ukazatel úrokového krytí	7,97	9,42	7,91	13,01	14,67	17,96
Ukazatele aktivity						
Obrat celkových aktiv z tržeb	2,26	3,39	3,07	3,16	3,16	3,18
Doba obratu zásob (dny)	29	7	7	7	7	7
Doba obratu pohledávek (dny)	72	52	62	62	62	62
Doba obratu závazků (dny)	66	35	35	35	35	35

Pro snadnější vyhodnocení výsledků finanční analýzy plánu jsou v tabulce 27 zaneseny i údaje z finanční analýzy za období 2009 a 2010. Jednotlivé ukazatele rentability vykazují konstantní vývoj ve všech plánovaných letech, tudíž v této oblasti může být analyzovaná společnost spokojená. Plánované hodnoty ukazatelů likvidity spadají do doporučených rozmezí, což musíme hodnotit jenom pozitivně. V oblasti zadluženosti je na první pohled patrné, že se snižuje celková zadluženost. Tento fakt je způsoben především rychlým růstem vlastního kapitálu oproti cizím zdrojům. Ostatní ukazatele zadluženosti vykazují poměrně slušné výsledky. Ukazatel aktivity obrat aktiv zobrazuje pozitivní výsledky v pláno-

vaném období, kdy z 1 Kč majetku bude analyzovaný podnik generovat tržby v hodnotě minimálně 3 Kč. Ostatní ukazatele aktivity byly do budoucna naplánovány podle výsledků posledních období. Na závěr je nutné zdůraznit, že výsledky finanční analýzy plánu vykazují velmi pozitivní výsledky, avšak ne vždy se plán rovná skutečnosti, a proto podnik musí neustále plánovat a kontrolovat důležité ukazatele spojené s finančním řízením.

11 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.

V předchozích částech diplomové práce byly zpracovány potřebné analýzy pro sestavení budoucího finančního plánu, který je důležitým předpokladem pro správné stanovení hodnoty podniku. Cílem projektu je tržní ocenění společnosti Zlínské stavby, a. s. vybranými výnosovými metodami k 1. 1. 2011. Ke stanovení hodnoty podniku budou použity tři metody a to metoda diskontovaného peněžního toku, metoda ekonomické přidané hodnoty a na závěr ještě paušální metoda čistých kapitalizovaných výnosů.

11.1 Stanovení diskontní míry pro potřeby ocenění

Stanovení diskontní míry je důležitou součástí výnosových metod oceňování. Jak už bylo popsáno v teoretické části, stanovení diskontní míry se skládá ze čtyř kroků, které budou postupně popsány a vyčísleny.

11.1.1 Stanovení vah jednotlivých složek kapitálu

První krok představuje určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Při výpočtu se nebere v úvahu kapitál, ze kterého se neplatí žádné přímé úroky. Kapitálová struktura se zjišťuje na základě tržních dat, které obsahuje následující tabulka.

Tabulka 28 Kapitálová struktura Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Vlastní kapitál	28895	34751	41226	48632
Základní kapitál	3500	3500	3500	3500
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní fondy	700	700	700	700
VH minulých let	20961	24695	30551	37026
VH za účetní období	3734	5856	6476	7406
Ekvivalenty VK	0	0	0	0
Úročené cizí zdroje	7712	7946	5345	2644
Bankovní úvěry	7712	7946	5345	2644
Kapitál celkem	36607	42697	46571	51276

Další tabulka 29 ještě podrobněji popisuje kapitálovou strukturu oceňovaného podniku.

Tabulka 29 Skladba kapitálové struktury Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	Průměrná hodnota
Poměr vlastního kapitálu k celkovému kapitálu	78,93%	81,39%	88,52%	94,84%	85,92%
Poměr cizího kapitálu k celkovému kapitálu	21,07%	18,61%	11,48%	5,16%	14,08%
Poměr cizího a vlastního kapitálu	0,27	0,23	0,13	0,05	0,17

Z předchozí tabulky 29 je patrné, že poměr vlastního kapitálu k celkovému kapitálu se neustále zvyšuje, což je způsobeno především růstem vlastního kapitálu prostřednictvím nerozděleného výsledku hospodaření minulých let a snižující se položkou bankovních úvěrů. Velikost cizího kapitálu se na první pohled může zdát jako nízká, ovšem výsledky finanční analýzy plánu prokázaly, že se jedná téměř o optimální kapitálovou strukturu.

11.1.2 Náklady na cizí kapitál

Podstatu výpočtu nákladu na cizí kapitál tvoří vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Oceňovaná společnost Zlínské stavby, a. s. využívá k financování pouze bankovní úvěry.

Ke stanovení nákladů na cizí kapitál akciové společnosti Zlínské stavby autor použil dvě metodiky výpočtu. První způsob stanovení nákladů na vlastní kapitál je založený na tržních datech. Podstatou této metody je stanovení ratingu úvěrů. Damodaran doporučuje určit rating úvěrů podle ukazatele úrokového krytí. Tato tabulka je uvedena v příloze (PIV). Ratingovou přírážku (1,30%) navýšíme o bezrizikovou úrokovou míru (4,30%), která je stanovena na základě výnosnosti desetiletých státních dluhopisů a získáme úrokovou sazbu, kterou následně snížíme o daňový štít.

Tabulka 30 Výpočet nákladů na cizí kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Bezriziková úroková míra (%)	4,30
Úrokové krytí	9,42
Rating	A+
Riziková přírážka (%)	1,30
Odhadnutá úroková sazba (%)	5,60
sazba DzP PO	19%
Náklady na cizí kapitál snížené o daňový štít	4,54%

Druhý způsob vyčíslení nákladů na vlastní kapitál spočívá ve využití vztahu nákladové úroky/bankovní úroky. Postup výpočtu popisuje následující tabulka 31.

Tabulka 31 Výpočet nákladů na cizí kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2010
Dlouhodobý úvěr začátek roku	7207
Dlouhodobý úvěr konec roku	4580
Krátkodobý úvěr začátek roku	15000
Krátkodobý úvěr konec roku	5000
Průměrný stav dlouhodobého BÚ	5894
Průměrný stav krátkodobého BÚ	10000
Průměrný stav BÚ celkem	15894
Nákladové úroky	718
Průměrný stav úrokové sazby BÚ	4,52%
sazba DzP PO	19%
Náklady na cizí kapitál snížené o daňový štít	3,66%

Konečné náklady na vlastní kapitál jsou **4,10%** a byly stanoveny jako průměrná hodnota z předcházejících dvou výpočtů. Hodnota nákladů na vlastní kapitál je již snížena o sazbu daně z příjmu ve výši 19%.

11.1.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů, kdy požadovaný výnos investorů je určen alternativním výnosem stejně rizikové investice. Určit náklady na vlastní kapitál patří v praxi k nejsložitějším úkolům finančního řízení. Přístupů k výpočtu nákladů na vlastní kapitál existuje celá řada. Ve své práci použiju dvě metody a to metodu CAPM a komplexní stavebnicovou metodu.

Metoda CAPM se používá především v anglosaských zemích. Základním bodem tohoto modelu je rozdělení celkového rizika na riziko systematické a nesystematické. Výpočet nákladů na kapitál je uveden v následující tabulce.

Tabulka 32 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metoda CAPM, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

	2010
sazba DzP PO	19%
Míra zadluženosti podniku (D/E ratio)	0,38

Bezriziková úroková míra	4,30%
Riziková prémie	5,85
Beta VK u nezadluženého podniku	0,84
Beta VK u zadluženého podniku	1,10
Náklady vlastního kapitálu	10,74%

$$\beta_z = 0,84 * (1 + (1 - 0,19) * 0,38) = 1,10$$

Výchozím bodem výpočtu je zjištění nezadlužené hodnoty beta, prostřednictvím internetového serveru Damodaran. Na tomto serveru Damodaran uvádí hodnotu 0,84 pro stavební podniky nacházející se v Evropě. Pomocí této hodnoty a uvedeného vzorce vypočítáme betu zadluženou (1,10). Poté následuje dosazení do vzorce a vyčíslení nákladů na vlastní kapitál.

$$r_e = 4,30 + 1,1 * 5,85 = \mathbf{10,74\%}$$

Podstatou komplexní stavebnicové metody je přičítání dílčích rizikových přírážek k bezrizikové úrokové míře. Jak napovídá tabulka 33, přírážky vycházejí z posouzení rizik oboru, trhu, konkurence, managementu, výrobního procesu a specifických faktorů. Tyto složky rizika tvoří obchodní riziko analyzovaného podniku, ke kterému je dále přičtené riziko finanční, které plyne především ze způsobu financování. Součtem obchodního a finančního rizika získáme rizikovou prémii. Abychom získali náklady vlastního kapitálu, je nutné přičíst k rizikové prémii bezrizikovou výnosovou míru. Podrobný postup výpočtu nákladů na vlastní kapitál dle komplexní stavebnicové metody je uveden v příloze (PV).

Tabulka 33 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metoda stavebnicová, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

+ I. Rizika oboru	1,68%
+ II. Rizika trhu	0,74%
+ III. Rizika z konkurence	1,98%
+ IV. Management	0,39%
+ V. Výrobní proces	0,83%
+ VI. Specifické faktory	0,96%
= Obchodní riziko	6,57%
+ Finanční riziko	1,25%
= Riziková prémie celkem	7,82%
+ Bezriziková výnosová míra	4,30%
Náklady vlastního kapitálu	12,12%

Stavebnicové modely na rozdíl od modelu CAPM berou v úvahu jak riziko systematické, tak riziko nesystematické, což může být důsledek vyšší hodnoty nákladů na vlastní kapitál u komplexní stavebnicové metody. Náklady na vlastní kapitál Zlínských staveb, a. s. budou stejně jako u nákladů na cizí kapitál určeny průměrem vypočtených hodnot. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál je **11,43%**.

11.1.4 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Propočet průměrných vážených nákladů kapitálu představuje poslední fázi, kterou je nutné provést, abychom získali diskontní míru, která je důležitá pro následné výnosové ocenění společnosti. Průměrné vážené náklady kapitálu Zlínských staveb a. s. činí 10,40%, což dokumentuje následující tabulka, která je vypočítána v souladu se vzorcem uvedeným v teoretické části práce.

Tabulka 34 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v %	Váha	Náklad	Součin
cizí kapitál snížený o daň	14,08%	4,10%	0,58%
vlastní kapitál	85,92%	11,43%	9,82%
Průměrné vážené náklady kapitálu			10,40%

11.2 Ocenění společnosti Zlínské stavby, a. s. metodou DCF

Metoda DCF je považována za základní výnosovou metodu. Východiskem této metody je vždy volný peněžní tok. Jak bylo uvedeno v teoretické části, v praxi rozlišujeme tři varianty výpočtu DCF. Ve své práci jsem se zaměřil na metodu DCF entity, kdy Zlínské stavby, a. s. budu oceňovat jako celek.

Ještě než přejdu k samotnému ocenění podniku, je nutné provést několik úprav, především stanovit provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný výsledek hospodaření.

Tabulka 35 Provozně nutný investovaný kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý provozně nutný majetek	13209	14397	15693	17105
DNM	0	0	0	0
DHM	13209	14397	15693	17105
DFM	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	20354	24611	26848	29708

Zásoby	3157	3827	4179	4630
Pohledávky	27965	33896	37013	41001
Provozně nutný KFM	4736	5741	6268	6945
Časové rozlišení aktivní	748	748	748	748
- Neúročené závazky	15786	19135	20894	23150
- Časové rozlišení pasivní	466	466	466	466
Provozně nutný investovaný kapitál	33563	39008	42541	46813
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	5342	7896	8642	9742

Jak uvádí tabulka 35 provozně nutný investovaný kapitál je tvořen dlouhodobě provozně nutným majetkem a provozně nutným pracovním kapitálem.

Dlouhodobý provozně nutný majetek v akciové společnosti Zlínské stavby tvoří pouze dlouhodobý hmotný majetek, který je k podnikání oceňovaného podniku využíván v plném rozsahu, tudíž nebylo nutné z tohoto majetku vypouštět jakékoliv položky. S dlouhodobým nehmotným ani finančním majetkem společnost v období 2011 – 2014 nepočítá.

Postup výpočtu provozně nutného pracovního kapitálu je popsán v tabulce 35, kdy nejdříve postupně sečteme zásoby, pohledávky, provozně nutný krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení aktiv. Od součtu zmíněných aktivních položek rozvahy odečteme neúročené závazky, vztahující se k provozním oběžným aktivům a také časové rozlišení pasivní.

Všechny hodnoty v tabulce 35 byly převzaty z plánované rozvahy 2011 – 2015 s výjimkou provozně nutného krátkodobého finančního majetku. Jeho úpravu přibližuje tabulka 36, kdy došlo k jeho snížení o peněžní prostředky nad stanovený limit hotovostní likvidity 0,3.

Tabulka 36 Výpočet provozně nutného KFM, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Hotovostní likvidita	0,49	0,49	0,49	0,49
KFM	7780	9430	10298	11408
Krátkodobé závazky	15786	19135	20894	23150
Provozně nutná hotovostní likvidita	0,3	0,3	0,3	0,3
Provozně nutný KFM	4736	5741	6268	6945

Podkladem pro výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření byl provozní výsledek hospodaření převzatý z finančního plánu, který byl upraven o položky tržby z prodeje dlouhodobého majetku a dále o náklady spojené s prodaným dlouhodobým majetkem. Takto vypočítaný korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) je uveden v tabulce

37, která zároveň popisuje výpočet volných peněžních toků na úrovni vlastníků i věřitelů oceňované společnosti pro období 2011 – 2014. V prvním kroku je nutné zdanit korigovaný provozní výsledek hospodaření, v našem případě 19%. Ke zdaněnému KPVH přičteme odpisy, které převezmeme z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku vypočítáme jako změnu výše provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. Takto zjištěné investice uvedeme do tabulky se znaménkem mínus, stejně jako investice do provozně nutného pracovního kapitálu, které vypočítáme jako změnu výše provozně nutného pracovního kapitálu za daný rok.

Tabulka 37 Výpočet volných peněžních toků, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	5312	7851	8582	9666
- Daň	1009	1492	1631	1837
KPVH po zdanění	4303	6359	6951	7830
+ odpisy	3513	3865	4445	5112
- Investice do provozně nutného DM	4604	5053	5741	6524
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	3048	4257	2238	2860
FCFF	164	914	3417	3558

Jak je zřejmé z tabulky 37, Zlínské stavby, a. s. mají ve všech plánovaných letech kladnou hodnotu volných peněžních toků, které budou diskontovány a následně vypočítána hodnota 1. fáze. Výpočet hodnoty 1. fáze popisuje následující vzorec a tabulka 38.

$$H_{1.fáze} = \frac{164}{(1 + 0,104)^1} + \frac{914}{(1 + 0,104)^2} + \frac{3417}{(1 + 0,104)^3} + \frac{3558}{(1 + 0,104)^4} = 5833$$

Tabulka 38 Hodnota 1. fáze metoda DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
FCFF	164	914	3417	3558
$(1+i_k)^t$	1,1040	1,2188	1,3456	1,4855
Diskontované FCFF k 1. 1. 2011	148	750	2540	2395
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2011	5833			

Jestliže máme vyčíslenou hodnotu 1. fáze, můžeme přistoupit k výpočtu hodnoty 2. fáze, která hraje při oceňování neméně důležitou roli, jelikož podíl pokračující hodnoty v mnoha případech a i v tom našem přesahuje 80% hodnoty celkového výnosového ocenění podniku. Jak je patrné z tabulky 39 k vyjádření hodnoty 2. fáze je nutné vypočítat nebo odhadnout několik proměnných. Za velmi důležitou veličinu považují tempo růstu (g), jehož

hodnota výrazně ovlivňuje výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Ocenění Zlínských staveb, a. s. provedu ve více variantách z hlediska různého tempa růstu (5%, 6% a 7%). Při stanovení tempa růstu vycházíme jednak z růstu tržeb v posledních letech 1. fáze (cca 8%), ale také z průměrného růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření, který je demonstrován následujícím výpočtem.

$$g = \left(\frac{KPVH_{2014}}{KPVH_{2010}} \right)^{1/4} - 1 = \left(\frac{7830}{5536} \right)^{1/4} - 1 = 9\%$$

Dalším důležitým aspektem, který musíme brát v úvahu je predikce tempa růstu trhu, jak celkového, tak i relevantního, kde už jsou procentní hodnoty výrazně nižší a pohybují se v rozmezí od 4% do 5%. Pro druhou fázi se primárně přikláním k hodnotě tempa růstu ve výši 6%.

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro rok 2015 byl vypočítán jako součin korigovaného provozního výsledku z roku 2014 a tempa růstu (g) navýšeného o 1. Podstatou investic netto roku 2015 je součin provozně nutného investovaného kapitálu posledního roku finančního plánu (2014) a tempa růstu. Míra investic je podílem předchozích dvou položek. Rentabilita investic netto představuje taktéž podíl v tomto případě tempa růstu a míry investic. Po vyčíslení všech proměnných už nic nebrání tomu, abychom vyjádřili hodnotu druhé fáze. Pokračující hodnota byla vypočítána, jak podle parametrického vzorce, tak i podle Gordonova vzorce, jejíž propoččet je podrobně popsán v teoretické části práce. Konečnou hodnotu 2. fáze získáme diskontováním pokračující hodnoty, jak uvádí následující výpočet a tabulka 39 zpracovaná ve variantním řešení.

$$H_{2.fáze} = \frac{124795}{(1 + 0,104)^4} = 84\ 008$$

$$H_{2.fáze} = \frac{108898}{(1 + 0,104)^4} = 73\ 307 \quad H_{2.fáze} = \frac{150029}{(1 + 0,104)^4} = 100\ 995$$

Tabulka 39 Hodnota 2. Fáze metoda DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč / v %	g = 0,05	g = 0,06	g = 0,07
KPVH ₂₀₁₅	8221	8299	8378
Investice netto ₂₀₁₅	2341	2809	3277
Míra investic ₂₀₁₅	28,47%	33,84%	39,11%

Rentabilita investic netto ₂₀₁₅	17,56%	17,73%	17,90%
PH dle parametrického vzorce	108898	124795	150029
FCFF ₂₀₁₅	5881	5491	5101
PH dle Gordonova vzorce	108898	124795	150029
Hodnota 2. fáze k 1. 1. 2011	73307	84008	100995

V tomto okamžiku již máme výslednou hodnotu první i druhé fáze a můžeme přistoupit k závěrečnému kroku ocenění Zlínských staveb, a. s. k 1. 1. 2011. Jak je zřejmé z následující tabulky, výsledná hodnota vlastního kapitálu je opět sestavena ve variantním scénáři.

Tabulka 40 Konečná hodnota VK metodou DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	g = 0,05	g = 0,06	g = 0,07
Současná hodnota 1. fáze	5833	5833	5833
Současná hodnota 2. fáze	73307	84008	100995
PROVOZNÍ HODNOTA BRUTTO	79140	89841	106828
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	9580	9580	9580
PROVOZNÍ HODNOTA NETTO	69560	80261	97248
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	0	0	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2011	69560	80261	97248

Tabulka 40 demonstruje konečné vyčíslení hodnoty vlastního kapitálu. V prvním kroku výpočtu dojde k sečtení jednotlivých hodnot první a druhé fáze, čímž získáme provozní hodnotu brutto, od které je odečten úročený cizí kapitál a tím získáme provozní hodnotu netto. V našem případě představuje úročený cizí kapitál hodnotu bankovních úvěrů k datu ocenění. Posledním krokem je přičtení neprovozního majetku k hodnotě netto, ale z hlediska Zlínských staveb, a. s. tato operace nebyla nutná, jelikož k datu ocenění nevykazují žádný neoperativní majetek.

Výsledná tržní hodnota k 1. 1. 2011 vyjadřuje současnou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku. Tržní hodnota vlastního kapitálu je výrazně ovlivňována stanoveným tempem růstu, jak je patrné z tabulky 40. Z mého pohledu je nejpravděpodobnější tempo růstu ve výši 6%. V tomto případě by tržní hodnota Zlínských staveb, a. s. vykazovala hodnotu 80 261 tis. Kč. Za předpokladu 5% tempa růstu by se hodnota vlastního kapitálu snížila na 69 560 tis. Kč, v případě 7% tempa růstu by tržní hodnota vlastního kapitálu dosáhla téměř na stamilionovou hodnotu, přesně 97 248 tis. Kč.

11.3 Ocenění společnosti Zlínské stavby, a. s. metodou EVA

V této části práce bude akciová společnost Zlínské stavby oceněna metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA). Výsledná hodnota ocenění by měla být totožná s výsledky předchozího ocenění metodou diskontovaného peněžního toku, protože budeme pracovat se stejnými parametry. Výpočet ekonomické přidané hodnoty je založen na součtu budoucích diskontovaných EVA. K tomu, abychom mohli vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu, je třeba znát hodnotu čistých operativních aktiv, čistý zisk po zdanění a diskontní míru.

Čistá operativní aktiva (NOA) odpovídají hodnotě provozně nutného kapitálu, který zahrnuje pouze položky rozvahy, které oceňovanému podniku slouží k hlavní provozní činnosti. Čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT) je v podstatě korigovaný provozní výsledek hospodaření, který byl vymezen v předcházející kapitole a zahrnuje pouze výnosy a náklady spojené s hlavní provozní činností Zlínských staveb, a. s. Diskontní míra je na úrovni průměrných nákladů na kapitál ve výši 10,40% stejně jako u metody diskontovaných peněžních toků.

Samotný výpočet ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty je složen ze dvou kroků, stejně jako metoda DCF. Hodnota první fáze je dána součtem diskontovaných budoucích EVA, které zobrazuje následující tabulka 41 a následující vzorec.

$$H_{1.fáze} = \frac{1243}{(1 + 0,104)^1} + \frac{2868}{(1 + 0,104)^2} + \frac{2894}{(1 + 0,104)^3} + \frac{3406}{(1 + 0,104)^4} = 7922$$

Tabulka 41 Hodnota 1. fáze metoda EVA, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
NOPAT	5536	4303	6359	6951	7830
NOA k 31. 12.	29424	33563	39008	42541	46813
WACC * NOA _{t-1}	-	3060	3491	4057	4424
EVA	-	1243	2868	2894	3406
(1+WACC) ^t	-	1,1040	1,2188	1,3456	1,4855
Diskontovaná EVA k 1. 1. 2011	-	1125	2353	2151	2293
Hodnota 1. fáze k 1. 1. 2011	7922				

Výpočet ekonomické přidané hodnoty vychází z následujícího vzorce, který je všem dobře znám NOPAT – WACC * NOA_{t-1}. Následně jsou jednotlivé hodnoty EVA diskontovány a nakonec sečteny. Jak je patrné z tabulky, tak Zlínské stavby, a. s. dosahují ve všech plánovaných letech 2011 - 2014 kladné hodnoty EVA, což lze hodnotit velmi pozitivně, ale jak

už víme, hodnota první fáze ocenění není příliš významná z hlediska celkové hodnoty společnosti.

Hodnota druhé fáze byla stejně jako u metody diskontovaných peněžních toků vyčíslena v různých variantách z hlediska výše tempa růstu. Čistý operativní zisk po zdanění (NOPAT) a čistá operativní aktiva (NOA) byla převzata z posledního roku finančního plánu (2014). Hodnota EVA pro rok 2015 byla vyčíslena následujícím způsobem pro tempo růstu ve výši 6%.

$$EVA_{2015} = NOPAT * (1 + g) - (WACC * NOA)$$

$$EVA_{2015} = (7830 * 1,06) - (0,104 * 46813) = 3431$$

Po vyčíslení ekonomické přidané hodnoty následuje další krok výpočtu, který spočívá ve stanovení pokračující hodnoty oceňovaného podniku.

$$PH = \frac{EVA_{2015}}{WACC - g} = \frac{3431}{0,104 - 0,06} = 77983$$

Konečná hodnota druhé fáze byla vyčíslena diskontováním výsledků pokračující hodnoty. Tyto výpočty prezentují následující vzorce.

$$H_{2.fáze} = \frac{77983}{(1 + 0,104)^4} = 52496$$

$$H_{2.fáze} = \frac{62092}{(1 + 0,104)^4} = 41794, \quad H_{2.fáze} = \frac{103222}{(1 + 0,104)^4} = 69482$$

*Tabulka 42 Hodnota 2. fáze metoda EVA, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)*

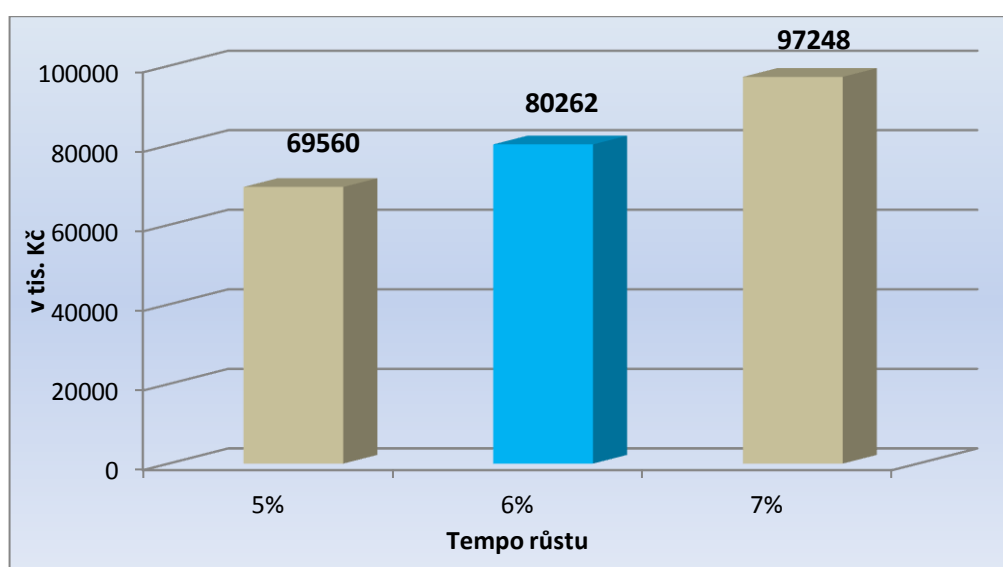
v tis. Kč / v %	g = 0,05	g = 0,06	g = 0,07
NOPAT ₂₀₁₄	7830	7830	7830
NOA ₂₀₁₄	46813	46813	46813
WACC	10,40%	10,40%	10,40%
EVA ₂₀₁₅	3353	3431	3510
Pokračující hodnota	62092	77983	103222
Hodnota 2. fáze k 1. 1. 2011	41794	52496	69482

Po zjištění hodnot jednotlivých fází můžeme opět přistoupit ke stanovení konečné hodnoty vlastního kapitálu metodou EVA. Postup, kterým je výsledná hodnota vlastního kapitálu vyčíslena v tabulce 43, koresponduje se schématem uvedeným v teoretické části práce.

Tabulka 43 Konečná hodnota VK metodou EVA, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)

v tis. Kč	g = 0,05	g = 0,06	g = 0,07
Hodnota 1. fáze k datu ocenění	7922	7922	7922
Hodnota 2. fáze k datu ocenění	41794	52496	69482
MVA	49716	60418	77404
+ NOA k datu ocenění	29424	29424	29424
PROVOZNÍ HODNOTA BRUTTO	79140	89842	106828
- Úročený cizí kapitál k datu ocenění	9580	9580	9580
PROVOZNÍ HODNOTA NETTO	69560	80262	97248
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	0	0	0
Výsledná hodnota VK k 1. 1. 2011	69560	80262	97248

Stejně jako u metody diskontovaných peněžních toků dojde nejdříve k sečtení hodnot jednotlivých fází k datu ocenění, tím získáme tržní přidanou hodnotu společnosti (MVA), ke které přičteme čistá operativní aktiva společnosti a výsledkem je provozní hodnota brutto. Od provozní hodnoty brutto stejně jako u metody DCF odečteme úročený cizí kapitál k datu ocenění (bankovní úvěry) a získáme provozní hodnotu netto, což je v našem případě i výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1. 1. 2011, jelikož neprovozním majetkem společnost v plánovaném období nedisponuje. Jak je patrné z tabulky 43, výsledné hodnoty vyčíslené metodou EVA jsou zcela totožné s výsledky předchozí použité metody DCF. Na následujícím grafu (obrázek 24) můžeme ještě porovnat výsledné hodnoty vlastního kapitálu společnosti v závislosti na změně tempa růstu.



Obrázek 24 Výsledná hodnota VK metodami DCF a EVA, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování)

11.4 Ocenění společnosti Zlínské stavby, a. s. metodou čistých kapitalizovaných výnosů

Na závěr diplomové práce se autor rozhodl ještě provést ocenění společnosti paušální metodou čistých kapitalizovaných výnosů (ČKV) především z toho důvodu, abychom dokázali odhadnout dolní hranici výnosové hodnoty oceňovaného podniku. Paušální metoda ČKV je metodou equity, tzn., že výsledkem je hodnota vlastního kapitálu a proto se pracuje s diskontní mírou na úrovni vlastního kapitálu. Základem této metody je výnosový potenciál k datu ocenění. V následující tabulce 44 je popsán výpočet upraveného výsledku hospodaření, který je nutný k následnému vyčíslení trvale odnímatelného čistého výnosu, který tvoří jádro tohoto výnosového ocenění.

Tabulka 44 Výpočet upraveného výsledku hospodaření ve stálých cenách, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	860	2458	4550	4776	4987	6048	
+ Odpisy	845	807	1599	2769	3073	3194	
- Finanční výnosy	48	146	2	4	2	96	
- Tržby z prodeje DM	0	448	650	6826	125	620	
+ ZC prodaného DM	0	207	861	6835	79	807	
- Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0	
+ Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0	
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	1657	2878	6358	7550	8012	9333	
Cenový index řetězový	1,019	1,025	1,028	1,063	1,01	1,015	
Cenový index bazický vztažený k roku 2010	0,8709	0,8927	0,9177	0,9755	0,9852	1,0000	
UVH upravený o inflaci	1903	3224	6929	7740	8132	9333	
Váhy	1	2	3	4	5	6	21
UVH upravený o inflaci x váhy	1903	6448	20786	30960	40661	55998	156755

Prvním krokem je zjištění upraveného výsledku hospodaření, jehož základem je výsledek hospodaření před zdaněním, ke kterému postupně přičítáme a odečítáme položky, které plynou z provozně nepotřebného majetku nebo představují nepravdivé výnosy a náklady. Z hlediska odepisování postupují Zlínské stavby, a. s. podle zákona a uplatňují běžné účetní rovnoměrné odpisy podle pravidel účetnictví. Paušální metoda je založena na předpokladu stálých cen, tudíž je nutné upravené výsledky hospodaření za minulá období přepočítat.

tat na cenovou hladinu k datu ocenění. K takto upravenému výsledku hospodaření o inflaci přiřadíme jednotlivé váhy, jak je uvedeno v tabulce. Posledním krokem v této fázi výpočtu je vyčíslení trvale čistého výnosu k rozdělení.

Hodnota trvale čistého výnosu před daní, jak nám zobrazuje tabulka 45, byla vypočítána jako podíl trvale čistého výnosu k rozdělení a součtu vah stanovených pro jednotlivá období. K tomuto výsledku byly dále přičteny odpisy z posledního roku (2010) a nakonec byl upraven o daň ve výši 19%. Hodnota trvale odnímatelného čistého výnosu po dani akciové společnosti Zlínské stavby je 5 439 tis. Kč.

*Tabulka 45 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu
Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)*

v tis. Kč	
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	7 465
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	10 659
Daň (19%)	2 026
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	5 439

Jak už bylo zmíněno výše, diskontní míra pro paušální metodu vychází z nákladů na vlastní kapitál (11,43%), které byly vypočítány v kapitole 11.1.3. Hodnotu nákladů na vlastní kapitál jsme dále upravili o dlouhodobou prognózu inflace ve výši 2%, neboť paušální metoda pracuje se stálými cenami. Výnosová hodnota provozní byla určena jako podíl trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a kalkulované úrokové míry očištěné o inflaci. Zlínské stavby, a. s. nedisponují žádným neprovozním majetkem, tudíž výsledná hodnota vlastního kapitálu podle metody čistých kapitalizovaných výnosů je stejná jako výnosová hodnota provozní.

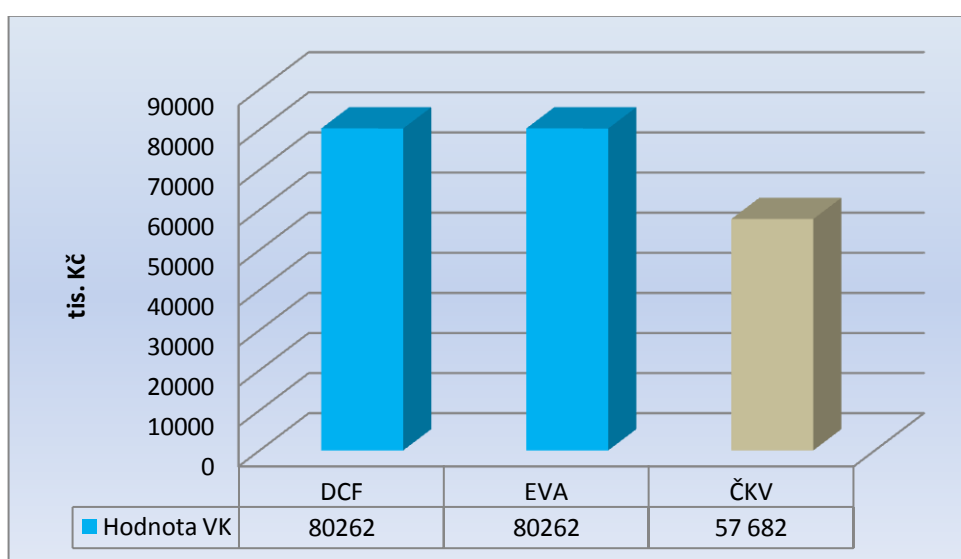
*Tabulka 46 Konečná hodnota VK metodou ČKV, Zlínské
stavby, a. s. (vlastní zpracování)*

v tis. Kč	
Náklady na vlastní kapitál	11,43%
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	9,43%
Výnosová hodnota provozní	57 682
+ Neprovozní majetek k datu ocenění	0
Výsledná hodnota VK k 1. 1. 2010	57 682

Jak je patrné z předchozí tabulky, výsledná hodnota vlastního kapitálu Zlínských staveb, a. s. k 1. 1. 2011 vypočítána dle paušální metody čistých kapitalizovaných výnosů je 57 682 tis. Kč.

11.5 Syntéza výsledků ocenění společnosti Zlínské stavby, a. s.

V předchozích kapitolách byla akciová společnost Zlínské stavby, a. s. oceněna celkem třemi výnosovými metodami. Jak je patrné z obrázku 25 konečná hodnota metody diskontovaných peněžních toků je na stejné úrovni, jako metoda ekonomické přidané hodnoty. Ocenění prostřednictvím metody čistých kapitalizovaných výnosů je výrazně nižší.



Obrázek 25 Konečné výsledky jednotlivých výnosových metod, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu Zlínských staveb, a. s. jsem se rozhodl stanovit na základě výsledků DCF a EVA. Významnou roli z hlediska metod DCF a EVA hraje tempo růstu, které výrazně ovlivňuje celkovou tržní hodnotu. Hodnota vlastního kapitálu ve výši 80 262 tis. Kč odpovídá 6 procentnímu růstu v budoucnu. Ocenění paušální metodou ČKV bylo provedeno pouze orientačně, především za účelem zjištění dolního limitu výsledného výnosového ocenění. Nižší hodnota v porovnání s dvěma předchozími metodami je dána především tím, že metoda ČKV nebere v úvahu růstové možnosti společnosti v budoucnu. Obecně by se dalo říct, že rozdíl mezi výsledkem ocenění metodou DCF nebo metodou EVA a ocenění podle ČKV může být považován za ocenění budoucích růstových příležitostí Zlínských staveb a. s. Konečná hodnota vlastního kapitálu Zlínských staveb, a. s. k 1. 1. 2011 je **80 262 000 Kč**.

SHRNUTÍ PROJEKTOVÉ ČÁSTI

Na úvod projektové části je vypracován dlouhodobý finanční plán jednotlivých účetních výkazů na následující čtyřleté období 2011 - 2014, který je nezbytný při oceňování společnosti výnosovými metodami. Jako první je plánován výkaz zisku a ztráty. Nejdůležitější částí tohoto výkazu z hlediska Zlínských staveb, a. s. jsou celkové tržby za prodej výrobků a služeb, které byly naplánovány již v poslední části strategické analýzy v kapitole prognóza tržeb. Z plánované výsledovky vyplynuly i jednotlivé výsledky hospodaření. Vlivem snížení celkových tržeb v roce 2011 byl plánovaný výsledek hospodaření nižší než v předchozích dvou letech 2009, 2010. V následujícím období 2012 – 2014 vykazoval výsledek hospodaření rostoucí trend. Nejdůležitějšími podklady pro plánování rozvahy byly plány investic, doba obratu oběžných aktiv minulého období, dosažené výsledky hospodaření převzaté z výsledovky a dále skutečnosti, že oceňovaný podnik nehodlá v budoucnu zvyšovat základní kapitál, využívat cizí zdroje ani tvořit rezervy. Posledním plánovaným účetním výkazem bylo cash-flow, jehož hodnoty v podstatě vyplynuly z předchozích dvou účetních výkazů. Hodnoty cash-flow se v průběhu plánovaných let neustále zvyšovaly. Pro lepší orientaci v jednotlivých plánovaných finančních výkazech byla provedena finanční analýza plánu za pomoci nejdůležitějších poměrových ukazatelů, která byla následně porovnána s výsledky let 2009 a 2010.

Ještě předtím než bylo provedeno ocenění akciové společnosti Zlínské stavby, bylo nutné nejdříve stanovit diskontní míru pro účely ocenění. Nejdříve byly vyčísleny váhy jednotlivých složek kapitálu. Další krok spočíval ve stanovení nákladů na cizí kapitál, který byl vypočítán dvěma metodami a to metodou založenou na tržních datech a metodou, která spočívala ve vztahu položek bankovní úvěry a nákladové úroky. Konečná hodnota vlastního kapitálu byla stanovena jako průměrná hodnota dvou vypočítaných procentuálních hodnot. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny taktéž dvěma metodami a to metodou CAPM a komplexní stavebnicovou metodou. Náklad na vlastní kapitál byl rovněž stanoven jako průměrná hodnota předchozích dvou výsledků. Průměrné vážené náklady kapitálu byly po výpočtu určeny na 10,40%, což odpovídá diskontní míře, se kterou se pracovalo při oceňování Zlínských staveb, a. s.

Hlavním cílem práce bylo stanovení hodnoty Zlínských staveb, a. s. prostřednictvím výnosových metod. Samotné ocenění společnosti bylo provedeno pomocí tří výnosových metod. Výsledky metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hod-

noty považují za rozhodující při stanovení konkrétní hodnoty akciové společnosti Zlínské stavby, z toho důvodu, že berou v úvahu na rozdíl od paušální metody čistých kapitalizovaných i výnosový potenciál společnosti a neberou v potaz pouze historická data. Výsledky prvních dvou metod DCF a EVA byly zcela totožné, protože pracují se stejnými veličinami. Z hlediska celkové hodnoty ocenění společnosti hraje důležitou roli výše tempa růstu, z toho důvodu je ocenění zpracováno ve variantním scénáři s různou výší tempa růstu (5%, 6%, 7%). Konečná hodnota Zlínských staveb, a. s. k 1. 1. 2011 je 80 262 000 Kč, při 6% tempu růstu.

ZÁVĚR

Cílem diplomového projektu bylo zjištění tržní hodnoty akciové společnosti Zlínské stavby, k 1. 1. 2011, protože v době zpracování projektu ještě neměla oceňovaná společnost k dispozici kompletní výkazy za rok 2011.

Teoretická část práce byla koncipována jako literární rešerše, která je zpracována z dostupných zdrojů a jejím cílem bylo seznámit čtenáře s problematikou oceňování podniku.

Na úvod praktické části byla představena oceňovaná společnost Zlínské stavby, a. s. Analytickou část diplomové práce tvořila strategická analýza a finanční analýza. Úkolem strategické analýzy bylo vymezit a prognózovat relevantní trh, dále analyzovat konkurenci a vnitřní potenciál společnosti a na závěr co nejpřesněji predikovat budoucí vývoj tržeb Zlínských staveb, a. s. Výsledkem strategické analýzy bylo zjištění, že analyzovaná společnost se řadí mezi podniky s přijatelnou perspektivou a v letech 2012 – 2014 by měla zvyšovat své tržby.

Druhá polovina analytické části byla zaměřena na zhodnocení finančního zdraví Zlínských staveb, a. s. prostřednictvím finanční analýzy za období 2005 – 2010. V úvodu finanční analýzy byla provedena vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, na kterou navazovaly analýzy rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů. Konečné výsledky finanční analýzy lze hodnotit velmi pozitivně a můžeme konstatovat, že oceňovaný podnik vykazuje známky zdravého podniku, jak taktéž vyplývá z dílčího závěru analytické části.

Podrobná strategická a finanční analýza posloužila jako podklad pro sestavení dlouhodobého finančního plánu pro období 2011 – 2014. Všechny plánované položky v jednotlivých účetních výkazech byly konzultovány s vedením Zlínských staveb, a. s., jelikož dlouhodobý finanční plán tvoří základ pro oceňování výnosovými metodami. Projektovou část diplomové práce tvoří i kapitola zabývající se stanovením průměrných vážených nákladů na kapitál. Jak náklady na vlastní, tak i náklady na cizí kapitál jsou vyčísleny dvěma metodami, z jejichž výsledků je následně vypočítána průměrná hodnota.

Vyústěním všech předchozích analýz a výpočtů bylo stanovení konečné hodnoty Zlínských staveb, a. s. pomocí zvolených výnosových metod. Za základní výnosové metody ocenění společnosti byly zvoleny dvě metody a to metoda diskontovaných peněžních toků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Ocenění Zlínských staveb, a. s. bylo provedeno ve variantních scénářích s různou výší tempa růstu, jelikož výše tempa růstu výrazně ovlivňuje ko-

nečnou hodnotu ocenění, jak je patrné z jednotlivých výsledků, které jsou uvedeny v projektové části práce. Na závěr diplomové práce bylo ještě provedeno ocenění společnosti paušální metodou čistých kapitalizovaných výnosů. Výsledek tohoto ocenění bývá zpravidla výrazně nižší a slouží jako dolní hranice výnosového ocenění, jelikož nebere v úvahu výnosový potenciál společnosti a pracuje pouze s historickými daty. Při oceňování akciové společnosti Zlínské stavby, a. s. jsem nepoužíval žádný softwarový program a konečná hodnota oceňovaného podniku byla vyčíslena na 80 262 000 Kč.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURYMonografická publikace:

- [1] BRIGHAM, Eugene a Michael EHRHARDT. Financial management: theory and practise . Willard Ohio: R. R. Donnelley, 2005. ISBN 0-324-22416-8.
- [2] HÁLEK, Vítězslav. Oceňování majetku v praxi. Bratislava: Donau Media, 2009. ISBN 978-80-89364-07-7.
- [3] HITCHNER, James. Financial Valuation. 2. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. ISBN 0-471-76117-6.
- [4] HNILICA, Jiří a Eva KISLINGEROVÁ. Finanční analýza krok za krokem. Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vydání, Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. Podnikové finance: Studijní pomůcka pro distanční studium. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008. ISBN 978-80-7318-732-3.
- [7] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [8] KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada Publishing, 2009. ISBN 978-247-2865-0.
- [9] KRAFTOVÁ, Ivana. Finanční analýza municipální firmy. Praha: C. H. Beck, 2002. ISBN 80-7179-778-2.
- [10] LANDA, Martin. Finanční plánování a likvidita. Brno: Computer Press, 1999. ISBN 978-80-251-1492-6.
- [11] MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. ISBN 80-86119-37-8.
- [12] MAŘÍK, Miloš. et al. Metody oceňování podniku: Proces, ocenění, základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.

- [13] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [14] MAŘÍK, Miloš et al. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [15] MÍČA, Zbyněk. Účetní výkazy a jejich vypovídací schopnost při řízení podniku. Zlín, 2010. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.
- [16] SEDLÁČEK, Jaroslav. Cash flow. Brno: Computer Press, 2003. ISBN 80-7226-875-9.
- [17] SEDLÁČKOVÁ, Helena. Strategická analýza. Praha: C. H. Beck, 2000. ISBN 80-7179-422-8.
- [18] VALACH, Josef et al. Finanční řízení podniku. 2. aktualizované a rošření. Praha: Ekopress, 1999. ISBN 80-86119-21-1.

Internetové zdroje:

- [19] Česká republika v číslech od roku 1989. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. CSZO [online]. 2012 [cit. 2012-04-16]. Dostupné z: http://www.czso.cz/cz/cr_1989_ts/0304.pdf
- [20] ČESKO. Zákon č. 151 ze dne 17. června 1997 o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku). In Sbíрка zákonů České republiky. 1997, 54, s. 2868 - 2877. Dostupný také z WWW: <<http://aplikace.mvcr.cz/archiv2008/sbirka/1997/sb054-97.pdf>>. ISSN 1211-1244.
- [21] ČESKO. Zákon č. 153 ze dne 5. Listopadu 1991 Obchodní zákoník. In Sbíрка zákonů České republiky. 1991, 2474 – 2561. Dostupné z: <http://aplikace.mvcr.cz/archiv2008/sbirka/1991/sb098-91.pdf>
- [22] KRAMNÁ, Eva. Oceňování podniku [elektronická skripta]. Zlín, 2011 [cit. 2012-04-14]. Dostupné z: http://vyuka.fame.utb.cz/file.php/384/Skripta_ocenovani_podniku.pdf
- [23] Makroekonomická predikce České republiky. MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. MFCR [online]. 2012 [cit. 2012-04-16]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2012-Q1.pdf
- [24] Organizační struktura stavebnictví. STAVEBNICTVÍ ÚRS, Praha, a. s. Stavebnictví České republiky [online]. 2012 [cit. 2012-04-16]. Dostupné z: <http://www.mpostav.cz/>

- [25] Stavebnictví - časové řady. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. CSZO [online]. 2012 [cit. 2012-04-12]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta_cr
- [26] The data page. DAMODARAN. Damodaran [online]. 2012 [cit. 2012-04-12]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [27] Výnosy státních dluhopisů. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. CNB [online]. 2003 - 2009 [cit. 2012-04-12]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=450&p_strid=EBA&p_lang=CS
- [28] Interní materiály společnosti Zlínské stavby, a. s.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva
APV	Upravená současná hodnota
BÚ	Bankovní úvěry
BVS	Business valuation standard
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
CP	Cenné papíry
CZ	Cizí zdroje
ČKV	Čisté kapitalizované výnosy
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČRA	Časové rozlišení aktivní
ČRP	Časové rozlišení pasivní
ČZ	Čistý zisk
DBÚ	Dlouhodobé bankovní úvěry
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DFM	Dlouhodobý finanční majetek
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EBIT	Výsledek hospodaření před úroky a zdaněním
EBT	Výsledek hospodaření před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky

FCF	Volný peněžní tok
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
IVS	International valuation standard
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
FM	Finanční majetek
HDP	Hrubý domácí produkt
K	Kapitál celkem
KBÚ	Krátkodobé bankovní úvěry
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVD	Korigovaný provozní výsledek před zdaněním
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KPV	Korigovaný provozní výsledek
KSM	Kompletní stavebnicová metoda
KZ	Krátkodobé závazky
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý operativní zisk po zdanění
NÚ	Nákladové úroky
OA	Oběžná aktiva
OP	Opravné položky
P	Pasiva
PE	Peněžní ekvivalenty
PH	Přidaná hodnota
PK	Pracovní kapitál
PP	Peněžní prostředky
PT	Peněžní tok

ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
SWOT	Analýzy silných, slabých stránek, hrozeb a příležitostí podniku
T	Tržby
US PAP	Uniform standard of professional appraisal practise
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady na kapitál
ZC	Zůstatková cena

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obrázek 1</i> Vztahy mezi jednotlivými druhy rizik (Mařík, 2003, s. 33)	20
<i>Obrázek 2</i> Postup při oceňování podniku (Kislingerová, 2001, s. 26)	22
<i>Obrázek 3</i> Postup strategická analýza (vlastní zpracování)	23
<i>Obrázek 4</i> Metody oceňování podniku (vlastní zpracování)	31
<i>Obrázek 5</i> Organizační struktura společnosti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	54
<i>Obrázek 6</i> SWOT analýza zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování).....	55
<i>Obrázek 7</i> Regresní analýza závislost trhu stavebnictví na HDP (vlastní zpracování).....	59
<i>Obrázek 8</i> Stavební práce podle sídla podniku (ČSÚ, 2011)	61
<i>Obrázek 9</i> Matice perspektivnosti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	66
<i>Obrázek 10</i> Struktura a vývoj aktiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	68
<i>Obrázek 11</i> Procentuální struktura položek aktiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	69
<i>Obrázek 12</i> Struktura a vývoj pasiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	70
<i>Obrázek 13</i> Procentuální struktura položek pasiv, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	71
<i>Obrázek 14</i> Vývoj přidané hodnoty, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	72
<i>Obrázek 15</i> Vývoj výsledku hospodaření, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	73
<i>Obrázek 16</i> Dělení VH před úroky a zdaněním, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	74
<i>Obrázek 17</i> Vývoj čistého pracovního kapitálu, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	76
<i>Obrázek 18</i> Vývoj ukazatelů rentability, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování).....	77
<i>Obrázek 19</i> Vývoj ukazatelů likvidity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	78
<i>Obrázek 20</i> Vývoj ukazatele krytí DM dlouhodobými zdroji, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	80
<i>Obrázek 21</i> Vývoj doby obratu pohledávek a závazků, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	81
<i>Obrázek 22</i> Vývoj ukazatele Z-skóre, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	82
<i>Obrázek 23</i> Vývoj ukazatele IN01, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)	83
<i>Obrázek 24</i> Výsledná hodnota VK metodami DCF a EVA, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování).....	105

Obrázek 25 Konečné výsledky jednotlivých výnosových metod, Zlínské stavby, a. s.
(vlastní zpracování).....

108

SEZNAM TABULEK

<i>Tabulka 1 Postup výpočtu DCF entity (Mařík, 2007, s. 170)</i>	36
<i>Tabulka 2 Zjištění výsledné hodnoty podniku (Mařík, 2003, s. 168)</i>	39
<i>Tabulka 3 Postup výpočtu DCF equity (Mařík, 2003, s. 171)</i>	39
<i>Tabulka 4 Postup vymezení NOPAT (Mařík, 2007, s. 290)</i>	41
<i>Tabulka 5 Diskontní míra pro jednotlivé metody oceňování (Kramná, 2011 s. 45)</i>	43
<i>tabulka 6 Skladba profesí Zlínské stavby, a. s. (Zlínské stavby, a. s. 2012)</i>	54
<i>Tabulka 7 Stavební práce celkem (ČSÚ, 2012)</i>	56
<i>Tabulka 8 Vymezení relevantního trhu pro Zlínské stavby, a. s. (ČSÚ, 2012)</i>	57
<i>Tabulka 9 Hodnocení atraktivity relevantního trhu pro Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	57
<i>Tabulka 10 Prognóza tempa růstu HDP a trhu stavebnictví (MFČR, 2012)</i>	58
<i>Tabulka 11 Tržní podíl Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	60
<i>Tabulka 12 Hodnocení kvality managementu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	62
<i>Tabulka 13 Hodnocení personální oblasti Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	62
<i>Tabulka 14 Hodnocení dlouhodobého majetku a investic Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	63
<i>Tabulka 15 Hodnocení vnitřního potenciálu a konkurenční síly Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	64
<i>Tabulka 16 Predikce tržních podílů Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	65
<i>Tabulka 17 Predikce tržeb Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	66
<i>Tabulka 18 Skladba výsledku hospodaření, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	73
<i>Tabulka 19 Vývoj peněžní toků, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	75
<i>Tabulka 20 Ukazatel multiplikátor vlastního kapitálu, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	77
<i>Tabulka 21 Ukazatele likvidity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	78
<i>Tabulka 22 Ukazatele zadluženosti, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	79
<i>Tabulka 23 Ukazatele aktivity, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	80
<i>Tabulka 24 Plánovaný výkaz zisku a ztráty, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	86
<i>Tabulka 25 Plánovaná rozvah Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	89
<i>Tabulka 26 Plánované Cash-flow Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	91
<i>Tabulka 27 Finanční analýza plánu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	92

<i>Tabulka 28 Kapitálová struktura Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	94
<i>Tabulka 29 Skladba kapitálové struktury Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	95
<i>Tabulka 30 Výpočet nákladů na cizí kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	95
<i>Tabulka 31 Výpočet nákladů na cizí kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	96
<i>Tabulka 32 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metoda CAPM, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	96
<i>Tabulka 33 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metoda stavebnicová, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	97
<i>Tabulka 34 Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	98
<i>Tabulka 35 Provozně nutný investovaný kapitál, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	98
<i>Tabulka 36 Výpočet provozně nutného KFM, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	99
<i>Tabulka 37 Výpočet volných peněžních toků, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování) ..</i>	100
<i>Tabulka 38 Hodnota 1. fáze metoda DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	100
<i>Tabulka 39 Hodnota 2. Fáze metoda DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování).....</i>	101
<i>Tabulka 40 Konečná hodnota VK metodou DCF, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	102
<i>Tabulka 41 Hodnota 1. fáze metoda EVA, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	103
<i>Tabulka 42 Hodnota 2. fáze metoda EVA, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	104
<i>Tabulka 43 Konečná hodnota VK metodou EVA, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	105
<i>Tabulka 44 Výpočet upraveného výsledku hospodaření ve stálých cenách, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování).....</i>	106
<i>Tabulka 45 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	107
<i>Tabulka 46 Konečná hodnota VK metodou ČKV, Zlínské stavby, a. s. (vlastní zpracování)</i>	107

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Vertikální a horizontální analýza rozvahy Zlínské stavby, a. s. 2005 – 2010
- P II Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty zlínské stavby, a. s. 2005 – 2010
- P III Ukazatele rentability Zlínské stavby, a. s. 2005 – 2010
- P IV Rating společností 2010 a riziková přírážka zemí 2010
- P V Výpočet nákladů na vlastní kapitál – KSM, Zlínské stavby, a. s. 2005 - 2010

Kr. závazky	7 318	41,74%	15 806	46,54%	25 445	48,92%	29 069	52,10%	30432	41,59%	17176	32,79%
- závazky z obchodních vztahů	7 258	41,40%	15 350	45,19%	22 921	44,07%	27 553	49,38%	24565	33,57%	16174	30,88%
- závazky ke společníkům	0	0,00%	0	0,00%	546	1,05%	896	1,61%	2736	3,74%	0	0,00%
- závazky k zaměstnancům	11	0,06%	38	0,11%	208	0,40%	210	0,38%	223	0,30%	278	0,53%
- závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	20	0,11%	36	0,11%	114	0,22%	111	0,20%	101	0,14%	138	0,26%
- stát - daňové závazky a dotace	27	0,15%	328	0,97%	1 618	3,11%	247	0,44%	480	0,66%	550	1,05%
- krátkodobé přijaté zálohy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	2300	3,14%	0	0,00%
- dohadné účty pasivní	2	0,01%	26	0,08%	38	0,07%	52	0,09%	27	0,04%	36	0,07%
- jiné závazky	0	0,00%	28	0,08%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BÚ	2 915	16,63%	9 183	27,04%	13 750	26,43%	10 309	18,48%	22207	30,35%	9580	18,29%
- Dl. BÚ	2 915	16,63%	9 183	27,04%	13 750	26,43%	10 309	18,48%	7207	9,85%	4580	8,74%
- Kr. BÚ	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	15000	20,50%	5000	9,55%
Časové rozlišení	0	0,00%	51	0,15%	285	0,55%	133	0,24%	296	0,40%	466	0,89%

(v tis. Kč)	2005	2006	2006/2005	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009	2010/2005
AKTIVA CELKEM	17 533	33 965	93,72%	52 015	53,14%	55 793	7,26%	73167	31,14%	52383	-28,41%	198,77%
Dlouhodobý majetek	5 461	13 004	138,12%	19 929	53,25%	12 939	-35,07%	11744	-9,24%	12118	3,18%	121,90%
DNM	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
DHM	5 461	13 004	138,12%	19 929	53,25%	12 939	-35,07%	11744	-9,24%	12118	3,18%	121,90%
- pozemky	4 535	4 535	0,00%	4 874	7,48%	4 535	-6,96%	4535	0,00%	4535	0,00%	0,00%
- stavby	0	0	x	5 771	x	0	x	0	x	0	x	x
- samostatné mov. věci	886	5 137	479,80%	8 768	70,68%	8 261	-5,78%	6403	-22,49%	7310	14,17%	725,06%
- nedokončený DHM	0	1 042	x	476	-54,32%	143	-69,96%	506	253,85%	0	x	x
- poskytnuté zálohy na DHM	40	2 290	5625,00%	40	-98,25%	0	x	300	x	273	-9,00%	582,50%
DFM	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Oběžná aktiva	12 064	20 482	69,78%	31 854	55,52%	42 412	33,14%	60783	43,32%	39517	-34,99%	227,56%
Zásoby	320	4 136	1192,50%	1 552	-62,48%	13 343	759,73%	13508	1,24%	3451	-74,45%	978,44%
- materiál	10	1 212	12020%	1 342	10,73%	2 144	59,76%	2794	30,32%	627	-77,56%	6170,00%
- nedokončená výroba a polot.	310	2 924	843,23%	210	-92,82%	11 199	5232,86%	10714	-4,33%	2824	-73,64%	810,97%
Dlouhodobé pohledávky	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Krátkodobé pohledávky	7 013	4 169	-40,55%	18 531	344,50%	25 653	38,43%	33125	29,13%	25597	-22,73%	264,99%
- pohledávky z obchod. vztahů	7 003	1 804	-74,24%	18 110	903,88%	24 932	37,67%	32941	32,12%	25391	-22,92%	262,57%
- stát - daňové pohledávky	0	2 025	x	0	x	491	x	0	-100,00%	0	x	x
- ostatní poskytnuté zálohy	10	333	3230,00%	412	23,72%	220	-46,60%	178	-19,09%	191	7,30%	1810,00%
- dohadné účty aktivní	0	7	x	0	x	10	x	0	-100,00%	15	x	x
- jiné pohledávky	0	0	x	0	x	0	x	6	x	0	x	x
Krátkodobý finanční majetek	4 731	12 177	157,39%	11 771	-3,33%	3 416	-70,98%	14150	314,23%	10469	-26,01%	121,29%
- peníze	685	1 024	49,49%	101	-90,14%	599	493,07%	214	-64,27%	2677	1150,93%	290,80%
- účty v bankách	4 046	11 153	175,65%	11 670	4,64%	2 817	-75,86%	13936	394,71%	7792	-44,09%	92,59%
- krátkodobé cenné papíry	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x

Časové rozlišení	8	479	5887,50%	232	-51,57%	442	90,52%	640	44,80%	748	16,88%	9250,00%
PASIVA CELKEM	17 533	33 965	93,72%	52 015	53,14%	55 793	7,26%	73167	31,14%	52383	-28,41%	198,77%
Vlastní kapitál	7 100	8 925	25,70%	12 535	40,45%	16 282	29,89%	20232	24,26%	25161	24,36%	254,38%
Základní kapitál	3 500	3 500	0,00%	3 500	0,00%	3 500	0,00%	3500	0,00%	3500	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	700	700	0,00%	700	0,00%	700	0,00%	700	0,00%	700	0,00%	0,00%
VH minulých let	2 367	2 900	22,52%	4 725	62,93%	8 335	76,40%	12081	44,94%	16032	32,70%	577,31%
- nerozdělený zisk minul let	2 367	2 900	22,52%	4 725	62,93%	8 335	76,40%	12081	44,94%	16032	32,70%	577,31%
- neuhrazená ztráta minul. let	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
VH běžného úč. období	533	1 825	242,40%	3 610	97,81%	3 747	3,80%	3951	5,44%	4929	24,75%	824,77%
Cizí zdroje	10 433	24 989	139,52%	39 195	56,85%	39 378	0,47%	52639	33,68%	26756	-49,17%	156,46%
Rezervy	200	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	-100,00%
Dlouhodobé závazky	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Krátkodobé závazky	7 318	15 806	115,99%	25 445	60,98%	29 069	14,24%	30432	4,69%	17176	-43,56%	134,71%
- závazky z obchodních vztahů	7 258	15 350	111,49%	22 921	49,32%	27 553	20,21%	24565	-10,84%	16174	-34,16%	122,84%
- závazky ke společníkům	0	0	x	546	x	896	64,10%	2736	205,36%	0	x	x
- závazky k zaměstnancům	11	38	245,45%	208	447,37%	210	0,96%	223	6,19%	278	24,66%	2427,27%
- závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	20	36	80,00%	114	216,67%	111	-2,63%	101	-9,01%	138	36,63%	590,00%
- stát - daňové závazky a dotace	27	328	1114,81%	1 618	393,29%	247	-84,73%	480	94,33%	550	14,58%	1937,04%
- krátkodobé přijaté zálohy	0	0	x	0	x	0	x	2300	x	0	x	x
- dohadné účty pasivní	2	26	1200,00%	38	46,15%	52	36,84%	27	-48,08%	36	33,33%	1700,00%
- jiné závazky	0	28	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Bankovní úvěry a výpomoci	2 915	9 183	215,03%	13 750	49,73%	10 309	-25,03%	22207	115,41%	9580	-56,86%	228,64%
- bankovní úvěry dlouhodobé	2 915	9 183	215,03%	13 750	49,73%	10 309	-25,03%	7207	-30,09%	4580	-36,45%	57,12%
- krátkodobé bankovní úvěry	0	0	x	0	x	0	x	15000	x	5000	-66,67%	x
Časové rozlišení	0	51	x	0	x	133	x	296	122,56%	466	57,43%	x

PŘÍLOHA PII: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S. 2005 – 2010

(tis. Kč)	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
Tržby za prodej zboží	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výkony	62 442	99,89%	114 359	99,08%	126 808	99,12%	146 067	94,82%	163999	99,27%	169156	99,26%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	62 179	99,47%	111 733	96,80%	129 320	101,08%	134 894	87,57%	164347	99,48%	176943	103,83%
- Změna stavu zásob	263	0,42%	2 614	2,26%	-2 714	-2,12%	10 988	7,13%	-485	-0,29%	-7890	-4,63%
- Aktivace	0	0,00%	12	0,01%	202	0,16%	185	0,12%	137	0,08%	103	0,06%
Tržby z prodeje DM a materiálu	2	0,00%	823	0,71%	844	0,66%	7 825	5,08%	1038	0,63%	828	0,49%
- Tržby z prodeje DM	0	0,00%	448	0,39%	650	0,51%	6826	4,43%	125	0,08%	620	0,36%
- Tržby z prodeje materiálu	2	0,00%	375	0,32%	194	0,15%	999	0,65%	913	0,55%	208	0,12%
Ostatní provozní výnosy	18	0,03%	95	0,08%	283	0,22%	145	0,09%	173	0,10%	336	0,20%
Výnosové úroky	48	0,08%	146	0,13%	2	0,00%	4	0,00%	2	0,00%	92	0,05%
Ostatní finanční výnosy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	4	0,00%
Mimořádné výnosy	0	0,00%	3	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
VÝNOSY (celkem)	62 510	100,00%	115 426	100,00%	127 937	100,00%	154 041	100,00%	165212	100,00%	170416	100,00%
Náklady na zboží	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výkonová spotřeba	60 035	96,87%	110 351	97,14%	115 749	93,10%	133 180	88,61%	150929	93,59%	153654	92,85%
- Spotřeba materiálu a energie	753	1,21%	18 533	16,31%	33 677	27,09%	38 287	25,47%	27972	17,35%	36056	21,79%
- Služby	59 282	95,65%	91 818	80,82%	82 072	66,01%	94 893	63,14%	122957	76,25%	117598	71,06%
Osobní náklady	542	0,87%	842	0,74%	3 812	3,07%	3 738	2,49%	3532	2,19%	4797	2,90%
- Mzdové náklady	398	0,64%	620	0,55%	2 778	2,23%	2 714	1,81%	2677	1,66%	3515	2,12%
- Náklady na sociální zabezpečení a ZP	140	0,23%	217	0,19%	966	0,78%	948	0,63%	776	0,48%	1188	0,72%
- Sociální náklady	4	0,01%	5	0,00%	68	0,05%	76	0,05%	79	0,05%	94	0,06%
Daně a poplatky	105	0,17%	72	0,06%	163	0,13%	417	0,28%	305	0,19%	228	0,14%
Odpisy DNM a DHM	845	1,36%	807	0,71%	1 599	1,29%	2 769	1,84%	3073	1,91%	3194	1,93%
ZC prodaného DM a materiálu	2	0,00%	405	0,36%	1 033	0,83%	7 708	5,13%	958	0,59%	913	0,55%
- ZC prodaného DM	0	0,00%	207	0,18%	861	0,69%	6835	4,55%	79	0,05%	807	0,49%
- Prodaný materiál	2	0,00%	198	0,17%	172	0,14%	873	0,58%	879	0,55%	106	0,06%
Změna stavu rezerv a OP	-277	-0,45%	-200	-0,18%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatní provozní náklady	86	0,14%	369	0,32%	342	0,28%	408	0,27%	589	0,37%	700	0,42%
Změna stavu rezerv a OP ve fin. oblas.	102	0,16%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Nákladové úroky	187	0,30%	256	0,23%	599	0,48%	939	0,62%	715	0,44%	718	0,43%
Ostatní finanční náklady	23	0,04%	66	0,06%	90	0,07%	106	0,07%	124	0,08%	164	0,10%
Daň	327	0,53%	633	0,56%	940	0,76%	1 029	0,68%	1036	0,64%	1119	0,68%
NÁKLADY (celkem)	61 977	100,00%	113 601	100,00%	124 327	100,00%	150 294	100,00%	161261	100,00%	165487	100,00%

(tis. Kč)	2005	2006	2006/2005	2007	2007/2006	2008	2008/2007	2009	2009/2008	2010	2010/2009	2010/2005
Tržby za prodej zboží	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x

Výkony	62 442	114 359	83,14%	126 808	10,89%	146 067	15,19%	163999	12,28%	169156	3,14%	170,90%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	62 179	111 733	79,70%	129 320	15,74%	134 894	4,31%	164347	21,83%	176943	7,66%	184,57%
- Změna stavu zásob	263	2 614	893,92%	-2 714	-203,83%	10 988	-504,86%	-485	-104,41%	-7890	1526,80%	-3100,00%
- Aktivace	0	12	x	202	1583,33%	185	-8,42%	137	-25,95%	103	-24,82%	x
Tržby z prodeje DM a materiálu	2	823	41050,00%	844	2,55%	7 825	827,13%	1038	-86,73%	828	-20,23%	41300,00%
- Tržby z prodeje DM	0	448	x	650	45,09%	6826	950,15%	125	-98,17%	620	396,00%	x
- Tržby z prodeje materiálu	2	375	18650,00%	194	-48,27%	999	414,95%	913	-8,61%	208	-77,22%	10300,00%
Ostatní provozní výnosy	18	95	427,78%	283	197,89%	145	-48,76%	173	19,31%	336	94,22%	1766,67%
Výnosové úroky	48	146	204,17%	2	-98,63%	4	100,00%	2	-50,00%	92	4500,00%	91,67%
Ostatní finanční výnosy	0	0	x	0	x	0	x	0	x	4	x	x
Mimořádné výnosy	0	3	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
VÝNOSY (celkem)	62 510	115 426	84,65%	127 937	10,84%	154 041	20,40%	165212	7,25%	170416	3,15%	172,62%
Náklady na zboží	0	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	x
Výkonová spotřeba	60 035	110 351	83,81%	115 749	4,89%	133 180	15,06%	150929	13,33%	153654	1,81%	155,94%
- Spotřeba mat. a ener.	753	18 533	2361,22%	33 677	81,71%	38 287	13,69%	27972	-26,94%	36056	28,90%	4688,31%
- Služby	59 282	91 818	54,88%	82 072	-10,61%	94 893	15,62%	122957	29,57%	117598	-4,36%	98,37%
Osobní náklady	542	842	55,35%	3 812	352,73%	3 738	-1,94%	3532	-5,51%	4797	35,82%	785,06%
- Mzdové náklady	398	620	55,78%	2 778	348,06%	2 714	-2,30%	2677	-1,36%	3515	31,30%	783,17%
- Náklady na sociální zabezpečení a ZP	140	217	55,00%	966	345,16%	948	-1,86%	776	-18,14%	1188	53,09%	748,57%
- Sociální náklady	4	5	25,00%	68	1260,00%	76	11,76%	79	3,95%	94	18,99%	2250,00%
Daně a poplatky	105	72	-31,43%	163	126,39%	417	155,83%	305	-26,86%	228	-25,25%	117,14%
Odpisy DNM a DHM	845	807	-4,50%	1 599	98,14%	2 769	73,17%	3073	10,98%	3194	3,94%	277,99%
ZC prodaného DM a materiálu	2	405	20150,00%	1 033	155,06%	7 708	646,18%	958	-87,57%	913	-4,70%	45550,00%
- ZC prodaného DM	0	207	x	861	315,94%	6835	693,84%	79	-98,84%	807	921,52%	x
- Prodaný materiál	2	198	9800,00%	172	-13,13%	873	407,56%	879	0,69%	106	-87,94%	5200,00%
Změna stavu rezerv a OP	-277	-200	-27,80%	0	x	0	x	0	x	0	x	-100,00%
Ostatní provozní náklady	86	369	329,07%	342	-7,32%	408	19,30%	589	44,36%	700	18,85%	713,95%
Změna stavu rezerv a OP ve fin. oblas.	102	0	x	0	x	0	x	0	x	0	x	-100,00%
Nákladové úroky	187	256	36,90%	599	133,98%	939	56,76%	715	-23,86%	718	0,42%	283,96%
Ostatní finanční náklady	23	66	186,96%	90	36,36%	106	17,78%	124	16,98%	164	32,26%	613,04%
Daň	327	633	93,58%	940	48,50%	1 029	9,47%	1036	0,68%	1119	8,01%	242,20%
NÁKLADY (celkem)	61 977	113 601	83,30%	124 327	9,44%	150 294	20,89%	161261	7,30%	165487	2,62%	167,01%

PŘÍLOHA III: UKAZATELE RENTABILITY ZLÍNSKÉ STAVBY, A. S.
2005 – 2010

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilita tržeb	0,86%	1,62%	2,77%	2,63%	2,39%	2,77%
Rentabilita výnosů	1,67%	2,35%	4,02%	3,71%	3,45%	3,97%
Rentabilita celkového kapitálu	5,97%	7,99%	9,90%	10,24%	7,79%	12,92%
Rentabilita úplatného kapitálu	10,45%	14,99%	19,59%	21,49%	13,44%	19,48%
Rentabilita vlastního kapitálu	7,51%	20,45%	28,80%	23,01%	19,53%	19,59%

**PŘÍLOHA IV: RATING SPOLEČNOSTÍ 2010 A RIZIKOVÁ PŘIRÁŽKA
VYBRANÝCH ZEMÍ 2010**

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0,499999	D	12,00%
0,5	0,799999	C	10,50%
0,8	1,249999	CC	9,50%
1,25	1,499999	CCC	8,75%
1,5	1,999999	B-	6,75%
2	2,499999	B	6,00%
2,5	2,999999	B+	5,50%
3	3,499999	BB	4,75%
3,5	3,999999	BB+	3,75%
4	4,499999	BBB	2,50%
4,5	5,999999	A-	1,65%
6	7,499999	A	1,40%
7,5	9,499999	A+	1,30%
9,5	12,499999	AA	1,15%
12,5	100000	AAA	0,65%

<i>Country</i>	<i>Long-Term Rating</i>	<i>Adj. Default Spread</i>	<i>Total Risk Premium</i>	<i>Country Risk Premium</i>	<i>Region</i>
Bulgaria	Baa3	200	7,50%	3,00%	Eastern Europe & Russia
Cambodia	B2	550	12,75%	8,25%	Asia
Canada	Aaa	0	4,50%	0,00%	North America
Cayman Islands	Aa3	75	5,63%	1,13%	Caribbean
Chile	A1	90	5,85%	1,35%	Central and South America
China	A1	90	5,85%	1,35%	Asia
Colombia	Baa3	200	7,50%	3,00%	Central and South America
Costa Rica	Ba1	250	8,25%	3,75%	Central and South America
Croatia	Baa3	200	7,50%	3,00%	Eastern Europe & Russia
Cuba	Caa1	750	15,75%	11,25%	Caribbean
Cyprus [1]	Aa3	75	5,63%	1,13%	Western Europe
Czech Republic	A1	90	5,85%	1,35%	Eastern Europe & Russia
Denmark	Aaa	0	4,50%	0,00%	Western Europe
Dominican Republic	B2	550	12,75%	8,25%	Caribbean
Ecuador	Caa3	1000	19,50%	15,00%	Central and South America
Egypt	Ba1	250	8,25%	3,75%	Africa

PŘÍLOHA V: PODKLADY PRO VÝPOČET NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL – KOMPLEXNÍ STAVEBNICOVÁ METODA

Základní informace nutné k výpočtu:

Bezriziková výnosová míra:	4,3%
Základní jednotková míra (r_f / počet)	0,13%
$n_{vk \max}$	30,0%
$a (n_{vk \max} / r_f)^{1/4}$	1,625

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x váha
OBCHODNÍ RIZIKO	25		25
I. Rizika oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika z konkurence	7	1	7
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Specifické faktory	4	1	4
FINANČNÍ RIZIKO	7	1,2	8,4
Počet kritérií	32		33,4

Následující tabulka zobrazuje výpočet rizikových přírážek pro, které byl stanoven stupeň rizika X od 1 do 4

X - stupeň rizika	ax	z(= ax - 1)	RP pro 1 faktor (=z . rf/n)
1 Nízké riziko	1,625	0,625	0,080%
2 Přiměřené riziko	2,641	1,641	0,211%
3 Zvýšené riziko	4,293	3,293	0,424%
4 Vysoké riziko	6,977	5,977	0,769%

V následující části bude hodnocena oceňovaná společnost Zlínské stavby, a. s. z hlediska jednotlivých rizikových faktorů:

I. Rizika oboru

1. Dynamika oboru

a) Stabilní obor, větší změny se nepředpokládají

nízké

- b) Dlouhodobě mírně rostoucí obor přiměřené
- c) Obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj **zvýšené**
- d) Velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy vysoké

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu

- a) Nezávislost na hospodářském cyklu nízké
- b) Mírná závislost na hospodářském cyklu přiměřené
- c) Závislost na hospodářském cyklu zvýšené
- d) Typicky cyklické **vysoké**

3. Potenciál inovací v oboru

- a) Standardní obor s minimem technologických změn nízké
- b) Standardní obor s mírnými technologickými změnami **přiměřené**
- c) Obor se značným technologickým růstem zvýšené
- d) Obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi vysoké

4. Určování trendů v oboru

- a) Podnik se výrazně podílí na určování nových trendů nízké
- b) Podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru **přiměřené**
- c) Podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru zvýšené
- d) Podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru vysoké

I. Rizika oboru	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%		1	0	0,000%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,438%
Zvýšené	0,440%	1	1	1	0,440%
Vysoké	0,798%	1	1	1	0,798%
Součet		4		4	1,676%

II. Rizika trhu

1. Kapacita trhu, možnost expanze

- a) Domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz nízké
- b) Domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hl. konkurenty přiměřené
- c) Domácí trh nasycen **zvýšené**

d) Domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů vysoké

2. Rizika dosažení tržeb

- a) Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb nízké
b) Prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb **přiměřené**
c) Nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb zvýšené
d) Nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy

- a) Zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy **nízké**
b) Zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy přiměřené
c) Nové výrobky, stávající trhy zvýšené
d) Nové výrobky, nové trhy vysoké

II. Rizika trhu	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	1	1	1	0,083%
Přiměřené	0,219%	1	1	1	0,219%
Zvýšené	0,440%	1	1	1	0,440%
Vysoké	0,798%		1	0	0,000%
Součet		3		3	0,742%

III. Rizika konkurence

1. Konkurence

- a) Tržní mezera, konkurence nepůsobí nízké
b) Nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu přiměřené
c) Obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty zvýšené
d) Zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence **vysoké**

2. Konkurenceschopnost výrobků

- a) Srovnatelné se špičkovou technologií nízké
b) Srovnatelné s lepší konkurencí **přiměřené**
c) Srovnatelné s průměrnou konkurencí zvýšené
d) Nižší než průměrná konkurence vysoké

3. Ceny

- a) Nižší než konkurence, uspokojivá zisková marže, poskytování slev nízké
- b) Obdobné jako u konkurence i se ziskovou marží **přiměřené**
- c) Srovnatelné s konkurencí, nízká zisková marže zvýšené
- d) Vyšší než u konkurence, minimální zisková marže vysoké
4. Kvalita, řízení kvality
- a) Lepší než konkurence nízké
- b) Srovnatelné s konkurencí **přiměřené**
- c) Mírně nižší než konkurence zvýšené
- d) Výrazně zaostává za konkurencí vysoké
5. Výzkum a vývoj
- a) Vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky nízké
- b) Vývoj reaguje na nové požadavky zákazníků **přiměřené**
- c) Kopírování konkurenčních výrobků zvýšené
- d) Absence podnikového vývoje vysoké
6. Reklama a propagace
- a) Pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká nízké
- b) Pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá **přiměřené**
- c) Nepravidelně, sporný přínos zvýšené
- d) Nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos vysoké
7. Distribuce, servis
- a) Vybudovaná distribuční síť, rychlé a spolehlivé dodávky **nízké**
- b) Vybudovaná distribuční síť, občas nepravidelné dodávky přiměřené
- c) Neúplná distribuční síť zvýšené
- d) Nedostatečná distribuční síť vysoké

III. Rizika z konkurence	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	1	1	1	0,083%
Přiměřené	0,219%	5	1	5	1,096%
Zvýšené	0,440%	0	1	0	0,000%
Vysoké	0,798%	1	1	1	0,798%
Součet		7		7	1,978%

IV. Rizika managementu

1. Vize, strategie

- a) Jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení nízké
- b) Změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů **přiměřené**
- c) Strategie se postupně vytváří zvýšené
- d) Neurčitá strategie, převažuje improvizace vysoké

2. Klíčové osobnosti

- a) Zastupitelnost **nízké**
- b) Dostupná přiměřená náhrada přiměřené
- c) Obtížná náhrada zvýšené
- d) Vysoká závislost vysoké

3. Organizační struktura

- a) Jednoduchá a přehledná, komunikace bez potíží **nízké**
- b) Jednoduchá, běžné komunikační potíže přiměřené
- c) Složitá, mnohoúčelové řízení zvýšení
- d) Komplikovaná, nepřehledná vysoké

IV. Management	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	2	1	2	0,167%
Přiměřené	0,219%	1	1	1	0,219%
Zvýšené	0,440%		1	0	0,000%
Vysoké	0,798%	0	1	0	0,000%
Součet		3		3	0,386%

V. Rizika výrobního procesu

1. Struktura výrobků

- a) Vlastní výrobky, opakované prodeje, minimální technické změny nízké
- b) Vlastní výrobky, četné modifikace přiměřené
- c) Zakázková výroba, opakované požadavky dle dokumentace **zvýšené**
- d) Nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace vysoké

2. Technologické možnosti výroby

- a) Postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky **nízké**
- b) Vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutnost rekonst. zařízení **přiměřené**
- c) Stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova zařízení **zvýšené**
- d) Komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky **vysoké**

3. Pracovní síla

- a) Běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci **nízké**
- b) Dostupné profese, běžná kvalifikace napříč stupni vzdělání **přiměřené**
- c) Vyšší podíl specializovaných profesí **zvýšené**
- d) Převaha vysoce specializovaných profesí **vysoké**

4. dodavatelé

- a) Stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží **nízké**
- b) Stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy **přiměřené**
- c) Částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky **zvýšené**
- d) Značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami **vysoké**

V. Výrobní proces	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	2	1	2	0,167%
Přiměřené	0,219%	1	1	1	0,219%
Zvýšené	0,440%	1	1	1	0,440%
Vysoké	0,798%		1	0	0,000%
Součet		4		4	0,826%

VI. Rizika z oblasti specifických faktorů

1. Úroveň fixních nákladů

- a) Podíl FN na celkových nákladech je malý **nízké**
- b) Podíl FN je okolo průměru **přiměřené**
- c) Podíl FN je vysoký **zvýšené**
- d) Podíl FN je velmi vysoký **vysoké**

2. Postavení podniku vůči odběratelům

- a) Velmi silné – větší počet malých odběratelů **nízké**
- b) Silné – několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem **přiměřené**

- c) Slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů zvýšené
 d) Slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích vysoké

3. Postavení podniku vůči dodavatelům

- a) Velmi silné – větší počet malých dodavatelů nízké
 b) Silné – několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem **přiměřené**
 c) Slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů zvýšené
 d) Slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích vysoké

4. Bariéry vstupu do odvětví

- a) Velmi silné nízké
 b) Silné přiměřené
 c) Překonatelné **zvýšené**
 d) Slabé vysoké

VI. Ostatní faktory	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	1	1	1	0,083%
Přiměřené	0,219%	2	1	2	0,438%
Zvýšené	0,440%	1	1	1	0,440%
Vysoké	0,798%		1	0	0,000%
Součet		4		4	0,962%

VII. Rizika z oblasti financování

1. Úročený cizí kapitál/vlastní kapitál

- a) Nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita nízké
 b) Přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem **přiměřené**
 c) Cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál zvýšené
 d) Cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál vysoké

2. Krytí úroků – EBIT/placené úroky

- a) Dosahuje hodnoty 10 a více nízké
 b) Dosahuje hodnoty 4 a 10 **přiměřené**
 c) Dosahuje hodnoty 1 až 4 zvýšené
 d) Je nižší než 1,5 vysoké

3. Podíl ČPK na OA

- | | |
|---------------------------------------|--------------|
| a) ČPK kryje i část přechodné výše OA | nízké |
| b) ČPK kryje stálou výši OA | priměřené |
| c) ČPK nekryje stálou výši OA | zvýšené |
| d) ČPK je nulový nebo záporný | vysoké |

4. Běžná a okamžitá likvidita

- | | |
|--|--------------|
| a) Vysoká běžná a okamžitá likvidita, dostačující likvidní prostředky | nízké |
| b) Vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách | priměřené |
| c) Obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků | zvýšené |
| d) Nízká běžná likvidita, vysoké pohl. a zásoby, nedostatek likv. prostředků | vysoké |

5. Průměrná doba inkasa pohledávek

- | | |
|--|------------------|
| a) Odpovídá době splatnosti faktur | nízké |
| b) Priměřeně převyšuje splatnost faktur | priměřené |
| c) Značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek | zvýšené |
| d) Vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohl. | vysoké |

6. Průměrná doba držení zásob

- | | |
|---|------------------|
| a) Odpovídá minimu nutných technologických změn | nízké |
| b) Priměřená rezerva zásob | priměřené |
| c) Zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby | zvýšené |
| d) Vysoké předzásobení, vysoký podíl zastaralých a neprodejných zásob | vysoké |

Finanční rizika	RP (=z . rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	Dílčí riziková přirážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083%	2	1,2	2,4	0,200%
Priměřené	0,219%	4	1,2	4,8	1,052%
Zvýšené	0,440%	0	1,2	0	0,000%
Vysoké	0,798%	0	1,2	0	0,000%
Součet		6		7,2	1,252%