

Ocenění podniku vybranými metodami oceňování

Ing. Libor Buček

Diplomová práce
2023



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2022/2023

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Ing. Libor Buček**
Osobní číslo: **M21979**
Studijní program: **N0412A050011 Finance**
Specializace: **Finance podniku**
Forma studia: **Kombinovaná**
Téma práce: **Ocenění podniku vybranými metodami oceňování**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody ocenění.

I. Teoretická část

- Proveďte kritickou literární rešerši metod a postupů pro ocenění podniku.

II. Praktická část

- Charakterizujte vybraný podnik a zhodnotte jeho hospodářskou situaci.
- Na základě provedných analýz zpracujte finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku resp. jeho akcií vybranými metodami ocenění za účelem doložení přiměřenosti protiplnění v nuceném přechodu účastnických cenných papírů dle ustanovení §375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích.

Závěr

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

Seznam doporučené literatury:

ALLMAN, Keith A. *Corporate valuation modeling: a step-by-step-guide*. Wiley, 2015, 304 s. ISBN 978-1-119-20288-2.
KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada, 2017, 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. 7th ed. Hoboken: Wiley, 2020, 896 s. ISBN 978-1-119-61092-2.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2018, 552 s. ISBN 978-80-87865-42-2.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **10. února 2023**
Termín odevzdání diplomové práce: **21. dubna 2023**

L.S.

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 10. února 2023

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské 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 obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou 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. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s tím, že vyrovnaní případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 21.04.2023

Jméno a příjmení: Ing. Libor Buček

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty vybraného podniku zvolenými metodami. Práce se sestává z teoretické a praktické části, která je dále rozdělena na část analytickou a projektovou. V teoretické části je formou kritické literární rešerše pojednáno o oceňovacích standardech, kategoriích hodnoty, postupu při oceňování podniku a metodách jeho ocenění. V analytické části je představen vybraný podnik, provedena strategická a finanční analýza, které jsou východiskem pro projektovou část. Projektová část se zabývá generátory hodnoty, sestavením finančního plánu a aplikací metod ocenění vybraného podniku. V závěru je pojednáno o fenoménu ocenění hodnoty akcie podniku při vytěsnění menšinových akcionářů.

Klíčová slova: oceňování podniku, kategorie hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, metody ocenění, vytěsnění menšinových akcionářů

ABSTRACT

The master thesis deals with the determination of the value of a selected company chosen methods. The thesis consists of a theoretical and a practical part, which are further divided into analytical and project parts. In the theoretical part, a critical literature review is used to discuss the valuation standards, categories of value, the valuation procedure and the methods of valuation. In the analytical part, the selected company is introduced, strategic and financial analysis is performed, which are the basis for the project portion. The project part deals with the value generators, the preparation of a financial plan and the application of valuation methods to the selected company. Finally, the phenomenon of the valuation of the share value of the company when minority shareholders are displaced is discussed.

Keywords: company valuation, company value categories, strategic analysis, financial analysis, value drivers, valuation methods, squeeze-out

Rád bych poděkoval vedoucímu diplomové práce panu Ing. Přemyslu Pálkovi, Ph.D. za jeho trpělivost a vstřícnost při vedení této práce. Dále děkuji vybrané společnosti za poskytnuté podklady, které byly využity pro vypracování práce.

„Hodnota podniku je tedy závislá na plánech a budoucnosti, a tím je subjektivní.“

(Matschke Brösel, 2007)

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK	14
1.2 KATEGORIE HODNOTY PODNIKU.....	14
1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA.....	17
2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	20
2.1 SBĚR DAT	20
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	21
2.2.1 Makroekonomická analýza	21
2.2.2 Analýza vnějšího potenciálu	22
2.2.3 Analýza vnitřního potenciálu	22
2.2.4 Prognóza tržeb podniku.....	23
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	23
2.3.1 Analýza účetních výkazů	24
2.3.2 Metody finanční analýzy	24
2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů	25
2.3.4 Souhrnné ukazatele	25
2.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	26
2.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	27
2.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	28
2.7 TERMINÁLNÍ HODNOTA	28
3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	29
3.1 VÝNOSOVÉ METODY OCENĚNÍ PODNIKU	29
3.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku.....	29
3.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	35
3.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	35
3.1.4 Kombinované metody	36
3.2 TRŽNÍ METODY OCENĚNÍ PODNIKU	38
3.3 MAJETKOVÉ METODY OCENĚNÍ PODNIKU	39
3.3.1 Likvidační hodnota.....	39
3.3.2 Majetkové ocenění na předpokladu pokračování podniku.....	39
3.4 APLIKACE METOD OCEŇOVÁNÍ PODNIKU VE ZNALECKÉ PRAXI.....	41
II PRAKTICKÁ ČÁST	42
4 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU	43
4.1 KLASIFIKACE EKONOMICKÝCH ČINNOSTÍ	43

4.2	ÚČETNÍ KATEGORIE PODNIKU.....	43
4.3	ÚČEL A PŘEDMĚT OCENĚNÍ.....	44
4.4	KATEGORIE HODNOTY.....	44
4.5	APLIKOVATELNOST DISKONTŮ.....	44
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU.....	45
5.1	MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA PODNIKU.....	45
5.2	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU.....	46
5.2.1	Geografické vymezení relevantního trhu.....	46
5.2.2	Produktové vymezení trhu.....	46
5.2.3	Cílová skupina relevantního trhu.....	47
5.2.4	Základní tendence relevantního trhu.....	47
5.2.5	Velikost relevantního trhu.....	47
5.2.6	Určení tržního podílu.....	48
5.3	ATRAKTIVITA TRHU.....	49
5.3.1	Zákazníci.....	49
5.3.2	Vyjednávací síla zákazníků.....	49
5.3.3	Vyjednávací síla dodavatelů.....	49
5.3.4	Sezónnost prodeje.....	49
5.4	ANALÝZA KONKURENCE.....	49
5.5	SWOT ANALÝZA.....	52
6	FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU.....	54
6.1	ABSOLUTNÍ UKAZATELE.....	54
6.1.1	Horizontální analýza.....	54
6.1.2	Vertikální analýza.....	56
6.2	ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	57
6.3	POMĚROVÉ UKAZATELE.....	58
6.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	60
7	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	61
7.1	PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ VÝNOSY.....	62
7.2	PLÁNOVANÉ PROVOZNÍ NÁKLADY.....	62
7.3	PRACOVNÍ KAPITÁL.....	63
7.4	INVESTICE A ODPISY.....	64
7.5	ZISKOVÁ MARŽE.....	65
8	POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ.....	66
8.1	METODA DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ.....	66
8.1.1	Stanovení diskontní míry.....	67
8.1.2	Výpočet volného peněžního toku.....	71
8.1.3	Výpočet pokračující hodnoty.....	72
8.1.4	Ocenění neprovozních aktiv.....	74

8.1.5	Interpretace výsledku metody DCF	74
8.2	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	74
8.3	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	75
8.3.1	Trvale dosažitelný výnos.....	75
8.3.2	Míra kapitalizace	76
8.3.3	Ocenění hodnoty podniku metodou KČV	78
8.4	PODPŮRNÉ METODY OCENĚNÍ.....	78
8.4.1	Ocenění účetní hodnotou.....	79
8.4.2	Ocenění metodou tržního porovnání.....	79
9	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ HODNOTY PODNIKU	81
10	DOLOŽENÍ PŘIMĚŘENOSTI PROTIPLNĚNÍ V NUCENÉM PŘECHODU	82
	ZÁVĚR	84
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	85
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	89
	SEZNAM GRAFŮ	91
	SEZNAM TABULEK.....	92
	SEZNAM PŘÍLOH.....	94

ÚVOD

Oceňování podniku v českých podmínkách je poměrně novou disciplínou. S přechodem na tržní ekonomiku vyvstala při majetkových transakcích potřeba znát jejich hodnotu nejen pro jejich vlastníky, ale i pro banky či investory. Do českého právního řádu byla postupně zavedena úprava nabídek převzetí, veřejných návrhů smluv, nuceného přechodu účastnických cenných papírů na hlavního akcionáře či přeměn společností, které vyžadují ocenění podniku, jeho podílu či jeho jmění. Nový občanský zákoník nahradil původní pojem podnik novým pojem obchodní závod. Nicméně v oceňovací praxi je původní pojem stále užíván, a proto i této práci tomu nebude jinak. V české oceňovací praxi neexistuje žádný standard pro oceňování podniku, oceňovací proces je poměrně náročný a klade na oceňovatele velké nároky na jeho teoretické znalosti a praktické zkušenosti.

Oceňovaná společnost je přední maloobchodní prodejce parfumerie v České republice. Zcela mi pochopitelných důvodů není v této práci uváděna její obchodní firma. Ocenění je provedeno výnosovými metodami, a to konkrétně metodou diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele a metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Jako podpůrné oceňovací metody byly aplikovány dvě metody, a to metoda určení účetní hodnoty a metoda tržního porovnání.

Teoretická část je zpracována ve formě kritické literární rešerše ze zdrojů české i zahraniční literatury. Poměrně značný prostor je věnovaný terminologii, oceňovacím standardům a vymezením kategorií hodnot, která je zcela zásadní pro použití té které oceňovací metody. Následně je popsán postup oceňování podniku, definována strategická analýza a provedena finanční analýza. Součástí teoretické části je taktéž popis jednotlivých metod oceňování podniku.

Praktická část představuje samotný podnik a vymezuje makro a mikrookolí včetně relevantního trhu, na kterém podniká. Finanční analýzou, v podobě absolutních, rozdílových, poměrových a souhrnných ukazatelů, je zjišťováno finanční zdraví podniku. Aktiva jsou rozdělena na část provozně nutnou a provozně nepotřebnou. Dále jsou analyzovány generátory hodnoty a sestaven finanční plán. Poté je stanovena hodnota podniku pomocí výše zmiňovaných metod ocenění. V souhrnném ocenění jsou interpretovány použité metody ocenění a stanovena výsledná hodnota podniku.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Cílem této diplomové práce je stanovit hodnotu vybraného podniku ke dni 31.12.2022.

V úvodu práce je uvedena definice standardu hodnoty, která je výsledkem oceňovacího procesu a konkrétní účel ocenění.

Po vstupní popisné části následuje strategická analýza, která začíná vymezením relevantního trhu jak z hlediska kvalitativního, tak i kvantitativního, a to v časové řadě. Pro vymezení relevantního trhu byly využity veřejně dostupné prognózy trhu po dobu předpokládané délky první fáze výnosového ocenění a jednak posloužila i pro odhad tempa růstu pro druhou fázi.

Druhou částí analýzy je analýza vnitřního potenciálu podniku, především jeho konkurenční pozice. Výsledkem této analýzy je projekce budoucího tržního podílu podniku. Spojením prognózy trhu a prognózy tržních podílů je odhadnut vývoj budoucích tržeb podniku.

Finanční analýzou bylo posouzeno finanční zdraví podniku a perspektiva podniku z finančního hlediska. Na finanční analýzu navazuje analýza a prognóza generátorů hodnoty, která je součástí finančního plánu.

Na základě strategické analýzy, finanční analýzy byla vyslovena dlouhodobá perspektiva podniku. V návaznosti tento závěr byly zvoleny metody ocenění.

Pokračující hodnota v rámci ocenění metodou diskontovaných peněžních toků byla stanovena pomocí parametrického vzorce. Diskontní míra navazuje na typ hledané hodnoty. Vzhledem k tomu, že hledanou hodnotou je tržní hodnota, odhad nákladů na vlastní kapitál byl kalkulován modelem kapitálových aktiv. Problém tržních hodnot u stanovení průměrných vážených nákladů na kapitál byl řešený pomocí iterace.

Pro stanovení hodnoty vybraného podniku byly použity i ostatní výnosové metody, a to metoda tržního porovnání a majetková metoda účetní hodnoty. Použití metody ekonomické přidané hodnoty vede ke stejným výsledkům ocenění jako u metody diskontovaných peněžních toků, a proto nebyla aplikována.

V závěrečné části je pojednáno o oceňování podniku za účelem doložení přiměřenosti ceny protiplatebu v nuceném přechodu akcií na hlavního akcionáře.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování podniku je tématem, jehož potřebnost poznala teorie a praxe v České, respektive tedy ještě Československé republice, před více než dvaceti lety. Začátky byly pionýrské a ti, kdo se v této době zabývali oceňováním podniku, jen postupně a velmi zvolna získávali zkušenosti, jak k tomuto nelehkému úkolu přistoupit. Od té doby uplynula již řada let a také došlo k masivnímu pohybu majetku podniků. Dnešní doba, která je v posledních měsících spojená s pojmy krize a recese, bude neodmyslitelně spjata rovněž s majetkovými transakcemi vyvolávajícími potřebu znát hodnotu; to ostatně dokládá vývoj posledních dní. (Krabec, 2009, s.13)

V České republice neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl pro oceňování podniku obecně závazný. Oceňovatelé podniků se opírají především o ekonomickou teorii. Přesto existují určité předpisy, které se dílčím způsobem uplatňují v oceňovací praxi (Mařík, 2018a, s.22-23)

1. České předpisy
 - a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky MF ČR
 - b) Metodický pokyn ČNB pro znalecké posudku předkládané ČNB
2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy
 - a) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS - International Valuation Standards) vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC - International Valuation Standards Council).
 - b) Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) vydává Evropská skupina odhadcovských asociací (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations).
3. Národní standardy některých zemí
 - a) Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice) zpracované Americkou společností odhadců ASA (ASA – American Society of Appraisers); jejich součástí jsou standardy pro oceňování podniku (BVS – Business Valuation Standards).
 - b) Německý standard IDW S1 vydávaný institutem auditorů (IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer)

1.1 Podnik

Podnik je vymezován v literatuře různě. Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné aktivum, pro které zpravidla existují velmi málo transparentní trhy. Tato definice odpovídá reálné situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku. (Mařík, 2018a, s.17)

Podle Martiničové (2019, s. 14) je podnik instituce vytvořená k podnikatelské činnosti. Při charakteristice podniku vychází z definic, kterou vymezuje Evropská komise v nařízení č. 651/2014, kde se podnikem rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu. K těmto subjektům se řadí zejména osoby samostatně výdělečně činné a rodinné podniky vykonávající či jiné činnosti a obchodní společnosti nebo sdružení, která opakovaně vykonávají podnikatelskou činnost.

Podnik je současně i hospodářským celkem se svými sociálními, ekonomickými, technickými a dalšími aspekty. Podnik je tedy funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti a budoucnosti. Tato charakteristika podniku opírající se o stávající a především o budoucí užitek má klíčový vliv na jeho hodnotu a tvoří východisko pro výnosové ocenění podniku. (Kislingerová, 2001, s.10)

Pro oceňovatele v naší praxi mají však největší význam definice uváděné v zákoně. Do roku 2013 byl podnik vymezen v § 5 obchodního zákoníku. Od 1.1.2014 však začal platit nový občanský zákoník, který původní pojem podnik nahradil novým pojmem obchodní závod. (Mařík, 2018a, s.17)

„Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování její činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ (§ 502 zák. č. 89/2012 S., Občanský zákoník)

1.2 Kategorie hodnoty podniku

Mařík (2018, s. 24) uvádí, že podnik má užitnou a směnnou hodnotu. Hodnota podniku závisí na též na budoucím užítku, který můžeme od podniku očekávat. Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy předanými na jejich současnou hodnotu.

Hodnota podniku není totožná s cenou. Výsledná cena, za kterou je podnik prodán, je výsledkem celé řady faktorů, které na ji mají podstatný vliv; jedná se například o faktory

psychologické, časovou tíseň, osobní vztahy mezi kupujícím a prodávajícím nebo obratnost při cenovém jednání. (Kislingerová, 2001, s.11)

Podle Hitchera (2011, s. 7) cena a náklady se mohou rovnat hodnotě, ale nemusí se nutně rovnat. Hodnota je navíc zaměřena do budoucnosti. Ačkoli historické informace mohou být použity ke stanovení hodnoty, očekávání budoucích ekonomických přínosů je hlavním faktorem, který určuje hodnotu.

Podle Kollera, Goedharta a Wessellse (2020, s. 177) hodnota podniku se odvíjí od její schopnosti dosahovat zdravé návratnosti investovaného kapitálu (ROIC) a od její schopnosti růst. Zdravá míra návratnosti a růstu vede k vysokým peněžním tokům, které jsou zdrojem hodnoty.

Dle IVS z roku 2013 cena je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za aktivum. V důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů daného kupujícího nebo prodávajícího může být zaplacená cena odlišná od hodnoty, kterou by tomuto aktivu mohli přisoudit jiní. Hodnotou není skutečnost, ale názor na nejpravděpodobnější cenu, která by měla být za aktivum zaplacena při směně, nebo na ekonomický přínos z držení aktiva.

Návrh standardu č.1 pro oceňování podniku v České republice, který navazuje na Mezinárodní oceňovací standardy IVS (International Valuation Standards) a německý oceňovací standard IDW S1 2007 (IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen), považuje pro ocenění podniku za použitelné zejména následující hodnotové báze:

- Tržní hodnotu podniku (angl. market value)
- Objektivizovanou hodnotu (něm. der objektivierte Unternehmenswert)
- Spravedlivou hodnotu (angl. fair value)
- Investiční hodnotu (angl. investment value)
- Speciální hodnotu (angl. special value)
- Synergická hodnota (angl. synergistic value)

Jednotlivé kategorie jsou definovány takto:

Tržní hodnota podniku (market value) je množina odhadnutých částek, za které by mohl být podnik směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při

transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

Tato hodnotová báze pro podnik reprezentuje odhad ceny na trhu určený pro hypotetického průměrného kupujícího.

Předpokládá se přitom, že odhad byl proveden:

- a) zpravidla s rozpětím,
- b) s využitím běžně doporučovaných a uznávaných poznatků a s náležitou odbornou péčí (best practice).

Objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

Spravedlivá hodnota (fair value) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží příslušné zájmy těchto stran. Tato hodnotová báze reprezentuje cenu, která by byla rozumně odsouhlasena mezi dvěma specifickými stranami při směně majetku. Mezi stranami nemusí existovat propojení a strany mohou vyjednávat nezávisle, ale majetek není nezbytně vystaven na širším trhu a odsouhlasená cena může odrážet specifické výhody (nebo nevýhody) vlastnictví pro zúčastněné strany a nikoli pro trh obecně. Jedná se o širší pojem než tržní hodnota. V některých případech může být spravedlivá hodnota právě na úrovni tržní hodnoty, ale v jiných případech může zahrnovat prvky speciální hodnoty, které se v tržní hodnotě vyskytovat nesmějí. Spravedlivou hodnotu lze považovat za synonymum německého pojmu rozhodčí hodnota.

Investiční hodnota (investment value) je hodnota aktiva pro stávajícího nebo předpokládaného investora pro jeho individuální investiční nebo provozní cíle. Investiční hodnota je báze hodnoty specifická pro konkrétní subjekt. Tato báze hodnoty odráží užitky plynoucí danému subjektu z držení aktiva, a proto není nutně spojena s předpokladem hypotetické směny aktiva. V některých případech může mít podnik pro daného investora investiční hodnotu na úrovni tržní hodnoty podniku, ale obecně může být investiční hodnota vyšší nebo nižší než tržní hodnota daného podniku. Investiční hodnota může obsahovat

speciální hodnotu. Investiční hodnotu lze považovat za synonymum německých pojmů hraniční hodnota a hodnota pro rozhodování. Investiční hodnota zahrnuje i dříve používaný pojem hodnota stávajícího využití, který představuje ocenění z pohledu stávajícího vlastníka.

Speciální hodnota (special value) je částka, která odráží konkrétní vlastnosti aktiva, které mají hodnotu pouze pro speciálního kupujícího. Tato hodnota vzniká, když má aktivum vlastnosti, které jej činí pro konkrétního kupujícího přitažlivějším než pro ostatní kupující na trhu. Tyto vlastnosti mohou zahrnovat fyzické, geografické, ekonomické nebo právní charakteristiky aktiva.

Synergická hodnota (synergistic value) je dodatečný prvek hodnoty vytvořený spojením dvou nebo více aktiv nebo podílů, kdy je spojená hodnota vyšší než součet samostatných hodnot. Pokud je synergická hodnota dosažitelná pouze pro konkrétního kupujícího, pak je příkladem speciální hodnoty.

1.3 Právní úprava

V české legislativě aktuálně definuje pojem **tržní hodnota** zákon č. 237/2020 Sb., kterým se mění zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony s platností od 12. 5. 2020 a účinností od 1. 1. 2021 v § 2 odstavec 4, který zní:

Tržní hodnotou se pro účely tohoto zákona rozumí odhadovaná částka, za kterou by měly být majetek nebo služba směněny ke dni ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím, a to v obchodním styku uskutečněném v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní. Principem tržního odstupu se pro účely tohoto zákona rozumí, že účastníci směny jsou osobami, které mezi sebou nemají žádný zvláštní vzájemný vztah a jednají nezávisle.

Český právní řád užívá pojem **cena obvyklá**, která je definována ve dvou různých právních normách:

- a) zákonem č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku definována jako „*cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí*

například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména majetkové, rodinné či jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu j nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu věci a určí se porovnáním.“

- b) zákonem č. 526/1990 Sb., o cenách definována jako „cena shodného nebo z hlediska užití porovnatelného nebo vzájemně zastupitelného zboží volně sjednaná mezi prodávajícími a kupujícími, kteří jsou na sobě navzájem ekonomicky, kapitálově nebo personálně nezávislí na daném trhu, který není ohrožen účinky hospodářské soutěže. Nelze-li zjistit obvyklou cenu na trhu, určí se cena po posouzení, zda nedochází ke zneužití výhodnějšího hospodářského postavení, kalkulačním přepočtem ekonomicky oprávněných nákladů a přiměřeného zisku.“

Definice ceny obvyklé v obou zákonech se věcně zásadním způsobem neliší, pouze formulačně, ale liší se dovětky o způsobu určení. Zákon o oceňování majetku jednoznačně uvádí, že obvyklou cenu lze určit porovnáním, zákon o cenách říká, že pokud nelze zjistit cenu obvyklou statistickým vyhodnocením skutečně realizovaných cen na trhu, tak pro účely hospodářské soutěže lze využít kalkulační propočet. Primárně obě definice ceny obvyklé stanoví, že cenu obvyklou je nutno stanovit statistickým vyhodnocením již realizovaných prodejů.

Cena obvyklá se určuje výhradně porovnáním jako statistické vyhodnocení se vyskytujícího prvku v dané množině realizovaných historických cen stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění s vyloučením mimořádných okolností trhu.

Z definice ceny obvyklé lze dovodit, že obvyklá cena existuje pouze u zboží, resp. služby, se kterým v tuzemsku k datu ocenění běžně obchoduje, tj. existuje konzistentní trh. Analýzou trhu ji lze odhadnout s poměrně velkou přesností nebo s malým rozptylem od průměrné hodnoty. Existuje však velmi mnoho majetků, zboží či služeb, kde trh není natolik rozvinutý a s nimiž se běžně neobchoduje a pak stanovení ceny obvyklé je velmi obtížné. V případě, že se v daném místě a čase a obdobným majetkem neobchoduje, nemůže existovat ani obvyklá cena, neboť k obvyklé ceně lze dospět pouze na základě analýzy trhu.

Tržním oceněním se tedy neurčuje absolutní hodnota majetku, ale interpretuje se chování kupujících na trhu ve vztahu k danému majetku. Jde tedy o odborný názor vykonstruovaný na základě dostupných a relevantních informací k datu ocenění.

2 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Na základě teoretických východisek a praktických zkušeností Mařík (2018, s. 43) tento postup při oceňování podniku:

1. Bez ohledu na použité metody ocenění je třeba zpracovat strategickou analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu.
2. Teprve po předchozí analýze je třeba zvolit vzhledem k účelu a hledané kategorii hodnoty vhodné metody ocenění.

Postup ocenění je samozřejmě třeba modifikovat podle konkrétních podmínek.

Kovář a Bočková (2016, s. 140-141) uvádí, že před zahájení oceňovacích prací je nutné zjistit z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota je výsledkem ocenění. Ať už je zvolen jakýkoli přístup, v praxi je účelný a běžný následující postup oceňování podniku:

1. Souhrnné ocenění
 - a) odhad potenciálu trhu
 - b) odhad potenciálu podniku
2. Zpracování finanční analýzy současného podniku
3. Použití konkrétní metody ocenění podniku: Pokud je podnik oceňován pro účely spojování podniků, je vhodné třetí bod postupu rozdělit do dvou částí:
 - a) ocenění podniku „sám o sobě“ (tzv. „going concern“, „stand alone basis“) – ocenění za předpokladu, že podnik bude pokračovat dále samostatně; toto ocenění tvoří dolní hranici ocenění
 - b) ocenění efektu synergie – ocenění záměrů, jež mohou být uskutečněny až po spojení firem; součet těchto dvou ocenění tvoří horní hranici ceny.

2.1 Sběr dat

Ocenění je především otázkou přiměřených vstupních dat. Východiskem je vždy účel ocenění a hledaná báze hodnoty (Mařík, 2018a, s.72-73). Další potřebné informace můžeme rozdělit do následujících skupin:

- 1) Základní data o podniku – data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, struktura hlavních vlastníků, informace o historii podniku
- 2) Ekonomické data – účetní výkazy za posledních 3-5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány (pokud existují)
- 3) Relevantní trh – vymezení trhu, segmentace trhu, atraktivita trhu
- 4) Konkurence – hlavní a přímí konkurenti, substituty, bariéry vstupu do odvětví, síla dodavatelů a odběratelů
- 5) Odbyt a marketing – tržby dle struktury výrobků, odběratelů a území, hlavní produkty, cenová politika, odbytové kanály, reklama a výzkum a vývoj
- 6) Výroba a dodavatelé – řízení kvality, charakteristika výroby, úroveň technologie, využití kapacity, stav dlouhodobého majetku, investice, závislost na dodavatelích, logistika, stav a struktura zásob
- 7) Pracovníci – struktura, nároky provozu, situace na trhu práce, produktivita, fluktuace a personální náklady

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost. Většina výnosových ocenění obsahuje strategickou analýzu, ovšem v dalším postupu ocenění nebývá příliš využita, a neplní funkci, kterou by plnit měla. (Mařík, 2018a, s. 74)

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. (Mařík, 2018a, s. 74)

2.2.1 Makroekonomická analýza

Makrookolí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje. Politické a legislativní faktory, jako je stabilita zahraniční a národní politické situace, členství země v EU apod., představují pro podniky významné příležitosti, ale současně i ohrožení. Politická omezení se týkají každého podniku prostřednictvím daňových zákonů, protimonopolních zákonů, regulace exportu a importu, cenové politiky, ochrany životního prostředí a mnoha dalších činností zaměřených na ochranu lidí až již v roli zaměstnanců, či spotřebitelů, ochrany životního prostředí, ochrany

domácích podnikatelských subjektů atp. Základními indikátory stavu makroekonomického okolí jsou míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, daňová politika a směnný kurz. Sociální a demografické faktory odrážejí vlivy spojené s postoji a životem obyvatelstva a jeho strukturou. K tomu, aby se podnik vyhnul zaostalosti a prokazoval aktivní inovační činnost, musí být informován o technologických změnách, které v okolí probíhají. (Sedláčková, 2006, s. 16-18)

2.2.2 Analýza vnějšího potenciálu

Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. (Mařík, 2018a, s. 74)

Relevantní trh oceňovaného podniku je třeba jednoznačně vymezit z hlediska:

- věcného, tj. z hlediska produktu,
- území (ČR, dílčí region, další země mimo ČR apod.),
- zákazníků,
- konkurentů

Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu (odhad velikosti relevantního trhu, vývoj trhu v čase a případná segmentace) a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu. (Mařík, 2018a s. 77, 82 a 83)

Thompson a Strickland, 2003 cit. podle Krause et al. (2023. s. 40-43) popisují atraktivitu odvětví podle velikosti trhu, míry růstu trhu, ziskovosti odvětví, úrovně konkurence, sezónnosti daného odvětví, cykličnosti odvětví, úspor z rozsahu v daném odvětví, požadavků na kapitál a technologie, bariér vstupu a bariér výstupu.

2.2.3 Analýza vnitřního potenciálu

Podle Maříka (2018, s. 74 a 97) při analýze vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a celého trhu a do jaké míry je schopen účinně čelit konkurenci a množným hrozbám. Dále je třeba vyhodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči jeho hlavním konkurentům. Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku,

odhadu vývoje tržního podílu podniku a diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku.

2.2.4 Prognóza tržeb podniku

Stěžejním a konečným výstupem strategické analýzy je prognóza provozních tržeb podniku, která je klíčem k sestavení finančního plánu. Prognóza tržeb podniku je určena jako tržní podíl podniku na relevantním trhu. K predikci vývoje relevantního trhu se kombinuje regresní analýza a extrapolace časové řady. Východiskem obou přístupů je historický vývoj trhu. Ten se soustřeďuje především na sledování průběhu celkového rozsahu produkce na příslušném trhu, a to jednak ve fyzických jednotkách, jednak přímo ve finančním vyjádření. Za základní přístup stanovení tržních podílů podniku je považována extrapolace časové řady, jinou cestou je analytický přístup agregace výsledků strategické analýzy porovnáním vnitřního potenciálu podniku s jeho rivaly a zhodnocení konkurenční síly. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 133 až 135)

2.3 Finanční analýza

Knápková et. al. (2017, s. 17) říká, že finanční analýza slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Pomáhá odhalit, zda je dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, zda využívá efektivně svých aktiv, zda je schopen včas splácet své závazky a celou řadu dalších významných skutečností.

Podle Kubíčkové a Jindřichovské (2015, s. 6) je finanční analýza v užším pojetí hodnocením stavu a finančního zdraví podniku a jeho vývoje na základě rozboru dat z účetních výkazů. Úkolem takto pojaté analýzy je doplnit vypovídající schopnost účetních výkazů a posoudit, jaká je úroveň finančního zdraví v závěru období a jaká byla dosažena výkonnost firmy v tomto období.

Hlavním smyslem finanční analýzy je podle Růčkové (2021, s. 9) připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Je zřejmé, že existuje úzká spojitost mezi účetnictvím a rozhodováním podniku. Účetnictví předkládá z pohledu finanční analýzy do určité míry přesné hodnoty peněžních údajů, které se však vztahují pouze k jednomu časovému okamžiku, a tyto údaje jsou víceméně izolované. Aby mohla být tyto data využita pro hodnocení finančního zdraví podniku, musí být podrobena finanční analýze.

Mrkvička a Kolář (2006, s.41) uvádí, že kvalitní informace jsou základní podmínkou dobré finanční analýzy, protože sebelepší metoda nebo technika analýzy nemůže poskytnout ze

špatných podkladů hodnotné výsledky. Mezi zdroje těchto informací řadí publikované účetní výkazy, výroční zprávy, prospekty a užší prospekty cenných papírů, pololetní zprávy a některé další veřejně dostupné zdroje informací.

V rámci oceňování podniku podle Maříka (2018, s. 116) plní finanční analýza dvě základní funkce:

1. Prověření finančního zdraví podniku
2. Vytváří základ pro finanční plán

2.3.1 Analýza účetních výkazů

Analýza dat účetních výkazů v užším pojetí se zaměřuje na postižení míry výkonnosti, likvidity, finanční stability a na další souvislosti, které se do těchto charakteristik promítají jako výsledek procesů a jejich řízení v průběhu období, tj. na obratovost, nákladovost, produktivitu atd. (Kubíčková a Jindřichovská, 2015, s. 6)

2.3.2 Metody finanční analýzy

Podle Knápkové et. al. (2017, s. 65) k základním metodám, které se při finanční analýze využívají, patří zejména:

- Analýza stavových (absolutních) ukazatelů – jedná se o analýzu majetkové a finanční struktury; užitečným nástrojem je analýza trendů (horizontální analýza) a procentní rozbor jednotlivých dílčích položek rozvahy (vertikální analýza).
- Analýza tokových ukazatelů – týká se především analýzy výnosů, nákladů, zisku a cash-flow.
- Analýza rozdílových ukazatelů – nejvýraznějším ukazatelem je čistý pracovní kapitál.
- Analýza poměrových ukazatelů – jde především o analýzu likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti, produktivity, ukazatelů kapitálového trhu, analýzu na bázi cash-flow a dalších.
- Analýza soustav ukazatelů – umožňují analyzovat vliv dílčích aspektů finanční situace na souhrnný ukazatel hodnocení.
- Souhrnné ukazatele hospodaření – využití bankrotních a bonitních modelů.

2.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Podle Holečkové a Hyršlové (2018, s. 195) analýza poměrových ukazatelů patří mezi nejpoužívanější metodu finanční analýzy. Pomocí analýzy poměrových ukazatelů lze vyhodnotit jednotlivé stránky finančního zdraví podniku. Aby bylo možné hodnocení provést, je třeba vypočtené ukazatele porovnat v čase nebo mezi podniky. Poměrové ukazatele lze uspořádat do skupin. Mezi „klasické“ skupiny (bloky) ukazatelů patří:

1. Ukazatele rentability – ukazují, jak je zhodnocován investovaný kapitál.
2. Ukazatele likvidity – vyjadřují potenciální schopnost podniku vyrovnat se se splatnými závazky.
3. Ukazatele finanční stability (zadluženosti) – vypovídají o kapitálové struktuře podniku a riziku věřitelů.
4. Ukazatele aktivity – odrážejí vázanost kapitálu v jednotlivých složkách majetku.
5. Ukazatele tržní hodnoty (kapitálového trhu) – vycházejí z tržní ceny akcií a informují o tom, jak podnik posuzují a hodnotí investoři.

Při srovnání v čase se sleduje vývoj trendů jednotlivých ukazatelů. Porovnáváme stejně konstruované ukazatele za několik po sobě jdoucích období (alespoň za 5 let). Na základě srovnání se stanovují trendy – důležitý je vývoj, ne absolutní hodnoty ukazatelů.

Při mezipodnikovém srovnání se porovnávají hodnoty ukazatelů analyzovaného podniku s hodnotami dosahovanými ve srovnatelných podnicích. Problémem je najít srovnatelné podniky.

2.3.4 Souhrnné ukazatele

Černohorský (2020, s. 420 a 421) rozděluje souhrnné indexy hodnocení do dvou základních skupin. První lze shrnout jako soustavu hierarchicky uspořádaných skupin a je založená na matematické provázanosti. Na vrcholu pyramidy stojí základní ukazatel, který je dále rozkládán na stále podrobnější části. Hlavním cílem je analýza interních vazeb v rámci finanční pyramidy a popis vzájemné závislosti jednotlivých ukazatelů. Nejznámějším ukazatelem této skupiny je Du Pontův rozklad rentability.

Druhá skupina je v podstatě skupina účelově vybraných ukazatelů. Cílem je diagnostika a predikce finanční situace podniku. V rámci této metody finanční analýzy se používají souhrnné ukazatele spočítané na základě absolutních i poměrových ukazatelů. Každý

z těchto ukazatelů má svůj daný cíl, pro který byl zkonstruován, a proto obsahuje jiné, pro něj vhodné dílčí ukazatele. Za hlavní nevýhodu souhrnných ukazatelů lze považovat fakt, že samy o sobě mají menší vypovídající schopnost. V rámci této skupiny rozeznáme bankrotní a bonitní modely. Bankrotní modely mají podniku podat informaci o tom, zda je v blízké době ohrožen bankrotem. Naopak bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního zdraví podniku, což znamená, že si kladou za cíl stanovit, zda podnik řadí mezi dobré či špatné podniky. Mezi bankrotní modely patří Almanův index důvěryhodnosti, Tafflerův model a Model „IN“ index důvěryhodnosti. Mezi bonitní modely patří Soustava bilančních analýz podle Rudolfa Douchy, Tamariho model, Kralickuv Quicktest a Modifikovaný Quicktest.

Kiselačková a Šoltés (2017, s. 22) rozlišují tři skupiny metod sloužících k vyjádření očekávaného finančního zdraví podniku:

1. Metody bodového hodnocení: Argentiho model, Douchova bilanční analýza, Rychlý test, Tamariho rizikový index.
2. Metody matematicko-statistické: Almanův model, Beermanův model, Fulnerův model, CH-INDEKX, Index IN, Springate model, Fafflerův model.
3. Neuronové sítě.

2.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Mařík (2018, s. 141-142) vychází se z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pro toto zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva nezbytná pro základní "podnikání" se označují jako aktiva provozně nutná, ostatní aktiva jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní. Důvodem pro rozdělení aktiv je např. skutečnost, část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy. Příkladem mohou být nevyužitá pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně potřebném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy atd. Potom výnosové ocenění tohoto majetku povede buď k jeho podcenění, nebo nebude tento majetek oceněn vůbec, ačkoliv svoji hodnotu má. Taktéž je třeba vyčlenit aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku. Pokud se oceňují aktiva podniku různými metodami, je třeba provozně potřebná aktiva oceňovat jako součást podniku

například výnosově nebo z pohledu jejich znovupořizení. Za předpokladu racionálního chování vlastníka, který mohl takováto aktiva pronajmout, prodat nebo zlikvidovat, je třeba ocenění neprovozních aktiv provést samostatně.

2.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které se svém souhrnu určují hodnotu podniku. Hodnota podniku je závislá na jeho schopnosti vytvářet do budoucnosti peněžní toky. Při ocenění metodou diskontovaných peněžních toků pracujeme s těmito generátory hodnoty:

1. Tržby
2. Provozní zisková marže
3. Investice do pracovního kapitálu
4. Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku
5. Diskontní míra
6. Způsob financování
7. Doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (doba existence podniku)

Projekce budoucích tržeb by měla výsledkem strategické analýzy, avšak může být ovlivňována kapacitními možnostmi podniku.

Základním přístupem pro projekci ziskové marže je přístup shora, který vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazujícího zdůvodněného vývoje do budoucnosti. Praktikuje se i způsob prognózy zdola, kde provozní zisková marže je kalkulována jako podíl rozdílu provozních výnosů a nákladů k tržbám.

Investice do pracovního kapitálu započítáváme jen v provozně nutném rozsahu.

Plánování investic do dlouhodobé majetku je možné provést globálním přístupem, přístupem podle hlavních položek a přístupem založeným na odpisech.

Pomocí generátorů hodnoty zasvěcenější pohled na minulost podniku, protože z analýzy je patrné, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne, a jaké faktory mají na ni vliv. Prognóza generátorů hodnoty tvoří základní kostru finančního plánu a finanční plán by měl být pak jen rozvedením projekce generátorů hodnoty. (Mařík, 2018a, s. 149-163)

2.6 Sestavení finančního plánu

V případě ocenění podniku výnosovým způsobem je třeba sestavit finanční plán, který se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Při sestavování finančního plánu pro tržní ocenění je třeba zachovat základní logické vazby podnikového plánu, který vychází z dlouhodobé koncepce podniku, avšak automaticky nelze přebírat plán sestavený managementem podniku. Doplněním generátorů hodnot o plán financování, položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, výplaty dividend nebo podílů na zisku, dalších méně významných položek a formálních dopočtů sestavíme finanční plán. Ve většině případů se sestavení finančního plánu neobejde bez konzultace vedením podniku. (Mařík, 2018a, s. 175-177)

2.7 Terminální hodnota

Allman (2015, s. 19) říká, že pokud při oceňování použijeme pouze prognózované období, přisoudili bychom společnosti hodnotu pouze za tyto roky. I když to může být u některých společností pravda (podniky s omezenou perspektivou), mnoho společností se domnívá, že budou existovat po neomezenou dobu – tzv. „going concern“ princip neboli pokračující podnik. Z tohoto důvodu musíme odhadnout hodnotu společnosti do nekonečna. To se provede tak, že se předpoklady pro krátkodobé prognózované období změny na dlouhodobé očekávání a použije se vzorec založený na věčném období. Typické změny zahrnují změnu tempa růstu na stabilní očekávání, použití udržovacích kapitálových výdajů namísto konkrétních plánů, změnu očekávání krátkodobého pracovního kapitálu atd.

3 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Kovář a Bočková (2016, s. 141) uvádí, že většina autorů se shoduje na třech základních metodách oceňování podniku: výnosových, srovnávacích majetkových.

3.1 Výnosové metody ocenění podniku

Podle Čižinské a Mariniče (2010, s. 183) jsou výnosové metody koncipovány na principu stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných výnosů (příjmů) generovaných danými aktivy podniku, kde jako výnosy vystupují buď diskontované peněžní toky, dividendový nebo kapitalizovaný výnos, případně ekonomická přidaná hodnota. Klíčový problém spatřuje ve stanovení diskontní míry, kterou může tvořit reálná úroková míra, průměrné náklady na kapitál či požadovaná (očekávaná) výnosnost investovaného kapitálu.

Janíček a Marek (2013, s. 384) uvádí, že výnosový způsob ocenění podniku vychází z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem jeho držitele. Z pohledu tvorby hodnoty se jedná o teoreticky nejsprávnější postup. Za výnosy lze považovat skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. V současné době jsou výnosové metody považovány za jednoznačný základ pro stanovení hodnoty podniku a schopnost jejich praktického uplatnění patří mezi povinné předpoklady výkonu praxe odhadce podniku.

Podle Maříka (2018, s. 191) Podstatou výnosových metod ocenění je stanovení současné hodnoty budoucích příjmů generovaných oceňovaným aktivem. Jednotlivé metody výnosového přístupu se pak dělí podle veličiny, která je chápána pod pojmem budoucí přínosy:

- a) metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- b) metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV),
- c) metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- d) kombinované metody.

3.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku

Metoda diskontovaného peněžního toku se vyskytuje ve třech základních variantách, a to **metoda „entity“**, **metoda „equity“** a **metoda APV**. Smyslem všech tří metod je zjistit ocenění vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se liší podle toho, jak k hodnotě vlastního kapitálu dojdeme. (Mařík, 2018a, s. 193)

3.1.1.1 Metoda DCF Entity

Při použití metody **DCF Entity** jsou volné peněžní toky kalkulovány na úrovni celého podniku (FCFF), které vychází u korigovaného provozního výsledku hospodaření. Korigovaným provozním výsledkem hospodaření se rozumí provozní výsledek hospodaření očištěný o jednorázové, mimořádné a neprovozní tržby a náklady a dále rozšířený o finanční tržby a náklady provozního charakteru. Postup je následující:

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Mařík, 2018a, s. 199)

1.	+	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi $KPHV_D$
2.	-	Upravená daň z příjmu (= $KPVH_D \times$ daňová sazba)
3.	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních $KPHV$
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
8.	-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně nutného
9.	=	Volný peněžní tok FCFF

Obvykle bývá přistupováno k dělení výpočtu na dvě až tři fáze. Třífázový model je vhodné použít například u aktuálně rychle rostoucích podniků, a tam, kde k stabilizaci parametrů dochází v příliš vzdálené budoucnosti. Nejčastěji bývá využíván dvoufázový model. Základem první složky jsou peněžní toky podle finančního plánu, druhou složku pak tvoří peněžní toky v období od konce finančního plánu dál. Jejich hodnotu vztaženou ke konci plánu obecně označujeme jako terminální hodnotu. Terminální hodnota pak zahrnuje tři možné případy

- prvním případem jsou peněžní toky vyplývající z fungování podniku po velmi dlouhou dobu, teoreticky do nekonečna. Zde pak hovoříme o pokračující hodnotě.
- druhou možností jsou peníze plynoucí z prodeje podniku jako funkčního celku, což je označováno jako tzv. exit value.
- třetí možností je peněžní tok plynoucí z likvidace podniku, tj. likvidační hodnota podniku.

Při použití dvoufázového modelu se provozní hodnota podniku stanoví následovně:

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

kde:

H_b	provozní hodnota podniku brutto
$FCFF_t$	volný peněžní tok v roce t
WACC	diskontní míra na úrovni vážených nákladů kapitálu
PH	pokračující hodnota
T	délka první fáze v letech

Celková hodnota podniku pro vlastníky a věřitele (H_b), známá také jako Enterprise Value (EV), je tedy určena jako součet čisté současné hodnoty volného peněžního toku z explicitně projektovaného období (první fáze) a čisté současné hodnoty druhé fáze.

Pokračující hodnotou rozumíme druhou fázi výpočtu a podle Maříka (2018, s.212) ji lze stanovit dvěma způsoby:

- a) pomocí Gordonova vzorce

$$PH = \frac{FCFF_T \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

- b) pomocí parametrického vzorce

$$PH = \frac{KPHV_T \cdot (1 + g) \cdot (1 - CAPEX)}{WACC - g}$$

kde

$FCFF_T$	volný peněžní tok v posledním roce první fáze
g	tempo růstu
CAPEX	míra investic

Aby byl podnik schopen tvořit hodnotu, a mohl být výnosově oceněn metodou DCF je nutné, aby byly splněny dvě podmínky:

- podnik roste, tzn. roste především volný peněžní tok
- zároveň diskontní míra musí být větší než vážené náklady na kapitál

Délka první fáze by měla být určena předpokládaným obdobím nutným k určité stabilizaci podniku. Součástí stabilizace podniku je i stabilizace rentability investic a rentability investovaného kapitálu. (Mařík, 2018b, s. 30)

Odhad pokračující hodnoty by se neměl omezovat na Gordonův vzorec pro jeho dost málo položenou volbu koeficientu g. (Mařík a Maříková, 2006, s. 189)

Mařík (2011, s. 5) doporučuje, aby odhad pokračující hodnoty byl vždy postaven na odhadu obou hlavních generátorech hodnoty, tj. tempa růstu i rentability. Návazně doporučuje, aby vlastní propočet pokračující hodnoty vycházel z využití parametrického modelu, který je založen na analýze trhu. Výše investic vyplývá z míry investic CAPEX, tj. poměru tempa růstu a rentability čistých investic, nelze je libovolně vymýšlet.

Hodnota podniku netto (H_n) pro její vlastníky a věřitele je dána rozdílem mezi hodnotou podniku pro vlastníky a věřitele (H_b) a tržní hodnotou úročených cizích zdrojů s přihlédnutím k neprovoznímu majetku a neprovozním závazkům

Očekávané budoucí příjmy je třeba převést na současnou hodnotu pomocí **diskontní míry**. Pro stanovení současné hodnoty budoucího cash-flow je nutné určit diskontní faktor, který by měl věrně odrážet náklady příležitosti kapitálu. V případě diskontování čistých hotovostních toků k výpočtu hodnoty podniku pro vlastníky a věřitele podniku je využívána diskontní míra odpovídající váženému průměru nákladu kapitálu WACC

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

kde

n_{CK} náklady na cizí kapitál

d sazba daně z příjmu

CK tržní hodnota úročených cizích zdrojů

$n_{VK(z)}$ náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku

VK tržní hodnota vlastního kapitálu

K celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Při určení **nákladů na vlastní kapitál** se obvykle používá postup založený na **modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM)**. Tento model předpokládá, že tržní výnos akciového kapitálu je roven nákladům bezrizikového dlouhodobého kapitálu (R_f) plus prémie za riziko, která se rovná tržní odměně za riziko (rozdíl mezi očekávanou výnosností akciového trhu a bezrizikovou sazbou) násobené koeficientem vyjadřujícím příspěvek systematického rizika oceňovaného podniku k riziku akciového trhu, obecně známým jako β koeficient. Požadovaný výnos vlastního kapitálu se tedy určí

$$n_{VK} = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta$$

kde

- n_{VK} náklady vlastního kapitálu
 R_f bezriziková výnosnost
 $E(R_m)$ střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
 β koeficient beta

Pro stanovení zadlužené bety je možné použít tržní poměr vlastních a cizích zdrojů v daném sektoru podnikání. Kalkulace zadlužené bety je následující:

$$\beta_z = \beta \cdot \left[1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK} \right]$$

kde

- β_z zadlužená beta
 β nezadlužená beta
 d daňová sazba
 CK cizí kapitál
 VK vlastní kapitál

Podle Damodarana (2012, s. 195) jsou menší podniky s vyšším potenciálem růstu považovány za rizikovější než větší a stabilnější podniky. Zatímco odůvodnění tohoto argumentu je jasné, pokud hovoříme o celkovém riziku, při pohledu na tržní riziko nebo bety je to obtížnější. Nabízí se otázka, zda by měl mít menší podnik vyšší beta než větší podnik. Jedním z důvodů, proč se domnívat, že by měl, je hodnocení pákového efektu. Pokud jsou s investicemi do infrastruktury nebo úsporami z prodeje spojeny zřizovací náklady, mají menší firmy vyšší fixní náklady než větší firmy, což vede k vyšším betám těchto firem. U růstových firem se argument pro vyšší sazky opírá o pojem diskreční versus nediskreční nákupy. Aby rychle rostoucí firma dosáhla svého růstu, musí si její produkt osvojit noví zákazníci nebo stávající zákazníci musí kupovat více produktů. To, zda tak učiní, bude z velké části záviset na tom, jak dobře se cítí. To způsobuje, že zisky rychle rostoucích firem budou mnohem více záviset na tom, jak dobře se daří ekonomice, což zvýší jejich bety.

V případě hledání investiční hodnoty podniku se uplatňuje pro odhad nákladů vlastního kapitálu **stavebnicová metoda**, která k výnosnosti bezrizikových aktiv aplikuje rizikové

přirážky za obchodní riziko, finanční riziko a přirážku za sníženou likviditu. (Kislingerová, 2001, s. 200)

Pro určení **nákladů na cizí zdroje** se vychází ze skutečně sjednaných sazeb u oceňovaného podniku nebo tržních dat. V případě, že má podnik různou strukturu dluhů, lze náklady na cizí kapitál určit jako vážený aritmetický průměr z úrokových sazeb, které platí z těchto forem cizího kapitálu. (Dluhošová, 2021, s. 133).

Hodnota **váženého průměru nákladů kapitálu** se stanovuje na základě výše popsaných nákladů na vlastní a cizí zdroje a tržního poměru cizích a celkových zdrojů, který je v období explicitního plánu i perpetuity kalkulován buď na základě objemu očekávaných úročených cizích zdrojů v poměru k tržní hodnotě **metodou iterací** anebo se využívá opět tržních hodnot obvyklých v daném odvětví.

3.1.1.2 Metoda DCF Equity

Při použití **metody DCF Equity** se vychází z volných peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu H_n . (Mařík, 2018a, s. 193)

3.1.1.3 Metoda DCF APV

Metoda **DCF APV** dělí výpočet do dvou kroků jako metoda DCF Entity. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroku. V druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto (H_n). (Mařík, 2018a, s. 193)

Koller, Goedhart a Wessells (2020, s. 177) uvádí, že modely založené na WACC fungují nejlépe, když podnik udržuje relativně stabilní poměr dluhu k hodnotě. Pokud se očekává, že se poměr dluhu k hodnotě podnik změní, modely založené na WACC mohou stále poskytovat přesné výsledky, ale jejich použití je obtížnější. V takových případech doporučují alternativu k modelům založeným na WACC, a to upravenou současnou hodnotu (APV). APV specificky předpovídá a oceňuje jakékoli peněžní toky spojené s kapitálovou strukturou samostatně, než aby jejich hodnotu začleňovala do nákladů kapitálu.

3.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je standardně používána jako metoda „netto“ (nebo „equity“), tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu. Rozlišovány jsou dvě základní varianty kapitalizovaných čistých výnosů

1. Paušální metoda – vychází z historicky dosažených výsledků, ze kterých je odvozen tzv. roční trvale odnímatelný čistý výnos (TČV), který bude podnik s nejvyšší pravděpodobností generovat po datu ocenění, a vypočtena hodnota s využitím perpetuity. TČV je vyjádřen ve stálých cenách a kalkulovaná úroková míra je očištěna o inflaci, tedy na úrovni reálné míry. (Mařík, 2018a, S. 307-309)
2. Analytická metoda – vychází z finančního plánu čistých výnosů v 1. fázi a TČV odvozeného pro 2. fázi. Pro 1. fázi se sestavuje podrobný finanční plán, ze kterého je následně odvozen i roční trvale udržitelný čistý výnos pro 2. fázi.

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je obdobný jako u všech výnosových metod. Ocenění se provádí zvlášť pro provozně nutný a nepotřebný majetek. Nejprve je nutno upravit dosavadní výsledky hospodaření, následně buďto odvodit trvale odnímatelný výnos (paušální metoda) nebo prognózovat budoucí čisté výnosy (analytická metoda), odhadnout kapitalizační míru a provést vlastní propočet výnosové hodnoty buď analytickou nebo paušální metodou. (Mařík, 2018a, s. 300)

3.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Čižinská (2018, s. 218) uvádí, že metoda ekonomické přidané hodnoty vychází z předpokladu, že výnosová hodnota podniku je součtem hodnoty investovaného kapitálu k datu ocenění a současné hodnoty budoucích EVA, tedy hodnoty všech budoucích EVA diskontovaných na současnou hodnotu k datu ocenění. Samotný součet diskontovaných budoucích EVA zobrazuje výši primárního goodwillu nebo badwillu. Pod pojmem primární goodwill si můžeme představit hodnotu, která bude vytvořena nad rámec hodnoty investovaného kapitálu k datu ocenění díky tomu, že podnik bude dále provozován. V rámci metody EVA je tato část celkové výnosové hodnoty podniku označována jako tržní přidaná hodnota (MVA, Market Value Added).

Ukazatel EVA představuje čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Vyjádřeno matematicky:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC$$

kde

NOPAT	zisk z operační činnosti podniku
NOA	čistá operativní aktiva
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu

Jiný způsob vyjádření může být následující

$$EVA = (RONA - WACC) \cdot C$$

kde

RONA	rentabilita čistých operativních aktiv
------	--

Pokud je rentabilita čistých operativních aktiv vyšší, než jsou náklady na kapitál, dosahuje EVA kladných hodnot a podnik přispívá svou činností ke zvýšení hodnoty. (Knápková et al., 2017, s. 153)

Výpočet ekonomické přidané hodnoty se provádí ve čtyřech krocích:

- Úprava aktiv na tzv. čistá operativní aktiva (NOA) -
- Úprava výsledku hospodaření před zdaněním na tzv. čistý operativní zisk (NOPAT)
- Výpočet průměrných nákladů kapitálu (WACC)
- Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Úprava aktiv na tzv. čistá operativní aktiva (NOA) se provádí v následujících krocích

- Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány
- Vyčlenění neoperativních aktiv
- Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

Úprava výsledku hospodaření před zdaněním zahrnuje úpravy o nákladové úroky, výsledku hospodaření z prodeje DM, vyloučení a aktivaci položek souvisejících s leasingem.

Průměrné náklady na kapitál představují průměrné vážené náklady na vlastní a cizí kapitál.

3.1.4 Kombinované metody

Kombinované metody kombinují majetkové a výnosové ocenění podniku. (Mařík, 2018a, s. 316).

3.1.4.1 Metoda střední hodnoty

Výsledná hodnota se stanovuje průměrováním výnosové a majetkové hodnoty, jedná se o průměr vážený. Podle charakteru objektu ocenění jsou jednotlivým složkám přiřazeny váhy, jež jim přisuzují relativní podíl na konečném výsledku.

$$EV = v_1 \cdot IV + (1 - v_1) \cdot SV$$

kde

- EV hodnota podniku (Enterprise Value)
- IV hodnota výnosu (Income Value)
- SV hodnota substance (Substance Value)
- v_1 koeficient vyjadřující váhu výnosové hodnoty

Nutné je však upozornit, že metoda střední hodnoty nemůže být použita vždy. V zásadě lze její aplikaci doporučit pouze u „klasických“ podniků, kde převažují hmotná aktiva a je zde evidentní vazba majetkové a výnosové hodnoty, což splňují zejména průmyslové podniky. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 163)

3.1.4.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Filozofií metody je srovnání vyprodukovaného zisku s alternativním bezrizikovým výnosem investovaného kapitálu. Tento rozdíl je nazýván nadziskem, superziskem či mimořádnými čistými výnosy. Majetkové ocenění do propočtu vstupuje při určování výše investovaného kapitálu, to totiž odpovídá velikosti substance.

$$EV = \frac{E - i \cdot SV}{k}$$

kde

- EV hodnota podniku (Enterprise Value)
- E trvale udržitelný zisk (Earning)
- i kalkulovaný bezrizikový výnos
- SV hodnota substance (Substance Value)
- k míra kapitalizace

Kombinace majetkového a výnosového ocenění je této metodě vytýkána, avšak přístupy založené na nadzisku jsou v německy mluvících zemích velice oblíbené. (Vochozka a Mulač, 2012, s. 163-164)

3.2 Tržní metody ocenění podniku

Podle Maříka (2018, s. 343-363) přístup založený na srovnávacích charakteristikách oceňované společnosti či majetku je použitelný pouze tam, kde je dispozici dostatečné množství údajů o trhu srovnatelných transakcí. To předpokládá rozvinuté a dlouhodobé podmínky tržního hospodářství.

Rozeznáváme dvě základní varianty tržních metod:

1. přímé ocenění za základě dat kapitálového trhu,
2. ocenění metodou tržního porovnání

Metodu přímého ocenění z dat kapitálového trhu lze použít pouze u akciových společností veřejně obchodovaných na regulovaném trhu. Tržní kapitalizace je dána součinem tržní ceny akcie a počtem vydaných akcií. Existují úskalí této metody, a to volba časového okamžiku ocenění, rozdílnost mezních a průměrných cen.

Metoda tržního porovnání je uplatňována v těchto rovinách:

- a) metoda srovnatelných podniků – porovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovaných akcií,
- b) stanovení hodnoty podle údajů o společnostech uváděných na burzu – podpůrný přístup, neboť při IPO není množství dostupných informací o srovnatelné společnosti natolik rozsáhlé, aby umožnilo relativně přesně stanovit hodnotu oceňovaného podniku,
- c) metoda srovnatelných transakcí – srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly jako celek předmětem transakcí a známe jejich realizační cenu,
- d) metoda odvětvových násobitelů – pracuje s průměrnými daty v rámci odvětví a týká se zejména nekótovaných společností. Metoda je založena na konstrukci násobitele, který je určen poměrem známých tržních hodnot a vztahové veličiny.

Damodaran (2015, s. 562) uvádí, abychom mohli porovnávat hodnoty podobných aktiv na trhu, musíme hodnoty nějakým způsobem standardizovat. Lze je standardizovat vzhledem k

výnosům, které generují, k účetní nebo reprodukční hodnotě samotných aktiv nebo k výnosům, které generují. Násobitele je možné rozdělit do těchto kategorií:

- ziskové multiplikátory – P/E ratio, EV/EBIT, EV/EBITDA,
- majetkové multiplikátory – P/BV, Tobinovo q,
- výnosové multiplikátory – P/S ratio, V/S ratio,
- specifické multiplikátory – MV/zákazník.

3.3 Majetkové metody ocenění podniku

Podle Mařka (2018, s. 365) ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně přeceněných položek majetku, od něhož je odečtena suma individuálně přeceněných závazků. Metody jsou založeny na ekonomickém principu, že kupující nezaplatí za aktivum více, než kolik činí náklady na pořízení aktiva se stejnou užitečností. Majetkové metody předpokládají tzv. „going concern“ princip (předpoklad nekonečně dlouhé existence podniku) s výjimkou likvidační metody ocenění, která naopak předpokládá nucené ukončení činnosti.

3.3.1 Likvidační hodnota

Podle Mařka (2018, s.367) používána především u ztrátových podniků, pro podniky omezenou životností, pro odhad dolní hranice ocenění, při rozhodování mezi likvidací a sanací, jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku a při ocenění neprovozního majetku. Metodu lze zařadit i do výnosových metod, neboť hodnota je dána předpokládaným výnosem z likvidace. Likvidační metoda je používána nejen v případech, kdy se nepředpokládá další podnikání, ale likvidace společnosti, ale taktéž při zpochybnění going concern principu, kdy se předpokládá, že likvidace přinese větší zisk než další pokračování podnikání podniku.

3.3.2 Majetkové ocenění na předpokladu pokračování podniku

Majetkové ocenění podniku za předpokladu pokračování podniku podle Mařka (2018, s. 368) je pojímáno jako:

- a) ocenění na principu historických cen,
- b) ocenění na principu nákladů na znovupořízení,
- c) ocenění na principu úspory nákladů,

d) ocenění na principu tržních cen.

Účetní hodnota na principu historických cen udává, za kolik byl majetek pořízen. Tento postup ovšem vede ke značné odchylce vykazované hodnoty dlouhodobého majetku od ekonomické reality, s výjimkou případu, kdy jde o zcela nově pořízená aktiva podniku, u něhož dosud neleze usuzovat na další vývoj z důvodu krátkého trvání jeho existence. Výhodou je však velká průkaznost toho ocenění, neboť vychází ze zásad platných v účetnictví a často i auditorem ověřených údajů. Metoda bývá používána jako výchozí informace pro oceňovatele a základny pro posouzení výsledného ocenění.

Substanční metoda na principu nákladů na znovupořízení má za cíl nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování celého podniku. V závislosti na schopnosti zachycení všech položek jsou využívány dvě metody, a to úplná a neúplná. Jednotlivé položky jsou oceňovány izolovaně, tj. je stanovena hodnota každé položky pomocí nákladů znovupořízení/reprodukčních cen, jinými slovy stanovení současné pořizovací ceny se zohledněním morálního a technického opotřebení. Metoda je nejčastěji používána pro ocenění specializovaných aktiv (nemocnice, divadla, jednoúčelové stroje apod.). Dále je hojně používaná v pojišťovnictví, kde je potřebné stanovit hodnotu pro výpočet pojistného.

Substanční hodnotu na principu úspory nákladů je vhodné použít při rozhodování mezi koupí podniku a vybudováním nového „na zelené louce“. Klíčové zde jsou představy investora o budoucím podnikání a z ní plynoucí odhady investičních výdajů nutných pro vybudování nového závodu s adekvátními kapacitami. Hodnota majetkové podstaty podniku je pak dána schopností nahradit tyto plánované investiční výdaje s přihlédnutím k provozním nákladům. Pomocí této metody nejsou oceňovány izolovaně jednotlivé položky majetku, ale je pracováno s peněžními toky plynoucími z jednotlivých majetkových položek. Tato metoda je založena na principech vazeb k budoucnosti, ocenění podniku jako celku a na subjektivismu.

Majetkové ocenění na principu tržních hodnot je vhodné pro ocenění investičních či holdingových podniků – tedy tam, kde hodnota nespočívá v provozní činnosti, ale v držbě aktiv. Výsledná hodnota je dána součtem tržních hodnot jednotlivých položek majetku ponížených o závazky. Pakliže je u všech majetkových položek stanovena tržní hodnota, lze považovat i výsledek této metody na tržní hodnotu ocenění. Tento postup však není pro běžné provozní podniky vhodný, neboť je-li oceněna každá majetková položka tržní hodnotou předpokládáme, že teoreticky byla jako samostatná položka prodána. To je však neslučitelné s předpokladem dalšího pokračování podniku jako funkčního celku.

Použití substanční metody pro ocenění podniku není vhodné, pokud výpočet hodnoty nezohledňuje rovněž goodwill, resp. záporný goodwill. Substanční metoda staticky zachycuje stav a hodnotu majetku a dluhů k určitému datu bez ohledu na výnosnost toho to majetku pro vlastníky ve fungujícím podniku.

3.4 Aplikace metod oceňování podniku ve znalecké praxi

Nejpoužívanější metodou pro oceňování podniku ve znalecké praxi je při výnosovém ocenění podniku disponujícím výnosovým potenciálem metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele DCF Entity. Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA nebývá používána pro svou náročnost, protože prakticky zahrnuje majetkové i výnosové ocenění současně.

Taktéž nejsou používány metody kombinované, protože průměrují zjištěné hodnoty bez hlubšího zdůvodnění.

U podniků s omezeným výnosovým potenciálem, u nichž nepředpokládáme výraznější změny v podnikání, se používá pro ocenění paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Majetkové ocenění ve formě substanční hodnoty netto se používá při oceňování finančních holdingů. Taktéž své místo v oceňovací znalecké praxi má metoda stanovení likvidační hodnoty u podniků ztrátových či podniků, u nichž vypočtená výnosová hodnota je nižší než jejich hodnota likvidační.

Stěží si lze představit výsledek ocenění ve formě cenového rozpětím, zvláště u ocenění za účelem stanovení doplatků u fúzí či přiměřeného protiplnění pro menšinové akcionáře v nuceném přechodu na hlavního akcionáře podniku.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 ZÁKLADNÍ DATA O PODNIKU

Vybraná společnost je přední maloobchodní prodejce parfumerie (vůní, pleťové a dekorativní kosmetiky ve střední a vyšší cenové kategorii) v České republice s dlouholetou tradicí. Síť maloobchodních zahrnuje 42 prodejen (10 v Praze, 6 v Brně, 4 v Ostravě, po 3 prodejnách v Liberci, Olomouci, po 2 prodejnách v Hradci Králové, Opavě a po 1 prodejně v Českých Budějovicích, Chomutově, Děčíně, Jihlavě, Karlových Varech, Karviné, Plzni, Přerově, Prostějově, Táboře, Teplicích a Ústí nad Labem), 1 kosmetický salón a 1 La Prairie atelier. V obchodních centrech větších měst cílí hlavně na ženy 35+, zatímco v menších městech oslovuje i dospívající a mladší ženy. Přidanou hodnotou společnosti je servis poskytovaný zákazníkům s vyšší kupní silou na prodejnách. Příjmy z e-shopu nepředstavují významný podíl, společnost necílí primárně na nízkou cenu, ale snaží se e-shop koncipovat jako vstupní bránu do kamenných prodejen. Nejprodávanější vůně jsou známé značky jako Giorgio Armani či Versace a z péče La Prairie nebo Juvena.

4.1 Klasifikace ekonomických činností

Podle klasifikace CZ NACE hlavní ekonomickou činností je:

4778 - Ostatní maloobchod s novým zbožím ve specializovaných prodejnách

Ostatní ekonomické činnosti zahrnují:

74 - Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti

461 - Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení

471 - Maloobchod v nesespecializovaných prodejnách

731 - Reklamní činnosti

46900 - Nesespecializovaný velkoobchod

73200 - Průzkum trhu a veřejného mínění

96020 - Kadeřnické, kosmetické a podobné činnosti

4.2 Účetní kategorie podniku

Oceňovaná společnost podle ust. § 1b zák. č. 563/1991 Sb., o účetnictví, je kategorizována jako **střední účetní jednotka**. Střední účetní jednotkou je ta, která není mikro účetní jednotkou ani malou účetní jednotkou a k rozvahovému dni nepřekračuje alespoň 2 z uvedených hraničních hodnot

- a) aktiva celkem 500 000 000 Kč (314 377 000 Kč),
- b) roční úhrn čistého obratu 1 000 000 000 Kč (423 193 000 Kč),
- c) průměrný počet zaměstnanců v průběhu účetního období 250 (112)

4.3 Účel a předmět ocenění

Ocenění je zpracování za účelem určení přiměřeného protiplnění za akcie podniku pro účely nuceného přechodu účastnických cenných papírů podniku ve smyslu § 375 a násl. zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích, na hlavního akcionáře,

4.4 Kategorie hodnoty

Zásadní otázkou při oceňování podniků je vymezení standardu hodnoty, protože od toho se odvíjí též použití oceňovací metody i příslušné konkrétní postupy v rámci zvolené metody při oceňování. Určení přiměřeného vypořádání při vytěsnění minoritních akcionářů (tzv. squeeze-out) vychází z **tržní hodnoty** podniku a základem pro určení přiměřeného vypořádání je pak podíl na této tržní hodnotě připadající na jednu akcii (účetnický cenný papír).

4.5 Aplikovatelnost diskontů

Dle ustálené judikatury Nejvyššího soudu nesmí být hodnota akcie zjištěná znalcem při následném určování přiměřeného protiplnění snížena o diskont za minoritu a diskont za likviditu.

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA PODNIKU

5.1 Makroekonomická analýza podniku

Hodnota podniku je ovlivňována prostředím, ve kterém podnik působí. Ekonomické, daňové a právní prostředí v České republice vymezuje rámec, ve kterém se hodnota oceňovaného podniku bude pohybovat. Makroekonomická analýza podniku vychází z Makroekonomické predikce České republiky, zpracované MF ČR v lednu 2023.

Pandemií oslabenou světovou ekonomiku zasáhlo v roce 2022 několik šoků. Válka na Ukrajině snížila globální hospodářský růst a zintenzivnila inflační tlaky, zejména u cen potravin a energií. V řadě zemí byla míra inflace ve 2. polovině loňského roku nejvyšší od 80. let, na což centrální banky reagují postupným zvyšováním úrokových sazeb. Zdá se, že růst spotřebitelských cen již v řadě zemí dosáhl vrcholu, je ale otázkou, jak rychle se inflace vrátí do blízkosti inflačních cílů jednotlivých centrálních bank. Z hlediska plynulého fungování globálních dodavatelských řetězců je přetrvávajícím rizikem další vývoj pandemie, obzvláště v Číně.

Zatímco v 1. polovině loňského roku ekonomika navzdory nepříznivým okolnostem rostla, v 2. pololetí 2022 a na počátku letošního roku by měla projít mírnou recesí. Přesto se HDP za celý rok 2022 zvýšil odhadem o 2,3 %. Růst byl tažen investicemi do fixního kapitálu a zesílenou akumulací zásob. Výdaje domácností na konečnou spotřebu i přes řadu fiskálních stimulačních opatření mírně klesly, a to kvůli razantnímu nárůstu životních nákladů, zejména cen energií, a zpřísnění měnové politiky. V roce 2023 by HDP mohl klesnout o 0,5 %. Domácnosti se i v letošním roce budou potýkat s dopady vysoké inflace, jejich reálná spotřeba by se tak měla dále snížit. Spotřeba sektoru vládních institucí i tvorba hrubého fixního kapitálu budou působit prorůstově, meziročně slabší akumulace zásob však ekonomiku citelně zpomalí. Vliv celkově slabé domácí poptávky bude částečně tlumit saldo zahraničního obchodu.

Vysoká inflace zpomaluje ekonomický růst a snižuje životní úroveň obyvatel. K mimořádně silnému růstu spotřebitelských cen významně přispívají nejen potraviny, pohonné hmoty, elektřina, zemní plyn či imputované nájemné, ale i další kategorie zboží a služeb. Inflaci posilují také domácí poptávkové tlaky, které by však měly být tlumeny zvýšenými měnově-politickými sazbami a posilováním kurzu koruny. Díky energetickému úspornému balíčku meziroční inflace v závěru loňského roku výrazně poklesla, přesto však v průměru za celý rok dosáhla 15,1 %. Okolo této hodnoty by se meziroční inflace měla pohybovat i v 1.

čtvrtletí 2023, následně by měla postupně klesat. Průměrná míra inflace by tak letos měla zvolnit na 10,4 %.

Na trhu práce se nadále projevují nerovnováhy související s nedostatkem pracovníků. Míra nezaměstnanosti by tak navzdory mírné recesi a celkově slabé hospodářské dynamice v roce 2023 neměla příliš vzrůst – z průměrných 2,4 % v roce 2022 by se letos mohla zvýšit na 3,2 %. Přetrvávající napětí na trhu práce bude tlačit na růst mezd, který však bude zaostávat za inflací. Průměrná reálná mzda by tak po propadu v roce 2022 měla v letošním roce dále klesnout.

Tabulka 2 Hlavní ekonomické indikátory (MF ČR, leden 2023)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
		Aktuální predikce							Minulá predikce	
Nominální hrubý domácí produkt	<i>mld. Kč, b.c.</i>	5 111	5 411	5 791	5 709	6 109	6 749	7 308	6 674	7 092
	<i>růst v %, b.c.</i>	6,5	5,9	7,0	-1,4	7,0	10,5	8,3	9,3	6,3
Reálný hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	5,2	3,2	3,0	-5,5	3,6	2,3	-0,5	2,4	-0,2
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	4,0	3,5	2,7	-7,2	4,1	-0,7	-2,2	0,2	-0,8
Spotřeba vládních institucí	<i>růst v %, s.c.</i>	1,8	3,9	2,5	4,2	1,4	0,8	1,5	1,2	1,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu	<i>růst v %, s.c.</i>	4,9	10,0	5,9	-6,0	0,8	5,4	1,8	5,1	1,5
Příspěvek čistých vývozů k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	1,2	-1,2	0,0	-0,4	-3,6	0,2	0,9	0,0	0,8
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	<i>p.b., s.c.</i>	0,5	-0,5	-0,3	-0,9	4,8	0,8	-1,2	0,7	-1,4
Deflátor HDP	<i>růst v %</i>	1,3	2,6	3,9	4,3	3,3	8,0	8,8	6,7	6,5
Míra inflace spotřebitelských cen	<i>průměr v %</i>	2,5	2,1	2,8	3,2	3,8	15,1	10,4	15,0	9,5
Zaměstnanost (VŠPS)	<i>růst v %</i>	1,6	1,4	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,4	-0,9	-0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	<i>průměr v %</i>	2,9	2,2	2,0	2,6	2,8	2,4	3,2	2,5	3,1
Objem mezd a platů (dom. koncept)	<i>růst v %, b.c.</i>	9,2	9,6	7,8	0,1	5,9	9,3	6,7	10,0	7,4
Saldo běžného účtu	<i>% HDP</i>	1,5	0,4	0,3	2,0	-0,8	-5,8	-3,6	-5,4	-5,3
Saldo sektoru vládních institucí	<i>% HDP</i>	1,5	0,9	0,3	-5,8	-5,1	-3,6	-4,2	-4,6	-4,3
Předpoklady:										
Měnový kurz CZK/EUR		26,3	25,6	25,7	26,4	25,6	24,6	24,2	24,6	24,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	1,0	2,0	1,5	1,1	1,9	4,3	4,6	4,5	5,2
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	54	71	64	42	71	101	81	102	83
HDP eurozóny	<i>růst v %, s.c.</i>	2,8	1,8	1,6	-6,3	5,3	3,3	0,4	3,3	0,3

5.2 Vymezení relevantního trhu

Relevantní trh lze definovat jako trh produktů a služeb, které jsou z hlediska charakteristiky, ceny a zamýšleného použití shodné, porovnatelné nebo vzájemně zastupitelné, a to z pohledu geografického a produktového.

5.2.1 Geografické vymezení relevantního trhu

Podnik realizuje svou podnikatelskou činnost na území České republiky.

5.2.2 Produktové vymezení trhu

Produktově lze relevantní trh vymežit na péči o pleť, vlasovou péči, dekorativní kosmetiku, pánskou péči, vůně, ústní péči, tělovou kosmetiku a deodoranty.

5.2.3 Cílová skupina relevantního trhu

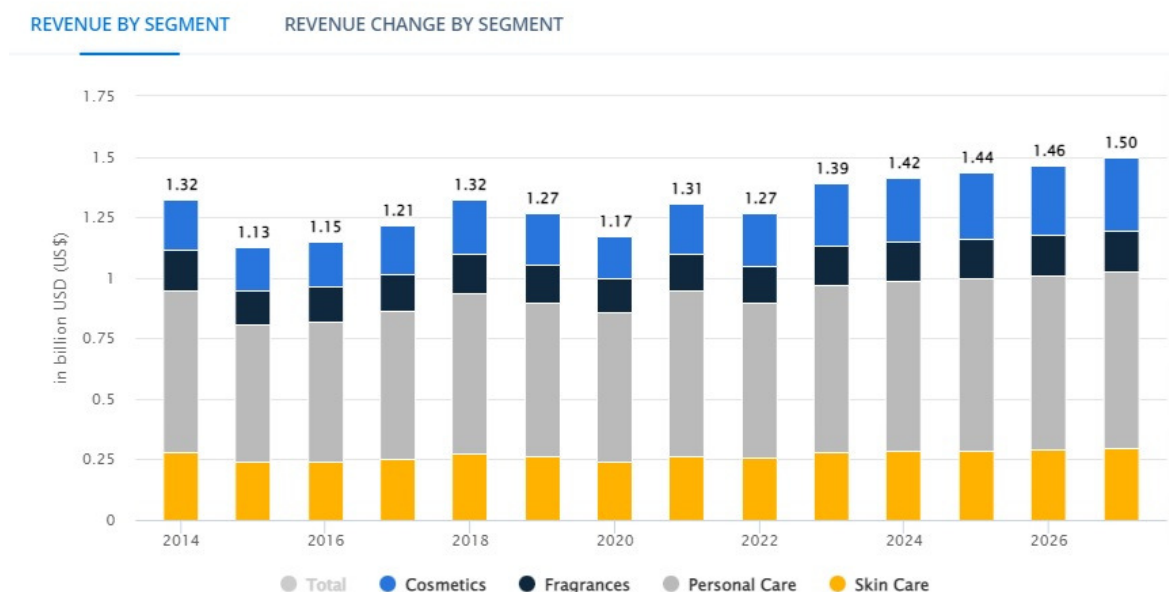
Cílovou skupinou zákazníků jsou zejména ženy ve věku od 25 do 45.

5.2.4 Základní tendence relevantního trhu

Trh s kosmetikou a osobní péčí je prosperující a patří k nejrychleji rostoucím spotřebitelským trhům. Hlavním důvodem tohoto silného růstu je generační obměna, kdy na trh vstupují mladí spotřebitelé. Tuto změnu zároveň posilují sociální média, globalizaci a on-line obchodování, které mají trvalý vliv na nákupní chování, pokud jde o kosmetické produkty. Trh s kosmetikou neustále globálně roste i přes finanční krize, a to díky silně konkurenčnímu prostředí, stárnoucí populaci i stále více o sebe pečujících mužů.

5.2.5 Velikost relevantního trhu

Pro vymezení velikosti relevantního trhu bylo použito údajů z platformy Statista. Relevantní trh byl vymezen z hlediska jednotlivých segmentů takto:



Graf 1 Velikost relevantního trhu (Statista)

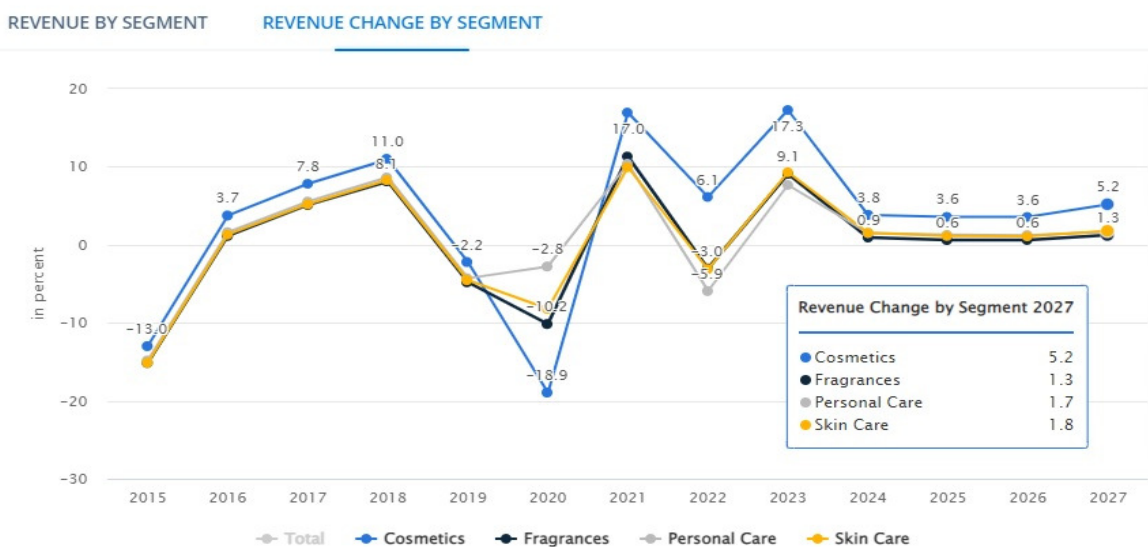
Největší podíl na relevantním trhu v České republice má péče o tělo (cca 1/2 trhu), péče o pleť (cca 1/5 trhu), kosmetika (cca 1/6 trhu) a vůně (cca 1/8 trhu).

Tržby v jednotlivých segmentech v období historických let 2018-2022 byly následující:

Tabulka 3 Historické tržby relevantního trhu (Statista)

	2018	2019	2020	2021	2022
Kosmetika	0,22	0,22	0,18	0,21	0,22
Vůně	0,16	0,15	0,14	0,15	0,15

Péče o tělo	0,66	0,63	0,62	0,68	0,64
Péče o pleť	0,28	0,26	0,24	0,27	0,26
CELKEM	1,32	1,26	1,18	1,31	1,27



Graf 2 Změny v tržbách dle segmentů (Statista)

Tabulka 4 Predikce růstu relevantního trhu (Statista)

(billions USD)	2023	2024	2025	2026	2027	Ø tempo	CAGR
Kosmetika	0,26	0,27	0,28	0,29	0,30	6,60 %	5,7 %
Vůně	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	2,60 %	2,5 %
Péče o tělo	0,69	0,70	0,71	0,72	0,73	2,70 %	2,4 %
Péče o pleť	0,28	0,29	0,29	0,29	0,30	2,90 %	2,2 %
CELKEM	1,39	1,42	1,45	1,47	1,50	3,40 %	3,0 %

Predikce relevantního trhu pro období let 2023-2027 předpokládá růst celkového trhu průměrným tempem 3 % dle CAGR, přičemž růst segment kosmetiky poroste nejrychleji (5,7 % dle CAGR).

5.2.6 Určení tržního podílu

Tržní podíl představuje podíl vybraného podniku na trhu prodeje s parfumerií a kosmetiky v České republice v síti maloobchodních prodejen.

Tabulka 5 Výpočet tržního podílu (vlastní zpracování)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Podnik	19%	19%	17%	16%	16%	16%	16%
Konkurent 1	22%	23%	27%	28%	30%	37%	35%
Konkurent 2	39%	39%	38%	39%	40%	33%	36%
Konkurent 3	20%	20%	18%	17%	14%	13%	13%
Odvětví	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tržní podíl vybraného podniku od roku 2015 klesl a stabilizoval se na úrovni 16 %.

5.3 Atraktivita trhu

5.3.1 Zákazníci

Cílovou skupinou zákazníků jsou zejména ženy ve věku od 25 do 45, které hledají kvalitní výrobky za přijatelné ceny. Prodejci nabízí zboží v nákupních centrech či samotných centrech města, kde cílí na zákazníky s vyšší kupní silou v lokalitách Praha a ostatní krajská města (Brno, Ostrava, Plzeň, Liberec, České Budějovice, Hradec Králové, Olomouc a Zlín).

5.3.2 Vyjednávací síla zákazníků

Zákazníci mají volbu mezi značným počtem kamenných prodejen či e-shopů, proto je vyjednávací síla zákazníků silná. Na trhu působí silný konkurenční boj, kde rozhoduje cena, kvalita a dodání zboží. Vzhledem k postavení podniku na trhu, lze její konkurenční rivalitu za slabou.

5.3.3 Vyjednávací síla dodavatelů

V oboru se podniká nepřeborné množství dodavatelů, proto je jejich vyjednávací síla relativně nízká.

5.3.4 Sezónnost prodeje

Tržby za kosmetiku podléhají sezónním výkyvům. Tři čtvrtiny tržeb jsou realizovány v posledním čtvrtletím roku, pro nákupy vánočních dáreků a ve dnech Marianne nebo Black Friday s příznivější cenou.

5.4 Analýza konkurence

Rozlišujeme dvě kategorie konkurence podle způsobu prodeje, a to prodej on-line (internetové obchody) a off-line (kamenné prodejny). V kamenných prodejnách se více na daří kosmetice a produktovém pro péči pro pleť. Do kamenných obchodů míří zákazníci, kteří si chtějí výrobky vyzkoušet. Pokud si výrobky zkoušet nepotřebují, tak raději volí levnější on-line nákup na internetu.

Maloobchodní řetězce mají své vlastní sítě kamenných prodejen. V rámci Česka je 18 prodejen konkurenta 1, 21 prodejen konkurenta 2 a necelá třicítka obchodů konkurenta 3. Síť oceňovaného podniku má zastoupení ve všech krajích ČR (42).

U internetových obchodů je obtížné, neboť e-shopy denně vznikají i zanikají. Na českém trhu cca 200 prodejen parfémů a luxusních parfémů a 150 velkoobchodů. Tyto velkoobchody však nerespektují výše uvedené členění. Často jsou subjekty dokonce zařazené v obou kategoriích. Největším on-line prodejcem parfémů jak v Evropě, tak i České republice je Notino.

Oceňovaný podnik je retailovým (maloobchodním) prodejcem kosmetiky, a tudíž její konkurenci lze spatřovat zejména mezi těmito společnostmi:

Konkurent 1

Koncern konkurenta 1 má své počátky v německém Hamburku, kde byl v roce 1821 založen jako „Parfumerie a továrna na mýdlo“. Vlastní éra úspěchu konkurenta 1 byla zahájena v roce 1969, kdy převzal šest parfumerií. Dnes má koncern více než 2 400 prodejen v 21 zemích Evropy. Konkurent 1 má v České republice 18 prodejen, z toho 8 v Praze, 2 v Brně a po jedné v Karlových Varech, Pardubicích, Ostravě, Plzni, Liberci, Hradci Králové, Olomouci a Zlíně.

Tabulka 6 Ekonomická výkonnost konkurenta 1 (vlastní zpracování)

Konkrent 1		2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej zboží, vlastních výrobků a služeb	tis.Kč	663 412	718 915	808 258	805 701	769 155
Tempo růstu tržeb vlastních výrobků a služeb	%	28,03%	8,37%	12,43%	-0,32%	-4,54%
Běžná likvidita		1,57	1,26	1,13	1,03	1,04
Zadluženost	%	79%	82%	75%	86%	90%
EBITDA marže	%	7,67%	5,79%	4,08%	1,98%	5,95%
EBIT marže	%	4,64%	2,14%	0,43%	-3,40%	0,36%
Rentabilita dlouhodobých zdrojů - ROCE	%	8,39%	3,59%	0,75%	-6,10%	0,69%

Konkurent 2

Konkurent 2. byl založen v listopadu 2001 jako 100 % dceřiná společnost francouzského kosmetického stejnojmenného řetězce. Společnost je součástí mezinárodního koncernu LVMH (Louis Vutton Moët Hennesy). Konkurent 2 prodává přibližně 300 značek v oblasti vůní, péče o pleť a make-up včetně vlastní privátní značky. Konkurent 2 má 21 prodejen, z toho 13 v Praze, 2 v Brně a v Liberci, a po jedné v Karlových Varech, Ostravě, Pardubicích a v Plzni.

Tabulka 7 Ekonomická výkonnost konkurenta 2 (vlastní zpracování)

Konkurent 2		2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	tis.Kč	958 047	1 022 809	1 072 514	721 723	787 829
Tempo růstu tržeb vlastních výrobků a služeb		6,48%	6,76%	4,86%	-32,71%	9,16%
Běžná likvidita		1,41	1,13	0,92	0,74	0,77
Zadluženost	%	60%	68%	77%	90%	93%
EBITDA marže	%	10,62%	7,96%	7,81%	-7,69%	3,63%
EBIT marže	%	7,03%	5,05%	4,44%	-11,49%	-0,72%
Rentabilita dlouhodobých zdrojů - ROCE	%	28,35%	18,13%	19,05%	-25,75%	-2,23%

Konkurent 3

Konkurent 3 je francouzskou společností založenou v roce 1984. Pod obchodním jménem konkurenta 3 provozuje v ČR prodej kosmetických potřeb společnost XY s.r.o. od roku 2004. Konkurent 3 má aktuálně 27 prodejen, z toho 4 v Praze, 3 v Olomouci, po dvou v Brně, Českých Budějovicích, Plzni, Teplicích, Zlíně a po jedné prodejně ve Frýdku-Místku, Hradci Králové, Karlových Varech, Kladně, Kolíně, Mladé Boleslavi, Mostu, Opavě, Ostravě a Ústí nad Labem.

Tabulka 8 Ekonomická výkonnost konkurenta 3 (vlastní zpracování)

Konkurent 3		2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	tis.Kč	449 135	439 633	387 285	288 145	279 813
Tempo růstu tržeb vlastních výrobků a služeb		0,47%	-2,12%	-11,91%	-25,60%	-2,89%
Běžná likvidita		0,84	1,75	1,75	1,71	1,52
Zadluženost	%	208%	91%	119%	77%	96%
EBITDA marže	%	-1,79%	-10,00%	-14,80%	-20,35%	-12,84%
EBIT marže	%	-4,35%	-12,88%	-17,26%	-23,93%	-15,87%
Rentabilita dlouhodobých zdrojů - ROCE	%	-13,23%	-37,62%	-51,78%	-50,94%	-439,64%

Tabulka 9 Ekonomická výkonnost vybraného podniku (vlastní zpracování)

VYBRANÝ PODNIK		2017	2018	2019	2020	2021
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	tis.Kč	422 933	429 245	434 568	347 055	344 488
Tempo růstu tržeb vlastních výrobků a služeb		-0,21%	1,49%	1,24%	-20,14%	-0,74%
Běžná likvidita		1,49	1,39	1,34	1,60	1,52
Zadluženost	%	60%	58%	60%	60%	55%
EBITDA marže	%	9,08%	8,93%	7,96%	7,17%	11,10%
EBIT marže	%	8,64%	8,49%	7,46%	6,35%	10,35%
Rentabilita dlouhodobých zdrojů - ROCE	%	14,70%	14,42%	12,02%	8,14%	11,71%

Vyhodnocení podniku s konkurencí

Srovnáním zjišťujeme, že vybraný podnik jako jediný po dobu pandemie dosáhl zisku. Poklesu tržeb čelily všechny společnosti z důvodu uzavření kamenných prodejen.

Do období pandemie z hlediska dosahovaných tržeb oceňovaný podnik vykazuje srovnatelných hodnot jako konkurent 3, konkurent 1 a konkurent 2 dvojnásobných. Výrazný růst tržeb u konkurenta 2 je doprovázen poklesem ziskových marží.

Historicky v nepandemickém období výši EBITDA marže oceňovaný podnik udržuje v pásmu 8-9 %. Jen konkurent 2 vykazoval vyšší marži než vybraný podnik 8-11 %, Konkurent 3 trvale vykazuje zápornou marži, konkurent 1 4-5,5 % (po vyloučení extrémních hodnoty v roce 2015). EBIT marže je nejvyšší ze všech srovnávaných společností a pohybovala se v pásmu 12-15 %, u konkurenta 2 5-10 % a konkurenta 1 2-5 %.

Konkurenční společnosti pracují i s vyšší mírou zadluženosti, avšak jsou schopny díky vyšší rentabilitě ji výrazně snižovat (vyjma konkurenta 3). Z hlediska tržního podílu nelze u oceňované společnosti očekávat jeho růst, poněvadž vyšší ziskové marže nepovedou k výraznému růstu tržeb.

Závěr vyhodnocení podniku s konkurencí (v nepandemickém období):

- likvidita: oborový průměr
- zadluženost: nižší oborový průměr
- zisková marže: vysoká EBIT i EBITDA marže
- rentabilita dlouhodobých zdrojů: vysoká úroveň

5.5 SWOT analýza

Silná stránka

- Zavedený podnik s dlouhou historií
- Vnímání zákazníka
- Loajální zákazníci
- Osobní přístup k zákazníkovi

Slabá stránka

- Vyšší ceny oproti on-line prodejčům
- Užší produktové portfolio
- Nižší podvědomí o značce oproti konkurenci
- Nedostatečné využívání technologií a inovací

Příležitost

- Vznik nových segmentů
- Zvýšení podvědomí o společnosti

Hrozby

- Posilování tržního podílu on-line prodeje
- Mění se potřeby zákazníka
- Nepříznivý vývoj vnějšího prostředí
- Bariéry vstupu na zahraniční trhy

6 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU

Účelem finanční analýzy je posoudit finanční situaci vybraného podniku, zanalyzovat a zhodnotit hospodaření společnosti v období let 2018–2022 a identifikovat hlavní činitele, které ovlivňují celkové výsledky hospodaření. Finanční analýza je také podkladem a východiskem pro zpracování finančního plánu. K vypracování finanční analýzy bylo použito účetních výkazů, výročních zpráv a zpráv o hospodaření vybraného podniku z let 2018-2022. Data pocházejí z účetních závěrek, které byly ověřeny nezávislým auditorem (vyjma roku 2022). Na základě výroku „bez výhrad“ lze považovat údaje v nich obsažené za věrně a poctivě zobrazující stav aktiv, závazků, vlastního kapitálu a finanční situace.

6.1 Absolutní ukazatele

Výchozím bodem finanční analýzy je vertikální a horizontální rozbor finančních výkazů. V případě horizontální analýzy se sleduje vývoj zkoumané veličiny v čase, nejčastěji ve vztahu k nějakému minulému období. Vertikální analýza sleduje strukturu finančního výkazu vztahenou k nějaké veličině.

6.1.1 Horizontální analýza

Tabulka 10 Horizontální majetková rozvaha vybraného podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Změna 2018 - 2019		Změna 2019 - 2020		Změna 2020 - 2021		Změna 2021 - 2022	
	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index
AKTIVA CELKEM	6 860	2%	-4 923	-2%	22 167	7%	-54 825	-17%
Stálá aktiva	0		0		0		0	
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 850	14%	-1 931	-6%	1 245	4%	2 013	6%
Dlouhodobý hmotný majetek	252		-84	-33%	-84	-50%	-84	-100%
Dlouhodobý finanční majetek	3 598	13%	-1 847	-6%	1 329	4%	2 097	7%
Oběžná aktiva	0		0		0		0	
Zásoby	5 790	2%	7 685	3%	14 611	6%	-38 843	-14%
Pohledávky	5 092	3%	-6 933	-4%	-19 128	-12%	-9 319	-7%
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	1 811	9%	-1 931	-9%	-6 055	-32%	19 597	152%
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	0		0		0		0	
Peněžní prostředky	-1 113	-2%	16 549	28%	39 794	52%	-49 121	-42%
Čas. rozlišení aktiv	-2 780	-9%	-10 677	-37%	6 311	35%	-17 995	-74%

Tabulka 11 Horizontální finanční analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Změna 2018 - 2019		Změna 2019 - 2020		Změna 2020- 2021		Změna 2021 - 2022	
	abs.	index	abs.	index	abs.	index	abs.	index
PASIVA CELKEM	6 860	2%	-4 923	-2%	22 167	7%	-54 825	-17%
Vlastní kapitál	3 857	3%	-3 865	-3%	27 315	23%	-5 648	-4%
Základní kapitál	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Fondy ze zisku	0		0		0		0	
VH minulých let (+/-)	0		0		0		0	
VH běžného účetního období (+/-)	8 049	12%	3 857	5%	16 135	21%	-2 685	-3%
Cizí zdroje	-4 192	-15%	-7 722	-32%	11 180	69%	-2 963	-11%
Rezervy	0		0		0		0	
Závazky	9 245	5%	-3 002	-2%	-3 384	-2%	-48 230	-27%
Dlouhodobé závazky	0		0		655		995	152%
Krátkodobé závazky	9 245	5%	-3 002	-2%	-4 039	-2%	-49 225	-28%
Časové rozlišení pasiv	-423	-74%	-149	-100%	0		1 745	

Tabulka 12 Horizontální analýza výsledovky (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	Změna 2019 - 2020		Změna 2020- 2021		Změna 2021 - 2022	
	abs.	index	abs.	index	abs.	index
Tržby z prodeje výrobků a služeb	-6 242	-23%	-5 458	-26%	5 506	36%
Tržby za prodej zboží	-81 271	-20%	2 891	1%	67 306	20%
Výkonová spotřeba	-56 098	-16%	-6 404	-2%	39 163	14%
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	0		0		0	
Aktivace (-)	0		0		0	
Osobní náklady	-446	-1%	-356	-1%	3 959	9%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	645	29%	-232	-8%	2 288	88%
Ostatní provozní výnosy	21 124	8765%	9 693	45%	-25 678	-83%
Ostatní provozní náklady	-21	-3%	817	116%	1 005	66%
Provozní VH (+/-)	-10 469	-30%	13 301	55%	719	2%
Výnosy z ostatního DFM	0		0		0	
Výnosové úroky	0		0		0	
Nákladové úroky	0		0		0	
Ostatní finanční výnosy	0		0		0	
Ostatní finanční náklady	-3	-12%	13	57%	277	769%
Finanční výsledek hospodaření (+/-)	0		0		0	
Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	-857	-33%	-254	-15%	3 329	228%
Daň z příjmů	133	196%	183	91%	-184	-48%

Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	36	1%	-129	-5%	404	17%
Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	951	19%	579	14%	-3 640	-107%
Čistý obrat za účetní období	-9 518	-32%	13 880	68%	-2 921	-9%

Pokles hodnoty aktiv v posledním sledovaném roce souvisí s poklesem výše zásob a peněžních prostředků. Výše tržeb má z důvodu pandemie kolísavou tendenci, což se projevuje i v provozním výsledku hospodaření. Vliv finančního výsledku hospodaření vlivem nízkých hodnot cizích úročených zdrojů je nevýznamný na celkovém výsledku hospodaření.

6.1.2 Vertikální analýza

Tabulka 13 Vertikální majetkové analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

	index	index	index	index	index
	2018	2019	2020	2021	2022
AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Stálá aktiva	9,3%	10,4%	9,9%	9,6%	12,3%
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	9,3%	10,3%	9,9%	9,6%	12,3%
Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Oběžná aktiva	80,2%	80,3%	84,1%	82,9%	85,3%
Zásoby	53,8%	54,2%	52,8%	43,4%	48,7%
Pohledávky	6,3%	6,8%	6,2%	4,0%	12,0%
Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Peněžní prostředky	20,1%	19,3%	25,1%	35,6%	24,7%
Časové rozlišení aktiv	10,4%	9,3%	5,9%	7,5%	2,3%

V majetkové struktuře mají zásadní podíl oběžná aktiva. Značná část aktiv je alokována v zásobách a peněžních prostředcích. Podíl peněžních prostředků je u společnosti (20-35 %) výrazně vyšší než v odvětví. Podnik nevyužívá pořízení majetku prostřednictvím finančního leasingu.

Tabulka 14 Vertikální finanční analýza vybraného podniku (vlastní zpracování)

	index	index	index	index	index
	2018	2019	2020	2021	2022
PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vlastní kapitál	39,5%	39,9%	39,3%	45,0%	52,0%
Základní kapitál	8,8%	8,6%	8,8%	8,2%	9,8%
Ážio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fondy ze zisku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Výsledek hosp. min. let (+/-)	21,4%	23,5%	25,2%	28,4%	33,2%
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	9,3%	7,7%	5,3%	8,4%	9,0%

Cizí zdroje	58,1%	59,8%	59,8%	54,7%	47,9%
Rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,6%
Závazky	58,1%	59,8%	59,8%	54,5%	47,3%
Dlouhodobé závazky	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%
Krátkodobé závazky	57,9%	59,7%	59,8%	54,5%	46,7%
Časové rozlišení pasiv	2,4%	0,3%	1,0%	0,4%	0,1%

Podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech vlivem pandemie kolísá. Podíl cizích zdrojů klesá, z důvodu tvorby zisku a jeho kumulace ve formě nerozděleného zisku minulých let. Tvorba rezerv je minimální. Pokles krátkodobých závazků snižuje jejich podíl na celkových pasivech. Společnost využívá bankovního dluhového financování. Položky časového rozlišení pasiv jsou nevýznamné.

Tabulka 15 Vertikální rozvaha nákladů a výnosů vybraného podniku (vlastní zpracování)

	index	index	index	index	index
	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby z prodeje výrobků a služeb	8,1%	6,2%	6,0%	4,4%	5,0%
Tržby za prodej zboží	91,9%	93,8%	94,0%	95,6%	95,0%
Výkonová spotřeba	80,5%	80,7%	84,8%	83,6%	78,4%
Změna stavu zásob vl. činnosti (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivace (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Osobní náklady	10,0%	10,7%	13,3%	13,3%	11,9%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	0,4%	0,5%	0,8%	0,8%	1,2%
Ostatní provozní výnosy	0,2%	0,1%	6,2%	9,0%	1,3%
Ostatní provozní náklady	0,2%	0,2%	0,2%	0,4%	0,6%
Provozní VH (+/-)	9,0%	8,0%	7,0%	10,9%	9,2%
Nákladové úroky	0,4%	0,6%	0,5%	0,4%	1,1%
Ostatní finanční výnosy	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Ostatní finanční náklady	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
Finanční VH (+/-)	-0,9%	-1,1%	-1,2%	-1,0%	-1,7%
VH před zdaněním (+/-)	8,2%	6,9%	5,9%	9,9%	7,5%
Daň z příjmů	1,6%	1,4%	1,2%	2,0%	1,7%
VH po zdanění (+/-)	6,5%	5,5%	4,6%	7,9%	5,8%
VH za účetní období (+/-)	6,5%	5,5%	4,6%	7,9%	5,8%
Čistý obrat za účetní období	100,2%	100,1%	106,2%	109,1%	101,4%

Podnik je čistě obchodním podnikem, tudíž většina tržeb je realizována ve formě tržeb za prodeje zboží. Podíl výkonové spotřeby na tržbách kolísá.

6.2 Rozdílové ukazatele

Rozdílové ukazatele slouží zejména k hodnocení likvidity podniku (likvidita vyjadřuje souhrn všech potenciálně likvidních prostředků, které má podnik k dispozici pro úhradu svých splatných závazků). Fond je chápán jako agregace (shrnutí) určitých stavových

ukazatelů vyjadřujících aktiva nebo pasiva, resp. rozdíl mezi souhrnem určitých položek krátkodobých aktiv a určitých položek krátkodobých pasiv (tzv. čistý fond).

Pro zajištění likvidity sledují podniky zejména:

- čistý pracovní kapitál (ČPK = oběžná aktiva – krátkodobé cizí zdroje)

Tabulka 16 Rozdílové ukazatele vybraného podniku (vlastní zpracování)

(v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022
	Oběžná aktiva	242 198	247 988	255 673	270 284
Zásoby	162 323	167 415	160 482	141 354	132 035
Peněžní prostředky	60 766	59 653	76 202	115 996	66 875
Peněžní prostředky v pokladně	109	177	105	252	90
Peněžní prostředky na účtech	60 657	59 476	76 097	115 744	66 785
Krátkodobé závazky	174 761	184 429	181 576	177 537	126 567
Krátkodobé závazky	174 761	184 429	181 576	177 537	126 567
Čistý pracovní kapitál	67 437	63 559	74 097	92 747	104 874

Hodnota čistého pracovního kapitálu v průběhu sledovaných let roste.

6.3 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele jsou podle zkoumaných oblastí rozděleny do čtyř skupin:

- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele likvidity
- Ukazatele stability

Poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo i více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu. Nejčastěji vycházejí z účetních dat (rozvahy a výkazu zisku a ztráty). Údaje zjištěné z rozvahy mají charakter stavových ekonomických veličin, naproti tomu údaje z výkazu zisku a ztráty jsou veličinami tokovými, protože zachycují výsledky za určité období.

Tabulka 17 Ukazatele rentability vybraného podniku (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatelé rentability					
Rentabilita aktiv (ROA)	9%	8%	5%	8%	9%
Rentabilita VK (ROE)	24%	19%	14%	19%	17%
Rentabilita tržeb (ROS)	7%	5%	5%	8%	6%
Rentabilita dl. kap. (ROCE)	23%	19%	14%	19%	17%

Společnost vykazuje vysoké hodnoty všech rentabilit, je **trvale zisková**. Rentabilita tržeb je stabilní a pohybuje v pásmu 5-8 %. Výsledky rentabilit v roce 2020 jsou ovlivněny pandemií Covid-19. Rentabilita celkového kapitálu ROA je vyšší než úroková sazba cizích zdrojů, tudíž zvýšené zadlužení zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu ROE (pozitivní působení finanční páky). Rentabilita vlastního kapitálu podniku se pohybuje v pásmu 17-24 %.

Tabulka 18 Ukazatele likvidity vybraného podniku (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatelé likvidity					
Běžná likvidita (likvidita III. stupně)	1,39	1,34	1,41	1,52	1,83
Pohotová likvidita (likvidita II. stupně)	0,46	0,44	0,52	0,73	0,79
Okamžitá likvidita (likvidita I. stupně)	0,35	0,32	0,42	0,65	0,53

Ukazatele běžné, pohotové i okamžité likvidity dosahují vysokých hodnot a převyšují doporučené hodnoty.

Tabulka 19 Ukazatele aktivity vybraného podniku (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatelé aktivity					
Obrat aktiv	1,42	1,41	1,14	1,06	1,54
Obrat stálých aktiv	15,22	13,55	11,52	10,98	12,54
Obrat DHM	15,22	13,66	11,58	11,01	12,54
Obrat oběžných aktiv	1,77	1,75	1,36	1,28	1,81
Obrat zásob	2,65	2,60	2,16	2,44	3,17
Doba obratu aktiv (ve dnech)	257	259	320	345	236
Doba obratu stálých aktiv (ve dnech)	24	27	32	33	29
Doba obratu závazků (ve dnech)	149	155	191	188	112
Doba obratu oběžných aktiv (ve dnech)	206	208	269	286	202
Doba obratu zásob (ve dnech)	138	141	169	150	115
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	16	18	20	14	28

Obrat celkových aktiv se pohybuje v rozmezí 1,06 – 1,54, tedy nad minimální doporučenou hodnotu 1. Doba obratu zásob je poměrně stabilní 115-169 dnů. Doba obratu pohledávek je 14-28 a doba obratu závazků 112-191 dnů.

Tabulka 20 Ukazatele zadluženosti vybraného podniku (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
Ukazatelé zadluženosti					
Celková zadluženost	58%	60%	60%	55%	48%

Míra zadluženosti	147%	150%	152%	122%	92%
Dlouhodobé krytí aktiv	0,40	0,40	0,39	0,45	0,53
Poměr dlouh. dluhů k VK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Dlouhodobé zdroje/DM	1,0	1,0	1,84	2,23	2,63
Úrokové krytí	23,73	12,60	12,85	24,40	7,53

Celková zadluženost vykazuje klesající tendenci a je pod úrovní doporučených hodnot. Dlouhodobý majetek je krytý dlouhodobým kapitálem, což svědčí o jeho vysoké finanční stabilitě. Hodnoty úrokového krytí se nachází vysoko nad doporučenou úrovní (5), společnost nemá problém vytvářet zisk na platbu úroků.

6.4 Souhrnné ukazatele

Index IN05

$$IN05 = 0,13 * A + 0,04 * B + 3,97 * C + 0,21 * D + 0,09 * E$$

Tabulka 21 Index IN05 (vlastní zpracování)

Ukazatel	2018	2019	2020	2021	2022
aktiva / cizí kapitál	1,72	1,67	1,67	1,83	2,09
EBIT / nákladové úroky	9,00	9,00	9,00	9,00	7,53
EBIT / celková aktiva	0,12	0,11	0,07	0,11	0,13
tržby / celková aktiva	1,42	1,41	1,14	1,06	1,54
oběžná aktiva / krát. závazky	4,64	1,39	1,34	1,41	1,52
Výsledný index	1,49	1,41	1,23	1,39	1,59

IN05 > 1,6

podnik tvoří hodnotu

0,9 < IN05 < 1,6

šedá zóna nevyhraněných výsledků

IN05 < 0,9

podnik hodnotu netvoří (ničí)

Podle ukazatele IN05 nelze říct, zda podnik tvoří hodnotu.

Altmanův index Z-score

$$Z = 0,717 * X1 + 0,847 * X2 + 3,107 * X3 + 0,42 * X4 + 0,998 * X5$$

Tabulka 22 Altmanův index Z-score (vlastní zpracování)

Ukazatel	2018	2019	2020	2021	2022
X1	0,22	0,21	0,24	0,28	0,39
X2	0,21	0,24	0,25	0,28	0,33
X3	0,12	0,11	0,07	0,11	0,13
X4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
X5	1,42	1,41	1,14	1,06	1,54
Výsledný index Z	2,39	2,33	2,03	2,16	2,91

Z > 2,9

podnik je v dobré situaci

1,2 < Z < 2,9

šedá zóna nevyhraněných výsledků

Z < 1,2

u podniku je velmi pravděpodobný bankrot

Dle Altmanova indexu je podnik v dobré situaci ke dni ocenění (2022).

7 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Východiskem pro aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je finanční plán podniku. Finanční plán podniku byl zpracován s výhledem do roku 2026. Finanční plán podniku nenahrazuje standardní finanční a obchodní plán, který podnik vyhotovuje pro vlastní obchodní a finanční potřebu. Cílem finanční projekce je zjistit hodnotu vlastního kapitálu společnosti. Plánovaná tempa růstu byla stanovena po provedení horizontální analýzy výnosů, nákladů a rozvahy. Procentní struktura výnosů, nákladů a rozvahy byla stanovena na základě vertikální analýzy. Finanční plán ve tvaru výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků je přílohou této práce.

Zásady uplatněné při modelování finančního plánu

- plán tržeb za prodej zboží a služeb vychází především z předpokládaných objemů tržeb za vůně, pleťovou a dekorativní kosmetiku
- výkonová spotřeba je plánována ve vazbě na předpokládaný objem výkonů
- plánovaný objem mzdových prostředků vychází z předpokládaného stavu zaměstnanců a tempa růstu přidané hodnoty
- plánování odpisů vychází z odhadu časové řady odpisů stávajícího majetku a odpisů z nově plánovaných investic
- plán krátkodobých pohledávek kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu pohledávek
- plán zásob kalkulován ve vazbě k odpovídajícím výnosům s přihlédnutím k době obratu zásob plánování finančního majetku – výsledná veličina plánu určena ve výkaze peněžních toků v důsledku vybilancovatelnosti rozvahy
- plánování krátkodobých závazků plánováno
 - a) s ohledem na dobu splatnosti
 - b) ve vazbě na oběžná aktiva tak, aby hodnota pracovního kapitálu byla vždy kladná
- plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku
 - a) při respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
 - b) zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
 - c) snižování o plánované odpisy

- pro zachování tvorby hodnoty společnosti investice budou mírně převyšovat odpisy
- plánování stálých pasiv – financování vlastním i cizím kapitálem

7.1 Plánované provozní výnosy

Strategickou analýzou bylo zjištěno, že tržní podíl vybraného podniku je stabilní na úrovni 16 % obsluhovaného trhu off-line maloobchodu. Tempo růstu relevantního trhu měřeného dle CAGR pro budoucí období se očekává na úrovni 3 %. Vzhledem k tomu, že tržní podíl vybraného podniku je dlouhodobě stabilní lze očekávat, že i tržby vybraného podniku porostou tempem růstu trhu.

Tabulka 23 Tržby za prodej zboží (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Tempo růstu tržeb za prodej zboží v %	1,44	3,35	-19,94	0,89	20,45
Tržby za prodej zboží v tis. Kč	394 349	407 550	326 279	329 169	396 476

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tempo růstu tržeb za prodej zboží v %	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Tržby za prodej zboží v tis. Kč	408 370	420 621	433 240	446 237	459 624	473 413

Tabulka 24 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Tempo růstu tržeb v %	2,05	-22,58	-23,10	-26,27	35,94
Tržby v tis. Kč	34 896	27 018	20 776	15 318	20 824

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tempo růstu	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Tržby v tis. Kč	21 449	22 092	22 755	23 438	24 141	24 865

7.2 Plánované provozní náklady

Největší část nákladů v kosmetice je vynakládána na reklamu, přibližně 30 % z maloobchodní ceny. Tyto náklady zahrnují i podporu prodeje (testery, vzorky, dárky atd.), školení personálu a nákup práv ke značce. Náklady na reklamu si mezi sebe dělí distributor a výrobce ze svých obchodních marží.

Tabulka 25 Náklady na prodané zboží (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na prodané zboží / Tržby za zboží	55,41	54,85	55,31	56,26	54,52
Náklady na prodané zboží v tis. Kč	218 501	223 540	180 480	185 192	216 139

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Náklady na prodané zboží / Tržby za zboží v %	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00
Náklady na prodané zboží v tis. Kč	224 604	231 342	238 282	245 430	252 793	260 377

Tabulka 26 Spotřeba materiálu a energie (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Spotřeba materiálu a energie / Tržby celkem v %	4,17	4,38	3,85	2,81	4,03
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	17 896	19 027	13 350	9 692	16 831

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Spotřeba materiálu a energie / Tržby celkem v %	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Spotřeba materiálu a energie v tis. Kč	17 193	17 709	18 240	18 787	19 351	19 931

Tabulka 27 Náklady na služby (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Náklady na služby / Tržby v %	25,41	24,84	28,98	27,04	22,58
Náklady na služby v tis. Kč	109 080	107 954	100 593	93 125	94 212

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Náklady na služby / Tržby v %	22,75	23,00	23,00	23,00	23,00	23,000
Náklady na služby v tis. Kč	97 784	101 824	104 879	108 025	111 266	114 604

7.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál zahrnuje krátkodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky vyjma krátkodobých bankovních úvěrů. V projekci je provedeno započtení pouze v provozně nutném rozsahu, tzn. krátkodobý finanční majetek dle okamžité likvidity a ostatní položky pracovního kapitálu dle počtu obrátek

Tabulka 28 Pracovní kapitál (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
Počet obrátek krátkodobých pohledávek	0,045	0,045	0,051	0,038	0,078
Počet obrátek zásob	0,378	0,385	0,462	0,410	0,316
Počet obrátek krátkodobých závazků	0,209	0,205	0,235	0,225	0,195

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Počet obrátek krátkodobých	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Počet obrátek zásob	0,325	0,325	0,325	0,325	0,325	0,325
Počet obrátek krátkodobých závazků	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Krátkodobé pohledávky	19 342	19 922	20 520	21 135	21 769	22 423
Zásoby	139 691	143 882	148 198	152 644	157 224	161 940
Krátkodobé závazky	85 964	88 543	91 199	93 935	96 753	99 656

7.4 Investice a odpisy

Plánování dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je založeno na

- a) respektování stavu majetku v posledním historickém vývoji
- b) zvyšování o plánovanou obnovu, rekonstrukce a investice
- c) snižování o plánované odpisy

V průběhu konvergenční fáze bude společnost investovat do pracovního kapitálu a fixních aktiv tak, aby si zachovala svoji hodnotu. Výše investičních výdajů do fixních aktiv bude odpovídat výši odpisů. Vzhledem k tomu, že podnik je obchodní společností s převažujícím oběžným majetkem, výše kapitálových investic na úrovni odpisů je dostatečná pro tvorbu hodnoty podniku.

Tabulka 29 Investice a odpisy (vlastní zpracování)

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Investice v tis. Kč	1 888	1 800	3 000	2 850	2 850	2 850
Odpisy v tis. Kč	3 780	3 300	3 000	2 850	2 850	2 850

7.5 Zisková marže

Průměrná zisková marže EBITDA (EBIT) v letech 2017 až 2021 činila 8,96 % (8,22 %).

Tabulka 30 Zisková marže (vlastní zpracování)

Rok	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA margin v %	8,93	7,96	7,17	11,06	9,68
EBIT margin v %	8,49	7,4	6,3	10,30	8,51

Pro období let 2023 až 2028 předpokládáme mírný pokles ziskové marže EBITDA (EBIT) 7,97 % resp. 7,30 %.

Rok	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA margin v %	8,03	7,78	7,84	7,95	8,07	8,18
EBIT margin v %	7,15	7,03	7,18	7,35	7,48	7,61

8 POUŽITÉ METODY OCENĚNÍ

Hodnota podniku je podle obecně pojmána jako hodnota aktiv snížená o hodnotu dluhů. Při určování této hodnoty je třeba rozlišovat hodnotu tržní a hodnotu subjektivní. Subjektivní hodnotou je hodnota z pohledu konkrétního investora. Měla by odrážet jeho konkrétní možnosti, cíle i náklady příležitosti. Tržní hodnota by měla vyjadřovat názor trhu, resp. širšího okruhu investor, na perspektivu podniku a zároveň na alternativní výnosnost investic do běžně obchodovaných cenných papírů na kapitálovém trhu.

Hodnotu vlastního kapitálu lze stanovit dvěma způsoby:

1. jako součet jednotlivých položek majetku snížený o souhrn dluhů
2. oceněním obchodního závodu jako celku (především výnosovými metodami, případně metodou tržního porovnání)

Po prostudování předložených podkladů a dat z veřejně přístupných zdrojů bylo použito pro ocenění výnosového způsobu, který vychází z výnosu z předmětu ocenění skutečně dosahovaného nebo z výnosu, který lze z předmětu ocenění za daných podmínek obvykle získat, a z kapitalizace tohoto výnosu. Výnosový způsob ocenění je teoreticky nejsprávnější metodou, poněvadž představuje pro akcionáře hodnoty určené očekávanými příjmy. Za výnosovou oceňovací metodou byla zvolena metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele, poněvadž pro aplikaci této metody bylo dostatečné množství dat podložené střednědobým finančním plánem. Výnosová metoda při stanovení hodnoty akcií reflektuje nejen historii podniku, realizované minulé výnosy, ale i očekávaný vývoj podniku.

Pro ocenění byla použita i výnosová metoda na úrovni paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Tato metoda je formou odhadu výnosové hodnoty u podniků, které mají určitou minulost, u nichž není ohrožena dlouhodobá existence podniku a kdy se předpokládá, že podnik v budoucím období dosáhne minimálně obdobný zisk jako v minulém období a že nedojde k výrazné změně předmětu podnikání ani v tempu růstu zisku.

Jako doplňková metoda ocenění byla zvolena metoda účetní hodnoty a metoda srovnávací.

8.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Bezprostředním výsledkem tohoto výnosového ocenění je hodnota upravených aktiv. Upravenými aktivy rozumíme součet stálých aktiv a pracovního kapitálu, které stanovíme

na základě volných peněžních toků pro firmu. Volné peněžní toky převádíme na současnou hodnotu pomocí diskontní míry.

8.1.1 Stanovení diskontní míry

Vzhledem k aplikaci metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele je diskontní míra stanovována na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál WACC. Vlastní výpočet diskontní míry zahrnuje stanovení struktury kapitálu, určení nákladů na vlastní a cizí kapitál a výpočet WACC.

8.1.1.1 Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit model kapitálových aktiv, který stanovuje náklady vlastního kapitálu ve tvaru

$$n_{vk} = R_f + \beta \cdot RPT + RPZ + r_{sc} + r_{fu} + r_l$$

kde	R_f	výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů – 10/30Y Treasury bonds)
	RPT	riziková prémie trhu
	RPZ	riziková prémie země
	r_{sc}	přirážka za menší společnost
	r_{fu}	přirážka za nejasnou budoucnost
	r_l	přirážka za likviditu
	β	vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem

Tabulka 31 Výpočet nákladů vlastního kapitálu v roce 2023 (vlastní zpracování)

R_f (výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA) v %	3,79
Beta nezadlužené pro Retail (Distributors)	0,98
Riziková prémie kap. trhu USA (průměr 1928-2022)	5,06
Riziková prémie země	1,03
Riziková přirážka za menší společnost	3,39
Riziková přirážka za ostatní specifické riziko	0,00
Tržní poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	25
Daňová sazba	19

$$\beta \text{ zadlužené} = \beta \text{ nezadlužené} \cdot \frac{\text{Cizí kapitál} \cdot (1 - \text{daňová sazba})}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Beta zadlužené	1,1757
----------------	--------

$$r_{vk} = r_f \text{ USA} + \beta \cdot RPT_{\text{USA}} + RPZ$$

Náklady vlastního kapitálu	14,16%
----------------------------	--------

Za výnosnost bezrizikových cenných papírů je v explicitním/implicitním období výpočtu považována výnosnost 10/30-letých státních dluhopisů USA.

Nezadlužený odvětvový koeficient β pro Retail (Distributors) ve výši 0,98 a riziková prémie kapitálového trhu stanovená pomocí mediánu geometrického průměru historických premií za riziko trhu (Stocks-T.Bonds) ve výši 5,06 % byly převzaty z amerického trhu.

Inflační diferenciál, který představuje rozdíl v inflačním očekávání ekonomiky, v které působí oceňovaná společnost, a ekonomiky, z které je odvozena bezriziková diskontní míra, uvažujeme v nulové výši, poněvadž očekáváme srovnatelné hodnoty inflace.

Přirážky za nesystematické riziko jsou prokázány četnými studiemi a odbornými publikacemi. Obvyklou praxí odhadců v USA a Německu je použití přirážky za malou tržní kapitalizaci a za vysoký poměr účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Dle odborné literatury vyšší riziko spojené a akciemi podniků reflektují podniky s malou tržní kapitalizací a vysokým poměrem účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Jde o přirážky k nákladům vlastního kapitálu, které trh uvaluje na cenné papíry s vyšším inherentním rizikem. Některé studie poukazují na spojitost mezi malou tržní kapitalizací a vysokým poměrem účetní a tržní hodnoty vlastního kapitálu. Přirážka za nízkou tržní kapitalizaci byla prokázána na základě porovnání výnosnosti akcií s malou tržní kapitalizací a výnosností akcií s velkou tržní kapitalizací. Tuto přirážku k nákladům na vlastní kapitál lze zdůvodnit na úrovni provozních i strategických výhod velkých podniků i důvody na úrovni finančního trhu. Příkladem nižších přirážek za tržní kapitalizaci lze uvést velký podnik, který je významným zaměstnavatelem, má velmi dobrou pozici vůči orgánům státní i místní správy. Dopady bankrotu jsou podstatně horší než u malého podniku. Malé podniky jsou zase flexibilnější, avšak vysoké náklady na kvalitu, výzkum a vývoj jsou schopny nést v případě produktů s velkým podílem přidané hodnoty pouze větší podniky. Většina malých podniků je v

oblastech, kde nelze dosáhnout významných výhod z rozsahu, případně kde není nutná vysoká míra inovací a také v nově vznikajících segmentech. Z provozního hlediska mají nesporné výhody velké firmy např. náklady na cizí kapitál jsou nižší než u malých firem. Velké firmy taktéž snáze získávají povolení pro provozování činností s vysokými kvalifikačními požadavky. Malými firmami se zabývá méně analytiků, je nich méně informací, trh bývá u těchto malých firem méně likvidní. To vše přináší vyšší náklady investorům.

V tomto ocenění je použita přírážka za nesystematické riziko dle databáze společnosti Duff & Phelps Costs of Capital Navigator (Kroll) na úrovni podniků spadajících svou velikostí mezi společnosti s tzv. mikro kapitalizací (1,139 – 514,209 mil. USD) 3,39 %. Kalkulovaná přírážka za menší společnost z pohledu racionálního investora je přiměřená vzhledem k velikosti společnosti na českém trhu a k výhledu vývoje hospodaření společnosti. Vzhledem k účelu ocenění přírážka za nejasnou budoucnost a likviditu aplikována nebyla.

Tabulka 32 Výpočet nákladů na vlastní kapitál v explicitním období (vlastní zpracování)

R _f výnosnost vládních dluhopisů USA	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79
Beta nezadlužené Retail (Distributors)	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
RPKT USA (průměr 1928-2022) v %	5,06	5,06	5,06	5,06	5,06	5,06
Riziková premie země v %	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Riziková přírážka za menší společnost v %	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39	3,39

Poměr CK/VK v tržních cenách v %	25	28	27	26	25	25
Daňová sazba v %	19	19	19	19	19	19
Beta zadlužené	1,1757	1,2041	1,1944	1,1859	1,1808	1,1765

Náklady vlastního kapitálu v %	14,16	14,30	14,25	14,21	14,18	14,16
---------------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

8.1.1.2 Průměrné vážené náklady kapitálu

Výpočet průměrných vážených nákladů je proveden na základě tržních hodnot. Cizí kapitál pro je tvořen bankovními úvěry, které jsou do odhadu kapitálové struktury převzaté v její účetní hodnotě, a dlouhodobými závazky. V případě určení tržní hodnoty vlastního kapitálu se jedná o hodnotu, kterou hledáme. V praxi se tento problém řeší stanovením cílové struktury uplatněním iteračního postupu.

$$WACC = n_{vk} \cdot VK/K + n_{ck} (1 - d) \cdot CK/K$$

kde

WACC	průměrné náklady na kapitál
n_{vk}	náklady vlastního kapitálu
VK/K	poměr vlastního kapitálu ke kapitálu celkovému
n_{ck}	náklady na cizí kapitál
CK/K	poměr cizího kapitálu ke kapitálu celkovému

Tabulka 33 Složky kapitálové struktury v tržních cenách (vlastní zpracování)

(v tis. Kč a v %)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vlastní kapitál k poč. období	189 653	181 025	186 825	192 765	197 665	201 944
Podíl na kapitálu VK/K v %	80,23	77,99	78,74	79,40	79,81	80,15
Cizí kapitál k počátku	46 745	51 099	50 454	50 000	50 000	50 000
Podíl na kapitálu CK/K v %	19,77	22,01	21,26	20,60	20,19	19,85

(v tis. Kč a v %)	2. fáze
Vlastní kapitál	162 406
Podíl na kapitálu VK/K v %	80,43
Cizí kapitál	50 000
Podíl na kapitálu CK/K v %	19,57

Tabulka 34 Průměrné náklady na kapitál (vlastní zpracování)

			2023	2024	2025	2026	2027	2028
Náklady na vlastní kapitál	r_{vk}	%	14,16	14,30	14,25	14,21	14,18	14,16
Náklady na cizí kapitál	r_{ck}	%	6,96	7,43	5,82	5,85	5,85	5,85
Sazba daně z příjmu	d	%	19	19	19	19	19	19
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	12,47	12,48	12,22	12,26	12,28	12,29

			2.fáze
Náklady na vlastní kapitál	r_{vk}	%	14,15
Náklady na cizí kapitál	r_{ck}	%	3,20
Sazba daně z příjmu	d	%	19
Průměrné náklady kapitálu	WACC	%	12,38

8.1.1.3 Provozní hospodářský výsledek

Pro výpočet výnosové hodnoty se používá upravený provozní hospodářský výsledek před úroky a daněmi tzv. upravený EBIT (Earnings Before Interests and Taxes). Při výpočtu upraveného EBITu se vychází z provozního hospodářského výsledku dle českých účetních standardů, přičemž se připočítávají ostatní finanční výnosy a odečítají se ostatní finanční náklady.

Tabulka 35 Výpočet EBIT (vlastní zpracování)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Prov. zisk před zdaněním a úroky	33 379	33 867	35 549	37 401	39 165	40 993
Ostatní finanční výnosy	206	212	219	225	232	239
Ostatní finanční náklady	2 862	2 948	3 037	3 128	3 222	3 318
Prov. výsledek před úroky a daněmi	30 723	31 131	32 731	34 498	36 175	37 914

8.1.2 Výpočet volného peněžního toku

Volný peněžní tok představuje veškeré peněžní toky, které společnost vytváří, určené vlastníkům a věřitelům.

Tabulka 36 Výpočet volného peněžního toku (vlastní zpracování)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Upravený EBIT	30 723	31 131	32 731	34 498	36 175	37 914
Přepočtená daň	5 837	5 915	6 219	6 555	6 873	7 204
Provozní zisk po upravené dani	24 886	25 216	26 512	27 944	29 302	30 710
Úpravy o nepeněžní operace	1 657	3 103	2 797	2 641	2 635	2 629
Odpisy dlouhodobého majetku	3 780	3 300	3 000	2 850	2 850	2 850
Změna zůstatků rezerv	-1 650	0	0	0	0	0
Změna zůstatků ČR. a doh. účtů	-473	-197	-203	-209	-215	-221
Zisk (ztráta) z prodeje DM	0	0	0	0	0	0
PT z prov. činnosti před změnami PK	26 543	28 320	29 309	30 585	31 937	33 339
Změna provozně nutného PK	9 107	-2 708	-2 789	-2 873	-2 959	-3 048
Změna stavu prov. potř. fin. majetku	-823	-516	-531	-547	-564	-581
Změna stavu pohledávek	13 189	-580	-598	-616	-634	-653
Změna stavu krátk. závazků	4 397	2 579	2 656	2 736	2 818	2 903

Změna stavu zásob	-7 656	-4 191	-4 316	-4 446	-4 579	-4 717
Peněžní tok z provozní činnosti	35 649	25 612	26 520	27 712	28 978	30 291
Nabytí provozně nutného DM	-1 888	-1 800	-3 000	-2 850	-2 850	-2 850
Prodej provozně nutného DM	0	0	0	0	0	0
Volný peněžní tok	33 761	23 812	23 520	24 862	26 128	27 441

8.1.3 Výpočet pokračující hodnoty

Základem pro stanovení pokračující hodnoty je budoucí peněžní tok, který bude podnik generovat po období, pro které nebyl stanoven finanční plán. Pokračující hodnotou rozumíme ocenění podniku k počátku 2. fáze. Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku z perpetuity. Pro výpočet hodnoty volného peněžního toku v 1. roce 2. fáze je nutné určit tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi.

Pro 2. fázi se předpokládá, že rentabilita čistých investic do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu se bude pohybovat mírně nad úrovní vážených nákladů na kapitál. Rentabilita investic a jejich relace k nákladům kapitálu bývá v rozhodující míře určována konkurenčními výhodami a celkovou konkurenční silou společnosti. Většina podniků je schopna tuto pozici držet pouze krátkodobě, takže pro druhou fázi budeme předpokládat, že dříve dosahovaná rentabilita se bude přibližovat během druhé fáze úrovni nákladů kapitálu. Pozice firmy není natolik silná, aby její rentabilita investic byla dlouhodobě výrazně vyšší než náklady na kapitál.

Odhadovaná míra investic pro 2. fázi byla stanovena s přihlédnutím k minulému vývoji tak, aby čisté investice zajistily obnovu provozně nutného majetku společnosti.

Tabulka 37 Míra investic (vlastní zpracování)

	2023	2 024	2025	2 026	2027	2028
Upravený zisk po dani	24 886	25 216	26 512	27 944	29 302	30 710
Volný peněžní tok	33 761	23 812	23 520	24 862	26 128	27 441
Čisté investice	-8 876	1 405	2 992	3 081	3 174	3 269
Míra investic	-35,67%	5,57%	11,28%	11,03%	10,83%	10,65%

Míra investic netto do investovaného provozně nutného kapitálu je odhadována na úrovni $m = 10,85 \%$.

Pro druhou perpetuitní fázi výpočtu předpokládáme

- a) tempo růstu

$$g = 1,5\%$$

- b) korigovaný provozní hospodářský výsledek po dani pro 1. rok 2.fáze

$$KPHV_{n+1} = KPHV_n \times (1 + g) = 30\,710 \times (1 + 1,50\%) = 31\,171 \text{ tis. Kč}$$

- c) míře investic $m = 10,85\%$ odpovídají čisté investice

$$I_{n+1} = m \times KPHV_{n+1} = 0,1085 \times 31\,171 = 3\,382 \text{ tis. Kč}$$

- d) kontrolní výpočet očekávané rentability investic

$$r_i = g / m_i = 1,50 / 10,85 = 13,82\%$$

$$r_i \geq WACC_{n+1} = 12,38\%$$

- e) náklady vlastního kapitálu v terminálním období

$$n_{vk} = 3,88\% + 1,1732 \times (5,06\%) + 1,03\% + 3,39\% = 14,24\%$$

- f) diskontní míra v terminálním období

$$r = 14,24\% \times (0,8043) + 5,85\% \times (1 - 0,19) \times 0,1957 = 12,38\%$$

- g) volný peněžní tok v prvním roce terminálního období

$$FCFF_{n+1} = KPHV_{n+1} \times (1 - m) = 31\,171 \times (1 - 0,1085) = 27\,789 \text{ tis. Kč}$$

Vzhledem k předpokládané neomezené době trvání společnosti určíme pokračující hodnotu podniku dle tzv. parametrického vzorce. Diskontováním pokračující hodnoty diskontní mírou r , upravenou o tempo růstu, vypočteme pokračující hodnotu takto

Tabulka 38 Výpočet pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

Korigovaný provozní zisk v posledním roce plánu	tis. Kč	30 710
Růst	%	1,5
Korigovaný provozní zisk v perpetuitě	tis. Kč	31 171
Míra čistých investic	%	10,85
Čisté investice	tis. Kč	3 382
FCFF _p	tis. Kč	27 789
Pokračující hodnota	tis. Kč	255 474

Pokračující hodnota představuje v peněžním vyjádření částku výši **255,474.000 Kč**.

8.1.4 Ocenění neprovozních aktiv

Výsledná hodnota společnosti se stanovuje jako součet provozní hodnoty firmy a ocenění neprovozních aktiv k datu ocenění. Za neprovozní aktiva jsou považována aktiva vlastněná společnostmi, které nejsou nutná pro hlavní činnost závodu. V tomto ocenění neprovozní aktiva představují provozně nepotřebné finanční prostředky nad rámec provozně potřebné likvidity (0,2) z krátkodobých závazků společnosti.

Matematicky tedy

$$66\,875 - 0,2 \times (81\,567 + 282) = 50\,505 \text{ tis. Kč.}$$

Celková výše neprovozního majetku představuje částku 50 505 000 Kč.

8.1.5 Interpretace výsledku metody DCF

Provozní hodnota společnosti představuje součet první a druhé fáze výpočtu. Výsledná hodnota podniku představuje součet provozní hodnoty a neprovozních aktiv snížených o hodnotu cizích zdrojů.

Tabulka 39 Výsledná hodnota podniku dle DCF (vlastní zpracování)

Hodnota podniku brutto H_b	tis. Kč	236 398
Cizí kapitál	tis. Kč	46 745
Hodnota podniku netto H_n	tis. Kč	189 653
Neprovozní majetek	tis. Kč	50 505
Hodnota vybraného podniku	tis. Kč	240 158

Hodnotu vybraného podniku, stanovenou metodou diskontovaných peněžních toků jsem odhadl ve výši 240 158 000,-Kč.

8.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Výpočet hodnoty podniku metodou ekonomické přidané hodnoty představuje vyčíslení samotné ekonomické přidané hodnoty, která je následně dvoufázově diskontována diskontní mírou na úrovni WACC. Ve výpočtu ekonomické přidané hodnoty čistý operativní zisk NOPAT představuje korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani a čisté operativní aktiva představují investovaný kapitál.

Metoda ekonomické přidané hodnoty vede ke stejným výsledkům ocenění jako metoda diskontovaných peněžních toků a nepředstavuje žádnou novou hodnotu, a proto nebude kalkulována. Její výpočet by byl prostým duplicitním výpočtem výnosové hodnoty podniku.

8.3.2 Míra kapitalizace

Vzhledem k tomu, že míru kalkulujeme s čistými výnosy pro vlastníky a věřitele a výsledkem ocenění bude přímo ocenění vlastního kapitálu, tak i kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Míra kapitalizace byla stanovena modelem kapitálových aktiv.

$$n_v = R_f + \beta \cdot RPT + RPZ + Rsc$$

kde

R_f výnosnost zcela nerizikových finančních aktiv (státních dluhopisů)

B vyjadřuje citlivost výnosnosti akcií oceňovaného podniku na změny celého trhu, měřené burzovním indexem

RPT riziková prémie trhu

RPZ riziková prémie země

Rsc přírážka za malou společnost

Výše daňové sazby z výnosů byla stanovena ve výši 19 % (výše sazby daně z příjmu právnických osob) a výše předpokládané dlouhodobé inflace ve výši 3,0 % (dlouhodobý inflační cíl ČNB + 1 %).

Bezriziková sazba je stanovena v úrovni výnosu desetiletého státního dluhopisu dle maastrichtského kritéria pro Českou republiku ke dni ocenění, a to na úrovni 4,71 %.

Nezadlužený koeficient β pro odvětví Retail (Distributions) pro Evropu ve výši 0,73 byl převzat z internetových stránek Prof. Damodarana.

Riziková prémie kapitálového trhu (RPT) může být odhadována přímo z historických dat pomocí geometrického nebo aritmetického průměru historických výnosností zvoleného tržního portfolia, nebo nepřímou jako implikovaná hodnota výnosnosti, kdy se současná hodnota očekávaných peněžních toků ze zvoleného tržního portfolia rovná aktuální pozorované ceně tohoto portfolia.

Historická riziková prémie kapitálového trhu je vhodnější v případě „přehřátého“ akciového trhu, tzn., pokud na akciovém trhu pozorujeme cenovou bublinu. Naopak implikovaná riziková prémie kapitálového trhu se zdá vhodnější v současnosti, kdy došlo vlivem ekonomické krize ke zvýšení rizikovosti akciového trhu, které historická riziková prémie nebyla, z důvodu jejího matematického výpočtu, schopná adekvátně reflektovat.

V tomto ocenění byla riziková prémie kapitálového trhu stanovena jako implikovaná prémie amerického kapitálového trhu ve výši 5,94 %.

Riziková prémie země (RPZ) vyjadřuje zvýšenou míru rizika na daném kapitálovém trhu. Velikost rizikové prémie země se stanovuje na základě ratingového ohodnocení země. Dle agentury Moody's má Česká republika rating Aa3, čemuž podle (Damodaran, 2023) odpovídá riziková přírážka selhání země ve výši 0,73 %. Riziková přírážka je odvozena z rozdílu mezi výnosnostmi amerických podnikových dluhopisů s ratingem A1 a výnosnostmi vládních dluhopisů USA k datu ocenění.

Riziko selhání země je třeba upravit o rozdíl volatility trhu akcií a volatility vládních dluhopisů v dané zemi. Volatilita se obvykle vyjadřuje pomocí směrodatných odchylek výnosností. Riziková prémie tedy České republiky činí 1,03 % ($0,73 \% \times 1,41$).

Vzhledem k tomu, že v dlouhém období uvažujeme, že dlouhodobá inflace ČR a USA bude konvergovat, neuvažujeme inflační diferenciál zemí.

V tomto ocenění je použita přírážka za nesystematické riziko dle databáze společnosti Duff & Phelps Costs of Capital Navigator na úrovni podniků spadajících svou velikostí mezi společnosti s tzv. mikro kapitalizací (1,139 – 514,209 mil. USD) 3,39 %.

Tabulka 41 Výpočet nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

R _f (aktuální výnosnost 10letého státního dluhopisu ČR) v %	4,71
Beta nezadlužené pro Retail (Distributions) pro Evropu	0,73
Riziková prémie kap. trhu USA (Implied Premium) v %	5,94
Riziková prémie země v %	1,03
Inflační diferenciál ČR a USA v %	0,00
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci v %	1,03
Riziková přírážka za malou společnost v %	3,39
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku v %	16
Daňová sazba v %	19
Beta zadlužená	0,822
Náklady vlastního kapitálu v %	14,01

Vzhledem k tomu, že výnosy se počítají ve stálých cenách, je třeba kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci.

Předpokládaná dlouhodobá inflace v %	3,00
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace) v %	11,01

8.3.3 Ocenění hodnoty podniku metodou KČV

Základem metody kapitalizovaných čistých výnosů je ocenění společnosti věčnou rentou, kterou se ocení však jen provozní část podniku. Provozní části podniku rozumíme tu část podniku, která je slouží k podnikatelské činnosti jako základní zdroj příjmů.

Neprovozní aktiva obecně tvoří provozně nepotřebný dlouhodobý majetek, provozně nepotřebný finanční majetek, dlouhodobý finanční majetek bez provozně nutného dlouhodobého finančního majetku, zásoby a pohledávky spojené s provozně nepotřebnou činností. Jako neprovozní majetek v tomto ocenění byly identifikovány přebytečné peněžní prostředky nad rámec potřebné likvidity. Přebytečné peněžní prostředky představují rozdíl celkových peněžních prostředků ke dni ocenění a součinu požadované likvidity z krátkodobých závazků (početně: $66\,875 - 0,2 \times (81\,567 + 282) = 50\,505$ tis. Kč).

Výsledná hodnota podniku představuje součet provozní hodnoty podniku a neprovozního majetku.

Tabulka 42 Výsledná hodnota podniku podle metody KČV (vlastní zpracování)

Trvale odnímatelný čistý výnos	27 385
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	11,01
Provozní hodnota v tis. Kč	248 730
Neprovozní majetek v tis. Kč	50 505
Výsledná hodnota podniku v tis. Kč	299 235

Výsledná hodnota podniku stanovená metodou kapitalizovaných čistých výnosů představuje částku ve výši 299 235 000 Kč.

8.4 Podpůrné metody ocenění

Jako podpůrné oceňovací metody byly zvoleny dvě metody, a to metoda účetní hodnoty a metoda tržního porovnání.

8.4.1 Ocenění účetní hodnotou

Metoda účetní hodnoty vychází z informací zjištěných v účetnictví. Účetní hodnota vlastního kapitálu ve výši **140 955 000 Kč** představuje rozdíl mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou všech závazků ke dni ocenění. Na účetní hodnotu vlastního kapitálu je třeba pohlížet jako na výchozí hodnotu pro jednoduché zjištění hodnoty podniku.

8.4.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Jako doplňkový byl pro účely ocenění použit tržní přístup, konkrétně metoda kapitálových trhů. Tato metoda spočívá v identifikaci srovnatelných společností obchodovaných na veřejných trzích, výpočtu příslušných násobků a jejich aplikaci na finanční ukazatele předmětu ocenění.

Srovnatelné veřejně obchodovatelné společnosti

Jako srovnatelné společnosti byly vybrány společnosti zahrnuté do odvětvového indexu, který zpracovává profesor Damodaran.

Výběr multiplikátorů

Nejvhodnější ukazatel se jeví ukazatel EV/EBITDA z těchto důvodů:

- ukazatel je obecně používaný a akceptovaný jak na trhu fúzí a akvizic, tak i na kapitálovém trhu jako relativní vyjádření ceny,
- pro svou vysokou četnost,
- umožňuje zohlednit zadluženost,
- je očištěn o možné rozdílné odpisové a daňové politiky,
- vykazuje relativně nízký variační koeficient,
- oproti ukazateli EV/S zohledňuje strukturu, význam hlavních nákladů, resp. cenovou hladinu,
- ukazatel P/BV je statický, může být silně ovlivněn dividendovou politikou, rozdílným vznikem vlastního kapitálu zvláště ve srovnání kótovaných a nekótovaných podniků

Výpočet oceňovacích násobků

Při aplikaci metody kapitálových trhů byl aplikován násobek EBITDA/EV pro rok 2022. Hodnota násobitele 11,45 (pro podniky s kladnou hodnotou EBITDA) byla převzata pro

obor Retail (Distributors) pro Evropu. Kalkulovaná EBITDA představuje průměr hodnot let 2018-2022.

Tabulka 43 Výpočet průměrné EBITDA (vlastní zpracování)

	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	38 338	34 580	24 872	38 112	40 404
EBITDA průměrná					35 261

Přičemž

EBITDA = PROVOZNÍ ZISK + ODPISY + OSTATNÍ FINANČNÍ VÝNOSY - OSTATNÍ FINANČNÍ NÁKLADY - TRŽBY Z PRODEJE DM a MATERIÁLU + ZŮSTATKOVÁ CENA DM A MATERIÁLU

Tabulka 44 Výpočet hodnoty podniku pomocí násobku (vlastní zpracování)

EBITDA		35 261
NÁSOBITEL EV/EBITDA	x	11,45
ENTITY	=	403 741
DLUH	-	46 745
NEPROVOZNÍ AKTIVA	+	50 505
EQUITY	=	407 501

Výsledná hodnota podniku stanovená tržní srovnávací metodou představuje částku ve výši 407 501 000 Kč.

Na vypočtenou hodnotu diskont za omezenou obchodovatelnost nebyl aplikován, i když je to běžnou zvyklostí. Cílem aplikace této metody je ověřit hodnotu zjištěnou výnosovou metodou.

9 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ HODNOTY PODNIKU

Vybraný podnik byl oceněn čtyřmi metodami, a to metodou diskontovaných budoucích peněžních toků, metodou kapitalizovaných čistých výnosů, metodou tržního porovnání a metodou účetní hodnoty, přičemž mezi oceněním různými metodami je zásadní rozdíl.

Tabulka 45 Souhrnné ocenění (vlastní zpracování)

	Výsledná hodnota VK
Metoda DCF Entity	240 158 000 Kč
Metoda KČV	299 235 000 Kč
Metoda tržního porovnání	407 501 000 Kč
Metoda účetní	140 955 000 Kč

Výsledná hodnota vybraného podniku byla stanovena **metodou diskontovaného peněžního toku**, která zohledňuje zásadu nejlepšího využití, ale také nejpravděpodobnějšího možného využití majetku pro daný účel, poněvadž představuje pro vlastníky hodnoty určené očekávanými příjmy. Tato metoda nejlépe odráží aktuální výnosový potenciál společnosti a její majetkovou i ekonomickou pozici.

Metodou kapitalizovaných čistých výnosů byla zjištěna cena podniku vyšší než metodou diskontovaných peněžních toků. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů pracuje pouze s historickými daty a opomíjí závěry strategické analýzy, z které vyplývá i přes růst tržeb podniku pokles jeho ziskových marží. To ve finále vede k tomu, že podnik neudrží svůj minulý ziskový potenciál. Tím je porušen předpoklad použitelnosti této metody, proto cenu podniku dle této metody v souhrnném ocenění nelze použít.

Metoda tržního srovnání a metoda účetní hodnoty je použita jako metoda podpurná. Hodnotu zjištěnou dle tržního přístupu je však nutné považovat pouze za orientační, a to z důvodu aplikace omezené srovnatelnosti společností použitých pro ocenění. Taktéž ocenění podniku účetní hodnotou vyjadřuje statický majetkový pohled na společnost v historických cenách a opomíjí její výnosový potenciál.

Výsledné ocenění vychází z principu nejlepšího a nejvyššího využití, které je definováno takto: „Nejpravděpodobnější využití majetku, jež je fyzicky možné, náležitě ospravedlnitelné, právně přípustné, finančně přijatelné a které se projevuje v nejvyšší hodnotě oceňovaného majetku“.

10 DOLOŽENÍ PŘIMĚŘENOSTI PROTIPLNĚNÍ V NUCENÉM PŘECHODU

V závěru diplomové práce je pojednáno o institutu nuceného přechodu účastnických cenných papírů (tzv. squeeze-out či vytěsnění), který je obsažen v ustanovení § 375 a násl. ZOK. Hlavním účelem tohoto nástroje je umožnit hlavnímu akcionáři, aby se stal jediným vlastníkem všech účastnických cenných papírů vydaných podnikem, a to i přes nesouhlas ostatních akcionářů. Tito minoritní akcionáři mají oproti tomu právo na přiměřené protiplnění v penězích doložené posudkem znalce.

V současné době právní praxí rezonuje otázka, zda lze pro účely stanovení výše přiměřeného protiplnění při nuceném přechodu účastnických cenných papírů vycházet ze spravedlivé hodnoty akcií, je-li tato odvozena od tržní hodnoty podniku cílové společnosti stanovené výnosovou metodou (tj. v souladu s judikaturou NS a ÚS), při které je v rámci diskontní míry použita tzv. velikostní přírážka. (Dědič a kol., 2021)

V dalším textu je uveden výťah tohoto odborného článku Dědiče a kol. (2021) Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění, s kterým se zpracovatel této diplomové práce ztotožňuje.

ÚS se v případě oceňování společností či jejich akcií na bázi spravedlivé hodnoty výslovně inspiruje judikaturou soudů státu Delaware, na niž výslovně při posuzování nuceného výkupu účastnických cenných papírů odkazuje.

Z výše cit. ustálené rozhodovací praxe soudů státu Delaware, včetně jeho Nejvyššího soudu, velikostní přírážka byla a nadále je součástí běžné znalecké praxe při stanovení spravedlivé hodnoty akcií. Již jen z tohoto důvodu neexistuje žádný důvod paušálně vylučovat aplikaci velikostní přírážky v prostředí české oceňovací praxe, včetně případů, kdy je hledanou bází spravedlivá hodnota akcií pro účely stanovení přiměřeného protiplnění. Dokonce i aktuální rozhodovací praxe ČNB, která se náležitě zabývala problematikou velikostní přírážky, včetně rozdílných názorů týkajících se její aplikovatelnosti, potvrzuje oprávněnost použití velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií.

Použití velikostní přírážky při oceňování akcií pro účely stanovení jejich spravedlivé hodnoty odráží skutečnost, že malé společnosti mají vyšší náklady na vlastní kapitál, resp. představují rizikovější investici než „velké“ společnosti. Oponentní názory, které se použití velikostní přírážky bránily, se v judikatuře soudů státu Delaware, na niž se tuzemský ÚS ve své judikatuře odvolává, neprosadily.

Velikostní efekt, resp. velikostní přírážka jsou zcela nezávislé na otázkách týkajících se nižší likvidity akcií, přičemž důvody pro vyloučení používání přírážky za nízkou likviditu při stanovení spravedlivé hodnoty akcií nelze argumentovat v neprospěch používání velikostní přírážky. Nižší likvidita akcií může být důsledkem skutečnosti, že se v případě menší společnosti jedná o menší a rizikovější společnost, avšak nemusí tomu tak být. Mezi velikostní přírážkou a nižší likviditou neexistuje kauzalita, maximálně může být dána korelace mezi oběma proměnnými.

Nepoužití velikostní přírážky v rámci diskontní míry by přiznávalo vytěšňovaným akcionářům na úkor hlavního akcionáře plnění, jehož výši již nelze ekonomicky odůvodnit, což je v příkrém rozporu s ustálenou rozhodovací praxí NS. V konečném důsledku by totiž takto stanovené protiplnění nebylo spravedlivé a přiměřené.

Jelikož je velikostní přírážka aplikovatelná při stanovení spravedlivé hodnoty akcií, tím spíše platí, že je použitelná i při ocenění při odhadu tržní hodnoty. Z uvedených důvodů platí, že použití velikostní přírážky nemůže vést a nevede k závěru, že protiplnění či vypořádání poskytnuté akcionářům či jiným oprávněným osobám není přiměřené, ať již jde o ocenění pro účely squeeze-outu, uskutečnění povinného veřejného návrhu smlouvy či povinné nabídky převzetí, nebo ve sporech o dorovnání při přeměnách.

V případě tržního ocenění vybraného podniku byla aplikována srážka za velikost podniku, srážky na úrovni akcionáře na likviditu a velikost podílu použity nebyly. Hodnotu podniku zjištěnou v ocenění považovat za tržní hodnotu podniku v souladu s přístupem ÚS a NS. Tudíž cenu za jednu akcií v nuceném přechodu akcií ve vlastnictví menšinových akcionářů lze určit alikvotním poměrem tržní hodnoty podniku připadající na jednu akcií akciového kapitálu ve výši 899 470 Kč.

ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo určit hodnotu podniku pomocí vybraných metod ocenění k datu 31.12.2022. Hledanou kategorií hodnoty byla vzhledem k účelu ocenění tržní hodnota.

Vlastní práce byla rozdělená do dvou částí, a to na část teoretickou a praktickou. Teoretická část je koncipovaná jako literární rešerše problematiky oceňování podniku z tuzemských i zahraničních zdrojů. V praktické části byl představen vybraný podnik, který je maloobchodním prodejcem luxusní kosmetiky a péče o tělo a pleť ve vlastní síti prodejen. Dále byla provedena strategická analýza, která se zabírala makro a mikro prostředím, ve kterém podnik podniká. V rámci strategické analýzy byl vymezen relevantní trh z produktového, geografického a množství hlediska. Finanční analýzou bylo vyhodnoceno finanční zdraví podniku jako prosperujícího podniku disponujícím výnosovým potenciálem. Strategickou a finanční analýzou byl potvrzen „going concern“ princip, což dalo předpoklad pro použití výnosových metod ocenění.

Samotné ocenění bylo provedeno výnosovými metodami, a to metodou diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele a metodou kapitalizovaných čistých výnosů ve formě paušální metody. Metoda ekonomické přidané hodnoty vede ke stejným výsledkům ocenění jako metoda diskontovaných peněžních toků a nepředstavuje žádnou novou hodnotu, proto nebyla kalkulována. Dále byla použita metoda tržního porovnání použitím multiplikátoru EV/EBITDA. Jako další podpůrná metoda byla aplikována metoda účetní hodnoty. V souhrnném ocenění byla jako výsledná metoda vyhodnocena metoda diskontovaných peněžních toků, která pro vlastníky představuje hodnoty určené očekávanými příjmy vymezenými v rámci strategické analýzy. Výsledná hodnota podniku byla stanovena ke dni ocenění 31.12.2022 ve výši 240 158 000 Kč, z toho 189 653 000 Kč připadající na provozní hodnotu a 50 505 000 Kč představuje neprovozní majetek ve formě nadbytečných peněžních prostředků.

V závěru diplomové práce je pojednáno o institutu tzv. squeeze-out, který ve znalecké praxi stále vyvolává řadu nejasností. Postupem času soudu vymezily kategorii hodnoty, která je pro daný účel oceňována. Nejdiskutovanějším tématem v rámci oceňování pro účely squeeze-outu se stále jeví aplikovatelnost srážek při určení nákladů na vlastní kapitál ve výnosovém ocenění podniku.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ALLMAN, Keith A., 2015. Corporate valuation modeling: A step-by-step-guide. Wiley. ISBN 978-1-119-20288-2.

Beauty & Personal Care - Czechia. Statista [online]. 2023 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: <https://www.statista.com/outlook/cmo/beauty-personal-care/czechia#revenue>

ČERNOHORSKÝ, Jan, 2020. Finance: od teorie k realitě. Praha: Grada Publishing. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-2215-8.

ČIŽINSKÁ, Romana, 2018. Základy finančního řízení podniku. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0194-8.

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

DĚDIČ Jan, J. LASÁK a F. BUCHA, 2021. Aplikovatelnost velikostní přírážky při stanovení spravedlivé hodnoty akcií a výše přiměřeného protiplnění. Právní rozhledy 23-24/2021, s. 801

DAMODARAN, Aswath, 2012. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3th edition. Hoboken: Wiley. ISBN 978-1-118-13073-5.

DAMODARAN, Aswath, 2015. Applied corporate finance. 4th edition. Wiley. ISBN 978-1-118-80893-1.

DAMODARAN ONLINE, ©2022. Current Data [online]. [cit. 2023-02-17]. Dostupné z:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/histretSP.xls>

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/vebitdaEurope.xls>

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2021. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce. Čtvrté vydání. Osnice: Ekopress. ISBN 978-80-87865-71-2.

Size Premium. The Duff & Phelps Cost of Capital Navigator [online] 2023 [cit. 2023-04-05]. Dostupné z: <https://costofcapital.duffandphelps.com>

HOLEČKOVÁ, Lenka a Jaroslava HYRŠLOVÁ, 2018. Ekonomika podniku. [Praha]: Vysoká škola ekonomie a managementu. ISBN 978-80-87839-90-4.

HITCHER, James, 2011. Financial Valuation: Applications a Models. 3. vyd. Hoboken: Wiley, Wiley finance series. ISBN 978-04-705-0687-5.

Inflace – druhy, definice, tabulky. ČSÚ [online]. 2023 [cit. 2023-04-05]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

International Valuation Standards [online], 2022. London: International Valuation Standards Council [cit. 2023-03-08]. ISBN 978-0-9931513-4-7. Dostupné z: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf

JANÍČEK, Přemysl a Jiří MAREK, 2013. Expertní inženýrství v systémovém pojetí. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4127-7.

KALOUDA, František, 2019. Finanční a cost-benefit analýza podniku. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-778-8.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTÉS, 2017. Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0680-6.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana et al., 2017. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2020. Valuation: measuring and managine the value of companies. 7th edition. Hoboken: Wiley, Wiley finance series. ISBN 978-1-119-61092-2.

KOVÁŘ, František a Kateřina HRAZDILOVÁ BOČKOVÁ, 2016. Konkurenceschopný podnik: Ekonomika konkurenceschopného podniku. Martin Koláček – E-knihy jedou. ISBN 978-80-7512-608-5.

KRAUSE, Josef, Petr BOUKAL, Jindřich ŠPIČKA a Petra ŠTAMFESTOVÁ, 2023. Strategická analýza [online]. 2023 [cit. 2023-04-06]. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica. ISBN 978-80-245-2483-2. Dostupné také z https://oeconomica.vse.cz/wpcontent/uploads/publication/22910/Krause_2023_Strategicka_analyza.pdf

KRABEC, Tomáš, 2009. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ, 2015. Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy. V Praze: C.H. Beck. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.

Makroekonomická predikce České republiky. MF ČR [online]. 2023 [cit. 2023-03-15]. Dostupné z https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2023-01-26_Makroekonomicka-predikce-leden-2023.pdf

MARTINOVIČOVÁ, Dana, Miloš KONEČNÝ a Jan VAVŘINA, 2019. Úvod do podnikové ekonomiky. 2., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Expert (Grada). ISBN 978-80-271-2034-5.

MARŠÍK, Miloš, 2018a. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.

MARŠÍK, Miloš, 2018b. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-42-2.

MARŠÍK, Miloš, Pavla MARŠÍKOVÁ, 2006. Rentabilita investic a pokračující hodnota při oceňování podniku [online]. 2023 [cit. 2023-04-02]. Dostupné z: <http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2006-04-189-198.pdf>.

MRKVIČKA, Josef a Pavel KOLÁŘ, 2006. Finanční analýza. 2., přeprac. vyd. Praha: ASPI. ISBN 80-7357-219-2.

Návrh českého standardu pro oceňování podniků. Institut pro oceňování majetku [online]. 2011 [cit. 2023-04-02]. Dostupné z: <https://iom.vse.cz/wp-content/uploads/page/440/>

S1_OP_%C4%8CR_V%C5%A0E_IOM.docx

Prognóza ČNB – zima 2023. ČNB [online]. 2023 [cit. 2023-04-02]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/prognoza/>

RŮČKOVÁ, Petra, 2021. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 7. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-3124-2.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. Strategická analýza. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

Účetní závěrky vybraného podniku a konkurence 1-3

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ, 2012. Podniková ekonomika. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

Výnos desetiletého státního dluhopisu (maastrichtské kritérium). ČNB [online]. 2023 [cit. 2023-04-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/stat.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_strid=AEBA&p_sestuid=375&p_lang=CS

Výnosnost vládních dluhopisů USA. U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY [online]. 2023 [cit. 2023-04-12]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/textview.aspx?data=yield>

Výroční zprávy vybraného podniku a konkurence 1-3

Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník. MV ČR [online]. 2012 [cit. 2023-04-05]. Dostupné z: <https://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=z&id=24084>

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích. MV ČR [online]. 2012 [cit. 2023-04-05]. Dostupný z: <https://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=z&id=24085>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APV	Adjusted present value (upravená současná hodnota)
BV	Book Value (účetní hodnota)
CAGR	Compound Annual Growth Rate (složené roční tempo růstu)
CAPEX	Capital Expenditures (Kapitálové výdaje)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (model kapitálových aktiv)
ČNB	Česká národní banka
DCF	Discounted Cash Flow (diskontované cash-flow)
E	Earnings (zisk)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (zisk před odpisy a úroky)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (zisk před odpisy, úroky a daněmi)
EV	Enterprise Value (hodnota podniku brutto, entity)
EVA	Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota)
FCFE	Free Cash Flow to Equity (Volný peněžní tok pro vlastníky)
FCFF	Free Cash Flow to the Firm (Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele)
IPO	Initial Public Offering
IVS	International Valuation Standards
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
MV	Enterprise Value (hodnota podniku brutto, entity)
MVA	Market Value Added (tržní přidaná hodnota)
NOA	Net Operating Assets (čistá operativní aktiva)
NOPAT	Net Operating Profit After Tax (zisk z hlavní operativní činnosti po zdanění)
NS	Nejvyšší soud České republiky
P/E	Price-to-Earnings (cena/zisk na akcii)
P/S	Price-to-Sales (cena/tržby)

RONA	Return On Net Assets (rentabilita čistých operativních aktiv)
ROIC	Return On Invested Capital (výnosnost investovaného kapitálu)
RONIC	Return On New Invested Capital (výnosnost nových čistých investic)
ÚS	Ústavní soud České republiky
TČV	roční trvale odnímatelný čistý výnos
WACC	Weighted Average Cost of Capital (vážené průměrné náklady)

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Velikost relevantního trhu (Statista).....	47
Graf 2 Změny v tržbách dle segmentů.....	48

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Výpočet volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele.....	30
Tabulka 2 Hlavní ekonomické indikátory	46
Tabulka 3 Historické tržby relevantního trhu	47
Tabulka 4 Predikce růstu relevantního trhu	48
Tabulka 5 Výpočet tržního podílu	48
Tabulka 6 Ekonomická výkonnost konkurenta 1	50
Tabulka 7 Ekonomická výkonnost konkurenta 2	50
Tabulka 8 Ekonomická výkonnost konkurenta 3	51
Tabulka 9 Ekonomická výkonnost vybraného podniku	51
Tabulka 10 Horizontální majetková rozvaha vybraného podniku.....	54
Tabulka 11 Horizontální finanční analýza vybraného podniku.....	55
Tabulka 12 Horizontální analýza výsledovky	55
Tabulka 13 Vertikální majetkové analýza vybraného podniku	56
Tabulka 14 Vertikální finanční analýza vybraného podniku.....	56
Tabulka 15 Vertikální rozvaha nákladů a výnosů vybraného podniku	57
Tabulka 16 Rozdílové ukazatele vybraného podniku.....	58
Tabulka 17 Ukazatele rentability vybraného podniku.....	58
Tabulka 18 Ukazatele likvidity vybraného podniku.....	59
Tabulka 19 Ukazatele aktivity vybraného podniku	59
Tabulka 20 Ukazatele zadluženosti vybraného podniku	59
Tabulka 21 Index IN05	60
Tabulka 22 Altmanův index Z-score	60
Tabulka 23 Tržby za prodej zboží	62
Tabulka 24 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	62
Tabulka 25 Náklady na prodané zboží	63
Tabulka 26 Spotřeba materiálu a energie	63
Tabulka 27 Náklady na služby.....	63
Tabulka 28 Pracovní kapitál	64
Tabulka 29 Investice a odpisy	64
Tabulka 30 Zisková marže.....	65
Tabulka 31 Výpočet nákladů vlastního kapitálu v roce 2023.....	67
Tabulka 32 Výpočet nákladů na vlastní kapitál v explicitním období	69
Tabulka 33 Složky kapitálové struktury v tržních cenách	70
Tabulka 34 Průměrné náklady na kapitál	70

Tabulka 35 Výpočet EBIT	71
Tabulka 36 Výpočet volného peněžního toku	71
Tabulka 37 Míra investic	72
Tabulka 38 Výpočet pokračující hodnoty	73
Tabulka 39 Výsledná hodnota podniku dle DCF.....	74
Tabulka 40 Výpočet odnímatelného čistého výnosu	75
Tabulka 41 Výpočet nákladů na vlastní kapitál.....	77
Tabulka 42 Výsledná hodnota podniku podle metody KČV	78
Tabulka 43 Výpočet průměrné EBITDA.....	80
Tabulka 44 Výpočet hodnoty podniku pomocí násobku	80
Tabulka 45 Souhrnné ocenění.....	81

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha

Příloha P II: Výkaz zisku a ztrát

Příloha P III: Výkaz peněžních toků

Příloha P IV: Finanční analýza plánu

Příloha P V: Výpočet nákladů na vlastní kapitál

Příloha č. VI: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

	2 018	2 016	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028
1	394 349	407 550	328 279	328 170	396 476	408 370	420 821	433 240	446 237	459 824	473 413
2	218 301	223 540	180 480	185 192	210 139	224 064	231 542	238 282	245 440	252 793	260 377
3	175 848	184 010	145 789	143 978	180 337	183 767	189 280	194 958	200 817	206 831	213 036
4	34 896	27 018	20 776	15 318	20 824	21 449	22 092	22 755	23 438	24 141	24 866
5	34 896	27 018	20 776	15 318	20 824	21 449	22 092	22 755	23 438	24 141	24 866
6	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8	136 976	136 901	113 940	102 827	111 040	114 917	119 533	123 119	126 012	130 817	134 535
9	17 806	19 027	13 350	9 692	16 831	17 193	17 709	18 240	18 747	19 351	19 931
10	139 090	107 954	100 569	93 135	94 212	97 784	101 824	104 879	108 025	111 266	114 603
11	33 768	84 047	52 632	56 469	90 118	60 260	91 639	94 504	100 355	103 366	107 366
12	42 910	46 566	46 120	45 784	49 723	52 812	54 438	55 905	56 913	58 065	59 236
13	32 359	35 106	34 086	34 364	37 509	39 634	39 743	40 788	41 044	42 436	43 263
14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15	9 797	10 504	10 570	10 610	11 088	13 038	13 450	13 786	14 062	14 343	14 630
16	747	890	790	790	1 120	1 160	1 195	1 230	1 267	1 305	1 345
17	1 874	2 200	2 845	2 613	4 901	3 780	3 300	3 000	2 890	2 850	2 850
18	157	19	0	141	1 309	1 041	0	0	0	0	0
19	78	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
25	592	222	21 385	30 617	4 071	613	631	650	669	689	710
26	820	675	688	824	466	817	841	866	882	919	947
27	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
29	38 773	34 799	24 330	37 631	38 330	33 379	33 607	33 549	37 481	39 105	40 993
30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
33	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
41	26	26	23	36	313	313	313	313	313	313	313
42	1 541	2 573	1 716	1 482	4 791	3 425	3 701	2 930	2 935	2 925	2 925
43	1 53	68	204	364	200	216	213	210	215	222	226
44	2 293	2 468	2 504	2 375	2 779	2 882	2 948	3 037	3 118	3 222	3 318
45	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
46	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
47	-3 745	-4 947	-3 986	-3 417	-7 057	-6 081	-6 827	-5 748	-5 838	-5 915	-6 004
48	0 979	5 995	4 199	6 899	6 941	5 167	5 190	5 602	5 999	6 318	6 648
49	6 979	5 995	3 354	6 899	6 941	5 167	5 190	5 602	5 999	6 318	6 648
50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
51	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
52	28 049	23 857	16 135	27 315	24 352	22 112	22 146	24 139	25 574	26 933	28 341
53	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
54	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
55	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
56	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
57	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
58	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
59	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
60	28 049	23 857	16 135	27 315	24 352	22 112	22 146	24 139	25 574	26 933	28 341
61	35 028	29 862	20 334	34 214	31 293	27 268	27 341	26 801	31 513	33 250	34 989
71	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
72	110	112	115	112	112	112	112	112	112	112	112
73	24 520	25 163	25 118	25 594	27 900	28 746	29 608	30 348	30 995	31 574	32 206
74	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Výkaz zisků a ztrát
Výroby podnik

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027	2 028
Peněžní toky										
Výbrany podnik										
1 I Stav peněžních prostředků a pen. ekv. na počátku období	60 766	59 653	76 202	115 996	66 875	73 040	73 652	74 876	72 916	72 239
2 Účetní hospodářský výsledek z běž. činnosti před zdaněním	29 852	20 354	34 214	31 293	27 298	27 341	29 801	31 573	33 250	34 989
3 A1 Úpravy o sepenění operace	1 285	17 159	-3 381	27 422	5 082	6 884	5 727	5 566	5 560	5 554
4 A1.1 Odpis dlouhodobého majetku a pohledávek	2 200	2 845	2 613	2 200	2 845	2 613	3 000	2 850	2 850	2 850
5 A1.1.1 Odpis dlouhodobého majetku a pohledávek	2 200	2 845	2 613	2 200	2 845	2 613	3 000	2 850	2 850	2 850
6 A1.1.3 Odpis opravné položky k úplné nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7 A1.2 Změny stavu opr. položek rezerv a přechodných účtů	-3 462	12 621	-7 420	18 043	-2 123	-197	-203	-209	-215	-221
8 A1.2.2 Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9 A1.2.3 Změna stavu přechodných účtů pasiv	2 780	10 677	-6 311	17 995	-1 911	-197	-203	-209	-215	-221
10 A1.2.4 Změna stavu přechodných účtů pasiv	-6 242	1 944	-1 764	-947	-282	0	0	0	0	0
11 A1.3 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
12 A1.3.1 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13 A1.3.2 Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
14 A1.3.3 Oceňovací rozdíly z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
15 A1.4 Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16 A1.5 Vyúčtování výnosové a nákladové úroky	2 647	1 603	1 426	4 478	3 405	3 701	2 930	2 925	2 925	2 925
17 A1.5.1 Vyúčtování nákladové úroky	2 573	1 716	1 462	4 791	3 425	3 791	2 930	2 925	2 925	2 925
18 A1.5.2 Vyúčtování výnosové úroky	-26	-23	-36	-313	0	0	0	0	0	0
19 A* Čistý pen. tok z prov. čit. před zdan., změnami prac. kap.	31 137	37 493	30 833	58 715	32 380	34 235	35 528	37 140	38 810	40 543
20 A2 Změna stavu potřeb pracovního kapitálu	-7 451	1 078	21 293	-6 248	9 930	-2 192	-2 258	-2 326	-2 395	-2 467
21 A2.1 Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	-1 911	1 931	6 055	-19 597	13 109	-500	-590	-616	-634	-653
22 A2.1.1 Změna stavu dlouhodobých pohledávek z provozní činnosti	-1 313	0	1 313	0	0	0	0	0	0	0
23 A2.1.2 Změna stavu krátkodobých pohledávek z provozní činnosti	-498	1 931	4 742	-19 597	13 109	-500	-598	-616	-634	-653
24 A2.2 Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	-348	-7 786	-3 890	4 030	4 397	2 579	2 656	2 736	2 818	2 903
25 A2.3 Změna stavu zásob	-5 092	6 933	19 128	-9 319	-7 656	-4 191	-4 370	-4 446	-4 579	-4 717
26 A** Čistý pen. tok z prov. čit. před zdaněním a mimoř. polož.	23 980	38 571	52 120	52 467	42 310	32 043	33 270	34 814	36 415	38 075
27 A3 Výdaje z plateb úroků a vyjímkou kapit. úroků	-2 573	-1 716	-1 462	-4 791	-3 425	-3 791	-2 930	-2 925	-2 925	-2 925
28 A4 Přijaté úroky	26	23	36	313	0	0	0	0	0	0
29 A5 Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-5 995	-4 199	-6 890	-6 941	-5 187	-5 195	-5 662	-5 909	-6 318	-6 648
30 A6 Příjmy a výdaje spojené s mimoř. účetními případy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
31 A** Čistý peněžní tok z provozní činnosti	15 144	32 679	43 801	41 048	33 698	23 057	24 678	25 890	27 172	28 502
32 B Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého majetku	-6 050	-914	-3 858	-6 914	-1 888	-1 800	-3 000	-2 850	-2 850	-2 850
33 B.1 Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého majetku	-6 050	-914	-3 858	-6 914	-1 800	-1 800	-3 000	-2 850	-2 850	-2 850
34 B.1.2 Výdaje spojené s pořízením dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
35 B2 Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
36 B2.1 Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
37 B2.2 Příjmy z prodeje dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
38 D3 Příjmy a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
39 C** Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-6 050	-914	-3 858	-6 914	-1 888	-1 800	-3 000	-2 850	-2 850	-2 850
40 C PENEŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI										
41 C.1 Změna stavu dlouhodobých přípr. krátkodobých závazků	9 793	4 784	-149	-53 255	4 354	-646	-454	0	0	0
42 C.1.1 Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
43 C.1.2 Změna stavu dlouhodobých úvěrů	-423	-149	1 745	-646	-646	-646	-454	0	0	0
44 C.1.3 Změna stavu běžných bank. úvěrů a finan. výpomocí	10 216	4 933	-149	-55 000	5 000	0	0	0	0	0
45 C.2 Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-20 000	-20 000	0	-30 000	-30 000	-20 000	-20 000	-25 000	-25 000	-25 000
46 C.2.1 Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
47 C.2.2 Peněžní daň a dotace dk. vlastních kapitálů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
48 C.2.3 Úhrada zříd. společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
49 C.2.4 Úhrada zříd. společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
50 C.2.5 Firmné platby na vrut. fondům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
51 C.2.6 Vyplacené dividendy a podíly na zisku	-20 000	-20 000	0	-30 000	-30 000	-20 000	-20 000	-25 000	-25 000	-25 000
52 C.3 Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
53 C** Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-10 207	-15 216	-149	-83 255	-25 646	-20 646	-20 454	-25 000	-25 000	-25 000
54 F Čistý zvýšení, resp. snížení pen. prostředků a jejich ekv.	-1 113	16 549	39 794	-49 121	6 165	612	1 225	-1 960	-678	652
55 R Stav pen. prostředků a ekv. na konci období	59 653	76 202	115 996	60 875	73 040	73 652	74 876	72 916	72 239	72 891

PŘÍLOHA P V: VÝPOČET NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuita
r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,88%
Beta nezadlužené pro Retail (Distributors)	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Riziková průměrná kap. úrhu USA (průměr 1928-2022)	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%
Riziková průměrná země	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%
Inflace US	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inflace ČR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková průměrná země opravená o rozdíl v inflaci	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%
Riziková přírážka za menší společnost - dle databáze Duff&Phelps Costs of Capital Navigator	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%
Riziková přírážka za specifické riziko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	25%	28%	27%	26%	25%	25%	24%
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Beta zadlužené	1,1757	1,2041	1,1944	1,1859	1,1808	1,1765	1,1732
Náklady vlastního kapitálu	14,16%	14,30%	14,25%	14,21%	14,18%	14,16%	14,24%
CK k počátku období	46 745	51 099	50 454	50 000	50 000	50 000	50 000
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	46 745	51 099	50 454	50 000	50 000	50 000	50 000
Úroková sazba u úvěrů	6,96%	7,43%	5,82%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
Náklady na cizí kapitál	6,96%	7,43%	5,82%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%

PŘÍLOHA P VI: VÝPOČET HODNOTY PODNIKU METODOU DCF

Vybraný podnik

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. Fáze
PHV (před daní)	30 723	31 131	32 731	34 498	36 175	37 914	
Sazba daně	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Daň	5 837	5 915	6 219	6 555	6 873	7 204	
PHV (po dani)	24 886	25 216	26 512	27 944	29 302	30 710	
Nepeněžní operace	1 657	3 103	2 797	2 641	2 635	2 629	
Investice do PK	9 107	-2 708	-2 789	-2 873	-2 959	-3 048	
Investice do DM	-1 888	-1 800	-3 000	-2 850	-2 850	-2 850	
FCFF	33 761	23 812	23 520	24 862	26 128	27 441	27 789

rf	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,88%
beta nezadlužená pro Retail (Distributors)	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800	0,9800
RPT USA	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%	5,06%
RPZ	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%	1,03%
Přirážka	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%	3,39%
beta zadlužená	1,1757	1,2041	1,1944	1,1859	1,1808	1,1765	1,1732

CK/K	19,77%	22,01%	21,26%	20,60%	20,19%	19,85%	19,57%
VK/K	80,23%	77,99%	78,74%	79,40%	79,81%	80,15%	80,43%
CK/VK	24,65%	28,23%	27,01%	25,94%	25,30%	24,76%	24,33%
nck	6,96%	7,43%	5,82%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
nvk	14,16%	14,30%	14,25%	14,21%	14,18%	14,16%	14,24%
WACC	12,47%	12,48%	12,22%	12,26%	12,28%	12,29%	12,38%

Diskontní faktor	0,8891	0,8891	0,8911	0,8908	0,8906	0,8905	9,1934
Hb k počátku období	236 398	232 124	237 279	242 765	247 665	251 944	255 474
CK k počátku období	46 745	51 099	50 454	50 000	50 000	50 000	50 000
Hn k počátku období	189 653	181 025	186 825	192 765	197 665	201 944	205 474
Výsledný CK/K	19,77%	22,01%	21,26%	20,60%	20,19%	19,85%	19,57%

Neprovozní majetek	50 505
Přebytečná hotovost	50 505
Podíly v ovládaných osobách	0
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0
Umělecká díla	0

Růst provozního zisku v perpetuitě	1,500%
Míra investic v perpetuitě	10,85%
WACC v perpetuitě	12,38%
Rentabilita investic v perpetuitě	13,82%
FCFF	27 789
Pokračující hodnota	255 474

Neprovozní majetek	50 505
Výsledná hodnota VK	240 158
Počet akcií v ZK	267
Hodnota 1 akcie o NH =100 000 v Kč	899 470