



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ

INSTITUTE OF FINANCES

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

BUSINESS VALUATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Jan Hromek

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

BRNO 2017

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav financí
Student: **Bc. Jan Hromek**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce: **prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.**
Akademický rok: 2016/17

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce: přístupy ke stanovení hodnoty podniku

Strategická analýza oceňované společnosti

Návrh finančního plánu

Návrh ocenění společnosti

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit návrh ohodnocení společnosti MORAVOSTAV Brno, a.s. stavební společnost k 31. 12. 2015 výnosovými metodami. Za tímto účelem student provede strategickou analýzu společnosti, vypracuje finanční plán, stanoví náklady kapitálu a stanoví hodnotu podniku metodou diskontovaného cash flow a metodou ekonomické přidané hodnoty.

Základní literární prameny:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 978-1-118-01152-2.

FOTR, J. a kol. Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe. 1. vyd. Praha: Grada. 2012. 381 s. ISBN 978-80-24781-43-3.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

SEDLÁČKOVÁ, H. a K. BUCHTA. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2016/17

V Brně dne 28.2.2017

L. S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku a teoretickým aspektům jeho oceňování. Pro stanovení hodnoty konkrétního podniku byla zvolena společnost MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost. Na základě teoretických poznatků je v práci prováděna strategická a finanční analýza a ocenění podniku je stanoveno výnosovými metodami diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty.

Abstract

This diploma thesis deals with assesing the value of a specific company and with theoretical aspects of such valuation. A construction company called „MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost“ was chosen for the assessment. Based on the theoretical findings a strategic and financial analysis was conducted and the value of the company was established by valuation methods of discounted cash flow and economic value added.

Klíčová slova

Stanovení hodnoty podniku, strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, průměrné vážené náklady na kapitál, model oceňování kapitálových aktiv, metoda diskontovaného peněžního toku, metoda ekonomické přidané hodnoty

Key words

Firm value estimation, Strategic analysis, Financial analysis, Value drivers, Financial plan, The weighted average cost of capital, Capital assets pricing model, Method of discounted cash flow, Method of Economic Value Added

Bibliografická citace

HROMEK, J. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2017. 120 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Mária Režňáková, CSc..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 26. května 2017

.....

Podpis studenta

Poděkování

Tímto bych rád poděkoval vedoucí diplomové práce paní prof. Ing. Márii Režňákové, CSc., za užitečné rady a odborné vedení při zpracování této práce.

Rovněž bych rád poděkoval své mámě za její podporu, kterou mi po celou dobu mého studia poskytovala.

Obsah

Úvod.....	10
Vymezení globálního cíle, parciálních cílů a metodologie	11
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCENĚNÍ PODNIKU	13
1. 1 Definice podniku	13
1. 2 Hodnota podniku	14
1. 3 Doporučený postup při oceňování podniku	17
1. 4 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	18
1. 5 Strategická analýza	19
1. 5. 1 Postup strategické analýzy	20
1. 6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	20
1. 6. 1 Provozně nutný investovaný kapitál.....	21
1. 6. 2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	22
1. 7 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	23
1. 7. 1 Vymezení pojmu generátory hodnoty	23
1. 7. 2 Tržby	24
1. 7. 3 Provozní zisková marže.....	24
1. 7. 4 Pracovní kapitál	25
1. 7. 5 Investice do dlouhodobého majetku	26
1. 7. 6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	28
1. 7. 7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	28
1. 8 Sestavení finančního plánu	29
1. 9 Ocenění na základě analýzy výnosů	31
1. 9. 1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF).....	31
1. 9. 2 Peněžní toky pro metodu DCF entity	32
1. 9. 3 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	33
1. 9. 4 Diskontní míra pro metodu DCF	38
1. 9. 5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	42
2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI.....	45
2. 1 Strategická analýza	47
2. 1. 1 Analýza makroekonomického prostředí.....	47
2. 1. 2 Analýza mikroekonomického prostředí.....	51

2. 1. 3 Konkurenční síla podniku	62
2. 1. 4 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza.....	63
2. 1. 5 Prognóza tržeb a tržní podíl.....	69
2. 1. 6 Analýza vnitřního prostředí.....	73
2. 2 Finanční analýza	77
2. 2. 1 Analýza absolutních ukazatelů.....	77
2. 2. 2 Poměrové ukazatele.....	84
2. 3 SWOT analýza.....	87
3 NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU	89
3. 1 Analýza generátorů hodnoty a předběžné ocenění	89
3. 1. 1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	89
3. 1. 2 Prognóza tržeb	90
3. 1. 3 Prognóza ziskové marže	91
3. 1. 4 Prognóza pracovního kapitálu	92
3. 1. 5 Prognóza investic do dlouhodobého majetku	94
3. 1. 6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	95
3. 1. 7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty.....	96
3. 2 Návrh finančního plánu	96
3. 3 Stanovení diskontní míry	102
3. 4 Metoda DCF entity	105
3. 4. 1 Současná hodnota první fáze	105
3. 4. 2 Současná hodnota druhé fáze	106
3. 4. 3 Výsledné ocenění podniku metodou DCF entity.....	108
3. 4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	109
3. 4. 1 Současná hodnota první fáze	109
3. 4. 2 Současná hodnota druhé fáze	110
3. 4. 3 Výsledné ocenění podniku metodou EVA	110
3. 5 Změna použitých parametrů	111
Závěr	113
Seznam použitých zdrojů.....	114
Seznam příloh	120

Úvod

Záměrem práce je podat ucelený pohled na problematiku oceňování podniku, která je v současné době aktuálním tématem. Ocenění podniku se stává nedílnou součástí při jeho strategickém řízení, jeho koupi, prodeji, vstupu nových akcionářů a v neposlední řadě při fúzi s jinými podniky na základě zákonných požadavků. Samotný proces ocenění je založen na uceleném, systematickém procesu, který zahrnuje několik dílčích kroků. Cílem diplomové práce je takový proces provést a stanovit hodnotu konkrétního podniku MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost.

Práce se v první části zabývá teoretickými aspekty oceňování podniku, kde jsou popsány jednotlivé kroky ocenění, které jsou nezbytné k pochopení uvedených souvislostí v dalších částech práce.

V následném analytickém rozboru je charakterizován oceňovaný podnik, jeho strategická a finanční analýza. Dále je analyzováno jeho vnitřní prostředí, konkurence, prováděna prognóza budoucího vývoje relevantního trhu, na kterém podnik působí a budoucí vývoj jeho tržeb spolu s prognózou generátorů hodnoty a sestavením finančního plánu pro budoucí období.

Závěrečná část práce je věnována návrhu ocenění podniku stanoveného výnosovými metodami diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty k 31. 12. 2015, který je ovlivněn relevantností vstupních dat popsanych v předcházejících částech práce.

Vymezení hlavního cíle, parciálních cílů a metodologie

Hlavním cílem diplomové práce je stanovit hodnotu společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost k 31. 12. 2015. Stanovení hodnoty bude provedeno ke zjištění objektivizované hodnoty pro majitele společnosti prostřednictvím výnosových metod diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty.

Za účelem dosažení hlavního cíle jsem stanovil následující parciální cíle:

Prvním parciálním cílem je provedení strategické analýzy podniku. Ta zahrnuje makroekonomickou, mikroekonomickou, Porterovu a 7S analýzu. Rovněž také určení relevantního trhu, jehož budoucí vývoj bude plánován pomocí analýzy časových řad a na základě jeho vývoje bude vytvořena prognóza tržeb podniku.

Druhým parciálním cílem je zpracování finanční analýzy za použití vertikální a horizontální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty, vývoje poměrových a rozdílových ukazatelů.

Třetím parciálním cílem je prognóza generátorů hodnoty do budoucna na základě jejich minulého vývoje.

Čtvrtým parciálním cílem je sestavení návrhu finančního plánu podniku, který bude obsahovat plánovanou rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích.

Pátým parciálním cílem je určit průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), kde náklady na vlastní kapitál budou určeny za použití Damodaranovy modifikace modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM.

Šestým parciálním cílem je použití metody diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty na bázi entity k určení hodnoty podniku.

První část práce vymezí teoretická východiska ocenění podniku za účelem správného pochopení uvedených postupů. Dále bude použita metoda deskripce, sloužící k charakterizování oceňovaného podniku. Nejvíce využívanou metodou v rámci řešení prvního a druhého parciálního cíle bude analýza jednotlivých ukazatelů, tedy rozklad zkoumaného problému na menší části, které budou předmětem analýzy. Metoda zjišťuje vzájemné vztahy mezi jednotlivými prvky a zjišťuje fungování zkoumaného subjektu. Při řešení uvedených parciálních cílů budou použity matematicko-statistické metody analýzy časových řad a jednoduché regrese. Při řešení třetího parciálního cíle bude použita metoda procentuálního podílu na tržbách. V závěru, při řešení šestého parciálního cíle, bude využita metoda diskontování peněžního toku a EVA na bázi entity a syntéza, která sjednotí získané poznatky a vytvoří ucelený návrh ocenění podniku.

1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCENĚNÍ PODNIKU

Východiskem ocenění podniku je samotná definice pojmu podnik, hodnota podniku a metody oceňování podniku.

1. 1 Definice podniku

Definici podniku najdeme v několika odborných literaturách. Samotný pojem podnik byl v minulosti součástí obchodního zákoníku, který definoval podnik jako: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹ K 1. 1. 2014 však vstoupil v účinnost nový občanský zákoník, který částečně nahradil i obchodní zákoník, který zanikl a pojem podnik z něj vymizel. Proto se tedy v současné právní úpravě setkáváme s pojmem obchodní závod, jehož definice zní: „Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“²

„Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice odpovídá reálné situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku.“³

Z předešlého tvrzení vyplývají pro ocenění důsledky k vymezení hodnoty podniku. Důležité je, že dochází k oceňování podniku, nikoliv společnosti jako právního subjektu.

V závislosti na tom, že oceňuji obchodní závod, který se nachází v České republice, je důležité vycházet z české právní úpravy, která je uvedena výše. I přesto, že došlo ke změně definice podniku za obchodní závod, v této práci budu nadále používat a pracovat se slovem podnik jako synonymem pro obchodní závod a tento jako takový budu oceňovat.

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

² Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník.

³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 15.

1. 2 Hodnota podniku

Hodnota podniku je závislá na budoucím užitku, který můžeme z držení podniku očekávat. Užitek může mít různou podobu a lze jej rozdělit na užitek finanční povahy a na užitek, který není finančně vyjádřen, jako je společenské postavení, moc atd. Z praktických důvodů oceňování je nutné se omezovat pouze na užitek finanční.⁴

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“⁵

Z hlediska hladin hodnot lze podnik oceňovat:

- **Hodnotou brutto** – jde o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Je označována také jako obchodní majetek, tedy věcmi, pohledávkami a jinými právy a penězi ocenitelné hodnoty, které podnikateli patří a zahrnuje tak hodnotu pro vlastníky i věřitele.
- **Hodnotou netto** – jde o ocenění na úrovni vlastníků podniku, oceňujeme tedy vlastní kapitál.⁶

Podle prof. Maříka lze rozlišit několik základních kategorií hodnot podniku. Jsou to tyto čtyři základní přístupy:

- Tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.⁷

Tržní hodnota

Definici pojmu tržní hodnota bylo věnováno velké úsilí a mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee⁸ ji definuje jako: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi*

⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 20.

⁵ tamtéž, s. 20.

⁶ tamtéž, s. 16.

⁷ tamtéž, s. 22.

⁸ nyní International Valuation Standards Council

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.“⁹

Tržní hodnota předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu, proto samotný proces vyžaduje, aby oceňovatel zhotovil adekvátní a relevantní průzkum trhu. Tržní hodnotu je možné určit různými metodami, z nichž jsou u nás nejpoužívanější metody výnosové, ale finanční plán a projekce musejí být částečně postaveny na názorech trhu – tedy na názorech obecných.¹⁰

Subjektivní hodnota

Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee subjektivní hodnotu definuje: *„Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“¹¹

Subjektivní hodnota, jak už z jejího názvu vyplývá, je v rozhodující míře dána subjektivními názory, představami a podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

Základní charakteristiky podle prof. Maříka jsou následující:

1. *„Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.*
2. *Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.*“¹²

⁹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 22.

¹⁰ tamtéž, s. 24-25.

¹¹ tamtéž, s. 27.

¹² tamtéž, s. 26.

Objektivizovaná hodnota

Subjektivní ocenění neposkytuje odhadcům prostor pro výkon jejich povolání. Pro odhadce je tedy výhodnější vycházet z objektivní představy, kterou je schopný určit pouze profesionál. Podle prof. Maříka, který vychází z německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou metodu, 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.*“¹³

Objektivizovaná hodnota dává odpověď na otázku: Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?

Metoda se od ostatních metod značně odlišuje, lze ji nazvat koncepcí znalců a můžeme u ní, ve srovnání s jinými metodami, nalézt styčné body. V prvním stupni bereme v potaz pouze všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém stupni přihlížíme k faktům, která na ocenění mají vliv, jsou obecně známa, týkají se budoucnosti, ale nemusejí působit jednoznačně. Ve třetím stupni je možné do ocenění zakomponovat také subjektivní hlediska, podobně jako u investiční hodnoty. Znalecký pohled vychází ze základu respektování daného stavu podniku k datu ocenění a ostatní hodnoty respektuje až v následných fázích.¹⁴

Kolínská škola

V zemích Evropy je poukazováno na fakt, že je obecně problematické hovořit o tržní hodnotě, jelikož trh s podniky čelí v evropských podmínkách mnoha omezením. Patří mezi ně:

- Nevelký rozsah transakcí s obdobnými podniky,
- netransparentnost trhu,
- nezřejmost zaplacení ceny za pokračující podnik, či cena obsahuje i určité synergie.

¹³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 27.

¹⁴ tamtéž, s. 27 – 29.

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji, kdy východiskem je subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Kolínská škola zastává názor, že ocenění má smysl modifikovat na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Mezi tyto funkce patří:

- Funkce poradenská, která má poskytnout kupním stranám podklady a informace o maximální ceně, kterou kupující může zaplatit, aniž by pro něj byla transakce ztrátová a také o ceně minimální, kterou může prodávající přijmout, aniž by pro něj byla transakce ztrátová,
- funkce rozhodčí, kde by nezávislý oceňovatel (rozhodce) měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí,
- funkce argumentační, v níž oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany sloužit jako podklady pro jednání,
- funkce komunikační, která má za úkol poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností, především pak s bankami a investory,
- funkce daňová, která poskytuje podklady pro daňové účely.¹⁵

1. 3 Doporučený postup při oceňování podniku

Doporučený postup při oceňování podniku popisuje prof. Mařík:

„1. Je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost:

- *dlouhodobě přežít,*
- *tvořit hodnotu.*

Tuto analýzu považujeme za nutnou bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity.

2. Teprve na základě předchozí analýzy bychom měli zvolit vhodné metody ocenění.“¹⁶

¹⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 30-31.

¹⁶ tamtéž, s. 36.

1. 4 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

Výsledná hodnota, kterou hledáme, se opírá o použití více metod. Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody a výsledné ocenění je pak syntézou jejich výsledků.¹⁷

Prof. Mařík uvádí následující základní metody ocenění:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody) • Metoda diskontovaných peněžních toků • Metoda kapitalizovaných čistých výnosů • Kombinované (korigované) výnosové metody • Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody) • Ocenění na základě tržní kapitalizace • Ocenění na základě srovnatelných podniků • Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu • Ocenění na základě srovnatelných transakcí • Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody) • Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen • Substanční hodnota na principu reprodukčních cen • Substanční hodnota na principu úspory nákladů • Likvidační hodnota • Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁸

Danému přístupu k ocenění by měly odpovídat i jednotlivé metody, které budou k výpočtu hodnoty použity. Například, pokud je cílem subjektivní ocenění, bude vhodné použít metodu diskontovaných peněžních toků, která bude založena na peněžních tocích, které očekává konkrétní subjekt. Pokud budeme chtít získat tržní hodnotu, je možné opět použít metodu diskontovaných peněžních toků, ale použijeme peněžní toky, které očekává trh, tedy průměrný kupující a dále můžeme zakomponovat některou metodu tržního porovnávání. Pakliže budeme stanovovat objektivizované ocenění, bude vhodné použití konzervativnějších a z hlediska dat i průkaznějších metod, kterými jsou například metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované metody, metody majetkové či využití metody DCF.¹⁹

¹⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 37.

¹⁸ tamtéž.

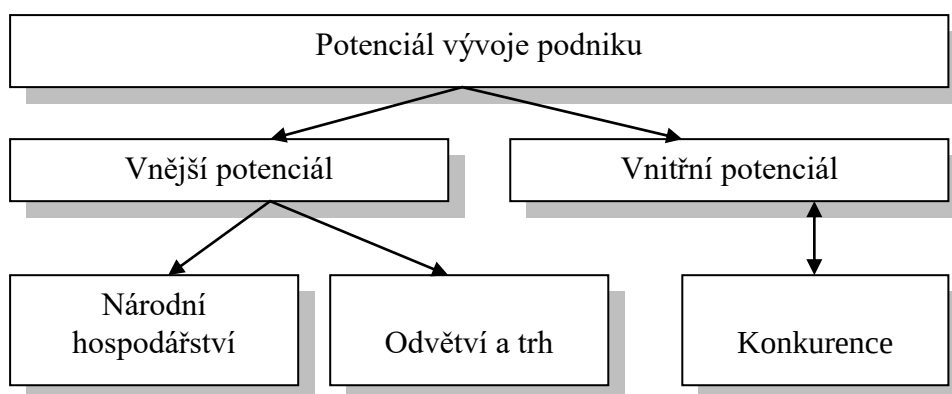
¹⁹ tamtéž.

1. 5 Strategická analýza

Strategická analýza tvoří klíčovou fázi oceňovacího procesu a její funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je tvořen:

- Vnější potenciálem, který můžeme vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém daný podnik působí,
- vnitřním potenciálem, při němž jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením tohoto potenciálu je souhrn hlavních silných a slabých stránek podniku s důrazem na otázku, zda má podnik určitou podstatnou konkurenční výhodu či výhody.²⁰

Obrázek č. 1 Analýza vývoje potenciálu podniku



Zdroj: vlastní zpracování dle²¹

Strategická analýza je velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění, a proto je nutné, aby měla konkrétní výsledky. Tyto výsledky by měly dát odpovědi na to, jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze očekávat a jaká rizika jsou s podnikem spojena.²²

²⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 56.

²¹ tamtéž, s. 56.

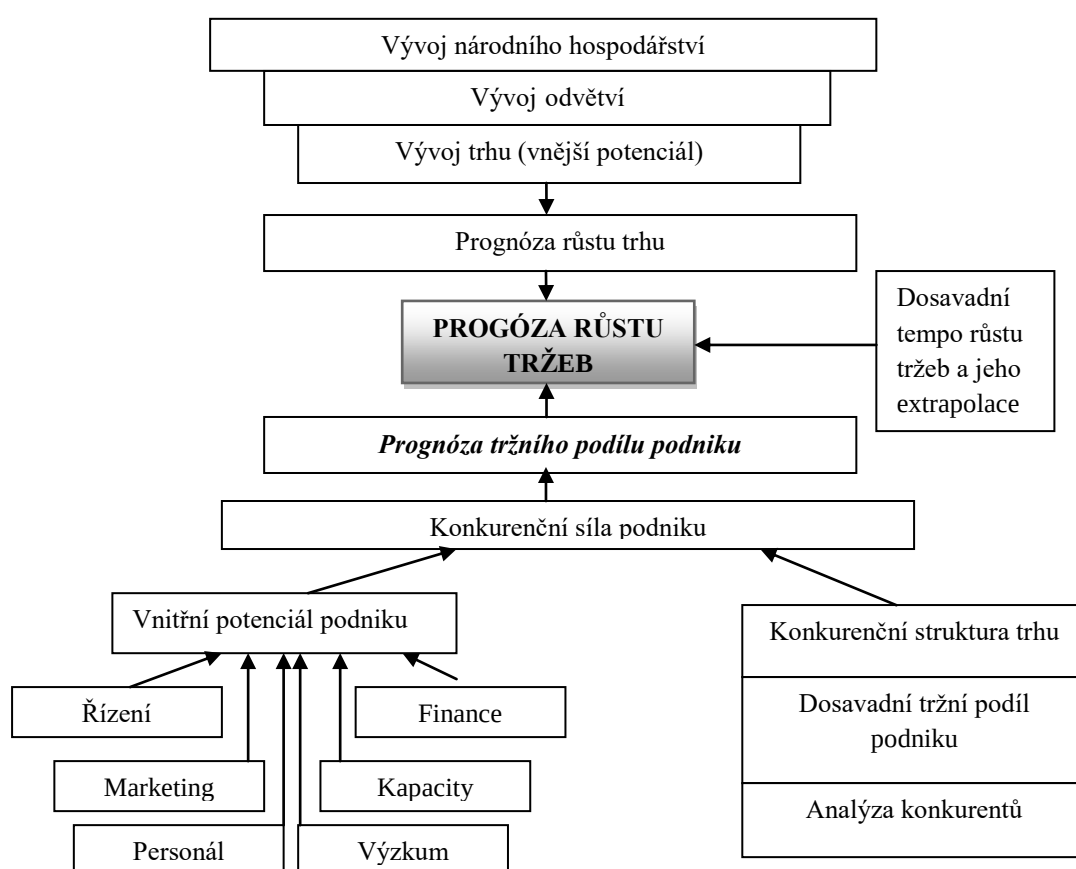
²² tamtéž, s. 57.

1. 5. 1 Postup strategické analýzy

Postup při strategické analýze může sestávat z následujících tří kroků:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků)

Přehled jednotlivých kroků (úkonů) při strategické analýze znázorňuje nejlépe schéma z knihy prof. Maříka.²³



1. 6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Podnik pro své základní podnikatelské zaměření potřebuje aktiva v určité výši (velikosti) a struktuře a zároveň i přiměřené rezervy. Tato aktiva, která jsou pro vykonávání činnosti nezbytná, se označují jako aktiva provozně nutná (provozně

²³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 94.

potřebná). Všechna ostatní pak provozně nenutná (nepotřebná). U většiny oceňovacích metod podniku by mělo být zásadní, pokud je to alespoň trochu možné, provést rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. Zároveň s tímto postupem by měly být z nákladů a výnosů podniku vyřazeny ty náklady a výnosy, které souvisejí s těmito provozně nepotřebnými aktivy.

Prof. Mařík uvádí následující tři hlavní důvody tohoto rozdělení:

- Část majetku nemusí být využívána a neplynou z něj žádné, případně jen malé příjmy. Příkladem takového majetku jsou nevyužité pozemky, peněžní prostředky v provozně nepotřebném rozsahu, dlouhodobě držené akcie, jež nevyplácejí dividendy atd. Může se tedy stát, že tento majetek při ocenění výnosovými metodami bude podhodnocen nebo nebude oceněn vůbec, přestože svoji hodnotu má.
- V případě, že některá aktiva nesouvisejí s provozem nějaké příjmy přinášejí, měla by být vyčleněna rovněž, neboť rizika z těchto aktiv mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- Ocenění provozně nepotřebných a potřebných aktiv bude prováděno jinými metodami.²⁴

1. 6. 1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po provedení rozdělení aktiv je vhodné stanovit pro minulé roky kapitál investovaný do provozně potřebných aktiv. Provozně nutný investovaný kapitál vychází z propočtu účetní rozvahy podniku, která se upravuje následujícími dvěma směry:

- Z aktiv podniku jsou vyřazeny položky, které jsou považovány za provozně nepotřebné,
- oběžná aktiva se sníží o závazky, u nichž nejsme schopni explicitně stanovit náklady, jako jsou úroky, závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, státu atd. Na základě této úpravy již nepracujeme s oběžnými aktivy, ale s upraveným pracovním kapitálem, do nějž spadají i ostatní aktiva, která se k němu přičítají a ostatní aktiva, která se odečítají.²⁵

²⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 119.

²⁵ tamtéž, s. 123.

Následným součtem provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného upraveného pracovního kapitálu získáme provozně nutný investovaný kapitál.

1. 6. 2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

V případě, že jsou v podniku zjištěna nepotřebná aktiva, je důležité zjistit, zda jsou s nimi spojené nějaké náklady nebo výnosy vykazované ve výsledovkách. Pokud tomu tak je, musí být tyto položky vyloučeny z výsledků hospodaření, se kterými se bude dále pracovat. Východiskem úprav je z praktického hlediska nejvýhodnější použít provozní výsledek hospodaření namísto výsledku hospodaření za účetní období, čímž bude zároveň zaručeno, že tento nebude zahrnovat mimořádný výsledek hospodaření, který by do ocenění neměl vstupovat.²⁶

„Mezi nejtypičtější příklady položek, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit, patří následující:

- *Tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (tj. zisky z prodeje majetku),*
- *odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání (rekreační objekty apod.) a další významnější náklady spojené s neprovozním majetkem.*

Naopak je potřeba k provoznímu výsledku hospodaření přidat finanční výnosy a náklady, pokud by byly spojené s provozními aktivy. Může jít například o tyto případy:

- *Výnosy z cenných papírů v případě, že bychom se rozhodli v provozně potřebném majetku tyto cenné papíry ponechat,*
- *případně některé finanční náklady, pokud by souvisely s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.*

Korigovaný výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem“²⁷

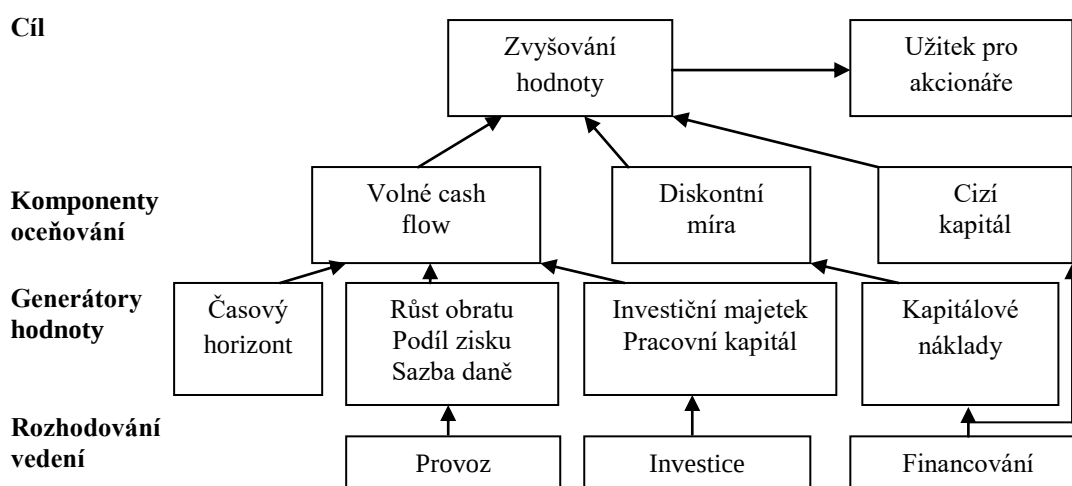
²⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 123.

²⁷ tamtéž, s. 123.

1. 7 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

1. 7. 1 Vymezení pojmu generátory hodnoty

Pojem generátory hodnoty se začal objevovat v souvislosti s konceptem akcionářské struktury shareholder value. Je to soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Obvykle jsou vyvozovány na konkrétním přístupu ocenění podniku a nejčastěji je tímto východiskem metoda diskontovaných peněžních toků.²⁸ Pro lepší pochopení tohoto pojmu uvádí prof. Mařík následující schéma:



Zdroj: vlastní zpracování dle²⁹

Z výše uvedeného schématu je zřejmé, že v daném případě pracujeme s těmito generátory hodnoty:

- Tržby (obrat) a jejich růst,
- marže provozního zisku (z korigovaného provozního zisku),
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování (především velikost cizího kapitálu),

²⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 125.

²⁹ tamtéž, s. 125.

- doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku).³⁰

1. 7. 2 Tržby

Vývoj budoucích tržeb by měl být výsledkem strategické analýzy, kdy prognóza tržeb může být dále korigována kapacitními možnostmi podniku, které však nemusejí být rozhodujícím prvkem, ale pouze možnou omezující podmínkou.³¹

1. 7. 3 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži je vhodné sestavovat z korigovaných provozních zisků, které mají svůj ekvivalent v anglické literatuře jako NOPBT (net operating profit before tax). Nejvhodnější je použití korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) před odpočtem odpisů, a to z důvodu, že je vhodnější odpisy analyzovat až s dalším generátorem hodnoty – investicemi do dlouhodobého majetku.

Provozní ziskovou marži definuje následující poměr:³²

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Aby se předešlo pouze mechanicky vypočtenému rozdílu mezi odhadnutým vývojem tržeb a nákladů, je vhodnější zpracovat dvě na sobě nezávislé prognózy tohoto generátoru: prognózu ziskové marže shora a zdola.

Prognóza ziskové marže shora

Tento přístup vychází z vývoje ziskové marže v minulosti a navazuje na něj zdůvodněný vývoj do budoucna. Je považován za základní k projekci provozní ziskové marže a postup stanovení je následující:

³⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 126.

³¹ tamtéž, s. 126.

³² tamtéž, s. 127.

1. „Za minulé roky vypočítáme korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní (nejlépe před odpočtem odpisů) a z něho odvozenou ziskovou marži v procentním vyjádření.
2. Minulou ziskovou marži a faktory, které na ni působí, podrobíme analýze, a to zejména v souladu s konkurenční pozicí podniku.
3. Na základě provedené analýzy odhadneme, jak budou hlavní faktory ovlivňující ziskovou marži působit do budoucnosti, a v souladu s těmito úvahami uděláme odhad budoucích hodnot ziskové marže v procentním vyjádření.
4. Dopočítáme korigovaný provozní výsledek hospodaření v budoucích letech jako součin již dříve naprognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.“³³

Prognóza ziskové marže zdola

Při stanovování provozní ziskové marže zdola je postup následující:

1. „Sestavíme prognózu hlavních provozních nákladových položek, jako jsou náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady. Tyto položky mohou být také analyzovány a prognózovány ve formě podílu z tržeb, případně může být zvolen jiný postup.
2. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy.
3. Dopočítáme korigovaný provozní zisk jako rozdíl provozních výnosů a nákladů.
4. Z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat tiskovou marži.“³⁴

1. 7. 4 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál používaný při oceňování obsahuje oproti pracovnímu kapitálu používanému ve finanční analýze (Pracovní kapitál = Oběžná aktiva – krátkodobý cizí kapitál) dvě modifikace:³⁵

³³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 128.

³⁴ tamtéž, s. 128.

³⁵ tamtéž, s. 133.

1. Od běžných aktiv se odečítá neúročený cizí kapitál a kritériem není prioritně doba splatnosti tohoto kapitálu, ale to, zda jsme schopni pro tento kapitál explicitně stanovit náklady či nikoliv. Výpočet je pak následující:

Krátkodobý finanční majetek

+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)
- Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)
= Pracovní kapitál

2. Všechny uvedené veličiny započítáme jen v provozně nutném rozsahu, kde například u krátkodobého finančního majetku kalkulujeme peněžní prostředky, které jsou nutné pro hladký chod podniku spolu s účelnou rezervou.³⁶ Hodnotu této položky je možné získat například z ukazatele likvidity prvního stupně zjištěnou pomocí aritmetického průměru hodnot likvidit subjektů působících na stejném trhu za minulé období.

1. 7. 5 Investice do dlouhodobého majetku

Jedná se o investice do dlouhodobého majetku, který je pro podnik nezbytný k vykonávání činnosti (provozně nutný). Plánování investic je jednou z nejobtížnějších částí v rámci analýzy generátorů hodnoty. Tato obtížnost je způsobena především tím, že investice se nevyvíjejí plynulým způsobem a jsou nezbytnou podmínkou pro přežití podniku. Vhodným způsobem pro plánování investic je jejich analýza za minulé období. Je-li k dispozici delší časová řada a známe-li tendence ve vývoji cen a technickém vývoji, je možné odvodit spolehlivou závislost investičního majetku na výkonech.³⁷ K plánování investiční náročnosti se používají následující tři přístupy:

³⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 133.

³⁷ tamtéž, s. 136.

1. Globální přístup

Tohoto přístupu se využívá v situaci, kdy investice do dlouhodobého majetku mají ve značné míře průběžný charakter. Vychází se z analýzy provozně nutného majetku ve vztahu k tržbám a zkoumá se relace mezi investicemi brutto a tržbami. Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto k_{DMb} , který má i vysokou míru srovnatelnosti mezi podniky, by měl být vypočítán za co možná nejdelší minulé časové období a má následující tvar:³⁸

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{Tržby}}$$

Je možné také použít koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto, který je mezi podniky méně porovnatelný a také neposkytuje dobré výsledky v případě, že v minulosti tržby podniku příliš nerostly:³⁹

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

2. Přístup podle hlavních položek

U tohoto přístupu, který se používá zpravidla pro nejbližší roky, se vychází z konkrétních investičních plánů sestavených přímo pro daný podnik, zahrnující jednotlivé projekty a akce.⁴⁰

3. Přístup založený na odpisech

Tento přístup vychází z předpokladu, že investice, které jsou pod úrovní odpisů, jsou ještě propočteny ze starších historických cen a budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce k růstu.⁴¹

³⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 137.

³⁹ tamtéž, s. 137.

⁴⁰ tamtéž, s. 137.

⁴¹ tamtéž, s. 138.

1. 7. 6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Položka rentability provozně nutného investovaného kapitálu se určuje z korigovaného provozního zisku a je rozložena na ziskovou marži a obrátkovost provozně nutného investovaného kapitálu. Zisková marže by měl být za minulost i budoucnost hodnocena v souvislosti právě s předpokládaným vývojem rentability investovaného kapitálu a jeho obrátky. Takto provedená analýza má význam pro pozdější odhad parametrů pokračující hodnoty podniku.⁴²

1. 7. 7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Po analýze generátorů hodnoty můžeme tyto použít pro stanovení prvního odhadu hodnoty podniku, kdy je toto ocenění založeno na principu peněžních toků (FCF_t), které můžeme pro jednotlivé roky vyjádřit pomocí vzorce:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1+g) * r_{ZPx} * (1-d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})^{43}$$

FCF_t = Korig. provozní zisk po dani – Přírůstek pracovního kapitálu a dlouhod. majetku
Poté je možné určit odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) za použití vzorce:

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde:

X – velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky

g – tempo růstu tržeb

r_{ZPx} – provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření

d – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření

k_{WC} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu

k_{DMn} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku

t - rok⁴⁴

⁴² MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 139.

⁴³ tamtéž, s. 147.

⁴⁴ tamtéž, s. 147.

1. 8 Sestavení finančního plánu

V případě použití některé výnosové metody k ocenění podniku by měl být sestaven i finanční plán, který je složen z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. Finanční plán bývá také součástí podnikového plánu a měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku. Oceňovatel není většinou schopen sestavit celý finanční plán bez patřičné konzultace s vedením samotného oceňovaného podniku, avšak neměl by pouze automaticky přebírat plán od vedení podniku. Především pak, je-li cílem ocenění zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty, protože za konečnou verzi finančního plánu zodpovídá on sám.⁴⁵

Samotný postup sestavení finančního plánu vychází z předchozího kroku, ve kterém byla provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty. Z toho kroku jsou naplánovány stěžejní položky, kterými jsou:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- zisková marže a z ní vytvořený provozní zisk,
- výše zásob, pohledávek a závazků,
- prognóza investic do dlouhodobého majetku.⁴⁶

Uvedené položky jsou kostrou finančního plánu, který aby mohl být kompletní, je potřeba doplnit ještě o následující položky:

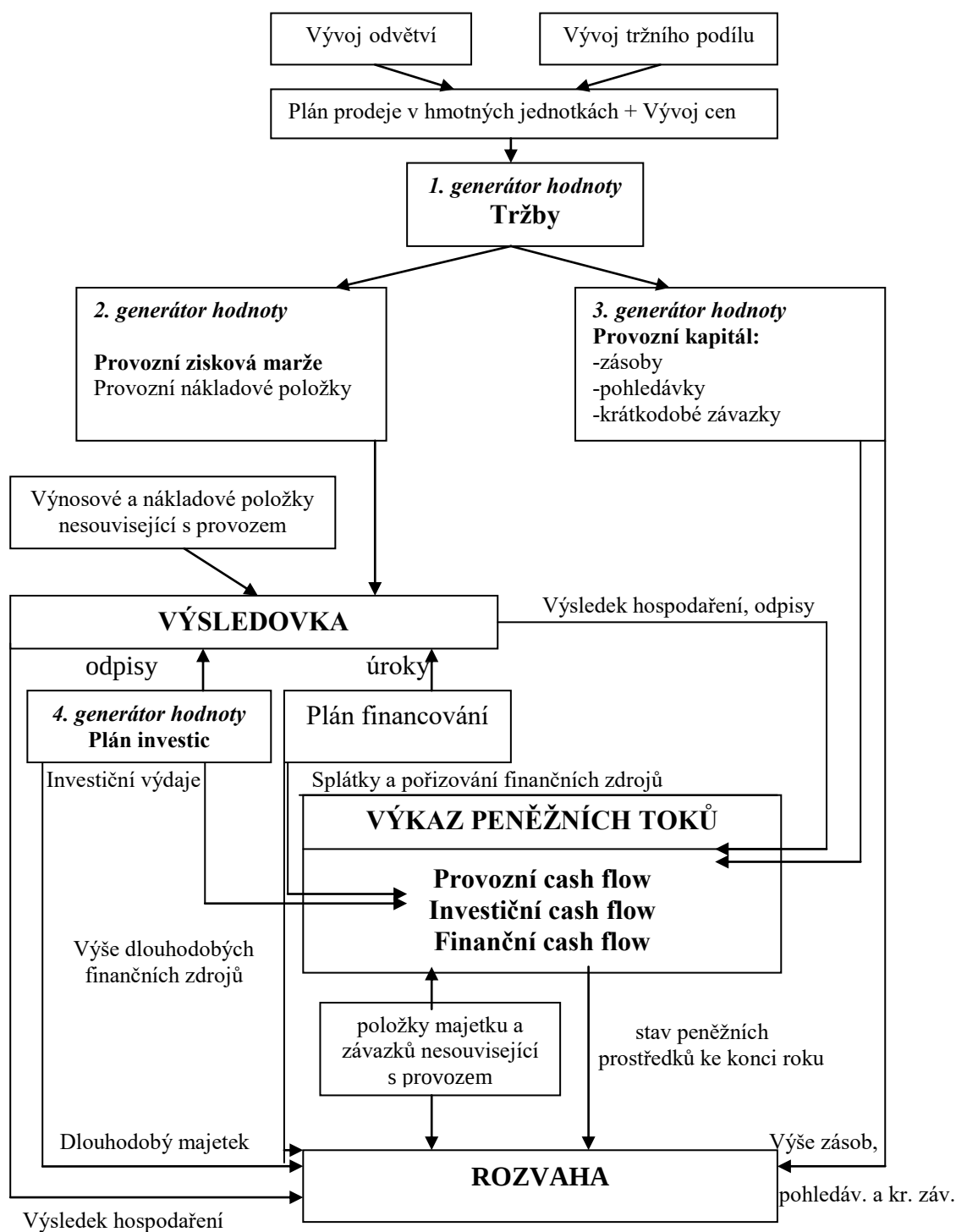
- Plán financování, který zahrnuje předpokládané splátky úvěrů, nové úvěry a navýšení základního kapitálu podniku,
- méně významné položky, které by výsledné ocenění mohly určitým způsobem zlepšit,
- položky přímo nesouvisející s hlavním provozem,
- předpokládané výplaty dividend a podílů na zisku.⁴⁷

⁴⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 150.

⁴⁶ tamtéž, s. 150.

⁴⁷ tamtéž, s. 150-151.

Postup sestavování finančního plánu znázorňuje následující schéma:



Zdroj: vlastní zpracování dle⁴⁸

⁴⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 152

1. 9 Ocenění na základě analýzy výnosů

„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat konkrétně peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy.“⁴⁹

Mezi jednotlivé výnosové metody patří:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované (korigované), kombinující výnosové a majetkové ocenění.⁵⁰

1. 9. 1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Jedná se o základní výnosovou metodu, kde jsou peněžní toky reálným příjmem a tedy i reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku) a přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty. Existují tři základní techniky výpočtu metodou DCF, jejichž cílem je zjistit hodnotu vlastního kapitálu. Metody se liší v návaznosti na to, jak se hodnota vlastního kapitálu stanoví.⁵¹ Těmito metodami jsou:

Metoda DCF entity – při jejím použití probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejdříve se vychází z peněžních toků, které byly k dispozici pro vlastníky a věřitele a jejich diskontováním se stanoví hodnota podniku jako celku (H_b – hodnota brutto). Následně je od této hodnoty odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a výsledkem je tak hodnota vlastního kapitálu (H_n – hodnota netto).⁵² Tato metoda bude považována za základní způsob propočtu hodnoty podniku v této práci.

Metoda DCF equity – vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici jen vlastníkům podniku, kdy jejich diskontováním je zjištěna hodnota vlastního kapitálu „ H_n “.⁵³

⁴⁹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 163.

⁵⁰ tamtéž, s. 163.

⁵¹ tamtéž, s. 164-165.

⁵² tamtéž, s. 165.

⁵³ tamtéž, s. 165.

Metoda DCF APV (upravená současná hodnota) – při jejím použití probíhá výpočet rovněž ve dvou krocích jako u metody DCF entity. Nejdříve dochází k součtu hodnot podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků, z čehož je zjištěna hodnota podniku jako celku (H_b). Následně se od této hodnoty odečte hodnota cizího kapitálu a výsledkem je tak hodnota netto (H_n).⁵⁴

1. 9. 2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Finanční plán poskytuje prognózy provozního, investičního, finančního a celkového cash flow. Při ocenění není možné žádnou z těchto variant přímo použít a je třeba určit, kolik peněz je možné z podniku odčerpat, aniž by se narušil jeho předpokládaný vývoj. Z tohoto důvodu je východiskem provozní peněžní tok, od kterého se odečítají investice. „Výsledkem je volné cash flow (FCF).“ Volným peněžním tokem se u metody DCF entity rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. Z tohoto důvodu se používá označení FCFF (free cash flow to firm) - peněžní toky do firmy, kdy tato varianta označení je konkrétnější pro uváděnou metodu DCF entity. Výpočtové schéma je následující⁵⁵:

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVHd)
2.	- Upravená daň z příjmu (KPVH * daň)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
8.	- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: vlastní zpracování dle⁵⁶

1. 9. 2. 1 Investice pro výpočet FCFF

Realizovány by měl být pouze ty investice do podnikové činnosti, které vytvářejí kladnou čistou současnou hodnotu. Investice brutto, znázorněné ve schématu pro výpočet peněžních toků, jsou investicemi brutto, které zahrnují všechny investiční výdaje. Zahrnují investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit současný majetek nebo zda jsou to investice rozšiřovací. Tyto investice je možné rozdělit na část, která

⁵⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 163.

⁵⁵ tamtéž, s. 170.

⁵⁶ tamtéž, s. 170.

má zajistit obnovu a na část rozšiřovací, kterou je možné označit jako investice netto. „Jako technické dělísko těchto dvou částí se používá výše odpisů v daném roce. Velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce se tedy označí jako obnova, a zbývající část se označí jako investice netto: **Investice brutto = Odpisy + Investice netto.**“⁵⁷

Pokud se v daném roce investuje méně, než jaká je výše ročních odpisů, mohou pak být investice netto i záporné. Investice sloužící k výpočtu volného peněžního toku se nejlépe určuje z výše provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech a k výpočtu slouží následující vztahy:

$$I_{\text{netto}} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto}} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde:

- $I_{\text{netto}}, I_{\text{brutto}}$ – investice do provozně nutného investovaného kapitálu (tj. do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady) v roce t ,
- K_t – provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t ,
- O_t – odpisy v roce t .⁵⁸

1. 9. 3 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Pojem technika propočtu určuje všechny postupy, kterými se přetvářejí vstupní údaje o volných peněžních tocích, jež vytváří výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.⁵⁹

Propočet metodou DFC entity probíhá ve dvou krocích:

1. Určí se celková hodnota podniku

„Celkovou hodnotou budeme rozumět výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovým majetkem.“⁶⁰

⁵⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 174-175.

⁵⁸ tamtéž, s. 175.

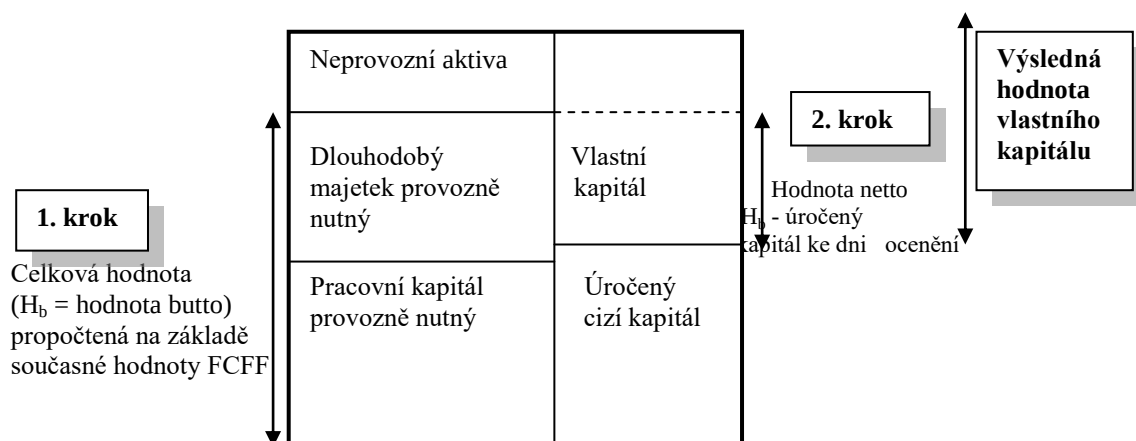
⁵⁹ tamtéž, s. 177.

⁶⁰ tamtéž, s. 177.

2. Vypočítá se výnosová hodnota vlastního kapitálu

„Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. V závěrečném kroku oceňování k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění.“⁶¹ Grafické znázornění těchto vztahů je možné vidět na obrázku č. 2

Obrázek č. 2



Zdroj: vlastní zpracování dle⁶²

„Hodnota podniku jako celku (H_b) je určena pomocí obecného výrazu:

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

kde:

$FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku⁶³

V praxi je předpokládáno, že existence podniku bude nekonečně dlouhá (tzv. going concern). Toto období je však velmi dlouhé a není možné plánovat peněžní toky na jednotlivé roky, proto se k jejich stanovení využívá dvoufázová metoda.⁶⁴

⁶¹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 177.

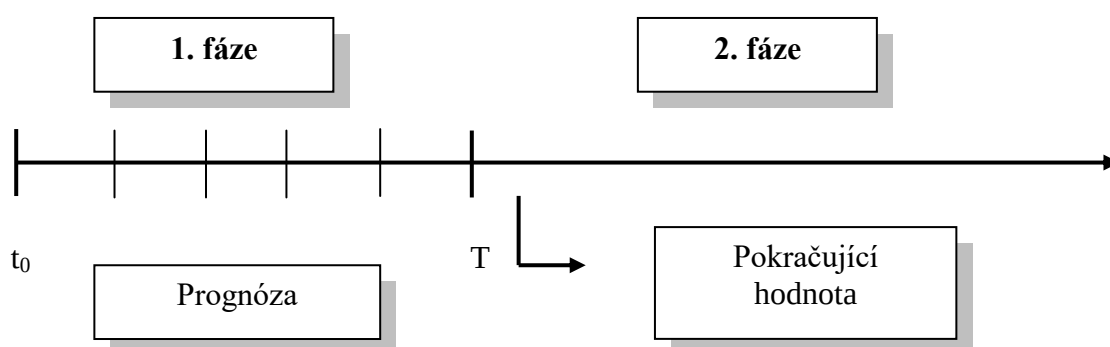
⁶² tamtéž, s. 177.

⁶³ tamtéž, s. 178.

⁶⁴ tamtéž, s. 178.

1. 9. 3. 1 Dvoufázová metoda

Jak již bylo uvedeno, tato metoda je využívána v praxi. Vychází z předpokladu, že je možné budoucí období rozdělit na dvě fáze, přičemž první fáze zahrnuje období, kdy je oceňovatel schopný naplánovat peněžní toky pro jednotlivé roky a fáze druhá pak zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku ve druhé fázi označuje pojem **pokračující hodnota**, příp. reziduální hodnota, termální či konečná hodnota.⁶⁵



Zdroj: vlastní zpracování dle⁶⁶

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se stanoví pomocí vzorce:

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

kde:

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitálu⁶⁷

„Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento okamžik je totožný se začátkem druhé fáze).“⁶⁸

⁶⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 178.

⁶⁶ tamtéž, s. 178.

⁶⁷ tamtéž, s. 178.

⁶⁸ tamtéž, s. 179.

U dvoufázové metody je důležité zvolit prognózované období a od jaké doby se bude počítat s pokračující hodnotou. Z praxe vyplývá skutečnost, že pokud je zvoleno prognózované období pěti let, pak pokračující hodnota dosahuje 80 % celkového výnosového ocenění podniku. V současnosti se v evropských zemích stanovuje období pro první fázi mezi třemi a šesti roky. Existuje několik návrhů, které autoři pro určení délky první fáze prognózy uvádějí:⁶⁹

1. Tvorba hodnoty

„První možností je odvozovat délku první fáze v závislosti na období, po které se předpokládá, že je podnik schopen tvořit novou hodnotu (tedy kladnou ekonomickou přidanou hodnotu).“ Základem tvorby hodnoty je získání konkurenční výhody, která však není zpravidla dlouhodobě udržitelná a po její ztrátě by měl podnik vydělávat alespoň na úrovni nákladů kapitálu. Podle prof. Maříka je odhadování délky prvního období podle toho, jak dlouho je podnik schopen tvořit hodnotu, důležitým kritériem.⁷⁰

2. Fáze životního cyklu

Pokud se jedná o podnik v raném stádiu vývoje, je potřebné uvažovat s větší délkou první fáze. Rychlá tempa růstu a vyšších investic mladých podniků se postupně ustálí a podnik se začne stabilizovat. V případě nepřihlédnutí k této skutečnosti je možné, že podnik bude podhodnocen v důsledku právě velkých investičních výdajů, a tím i nízkých volných peněžních toků.⁷¹

3. Fáze cyklu konjunktury

Některá odvětví a obory se vyznačují rychlými inovacemi a technologickými změnami, proto dochází k návrhům vztáhnout délku první fáze na fázi cyklu konjunktury, aby ocenění nezahrnovalo pouze část určitého cyklu s jeho dopady do hospodaření podniku. Mělo by být přihlíženo k životnímu cyklu podniku, fázi konjunkturálního cyklu a míře stability odvětví či oboru, ve kterém podnik vykonává svou činnost.⁷²

Dalšími návrhy jsou *rovnováha*, kdy by jí měl podnik po uplynutí první fáze tohoto stavu docílit a *délka podnikových plánů*, které stanovují délku první fáze na základě plánů zpracovaných vedením oceňovaného podniku.

⁶⁹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 179.

⁷⁰ tamtéž, s. 179.

⁷¹ tamtéž, s. 180.

⁷² tamtéž, s. 180.

Na základě předchozích úvah se odhad pokračující hodnoty zakládá na následujících předpokladech:

- Zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu a podíl na trhu se stabilizují,
- míra investic a růst podniku jsou stabilní,
- výnosnost nových investic je také stabilní.⁷³

V případě pochybností o dalším vývoji podniku je doporučeno volit delší období první fáze v rozmezí pěti až sedmi let. Při odhadu pokračující hodnoty je potřebné zvolit techniku výpočtu a zvolit parametry pokračující hodnoty⁷⁴, o kterých bude pojednáváno v následujících částech práce.

1. 9. 3. 2 Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

Typickými řešeními pro výpočet pokračující hodnoty jsou následující vzorce.

1. Gordonův vzorec

Prognóza bývá sestavována na jednotlivé roky pro omezený počet let. Gordonův vzorec představuje pokračující hodnotu jako současnou hodnotu nekonečné rostoucí řady peněžních toků ve druhé fázi, kdy se ve druhé fázi předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku.⁷⁵

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF = volný peněžní tok do firmy

a podmínkou platnosti vzorce je, aby $i_k > g$ ⁷⁶

⁷³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 182.

⁷⁴ tamtéž, s. 182.

⁷⁵ tamtéž, s. 183.

⁷⁶ tamtéž, s. 183.

2. Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Parametrický vzorec počítá s dvěma základními generátory hodnoty, a to tempem růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně a s očekávanou rentabilitou nových (čistých) investic (r_I), kterými jsou investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.⁷⁷

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{\text{KPVH}_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

kde:

r_I = čisté investice

KPVH_{t+1} = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy⁷⁸

1. 9. 4 Diskontní míra pro metodu DCF

Stanovení diskontní míry závisí na tom, jaká se k oceňování použije varianta metody peněžních toků. V případě této práce, kdy je k ocenění podniku zvolena varianta DCF entity, se stanovuje diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). „Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Prioritně ovšem nejde o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti.“⁷⁹ Vzorec pro výpočet WACC je následující:

$$\text{WACC} = r_E * \frac{E}{K} + r_D * \frac{D}{K} * (1 - d)$$

kde:

r_E = náklady na vlastní kapitál

d = sazba daně z příjmu

r_D = náklady na cizí kapitál

E = tržní hodnota vlastního kapitálu

D = tržní hodnota cizího kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = E + D$ ⁸⁰

⁷⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 186.

⁷⁸ tamtéž, s. 187.

⁷⁹ tamtéž, s. 206-207.

⁸⁰ tamtéž, s. 207; REŽŇÁKOVÁ, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 2012, s. 111.

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu je složen ze tří kroků:

1. Určí se váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém kapitálu,
2. určí se náklady na cizí kapitál,
3. určí se náklady na vlastní kapitál.⁸¹

1. 9. 4. 1 Váhy jednotlivých složek kapitálu

V tomto kroku jde o určení, jakou váhu má vlastní a cizí kapitál na celkové struktuře investovaného kapitálu. Kapitálová struktura se zjišťuje na základě tržních, nikoliv účetních hodnot. Existují také názory, že je možné použít i účetní hodnoty, kdy jsou tyto spolehlivější, neboť jsou stabilnější. Jde však spíše o nevýhodu, protože skutečná hodnota se neustále mění. V případech, kdy má podnik pouze úvěry či akcie, které nejsou obchodovatelné, je obtížné určit jejich tržní hodnotu. Je také nutné brát v potaz, že tržní a účetní hodnoty se mohou lišit, což ovlivňuje i odhad průměrných vážených nákladů kapitálu. Použití tržních hodnot má své problémy, ale také dva možné základní způsoby řešení, kterými jsou orientační odhady (cílová struktura) a iterační postupy.⁸²

V **cílové struktuře kapitálu** jde o odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období, která se stanovuje několika způsoby:

- Odhadne se, jaká je současná kapitálová struktura v tržní hodnotě,
- zjistí se, jaká je kapitálová struktura srovnatelných společností v tržních cenách,
- zjistí se, jakou strukturu kapitálu požaduje vedení podniku.⁸³

V případě **iteračního** postupu se nejdříve odhadne výchozí struktura kapitálu, kterou může být cílová struktura kapitálu nebo účetní struktura. Pomocí výchozí struktury se vypočte hodnota podniku a z ní se určí struktura kapitálu. Tento postup se opakuje tak dlouho, než se struktura kapitálu ustálí.⁸⁴

1. 9. 4. 2 Náklady na cizí kapitál

Cizí kapitál (dluhový), který podnik používá, může mít několik podob. Řadíme mezi něj bankovní úvěry, finanční leasing a kapitál získaný z emise dluhopisů. Samotným

⁸¹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 207.

⁸² tamtéž, s. 207-208.

⁸³ tamtéž, s. 208.

⁸⁴ tamtéž, 210-211.

nákladem cizího kapitálu je úrok, který podnik musí platit svým věřitelům, snížený o úsporu na dani z příjmu v důsledku daňové uznatelnosti nákladových úroků.⁸⁵

1. 9. 4. 3 Náklady na vlastní kapitál

„Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Nejvíce se uplatňuje známý model oceňování kapitálových aktiv (capital asset pricing model – CAPM). Tento model závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β . Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost (vyjádřená v procentech) je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu.“⁸⁶

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

Výše uvedený vzorec je základním pro výpočet CAPM. Ovšem prof. Damodaran stanovil určitou modifikaci tohoto modelu, která bude v práci použita. V této modifikaci je nutné stanovit hodnoty pro bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a koeficient β .

Bezriziková úroková míra

Bezriziková aktiva neexistují. Za nejméně rizikové jsou považovány státní pokladniční poukázky Spojených států amerických (T-Bills). *„Při oceňování podniku se však doporučuje použít aktiva s takovou délkou životnosti, která by se přibližovala životnosti aktiv podnikových. Proto se v USA i jinde odborníci přiklání k tomu, aby pro tyto účely byl využíván výnos do doby splatnosti minimálně desetiletých státních obligací (T-Bonds).“⁸⁷*

Riziková premie trhu

Při stanovování rizikové premie trhu je nutné určit délku období, které se pro výpočet použije a volba trhu, zda národní nebo jiný kapitálový trh. V případě období

⁸⁵ REŽŇÁKOVÁ, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 2012, s. 111.

⁸⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 215-216.

⁸⁷ tamtéž, s. 218.

je nejvhodnější použít co nejdelší období. Při volbě národního nebo jiného kapitálového trhu je potřebné:

- Zjistit riziko země, ke kterému je potřebné znát úroveň ratingu dané země,
- stanovit riziko selhání země, které je dáno rozdílem prémie dluhopisů Spojených států a dluhopisů daného státu,
- upravit riziko selhání země o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi.

Následně se hodnota rizikové prémie upraví o rozdíl v inflacích mezi Spojenými státy a danou zemí.⁸⁸

Beta koeficient

Metodou analogie je možné vypočítat potřebný koeficient β , jehož vzorec pro výpočet je následující:

$$\beta_z = \beta_N \left(1 + (1 - d) \frac{CK}{VK} \right)$$

kde:

β_z = β vlastního kapitálu u zadlužené firmy

β_n = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

d = sazba daně z příjmu

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál⁸⁹

Po výše uvedených náležitých úpravách modelu CAPM dle modifikace prof. Damodarana se stanoví výsledná **výše nákladů na vlastní kapitál** jako:

$$r_e = r_f + \beta * RPT + RPZ$$

kde:

r_e = odhad nákladů na vlastní kapitál

⁸⁸ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 219-222.

⁸⁹ tamtéž, s. 223-224.

- rf = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA
- β = odvětvové beta přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku
- RPT = riziková premie kapitálového trhu USA
- RPZ = riziková premie země, postup založený na odlišnostech ve výnosnosti státních a podnikových dluhopisů, upravený o vliv diferencí ve volatilitě akciového a dluhopisového trhu dané země⁹⁰

1. 9. 5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

„Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.

Ukazatel EVA (economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího). Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital} * \text{WACC}$$

kde:

- NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku (zisk z hlavního provozu podniku) po dani
- Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku. V konceptu ekonomické přidané hodnoty pak tento obecný výraz bývá nahrazen speciálním termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva).
- WACC = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)⁹¹

1. 9. 5. 1 EVA jako nástroj ocenění

Jako u metody diskontovaných peněžních toků, tak i metody EVA je možné ocenit podnik pomocí tří variant ekonomické přidané hodnoty, a to entity, equity a APV.

⁹⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 233-234.

⁹¹ tamtéž, s. 283-284.

Stejně jako u metody DCF bude v této práci považována za základní způsob propočtu hodnoty podniku metoda EVA entity.

Schéma pro výpočet je stejné jako u metody DCF:

	Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+	Tržní hodnota neoperačních aktiv
-	Tržní hodnota úročených závazků
=	Tržní hodnota vlastního kapitálu

„V prvním kroku tedy vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele, a teprve pak odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Hodnota operačních aktiv je při této metodě oceňování dána součtem:

	Čistá operační aktiva (net operating assets – NOA)
+	Tržní přidaná hodnota (market value added – MVA)
=	Tržní hodnota operačních aktiv

MVA je pak současná hodnota budoucích EVA.“⁹²

„Rozhodující úlohu v tomto přístupu k oceňování má tržní přidaná hodnota, nebo též hodnota přidaná trhem (MVA). MVA je vlastně jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje tento výrok: měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“⁹³

K výpočtu se použije, podobně jako u DCF, dvoufázová metoda, kde druhá fáze je počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna.

Hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota podniku netto) je vypočtena pomocí vzorce:

⁹² MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 295.

⁹³ tamtéž, s. 296.

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0}_{\text{MVA}}$$

kde:

H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění⁹⁴

⁹⁴ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 297.

2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Název: MORAVOSTAV Brno a. s. stavební společnost

Sídlo: Maříkova 1899/1, Řečkovice, 621 00 Brno

IČO: 46347542

Právní forma: akciová společnost

Vznik: 1. května 1992

Předmět podnikání

MORAVOSTAV Brno, a. s. realizuje průmyslové, bytové a občanské stavby a zajišťuje činnosti při stavební výrobě.

Společnost provádí stavební práce, výkony a dodávky stavebních částí objektů a staveb v oborech, a to ve formě vlastních investic, jakož i dodavatel staveb pro jiné investory. Vyrábí cementové výrobky ve své panelárně v Blansku a zabezpečuje tak výrobu typových i atypických prvků ze železobetonu:

- Výroba železobetonových prefabrikátů,
- plošné prvky do rozměru 7 x 2metry – stopní desky, lodžiové panely, plošné zábradlí, silniční panely, opěrné a zákrytové desky,
- sloupy, ztužidla, prahy,
- základové patky,
- schodišťové stupně, plotové sloupky.

Dalším předmětem podnikání jsou demoliční práce. Společnost disponuje vlastní demoliční technikou a je schopna provádět demolice od drobných zakázek až po demolice rozsáhlých komplexů včetně výškových objektů. Demolice jsou prováděny za pomoci těžké techniky nebo odstřelem.

V rámci své stavební činnosti firma zajišťuje i nezávadné likvidace stavební suti a prostor vzniklý po demolici je schopna rekultivovat a připravit pro další výstavbu. Recyklací se firma zabývá od roku 1994. Vlastní zpracování odpadu probíhá v recyklačních dvorech, příp. přímo v místě demolice za využití mobilní recyklační linky. Mezi materiály, které je společnost schopna recyklovat patří: železobeton, prostý beton, asfalt, cihly, kámen, keramické materiály a sklo, zemina a kamení. Vzniklý

recyklát, který je výsledkem likvidace, je levným materiálem, který nahrazuje šterky apod.⁹⁵

Právní forma organizace

Společnost Moravostav Brno, a. s. stavební společnost vznikla v roce 1992 transformací státního podniku MORAVOSTAV Brno jakožto nástupnická organizace Pozemních staveb. Základní kapitál ve výši 72 261 000,-- Kč je tvořen 72 ks kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 000,-- Kč a 261 ks kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,-- Kč.

Přepočtený počet zaměstnanců společnosti byl v roce 2015 167, z toho 7 pracovníků bylo na řídicích pozicích. Společnost je držitelem certifikátů EN ISO 9001:2008 za zavedení systém managementu kvality, EN ISO 14001:2004 za zavedení a shodu systému environmentálního managementu a BS OHSAS 18001:2007 za zavedení a shodu systému managementu bezpečnosti a ochrany zdraví při práci.⁹⁶

Cílem činností společnosti je zvyšování její důvěryhodnosti, rozvíjení konkurenceschopnosti a poskytování kvalitních služeb. Společnost klade důraz na udržování odpovídající kvality stavebních a výrobních zakázek, pracuje s nejmodernějšími poznatky a technologiemi. Aktivita společnosti musí být šetrné k životnímu prostředí a také bezpečné pro všechny zúčastněné osoby. Stavební společnost se řadí mezi významné firmy střední velikosti s působností po celé České republice s dlouholetou tradicí. Obrat se pohybuje kolem 700 mil. Kč ročně a zaměstnává v průměru 160 zaměstnanců na odborných pozicích.

V důsledku fúze sloučením na MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost přešlo v roce 2011 jmění zanikající společnosti STAPO MORAVA, a. s. V roce 2012 došlo k rozdělení společnosti odštěpením se založením nové společnosti PROTA SPES, a. s., na kterou přešly tyto složky vlastního kapitálu:

- základní kapitál 3 000 000,-- Kč
- výsledek hospodaření minulých let 263 262 132,72,-- Kč

⁹⁵ Moravostav.cz [online]. ©2014 [cit. 2016-10-30]. Produkty a služby.

⁹⁶ Justice.cz [online]. [cit. 2016-10-30]. Výroční zpráva společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2014.

- zákonný rezervní fond 600 000,-- Kč
- ostatní kapitálové fondy 372 352 707,06,-- Kč
- oceňovací rozdíl z přecenění majetku – 20 367,48,-- Kč

Projekt rozdělení byl schválen 14. 8. 2012.

Ovládané osoby: 50% ovládaná korporace BUZZING BLACK LINES, s. r. o.
30% ovládaná korporace E – Novo Malenovice, s. r. o.

2. 1 Strategická analýza

Strategická analýza je podle názoru prof. Maříka klíčovou fází oceňovacího procesu. Má stanovit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na vnějším potenciálu tedy šancemi a riziky a vnitřním potenciálu tedy souhrnem silných a slabých stránek podniku.⁹⁷ Strategická analýza bude provedena k datu ocenění 31. 12. 2015.

2. 1. 1 Analýza makroekonomického prostředí

Podle Makroekonomické predikce Ministerstva financí z července roku 2016⁹⁸ současná ekonomická situace měřená reálným vývojem HDP v 1. čtvrtletí roku 2016 meziročně vzrostla o 2,7 % a hrubá přidaná hodnota mezičtvrtletně rostla o 0,5 %. Zaznamenané vývojové změny v reálném HDP jsou uvedeny v tabulce č. 1. Ke zvýšení HDP přispěly výdaje na konečnou spotřebu ze strany domácností i vlády. Vzhledem k pomalejšímu růstu domácí poptávky došlo ke snížení růstu vývozu a došlo také ke zpomalení růstu dovozu. Tvorba hrubého kapitálu byla podpořena rostoucími investicemi do dopravních prostředků a duševního vlastnictví, protisměrně pak působily investice do budov, informačních a komunikačních technologií. Samotné stavebnictví je v České republice jedním z hlavních pilířů zajišťující ekonomický rozvoj a má výrazný dynamický vliv na další odvětví. V roce 2008 dosáhlo stavebnictví vrcholu a do dnešní doby snížilo od tohoto vrcholu svůj výkon o 25 %, ale v roce 2014 po období ukončení krize došlo k jeho stabilizaci a v roce 2016 a 2017 se odhaduje jeho průměrný růst ve výši 3 %. V letech 2011 – 2012 více než 60 % podniků vykázalo pokles tržeb, což neplatilo

⁹⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 56.

⁹⁸ *Mfcr.cz.* [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Makroekonomická predikce červenec 2016.

o společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s., která v tomto sledovaném období vykázala meziroční nárůst a k poklesu tržeb u ní došlo až mezi lety 2012 – 2013.⁹⁹

Odhad vývoje HDP ve 2. čtvrtletí roku 2016 je růst o 3,0 %. Zvýšení je dáno růstem výdajů na konečnou spotřebu, spotřebou domácností, růstem vývozu a růstem domácího poptávky a také tvorbou hrubého kapitálu.

Predikce vývoje HDP pro roky 2016 a 2017. V roce 2016 by měl být ekonomický růst tažen výdaji na konečnou spotřebu domácností a vlády. Růst hrubého fixního kapitálu bude podpořen růstem soukromých investic, k čemuž přispívají uvolněné měnové podmínky, které zvyšují dostupnost úvěrů. Ovšem růst těchto investic bude pomalejší oproti minulému období vzhledem k nárůstu externích rizik spojené s brexitem. Investice vládního sektoru, které minulé roky podporovaly jeho růst vzhledem k jejich dynamickému růstu způsobeného čerpáním z fondů EU, budou tvorbu kapitálu výrazně zpomalovat.

Ministerstvo financí se domnívá, že na základě dat o stavebnictví bude vliv těchto investic silnější, než předpokládali. V letošním roce uvažuje podstatný příspěvek změny zásob k růstu HDP, a proto pro letošní rok počítá s nárůstem této tvorby o 9,8 % a pro rok 2016 o 2,6 %. S postupně rostoucí globalizací, která je spojena i se vstupem České republiky do eurozóny může dojít ve stavebnictví a nejen v něm ke snížení konkurenceschopnosti.

Tabulka č. 1: Vývoj, predikce a výhled reálného HDP

Skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP mld. Kč	3 954	4 033	4 001	3 981	4 089	4 275
růst %	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5
Predikce	2016	2017				
HDP mld. Kč	4 368	4 475				
růst %	2,2	2,4				
Výhled	2018	2019				
HDP mld. Kč	4 584	4 696				
růst %	2,4	2,4				

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁰⁰

Dalším faktorem podílejícím se na ekonomické situaci je inflace a podle Makroekonomické predikce Ministerstva financí z července roku 2016¹⁰¹ meziroční

⁹⁹ Mfcr.cz. [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Makroekonomická predikce červenec 2016.

¹⁰⁰ tamtéž.

¹⁰¹ tamtéž.

inflaci nadále stlačuje pokles ceny ropy. Proinflačně by měla působit rostoucí poptávka a neutrálně pak měnový kurz koruny a určujícím faktorem inflace by měla být právě cena ropy Brent, která stlačuje inflaci meziročně od roku 2014. Tento fakt je pro společnost MORAVOSTAV Brno, a. s. významným, protože cena ropy ovlivňuje náklady především na dopravu a provoz nákladních automobilů a zároveň i jejich zákazníky. Průměrná míra inflace by měla v roce 2016 dosáhnout 0,5 %. V roce 2017 má inflace po příznivém nabídkovém šoku opět zrychlit. Hlavní faktory inflace – měnový kurz a regulované ceny by měly působit neutrálně a rostoucí poptávka díky zvětšující se kladnou produkční mezerou proinflačně. Ministerstvo financí vychází v predikci inflace z toho, že na počátku roku 2016 dojde ke zvýšení spotřební daně z tabákových výrobků (0,2 p. b.). Také počítá se snížením DPH v prosinci 2016 v oblasti stravovacích služeb z 21 % na 15 % (-0,2 až – 0,1 p. b.). V roce 2016 očekává, že se meziroční inflace vrátí do tolerančního pásma 2% cíle ČNB a bude se pohybovat v jeho dolní polovině. Průměrná míra inflace by měla v roce 2017 dosáhnout 1,2 %. Pro lepší orientaci uvádím vývoj inflace a ceny ropy Brent v následujících tabulkách č. 2 a 3.¹⁰²

Tabulka č. 2: Průměrná míra inflace

Skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
průměrná míra inflace - růst %	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3
Predikce	2016	2017				
průměrná míra inflace - růst %	0,5	1,2				
Výhled	2018	2019				
průměrná míra inflace - růst %	1,6	1,8				

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁰³

¹⁰² Mfcr.cz. [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Makroekonomická predikce červenec 2016.

¹⁰³ tamtéž.

Tabulka č. 3: Vývoj ceny ropy Brent

Skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ropa Brent USD/barel	79,6	111,3	111,6	108,6	99	52,4
růst %	29,3	39,9	0,3	-2,6	-2,8	-47,1
Index v CZK	100	129,5	143,8	139,9	134,6	85,1
růst %	31,4	29,5	11	-2,7	-3,8	-36,8
Predikce	2016	2017				
Ropa Brent USD/barel	44	50				
růst %	-16,6	14				
Index v CZK	70	80				
růst %	-17,4	14,1				

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁰⁴

Faktorem, který by mohl ovlivňovat společnost MORAVOSTAV a. s. je vývoj úrokových sazeb. Společnost se v současné době nachází v situaci, ve které ke svému financování nevyužívá cizí zdroje. Ovšem v jejím budoucím vývoji je potřeba uvažovat, že pokud se společnost rozhodne zrealizovat významnější investiční akce, které nebude schopna sama pokrýt ze svých zdrojů, bude muset volit úvěrové financování. Úrokové sazby tak ovlivní i případné investory a jejich požadovanou úrokovou sazbu. Podle literatury¹⁰⁵ lze charakterizovat měnovou politiku ČNB jako uvolněnou. Dvoutýdenní repo sazba zůstává od listopadu 2012 na úrovni 0,05 %, tedy na hranici technické nuly. ČNB využívá jako nástroj měnové politiky také od listopadu roku 2013 měnový kurz, a to nepřipustit jeho posílení pod hladinu 27 CZK/EUR. Sazba PRIBOR 3M dosáhla v průměru za 2. čtvrtletí 2016 0,30 % a na této úrovni by měla setrvat i během roku 2016 a 2017. Vzhledem k prakticky nulovým referenčním úrokovým sazbám, nízké inflaci a umírněným inflačním očekáváním se dlouhodobé úrokové sazby pohybují na nízkých hodnotách. V oblasti měnových kurzů, kterou uvádím jako dodatkovou veličinu makroekonomické situace, se kurz vůči euru pohyboval v první polovině roku 2016 v těsné blízkosti hladiny 27 CZK/EUR. Odhad vývoje kurzu CZK/USD je implikován kurzem USD/EUR. Ministerstvo přijalo technický předpoklad stability na úrovni 1,10 USD/EUR. Na základě dostupných informací (vyjádření ČNB o neukončení intervencí dříve než ve 2. čtvrtletí 2017) zvolilo ministerstvo technický předpoklad stability kurzu na hladině 27 CZK/EUR. Očekává, že poté začne koruna

¹⁰⁴ Mfcr.cz. [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Makroekonomická predikce červenec 2016.

¹⁰⁵ tamtéž.

mírně posilovat (o 0,6 % mezi čtvrtletně). Předpokládaný vývoj je v souladu s vyjádřením ČNB, že nepřipustí významné zhodnocení koruny poté, co ustoupí od kurzového závazku.¹⁰⁶

Tabulka č. 4: Vývoj úrokových sazeb

Skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Repo 2T ČNB	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05	0,05
PRIBOR 3 M	1,31	1,19	1	0,46	0,36	0,31
úrokové sazby z úvěrů	7,01	6,83	6,46	6,03	5,57	5,14
Predikce	2016	2017				
Repo 2T ČNB	-	-				
PRIBOR 3 M	0,3	0,3				
úrokové sazby z úvěrů	-	-				

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁰⁷

Tabulka č. 5: Vývoj, predikce a výhled měnových kurzů

Skutečnost	2010	2011	2012	2013	2014	2015
nominální měnový kurz CZK/EUR	25,29	24,59	25,14	25,98	27,53	27,28
nominální měnový kurz CZK/USD	19,11	17,69	19,59	19,57	20,75	24,65
Predikce	2015	2016				
nominální měnový kurz CZK/EUR	27,0	26,9				
nominální měnový kurz CZK/USD	24,4	24,4				
Výhled	2017	2018				
nominální měnový kurz CZK/EUR	26,2	25,6				
nominální měnový kurz CZK/USD	23,8	23,3				

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁰⁸

2. 1. 2 Analýza mikroekonomického prostředí

V mikroekonomické analýze se budu zabývat příslušným odvětvím, ve kterém společnost MORAVOSTAV, a. s. působí. K posouzení odvětví použiji Porterovu analýzu pěti sil, která zkoumá riziko vstupu potenciálních konkurentů, rivalitu mezi stávajícími konkurenty, vyjednávací sílu odběratelů, vyjednávací sílu dodavatelů a hrozbu substitutů.

¹⁰⁶ Mfcr.cz. [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Makroekonomická predikce červenec 2016.

¹⁰⁷ tamtéž.

¹⁰⁸ tamtéž.

Riziko vstupu potenciálních konkurentů

V oboru stavebnictví je kladen důraz na určitou časovou působnost dané firmy na trhu. Přihlíží se k firemnímu portfoliu realizovaných zakázek, a proto riziko vstupu nových potencionálních konkurentů hodnotím jako nízké. Potenciálním konkurentem by se tedy mohla stát firma, která již na trhu působí, ne firma začínající. K tomu dochází pouze zřídka.

Rivalita mezi stávajícími konkurenty

Konkurentů společnosti je na českém trhu poměrně velké množství. Za konkurenta se dá označit každá stavební společnost, jež realizuje ve své obchodní činnosti pozemní stavitelství. Rivalita na trhu je velmi napjatá už z toho důvodu, že existují omezené možnosti pro získání zakázky: prostřednictvím veřejné soutěže, soukromých zakázek a developerských projektů. Získání zakázky bez patřičného nasazení a snahy je téměř nemožné. Uvádím hlavní konkurenty společnosti na trhu na základě konzultací s vedením společnosti z pohledu tržeb a tržního podílu:

- **KOMFORT, a. s.** – na českém trhu působí od roku 1991 a mezi její hlavní obchodní činnost patří developerská výstavba a výstavba bytových domů.

Komfort vlastní několik certifikátů, prokazující kvalitu výrobků a poskytovaných služeb. Patří mezi ně ČSN EN ISO 14001:2005 - Systém managementu, ČSN EN ISO 9001:2009 – Systém managementu kvality a ČSN OHSAS 18001:2008 za zavedení a shodu systému managementu bezpečnosti a ochrany zdraví při práci. Mezi poslední realizované stavby patří např. Obytný soubor v Brně na Vídeňské ulici, BD pod Petrovem, Polyfunkční dům Minská, regenerace panelových domů ve městě Brně a rekonstrukce kavárny ERA.¹⁰⁹

Tržby společnosti dosahovaly nižších hodnot než u Moravostavu. Pohybovaly se průměrně okolo hranice 0,50 mld. Kč a od roku 2013 vykazovaly klesající tendenci. Tržní podíl je v závislosti na výši tržeb nižší než u Moravostavu a pohybuje se v průměru 0,22 %. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově lehkou.

¹⁰⁹ *Komfort.cz* [online]. ©2016 [cit. 2016-11-12]. Nové byty Brno, Reference.

Tabulka č. 6 Tržby a tržní podíl společnosti KOMFORT, a. s.

KOMFORT, a.s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	507 705	488 607	614 889	531 503	405 222
Tržní podíl (%)	0,20	0,21	0,28	0,23	0,18

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹⁰

Ukazatel ROA nabýval u společnosti KOMFORT nižších hodnot s kolísavým vývojem jeho produkční síly. Ukazatel ROE, s výjimkou v roce 2011, vykazoval výrazně nižší hodnoty, tedy nižší přínos pro vlastníky společnosti. Celková zadluženost dosahovala vyšších hodnot než u společnosti Moravostav, kdy oscilovala mezi 65 % – 75 %. Z těchto hodnot je možné usuzovat zhoršené podmínky pro jednání s věřiteli, ale nemusejí nutně znamenat problémy s financováním. Ukazatel úrokového krytí vykazoval ve sledovaném období hodnoty 1,52 – 5,40. Tyto hodnoty nejsou příliš vysoké a bezpečností polštář pro věřitele byl pravděpodobně nedostačující.

Tabulka č. 7 Ukazatele rentability společnosti KOMFORT, a. s.

KOMFORT, a. s. - Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	2,16%	2,10%	1,78%	1,12%	3,08%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	2,09%	4,14%	1,89%	4,37%	0,23%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	7,45%	8,39%	6,08%	3,47%	8,38%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹¹

Tabulka č. 8 Ukazatele zadluženosti společnosti KOMFORT, a. s.

KOMFORT, a. s. - Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	28,35%	22,65%	25,76%	29,12%	34,62%
Celková zadluženost	CZ/A	71,15%	75,38%	73,80%	70,52%	65,19%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	4,03	5,40	4,74	1,52	4,11

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹²

Počet zaměstnanců společnosti zaznamenal ve sledovaném období kolísavý vývoj. Produktivita práce na pracovníka rostla mezi lety 2011/2012, v období let 2012 – 2014 klesala a mezi lety 2014/2015 zaznamenala růst. V celém sledovaném období dosahovala podprůměrných hodnot oboru a Moravostavu.

¹¹⁰ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti Komfort, a. s. 2011 - 2015.

¹¹¹ tamtéž.

¹¹² tamtéž.

Tabulka č. 9 Produktivita práce společnosti KOMFORT, a. s.

KOMFORT, a. s. – Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota (tis. Kč)	61 499	68 657	61 806	47 801	65 997
Počet zaměstnanců	128	132	134	127	117
Produktivita práce na pracovníka (tis. Kč)	480	520	461	376	564
Růst		8,26%	-11,32%	-18,40%	49,87%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹³

- **IMOS Brno, a. s.** – působí na trhu od roku 1997 a realizuje pozemní, vodohospodářské a dopravní stavby a také silniční vývoj.¹¹⁴

Vizi managementu organizace je realizace stále náročnějších investičních celků, zavádění nových technologií, trvalý růst a stabilita organizace, vysoce profesionální tým zaměstnanců, aktivní komunikace se zákazníkem a dodavateli a dokonalá jakost realizovaných staveb.¹¹⁵

Společnost klade důraz na kvalitu svých výrobků a je držitelkou několika certifikátů, potvrzujících tuto kvalitu. Patří mezi ně ČSN EN ISO 9001 za management jakosti, ČSN EN ISO 14001 za environmentální management, OHSAS 18001 za bezpečnost a ochranu zdraví při práci, ČSN ISO/IEC 27001 za management bezpečnosti informací. Má také osvědčení o provádění silničních a stavebních prací, o shodě řízení výroby a certifikát systému certifikovaných stavebních dodavatelů. Z tohoto výčtu lze usuzovat, že prováděné stavby mají vysokou úroveň. Mezi poslední realizované patří např.: Obytný soubor Čakovický park, Praha; Stavební úpravy a nástavba bytového domu Francouzská 42, Brno; Bytový dům Sedmíkárka, Praha a spousta dalších.¹¹⁶

Tržby společnosti byly vyšší než u Moravostavu, protože se jedná o větší společnost s větším počtem zaměstnanců, vybavením a zázemím, kdy tyto kapacity umožňují realizaci většího počtu zakázek. Tržby se průměrně pohybovaly okolo hranice 5,6 mld. Kč a největší pokles zaznamenaly mezi lety 2014/2015 o -4,70%. Se souvisejícími vyššími tržbami souvisí také vyšší tržní podíl společnosti, který je průměrně 2,42 %. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově lehkou.

¹¹³ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti Komfort, a. s. 2011 – 2015.

¹¹⁴ Imosbrno.eu [online]. © 2008-2016 [cit. 2016-11-12]. Základní informace.

¹¹⁵ tamtéž.

¹¹⁶ Imosbrno.eu [online]. ©2008-2016 [cit. 2016-11-12]. Certifikáty.

Tabulka č. 10 Tržby a tržní podíl společnosti IMOS Brno, a. s.

IMOS Brno, a. s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	5 437 543	5 884 471	5 629 891	5 654 110	5 385 838
Tržní podíl (%)	2,14	2,53	2,57	2,48	2,38

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹⁷

Ukazatel ROA nabýval u společnosti IMOS nižších hodnot, výjimkou jsou roky 2011 a 2012. Opakem byl ukazatel ROE, který ve zmíněných letech vykazoval vyšší hodnoty a v letech 2012 – 2015 hodnoty nižší. Celková zadluženost společnosti IMOS dosahovala vyšších hodnot než u společnosti Moravostav, avšak oscilovala mezi 70 % – 79 %, kdy i takto vysoké hodnoty v souvislosti nemusely nutně znamenat problémy s financováním. Ukazatel úrokového krytí vykazoval vysoké hodnoty u obou společností.

Tabulka č. 11 Ukazatele rentability společnosti IMOS Brno, a. s.

IMOS Brno, a. s. - Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	6,63%	7,11%	3,31%	4,74%	7,26%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	25,01%	27,95%	12,70%	15,22%	20,22%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	20,90%	22,93%	9,24%	12,77%	16,17%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹⁸

Tabulka č. 12 Ukazatele zadluženosti společnosti IMOS Brno, a. s.

IMOS Brno, a. s. - Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	20,63%	20,17%	22,30%	24,14%	29,02%
Celková zadluženost	CZ/A	79,26%	79,72%	77,68%	75,83%	70,97%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	67,50	57,38	20,99	28,08	1731,7

Zdroj: vlastní zpracování dle¹¹⁹

Počet zaměstnanců společnosti zaznamenal ve sledovaném období kolísavý vývoj. Produktivita práce na pracovníka mezi lety 2011/2012 rostla a dosahovala vyšších hodnot než obor a Moravostav. Mezi lety 2012 – 2014 se produktivita práce na pracovníka postupně snižovala a byla pod hodnotami oboru i Moravostavu. Tento

¹¹⁷ Justice.cz [online]. [cit. 2016-12-29]. Výroční zprávy společnosti Imos Brno, a. s. 2011 – 2015.

¹¹⁸ tamtéž.

¹¹⁹ tamtéž.

trend se zastavil mezi lety 2014/2015 a produktivita dosahovala nadprůměrných hodnot oboru i Moravostavu.

Tabulka č. 13 Produktivita práce společnosti IMOS Brno, a. s.

IMOS Brno, a. s. – Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota (tis. Kč)	772 341	842 738	561 941	552 927	698 184
Počet zaměstnanců	668	655	656	677	658
Produktivita práce na pracovníka (tis. Kč)	1 156	1 287	857	817	1 061
Růst		11,28%	-33,42%	-4,66%	29,92%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²⁰

- **OHL ŽS, a. s.** - Společnost se zaměřuje na komplexní realizaci nejrozličnějších stavebních děl, jejich modernizaci, rekonstrukci a údržbu dle potřeb a přání zákazníků v oborech pozemní, podzemní, silniční stavitelství atd.¹²¹

Cílem společnosti je vyvážený, harmonický a udržitelný rozvoj všech oblastí činnosti, který povede k růstu hodnoty společnosti a spokojenosti jejích zaměstnanců i zákazníků při současném respektování přírodních, ekonomických, sociálních a kulturních podmínek. Dále chce firma upevnit svou pozici důvěryhodného a spolehlivého obchodního partnera, který plní své závazky a být ekonomicky silnou, stabilní a plně konkurenceschopnou společností s pevným místem mezi největšími stavebními společnostmi na českém vysoce konkurenčním trhu.¹²²

OHL ŽS má pro záruku kvality svých výrobků několik certifikátů, jejich postupné získávání je důkazem vysokého důrazu na kvalitu provedených prací. Patří mezi ně ČSN EN ISO 9001 Systém managementu kvality, ČSN EN ISO 14001: 2005 – Systém environmentálního managementu, ČSN OHSAS 18001: 2008 – Systém managementu bezpečnosti práce a ochrany zdraví při práci dále pak systém certifikovaných stavebních dodavatelů a osvědčení bezpečný podnik. Mezi poslední realizované stavby patří např. Částečná rekonstrukce hlavní budovy Národního technického muzea - 2. etapa Modernizace a dostavba nemocnice Jindřichův Hradec, Nový pavilon areálu Domov pro seniory Radkova Lhota, Univerzitní kampus Brno,

¹²⁰ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti Imos Brno, a. s. 2011 – 2015.

¹²¹ Ohlzs.cz [online]. © 2001-2016 [cit. 2016-11-12]. Profil společnosti OHL ŽS.

¹²² tamtéž.

stavba AVVA - Zelená etapa, fáze E. Jak z uvedených staveb vyplývá, že společnost je částečně závislá na stavbách financovaných rozpočtem ČR.

Tržby společnosti jsou vyšší než u Moravostavu, protože se jedná o větší společnost s větším počtem zaměstnanců, vybavení a zázemím, kdy tyto kapacity umožňují realizaci většího počtu zakázek. Společnost taktéž realizuje svou činnost v zahraničí. Tržby z pozemního stavitelství se průměrně pohybovaly okolo hranice 2,6 mld. Kč a největší pokles zaznamenaly mezi lety 2012/2013 o -30,50 % a od tohoto období měly klesající tendenci. Se souvisejícími vyššími tržbami je také vyšší tržní podíl společnosti, který je průměrně 1,13 %. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově lehkou.

Vzhledem k mezinárodní působnosti, vykonávání několika druhů stavební činnosti a konsolidované účetní uzávěrce nebyla finanční analýza společnosti provedena, jelikož by data nebyla srovnatelná a byla irelevantní.

Tabulka č. 14 Tržby a tržní podíl společnosti OHL ŽS, a. s.

OHL ŽS, a. s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	2 680 829	3 703 801	2 572 643	2 154 867	1 995 911
Tržní podíl (%)	1,06	1,59	1,18	0,95	0,88

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²³

- **Zlínstav, a. s.** - působí na trhu od roku 1990 a realizuje průmyslovou, bytovou a občanskou výstavbu.

Cílem společnosti je poskytování kvalitních služeb, tyto služby nadále zlepšovat a zvyšovat odbornost svých pracovníků. Do výrobních procesů chce zapojovat nové a ekologicky šetrné technologie. Zlínstav, podobně jako ostatní posuzované společnosti vlastní několik certifikátů, prokazujících kvalitu výrobků a poskytovaných služeb. Patří mezi ně ČSN EN ISO 9001 - Systém managementu kvality, ČSN EN ISO 14001:2016 – Systém environmentálního managementu a ČSN ISO/IEC 27001:2014 – Systém managementu bezpečnosti informací. Mezi poslední realizované stavby patří např. Krajské středisko záchranné služby ve Zlíně, Vědecko-výzkumný areál Olomouc,

¹²³ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti OHL ŽS, a. s. 2011 – 2015.

Rekonstrukce VUT v Brně na Purkyňově ulici a rekonstrukce budovy Baťova mrakodrapu.¹²⁴

Tržby společnosti dosahovaly mírně vyšších hodnot než u Moravostavu. Pohybovaly se průměrně okolo hranice 1 mld. Kč a ve sledovaných letech vykazovaly rostoucí tendenci. Tržní podíl je podobně jako u Moravostavu 0,47 %. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově těžkou.

Tabulka č. 15 Tržby a tržní podíl společnosti Zlínstav, a.s.

Zlínstav, a. s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	887 107	933 859	1 103 106	1 153 495	1 360 044
Tržní podíl (%)	0,35	0,40	0,50	0,51	0,60

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²⁵

Ukazatel ROA nabýval u společnosti Zlínstav vyšší hodnoty v roce 2011 a v letech 2012 - 2015 vykazoval hodnoty výrazně nižší až záporné, kdy klesala jeho produkční síla. Ukazatel ROE s výjimkou roku 2011 vykazoval nižší hodnoty, tedy nižší přínos pro vlastníky společnosti. Celková zadluženost dosahovala nižších hodnot než u společnosti Moravostav, kdy oscilovala mezi 25 % – 41 %. Z těchto hodnot je možné usuzovat dobré podmínky pro jednání s věřiteli. Ukazatel úrokového krytí vykazoval vysoké hodnoty v letech 2011 – 2013, v letech 2014 a 2015 dosáhl záporných hodnot vlivem záporného provozního výsledku hospodaření, což by bývalo vedlo k problémům s úrokovými platbami, ale nákladové úroky v těchto letech byly na nulové úrovni.

Tabulka č. 16 Ukazatele rentability společnosti Zlínstav, a. s.

Zlínstav, a. s. - Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	5,61%	3,65%	2,67%	-1,02%	-2,47%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	5,71%	3,80%	2,58%	-1,89%	-3,93%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	6,37%	3,65%	3,14%	-1,25%	-3,41%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²⁶

¹²⁴ Zlínstav.com [online]. © 1990-2016 [cit. 2016-11-12]. Úvod, realizace.

¹²⁵ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti Zlínstav, a. s. 2011 – 2015.

¹²⁶ tamtéž.

Tabulka č. 17 Ukazatele zadluženosti společnosti Zlínstav, a. s.

Zlínstav, a. s. - Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	74,38%	71,11%	71,74%	67,72%	58,50%
Celková zadluženost	CZ/A	25,61%	28,88%	28,25%	32,28%	41,50%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	76 446	50 408	1711,95	-13 174	-35 335

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²⁷

Počet zaměstnanců společnosti ve sledovaném období rostl s výjimkou let 2014 a 2015, kdy se počet zaměstnanců snížil o 14 osob. Mezi lety 2011 – 2014 se produktivita práce na pracovníka postupně snižovala, avšak dosahovala nadprůměrných oborových hodnot. Mezi roky 2014/2015 došlo k nárůstu produktivity, která se ale pohybovala pod oborovým průměrem i hodnotami, kterých dosahoval Moravostav.

Tabulka č. 18 Produktivita práce společnosti Zlínstav, a. s.

Zlínstav, a. s. – Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota (tis. Kč)	234 599	230 003	219 947	146 935	148 265
Počet zaměstnanců	170	174	174	177	163
Produktivita práce na pracovníka (tis. Kč)	1 380	1 322	1 264	830	910
Růst		-4,21%	-4,37%	-34,33%	9,57%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹²⁸

- **STAVOS Brno, a. s.** - působí na trhu od roku 1990 a v právní formě akciové společnosti od roku 1996. Realizuje stavební, inženýrskou a projekční činnost; výstavbu bytových, občanských a průmyslových staveb.

Cíle společnosti v následujícím období jsou: dosáhnout obratu okolo 500 mil. Kč, zisku okolo 20 mil. Kč, dokončení bytové výstavby v Říčanech a zahájení bytové výstavby v Brně – Maloměřicích. Dále se společnost chce věnovat rekonstrukcím a výstavbě objektů s výrobní i nevýrobní povahou.¹²⁹ Tak jako předešlé společnosti i Stavos vlastní certifikáty prokazující kvalitu výrobků a poskytovaných služeb. Těmito certifikáty jsou: ČSN EN ISO 9001:2009, ČSN EN ISO 14001:2005, ČSN OHSAS 18001:2008

¹²⁷ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti Zlínstav, a. s. 2011 – 2015.

¹²⁸ tamtéž.

¹²⁹ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zpráva společnosti STAVOS Brno, a. s. 2015.

a osvědčení od Národního bezpečnostního ústavu umožňující přístup k utajované informaci stupně utajení – důvěrné.¹³⁰

Tržby společnosti byly nižší než u Moravostavu a průměrně se pohybovaly okolo hranice 470 mil. Kč a největší pokles zaznamenaly mezi lety 2011/2012 o -19,80 %. Od roku 2012 pak vykazovaly rostoucí tendenci. Se souvisejícími nižšími tržbami je také nižší tržní podíl společnosti, který je průměrně 0,20 %. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově lehkou.

Tabulka č. 19 Tržby a tržní podíl společnosti STAVOS Brno, a. s.

STAVOS Brno, a.s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	474 666	380 252	416 406	500 510	575 868
Tržní podíl (%)	0,19	0,16	0,19	0,22	0,26

Zdroj: vlastní zpracování dle¹³¹

Ukazatel ROA nabýval u společnosti Stavos nižších hodnot než u Moravostavu, s výjimkou roku 2011 a v letech 2012 - 2015 byly hodnoty kolísavé. Ukazatel ROE s výjimkou roku 2011 vykazoval nižší hodnoty, tedy nižší přínos pro vlastníky společnosti. Celková zadluženost dosahovala nižších hodnot, opět s výjimkou roku 2011, než u společnosti Moravostav, kdy oscilovala mezi 44 % – 56 %. Z těchto hodnot je možné usuzovat na dobré podmínky pro jednání s věřiteli. Ukazatel úrokového krytí vykazoval ve sledovaném období hodnoty 6,28 – 28,51. Tyto hodnoty jsou nižší než u Moravostavu, avšak bezpečnostní polštář pro věřitele lze hodnotit jako dostačující.

Tabulka č. 20 Ukazatele rentability společnosti STAVOS Brno, a. s.

STAVOS Brno, a. s. - Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	8,15%	3,85%	8,73%	7,94%	8,20%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	14,36%	4,67%	13,57%	10,88%	12,13%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	13,07%	5,43%	15,44%	12,63%	13,71%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹³²

¹³⁰ Stavos.cz [online]. © 2014-2016 [cit. 2016-11-12]. Profil firmy – Certifikáty.

¹³¹ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti STAVOS Brno, a. s. 2011 – 2015.

¹³² tamtéž.

Tabulka č. 21 Ukazatele zadluženosti společnosti STAVOS Brno, a. s.

STAVOS Brno, a. s. - Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	43,91%	53,38%	50,07%	55,35%	52,01%
Celková zadluženost	CZ/A	56,01%	46,50%	49,89%	44,59%	47,94%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	24,20	6,28	17,98	15,79	28,51

Zdroj: vlastní zpracování dle¹³³

Počet zaměstnanců společnosti každým rokem klesal. Největší pokles byl zaznamenán mezi lety 2012/2013 a 2013/2014, kdy počet zaměstnanců klesl o 13 resp. 14 osob. Zároveň s tím však od roku 2013 rostla produktivita práce na pracovníka, která však zůstala pod průměrem oboru i Moravostavu.

Tabulka č. 22 Produktivita práce společnosti STAVOS Brno, a. s.

STAVOS Brno, a. s. – Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Přidaná hodnota (tis. Kč)	90 139	79 891	60 350	80 430	91 272
Počet zaměstnanců	168	164	151	137	134
Produktivita práce na pracovníka (tis. Kč)	537	487	400	587	681
Růst		-9,21%	-17,96%	46,89%	16,02%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹³⁴

Porovnávané hodnoty ukazatelů společnosti Moravostav jsou uvedeny v příloze VI.

Vyjednávací síla odběratelů

Vyjednávací síla je vysoká, protože pokud by odběratelé nebyli spokojeni s nabídkou společnosti MORAVOSTAV, a. s. je zde velké množství firem, které by mohly stávajícím odběratelům firmy lépe vyjít vstříc. Stavebnictví je také specifické v tom, že jsou dopředu známy přesné požadavky zákazníka, který je spjat se vznikem stavby již od samého začátku. Snahou společnosti je tedy uspokojovat potřeby svých odběratelů. Svými výsledky, snahou a dobrými vztahy si již dokázala vytvořit několik dlouholetých odběratelů (např. AHOLD). V současné době patří mezi největší odběratele podle podílu na obratu společnosti subjekty: AHOLD, IMOS Development, Statutární město Brno a ACO Industries.

¹³³ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti STAVOS Brno, a. s. 2011 – 2015.

¹³⁴ tamtéž.

Vyjednávací síla dodavatelů

Tuto sílu hodnotím jako nízkou až střední. Dodavatelů společnosti je velké množství, protože u stavební činnosti jde zejména o řízené subdodávky. Vzhledem k velkému množství dodavatelů, pokud dojde ke snížení kvality či zvýšení cen, není pro společnost těžké dodavatele změnit a náklady na tuto změnu nebudou vysoké. V současné době patří mezi největší dodavatele podle podílu na obratu společnosti subjekty: Sinostav, MoBE stav, SULKOM a Kovotrend.

Hrozba substitutů

Ve stavebnictví je hrozba substitutů na nízké úrovni, výjimku tvoří různé druhy materiálů. Riziko hrozí spíše u větších společnostech, které se zabývají rozsáhlými infrastrukturálními zakázkami. Avšak za možné substituty v oblasti pozemního stavitelství lze považovat nízkoenergetické a pasivní domy. Důležitost hraje vývoj technologických postupů a jejich implementace do podnikání.

2. 1. 3 Konkurenční síla podniku

Následující tabulkové zpracování konkurenční síly podniku je navrženo podle modelu prof. Maříka.¹³⁵ Po konzultaci s vedením společnosti jsme společně posoudili postavení podniku a přiřadili váhové a bodové hranice. Hodnocení podniku je na úrovni 60 %. K výhodám podniku patří úroveň managementu, kterému se daří získávat zakázky na velmi konkurenčním trhu a svým vystupováním si dokáže udržet své zákazníky a vytvářet s nimi dlouhodobou spolupráci. Certifikáty kvality managementu jsou samozřejmostí, především certifikát kvality EN ISO 9001:2008, který by měl zajišťovat určitou kvalitu práce. Další výhodou podniku je možnost získávat větší podíl na trhu na úkor menších stavebních společností popř. na nových stavebních společnostech, které na trh vstupují, o čemž bylo zmíněno v Porterově analýze a možnosti vstupu konkurentů. Ve srovnání s konkurenty společnost Moravostav dosahuje především v oblastech produktivity práce a finančních ukazatelů výborných výsledků a je kapitálově silnou společností. Daří se jí hospodařit bez bankovních úvěrů. Mezi její hlavní konkurenční výhody patří vlastní panelárna, kdy v oblasti výroby potřebných cementových výrobků je zcela nezávislá na trhu, a taktéž

¹³⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 89.

vlastní recyklační centrum, kdy vzniklý recyklát používá při zakládání staveb. Jako největší slabinu ve srovnání s ostatními konkurenty vidím intenzitu reklamy.

Tabulka č. 23: Konkurenční síla podniku

Kritérium	váha	hodnocení								body	body x váha
		negativní			průměr	pozitivní					
		0	1	2		3	4	5	6		
Kvalita zakázek	3					x			4	12	
Cenová úroveň	3				x				3	9	
Šíře sortimentu	1				x				3	3	
Intenzita reklamy	2			x					2	4	
Výhody místa	1				x				3	3	
Image firmy	2					x			4	8	
Servis a služby	2					x			4	8	
Kvalita managementu	2						x		5	10	
Majetek a investice	2				x				3	6	
Finanční situace	3					x			4	12	

Zdroj: vlastní zpracování dle¹³⁶

- Maximum bodů 126 b.
- Počet získaných bodů 75 b.
- Hodnocení 60 %

2. 1. 4 Analýza relevantního trhu a jeho prognóza

Jedním ze základních kroků strategické analýzy je analýza relevantního trhu. V této části bude uvedena prognóza relevantního trhu na základě analýzy časových řad v programu Microsoft Excel.

V prognóze relevantního trhu byl zkoumán historický vývoj tržeb trhu NACE 41.2 – Pozemní stavitelství, aby bylo možné stanovit jeho budoucí vývoj a na základě něj také stanovit budoucí vývoj tržeb společnosti MORAVOSTAV, a. s. Společnost buduje stavby pouze na českém trhu a podle klasifikace ekonomických činností CZ – NACE patří do skupiny CZ – NACE 41. Vzhledem k tomu, že se společnost zabývá převážně pozemním stavitelstvím, řadí se do subtrhu NACE 41.2 – Pozemní stavitelství, kdy byl právě tento trh testován jako trh relevantní.

¹³⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 74.

Data obsažená ve finanční analýze podnikové sféry Ministerstva průmyslu a obchodu nejsou dostačující. Obsahují výši tržeb oboru NACE 41, a to pro velké a část středních podniků a není ani možné z nich získat data pro trh NACE 41.2. Historická data, která sloužila pro výpočet prognózy trhu a posléze i tržeb byla získána na základě emailové komunikace¹³⁷ se zaměstnankyní českého statistického úřadu z výkazu P3-04, který není volně veřejnosti přístupný, ale obsahuje výši tržeb velkých, středních i malých podniků. Tržby relevantního trhu pro roky 2009 – 2015 jsou pro přehled uvedeny v tabulce č. 24.

Tabulka č. 24: Tržby CZ-NACE 41.2 2009 - 2015

Tržby CZ-NACE 41.2 (vl. výrobky a služby)		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Česká republika	tis. Kč	275807365	244482014	254093476	232575807	218671463	227706378	225824563
	%	-15,59%	-11,36%	3,93%	-8,47%	-5,98%	4,13%	-0,83%

Zdroj: Vlastní zpracování dle¹³⁸

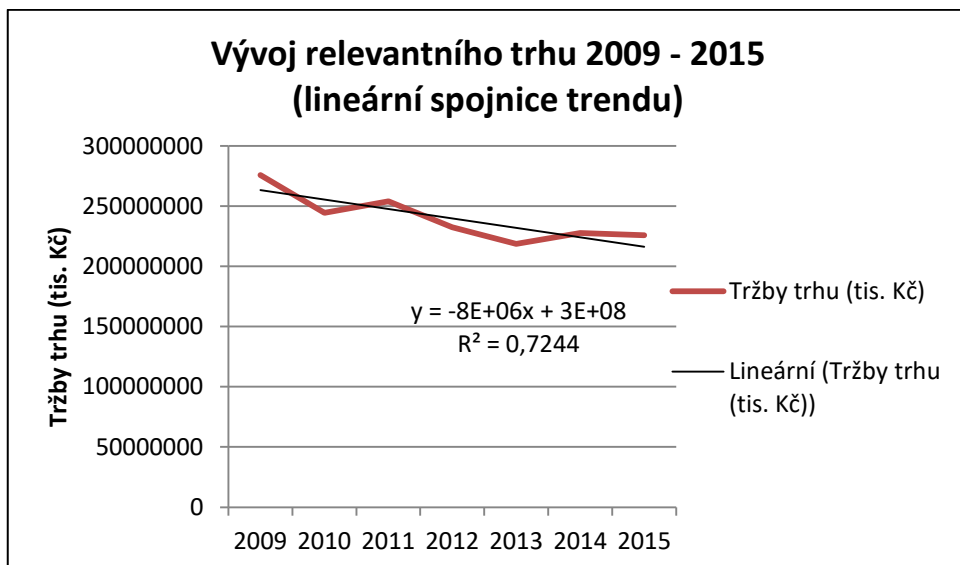
Jak bylo uvedeno, pro stanovení prognózy vývoje trhu byl použit program Microsoft Excel. Vývoj tržeb trhu byl prognózován v závislosti na vývoji v čase pro čtyřleté období. Byly použity spojnicové grafy, které obsahovaly výši tržeb za roky 2009 - 2015. Tyto hodnoty tržeb byly v grafech proloženy lineární, exponenciální a logaritmickou spojnicí trendu, u kterých byla znázorněna rovnice trendu a koeficient spolehlivosti. Tento postup je možné vidět níže, pro každý trend samostatně. Za x bylo dosazováno pořadové číslo daného roku (např. rok 2009 = 1; rok 2016 = 8)

¹³⁷ JONÁŠOVÁ, M. *Emailová komunikace*. Krajská správa ČSÚ v Brně, Jezuitská 2, 601 59 Brno. 16. – 23. 1. 2017.

¹³⁸ tamtéž.

Lineární trend

Graf č. 1 Lineární spojnice trendu



Zdroj: vlastní zpracování

Prognózované tržby na základě rovnice lineárního trendu $y = -8E+06x + 3E+08$ s koeficientem spolehlivosti 0,7244 jsou uvedeny v tabulce níže.

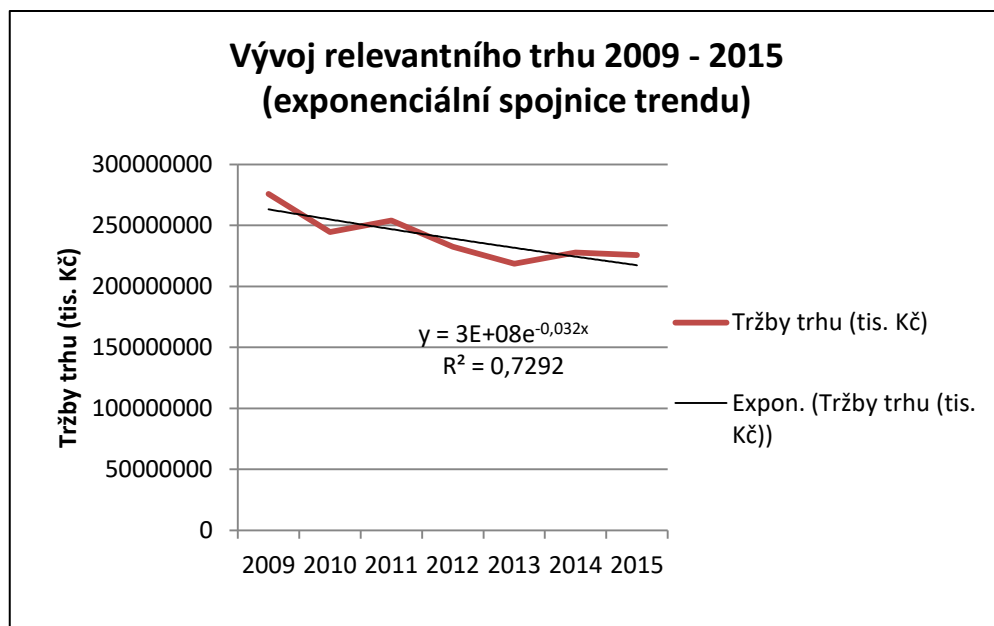
Tabulka č. 25 Prognóza tržeb trhu – lineární trend

	Rok	Trh	Vývoj trhu	Průměrný růst trhu
Skutečný vývoj	2009	275 807 365	-15,59%	-4,88%
	2010	244 482 014	-11,36%	
	2011	254 093 476	3,93%	
	2012	232 575 807	-8,47%	
	2013	218 671 463	-5,98%	
	2014	227 706 378	4,13%	
	2015	225 824 563	-0,83%	
Prognóza	2016	236 000 000	4,51%	-3,44%
	2017	228 000 000	-4,05%	
	2018	220 000 000	-6,02%	
	2019	212 000 000	-8,19%	

Zdroj: vlastní zpracování

Exponenciální trend

Graf č. 2 Exponenciální spojnice trendu



Zdroj: vlastní zpracování

Prognózované tržby na základě rovnice exponenciálního trendu $y = 3E+08e^{-0,032x}$ s koeficientem spolehlivosti 0,7292 jsou uvedeny v tabulce níže.

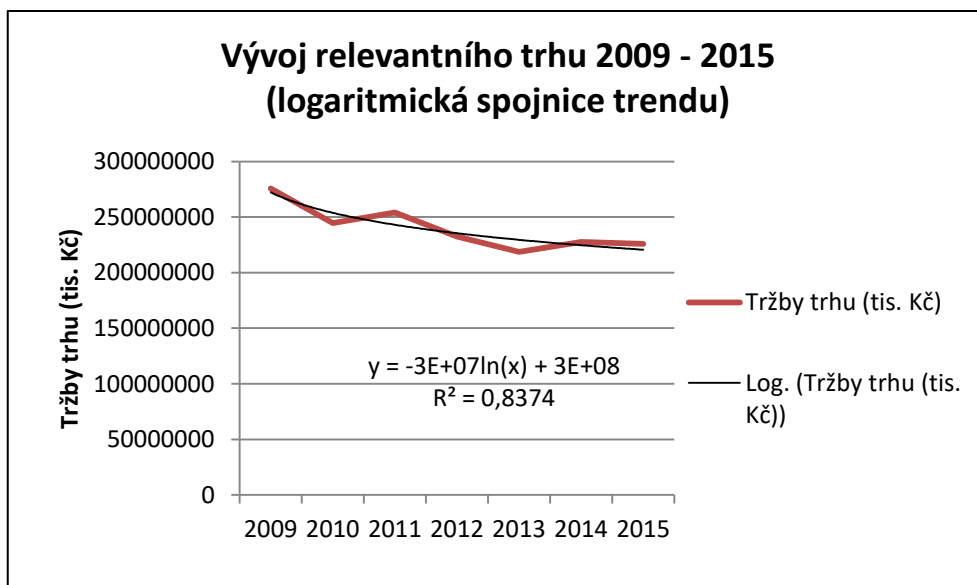
Tabulka č. 26 Prognóza tržeb trhu – exponenciální trend

	Rok	Trh	Vývoj trhu	Průměrný růst trhu
Skutečný vývoj	2009	275 807 365	-15,59%	-4,88%
	2010	244 482 014	-11,36%	
	2011	254 093 476	3,93%	
	2012	232 575 807	-8,47%	
	2013	218 671 463	-5,98%	
	2014	227 706 378	4,13%	
	2015	225 824 563	-0,83%	
Prognóza	2016	232 242 591	2,84%	-4,52%
	2017	224 928 478	-5,34%	
	2018	217 844 711	-6,94%	
	2019	210 984 037	-8,63%	

Zdroj: vlastní zpracování

Logaritmický trend

Graf č. 3 Logaritmická spojnice trendu



Zdroj: vlastní zpracování

Prognózované tržby na základě rovnice logaritmického trendu $y = -3E+07\ln(x) + 3E+08$ s koeficientem spolehlivosti 0,8374 jsou uvedeny v tabulce níže.

Tabulka č. 27 Prognóza tržeb trhu – logaritmický trend

	Rok	Trh	Vývoj trhu	Průměrný růst trhu
Skutečný vývoj	2009	275 807 365	-15,59%	-4,88%
	2010	244 482 014	-11,36%	
	2011	254 093 476	3,93%	
	2012	232 575 807	-8,47%	
	2013	218 671 463	-5,98%	
	2014	227 706 378	4,13%	
	2015	225 824 563	-0,83%	
Prognóza	2016	237 616 754	5,22%	0,29%
	2017	234 083 263	-1,49%	
	2018	230 922 447	-1,35%	
	2019	228 063 142	-1,24%	

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledné hodnoty tržeb trhu v letech 2016-2019 na základě použitých trendů jsou následující:

	Rok	Lineární	Logaritmická	Exponenciální
Prognóza	2016	236 000 000	237 616 754	232 242 591
	2017	228 000 000	234 083 263	224 928 478
	2018	220 000 000	230 922 447	217 844 711
	2019	212 000 000	228 063 142	210 984 037

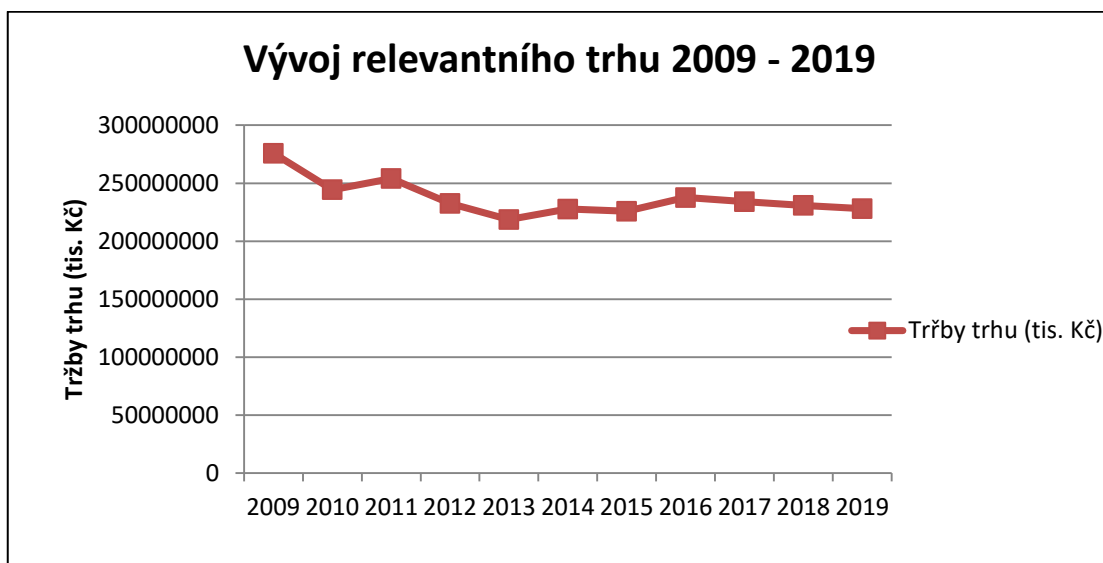
Logaritmický trend vykazoval nejvyšší koeficient spolehlivosti $R^2 = 0,8374$; vyhověl v predikčním testu, který je uveden v příloze V, a proto rovnice $y = 3E+07\ln(x) + 3E+08$ tohoto trendu byla zvolena jako výchozí pro stanovení prognózy vývoje relevantního trhu. Následující tabulka č. 28 a graf č. 4 znázorňují vývoj relevantního trhu NACE 41.2 v letech 2009 – 2019.

Tabulka č. 28 Výsledná prognóza relevantního trhu NACE 41.2

	Rok	Trh	Vývoj trhu	Průměrný růst trhu
Skutečný vývoj	2009	275 807 365	-15,59%	-4,88%
	2010	244 482 014	-11,36%	
	2011	254 093 476	3,93%	
	2012	232 575 807	-8,47%	
	2013	218 671 463	-5,98%	
	2014	227 706 378	4,13%	
	2015	225 824 563	-0,83%	
Prognóza	2016	237 616 754	5,22%	0,29%
	2017	234 083 263	-1,49%	
	2018	230 922 447	-1,35%	
	2019	228 063 142	-1,24%	

Zdroj: vlastní zpracování

Graf č. 4 Vývoj relevantního trhu



Zdroj: vlastní zpracování

Relevantní trh byl testován také pomocí regresních funkcí. Byla zkoumána závislost tržeb trhu NACE 41.2 – Pozemní stavitelství v minulých letech na vývoji HDP v b.c. Regresorem byl HDP v b.c. a testována lineární, exponenciální, logaritmická a parabolická funkce. Všechny zmíněné funkce na základě regresní analýzy, provedené pomocí programu Microsoft Excel – nabídka Data – Analýza dat – Regrese, byly statisticky nevýznamné. Z tohoto důvodu nebylo možné s pomocí zmíněných funkcí vývoj trhu prognózovat. V příloze V jsou uvedeny jednotlivé koeficienty funkcí, statistická významnost a index determinace pomocí testu ANOVA. Data hrubého domácího produktu pro jednotlivé roky (2009 – 2015) byla převzata z Českého statistického úřadu – Tab_N Hrubý domácí produkt důchodovou metodou.¹³⁹

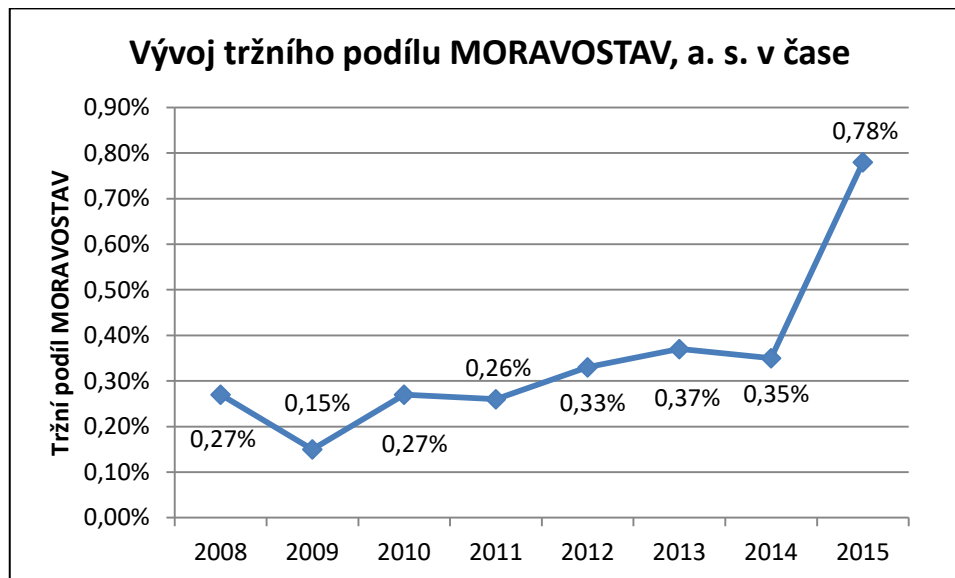
2. 1. 5 Prognóza tržeb a tržní podíl

Na základě předchozích analýz bylo možné prognózovat vývoj tržeb a tržního podílu společnosti MORAVOSTAV, a. s. Tržní podíl společnosti vykazoval v letech 2008 - 2011 kolísavý vývoj, v letech 2012/2013 rostl, mezi lety 2013/2014 poklesl o 0,02 p.b. a mezi lety 2014/2015 zaznamenal prudký nárůst, který byl zapříčiněn především

¹³⁹ Czso.cz [online]. [cit. 2016-10-12]. Hrubý domácí produkt – časové řady čtvrtletních účtů.

meziročním zvýšením tržeb podniku o 120,01 %. Tento vývoj a hodnoty tržního podílu jsou znázorněny v grafu č. 5, resp. v tabulce č. 29.

Graf č. 5 Tržní podíl MORAVOSTAV, a. s.



Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 29 Tržní podíl společnosti MORAVOSTAV, a. s.

Rok	Relevantní trh (mil. Kč)	Tržby MORAVOSTAV (mil. Kč)	Tržní podíl MORAVOSTAV
2008	326 752 133	875 545	0,27%
2009	275 807 365	418 921	0,15%
2010	244 482 014	661 865	0,27%
2011	254 093 476	660 837	0,26%
2012	232 575 807	767 020	0,33%
2013	218 671 463	801 352	0,37%
2014	227 706 378	801 271	0,35%
2015	225 824 563	1 762 852	0,78%

Zdroj: vlastní zpracování

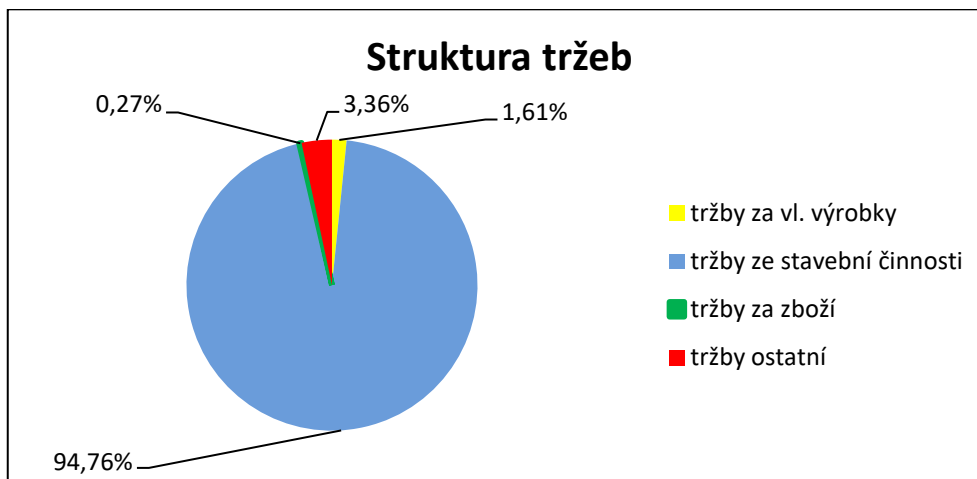
Výše a struktura tržeb společnosti jsou uvedeny v tabulce č. 30, resp. v grafu č. 6.

Tabulka č. 30: Tržby MORAVOSTAV, a. s. v letech 2009 - 2015

Tržby Moravostav, a. s.		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	tis. Kč	418 921	661 865	660 837	767 020	801 352	801 271	1 762 852
	%	-52,15	57,99	-0,16	16,07	4,48	-0,01	120,01

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁰

Graf č. 6 Struktura tržeb



Zdroj: vlastní zpracování

Pro prognózu tržeb by bylo nejvhodnější použít Index tržního podílu, který má za minulé období 2009 - 2015 hodnotu 1,383 (počítáno jako tržní podíl společnosti stávajícího roku/tržní podíl předcházejícího roku a následný průměr výsledných hodnot těchto podílů za všechny roky v minulosti), který určuje, že tržní podíl společnosti bude v následujících letech růst. Po dosažení této hodnoty do rovnice: $\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \cdot \text{Index změny tržního podílu}) - 1$ ¹⁴¹ by tržby rostly následujícím způsobem:

Rok	Tempo růstu tržeb
2016	45,57%
2017	36,29%
2018	36,48%
2019	36,64%
průměr	38,75%

¹⁴⁰ Justice.cz [online]. [cit. 2015-11-03]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV, a. s. stavební společnost 2009 – 2015.

¹⁴¹ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 95.

Výsledná tempa růstu tržeb počítána touto metodou byla považována za nereálná. Průměrný růst tržeb společnosti byl sice za minulé období 33,06 %, ale byl ovlivněn především výjimečným rokem 2015, kdy tržby společnosti vzrostly meziročně o 120,01 % a rokem 2010, kdy tržby vzrostly o 57,99 %.

Na základě výjimečného roku 2015 byly tržby tohoto roku korigovány tak, že tržby roku 2014 byly navýšeny o průměrný růst tržeb mezi lety 2012 -2014, kdy tento růst měl hodnotu 6,84 %. Předchozí minulé roky byly vynechány kvůli vysoké volatilitě v jejich vývoji. Tržby pro rok 2015 byly tedy upraveny na hodnotu 856 115 tis. Kč ($801\,271 \cdot 6,84\% = 54\,844$; $801\,271 + 54\,844 = 856\,115$) a tržní podíl na hodnotu 0,38 % ($856\,115/225\,824\,563$).

Na základě korigovaných tržeb roku 2015 dosáhl Index tržního podílu hodnoty 1,194. Po dosazení do rovnice: $\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \cdot \text{Index změny tržního podílu}) - 1$ by tržby rostly následujícím způsobem:

Rok	Tempo růstu tržeb
2016	25,61%
2017	17,60%
2018	17,76%
2019	17,90%
průměr	19,72%

Tržby v letech 2016 – 2019 by průměrně rostly 19,72% tempem, což bylo považováno za nereálné (neudržitelné).

V této části byl pro odhad budoucího tržního podílu a následného vývoje tržeb použit subjektivní názor, podložený výpočtem, kdy růst tržního podílu společnosti byl stanoven jako průměr minulého meziročního růstu tržního podílu společnosti na trhu s výsledkem 0,0379 p. b. ročně. O tuto hodnotu byl každoročně v prognóze zvýšen tržní podíl společnosti, což je možné vidět v tabulce č. 31. Po této úpravě byla použita ke stanovení tempa růstu tržeb společnosti následující rovnice:

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

Výsledné prognózované hodnoty tržeb společnosti v letech 2016 – 2019 jsou uvedeny v tabulce č. 31 v pravém sloupci.

Tabulka č. 31: Prognóza tržeb a tržního podílu společnosti MORAVOSTAV, a. s.

	Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl MORAVOSTAV	Tempo růstu tržeb MORAVOSTAV	Tržby MORAVOSTAV (tis. Kč)
Skutečný vývoj	2009	275 807 365	-15,59%	0,15%	x	418 921
	2010	244 482 014	-11,36%	0,27%	57,99%	661 865
	2011	254 093 476	3,93%	0,26%	-0,16%	660 837
	2012	232 575 807	-8,47%	0,33%	16,07%	767 020
	2013	218 671 463	-5,98%	0,37%	4,48%	801 352
	2014	227 706 378	4,13%	0,35%	-0,01%	801 271
	2015	225 824 563	-0,83%	0,38%	6,83%	856 115
Prognóza	2016	237 616 754	5,22%	0,417%	15,73%	990 804
	2017	234 083 263	-1,49%	0,455%	7,46%	1 064 717
	2018	230 922 447	-1,35%	0,493%	6,86%	1 113 789
	2019	228 063 142	-1,24%	0,531%	6,35%	1 210 067
Průměrný růst 2009 - 2019			-3,0%		12,16%	

Průměrný růst tržního podílu 2009 - 2015	0,30%
Průměrný růst tržního podílu 2016 - 2019	0,47%
Průměrný růst tržeb společnosti 2009 - 2015	14,20%
Průměrný růst tržeb společnosti 2016 - 2019	9,10%

Zdroj: vlastní zpracování

2. 1. 6 Analýza vnitřního prostředí

K základnímu posouzení vnitřního prostředí společnosti Moravostav, a. s. byl zvolen model 7S, který posuzuje interní faktory společnosti a patří k základním metodám strategické analýzy.

Strategie

Cílem činností společnosti je zvyšování její důvěryhodnosti, rozvíjení konkurenceschopnosti a poskytování kvalitních služeb. Společnost klade důraz na udržování odpovídající kvality stavebních a výrobních zakázek, pracuje s nejmodernějšími poznatky a technologiemi. Aktivita společnosti musí být šetrné

k životnímu prostředí a také bezpečné pro všechny zúčastněné osoby. Stavební společnost se řadí mezi významné firmy střední velikosti s působností po celé České republice s dlouholetou tradicí a jejím konkrétním stanoveným cílem pro rok 2016 je udržení optimální výše obrátu, vyrovnaná zakázková naplněnost a udržení hospodářského výsledku.

Struktura

Organizační struktura společnosti je liniová a její grafické znázornění je možné vidět v příloze I. Ve společnosti působí generální ředitel, šest ředitelů jednotlivých útvarů a čtyři vedoucí středisek. Přepočtený počet zaměstnanců je 167 a tento počet zahrnuje sedm řídicích pracovníků. Aplikovaná organizační struktura splňuje očekávání managementu společnosti a zabezpečuje její bezproblémový chod.

Systémy

Společnost má vytvořeny a certifikovány tři systémy managementu, QMS, EMS a HSMS.

Systém managementu kvality (QMS) společnost vlastní od roku 2000. Systém je pravidelně a opakovaně podrobován certifikačním a dozorovým auditům. Tento certifikát prokazuje, že společnost má zaveden a udržuje systém managementu kvality, který odpovídá požadavkům mezinárodní normy ČSN EN ISO 9001.

Systém environmentálního managementu (EMS) byl ve společnosti vytvořen a certifikován v roce 2006. Tento certifikát prokazuje zajištění a poskytování služeb s ohledem na potřeby ochrany životního prostředí a odpovídá normě ČSN EN ISO 14001.

Systém managementu bezpečnosti a ochrany zdraví při práci (HSMS) byl ve společnosti zaveden v roce 2011 a odpovídá normě ČSN OHSAS 18001.

Systémy QMS, EMS a HSMS prověřil v roce 2015 audit, provedený akreditačním orgánem ASMcet a nezjistil žádné neshody. Společnost nadále splňuje požadavky těchto norem a je jejich držitelem s prozatímní platností do 20. 10. 2017.¹⁴²

Společnost využívá technický software ARRIBA/iTWO.

¹⁴² Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zpráva společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2015.

Styl

Ve společnosti převládá demokratický styl řízení. Ředitelé a vedoucí jednotlivých středisek jsou ochotní a problémy, se kterými se ve vztahu ke svým podřízeným setkají, řeší ke spokojenosti obou stran. Vzhledem k existenci a implementaci systémů kvality ve společnosti je jasné dáno jaké kompetence a výkony jsou od všech pracovníků ve společnosti očekávány. Ředitelé a vedoucí útvarů se scházejí každý měsíc na společných poradách, kde hodnotí dosažené výsledky, činnost pracovníků a stanovují cíle pro následující období. Závěry z porad jsou následně předány ostatním pracovníkům.

Spolupracovníci

Výběr pracovníků probíhá prostřednictvím výběrového řízení, v němž jsou uvedeny požadavky na jednotlivé pracovníky. Následná motivace pracovníků se uskutečňuje především pomocí různých druhů benefitů, jako jsou stravenky, příspěvek na penzijní připojištění, občerstvení, slevy na sportovní vyžití a proplácení přesčasových hodin. Mzdová politika ve společnosti v současné době nepředpokládá navyšování mezd pracovníků vzhledem k tíživější finanční situaci. Školení probíhá dle potřeby a nemá svůj pravidelný řád. Výkony pracovníků jsou hodnoceny pravidelně na společných poradách vedení.

Sdílené hodnoty

Ve společnosti není firemní kultura příliš zakotvena, o čemž svědčí i absence etického kodexu. Hlavní snahou je vytvářet přátelské prostředí s cílem minimalizovat stresovou zátěž jak vedoucích, tak i podřízených zaměstnanců. Společným zájmem je pak udržovat činnosti společnosti tak, aby byla dosažena odpovídající kvalita realizovaných stavebních zakázek a snaha o zaručení spokojenosti zákazníků. K většímu upevnění vztahů pak patří každoročně pořádaný sportovní den a vánoční večírek.

Schopnosti

Chod společnosti by nebyl správně zabezpečen bez patřičného výběru zaměstnanců a jejich schopností. Je požadováno především vzdělání v technickém nebo stavebním

oboru. Další specifikace záleží na typu pracovní pozice. Jde například o osvědčení o kvalifikaci (např. strojnický průkaz), znalost stavebních softwarů, samostatnost, rozhodnost, zodpovědnost, příp. předešlá praxe.

Z hlediska výzkumu a vývoje společnost žádný výzkum ani vývoj nových technologií neprovádí. Byla posouzena také produktivita práce a vývoj osobních nákladů na zaměstnance. Počet zaměstnanců měl v průběhu sledovaného období klesající tendenci, kdy průměrně každý rok opustilo společnost sedm zaměstnanců. Produktivita práce je počítána z přidané hodnoty z výkazů zisků a ztrát a dělena počtem zaměstnanců působících ve společnosti v daném roce. Pro ilustraci je uvedena i produktivita práce celého oboru NACE 41. Produktivita práce podniku ve sledovaném období každým rokem rostla, nejvíce rostla mezi lety 2011/2012 o 169,37 % a mezi lety 2012-2015 rostla pomalejším tempem. Vzhledem k dosahovaným finančním výsledkům rostla také přepočtená průměrná mzda na jednoho zaměstnance. Výjimkou byl pokles mezi roky 2012/2013, kdy ve společnosti docházelo k jisté stabilizaci po dosažení negativního výsledku hospodaření (za účet. období) a ke změně managementu. Kladně lze pak hodnotit od roku 2013 postupné navyšování tempa růstu průměrné mzdy, které nepřevyšuje růst produktivity práce, čímž společnost snižuje riziko spojené s fluktuací zaměstnanců.

Tabulka č. 32 Produktivita práce společnosti MORAVOSTAV, a. s.

Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	195	185	181	173	167
Přidaná hodnota (tis. Kč)	34 454	88 048	99 890	119 412	214 990
Produktivita práce (tis. Kč)	177	476	552	690	1 287
Produktivita práce NACE 41	1 047	997	1 020	923	983
Růst %		169,37%	15,96%	25,07%	86,51%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴³

¹⁴³ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2011-2015.

Tabulka č. 33 Vývoj osobních nákladů společnosti MORAVOSTAV, a. s.

Osobní náklady	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	195	185	181	173	167
Osobní náklady (tis. Kč)	59 984	90 181	43 745	44 426	50 755
Průměrná roční mzda (tis. Kč)	308	487	242	257	304
Růst %		58,47%	-50,42%	6,25%	18,35%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁴

2. 2 Finanční analýza

Finanční analýza je jedním z nejdůležitějších nástrojů pro finanční řízení, proto je nutné zpracovat ji i při ocenění podniku. Zahrnuje hodnocení finanční minulosti firmy a také předpověď finančních podmínek. Výchozí data pro její zpracování jsou obsažena především v účetních výkazech podniku.

2. 2. 1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů patří k prvotní části finanční analýzy. V analýze trendů (horizontální analýze) se porovnávají ukazatele v časové řadě a analyzují se klíčové položky účetních výkazů. V procentuální analýze položek (vertikální analýze) je hlavním úkolem analýza aktiv a pasiv, její majetkové a kapitálové struktury.

Vertikální analýza rozvahy

Z vertikální analýzy rozvahy vyplývá, jaké mají jednotlivé položky aktiv a pasiv celkový podíl na aktivech a pasivech společnosti. Hodnota celkových aktiv a pasiv je proto v tabulce vyjádřena 100 %. V roce 2011 tvořil dlouhodobý majetek společnosti 70,56 % z celkových aktiv. Ke značnému poklesu došlo mezi lety 2011 a 2012, kdy se podíl dlouhodobého majetku snížil na 20,07 %. Snížení nastalo rozdělením odstěpením společnosti se založením nové společnosti PORTA SPES, a. s. a značná část majetku byla převedena právě na novou společnost. Důvodem založení PORTA SPES, a. s. bylo oddělení majetku Moravostavu, který tvořil 20 let během svého fungování. Došlo tak k omezení rizika na tomto majetku v oblasti rizikového podnikání ve stavebnictví.

¹⁴⁴ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2011-2015.

Majetek, který byl na společnost převeden, byl v následujícím složení:

- Základní kapitál 3 000 000,-- Kč,
- výsledek hospodaření minulých let 263 262 132,72,-- Kč,
- zákonný rezervní fond 600 000,-- Kč,
- ostatní kapitálové fondy 372 352 707,06,-- Kč,
- oceňovací rozdíl z přecenění majetku – 20 367,48,-- Kč.

Byly převedeny položky vlastního kapitálu a nebylo narušeno fungování oceňovaného podniku. Na základě znaleckého posudku o stanovení obvyklé ceny **provozního areálu** na ulici Maříkova, kde má společnost sídlo, tvořila k 31. 12. 2011 hodnota dlouhodobého majetku částku ve výši 270 mil. Kč. Konkrétně budovy a zastavěné plochy měly hodnotu 212 mil. Kč a pozemky 58 mil. Kč. Ze zahajovací rozvahy PORTA SPES, a. s. je možné zjistit, že hodnota převedeného majetku, který společnost nabyla, je u staveb 344 453 tis. Kč a u pozemků 186 869 tis. Kč.

Oběžná aktiva měla mezi lety 2011 – 2015 podíl na aktivech v rozmezí 29,41 % - 89,31 %. K největšímu výkyvu došlo mezi roky 2011 a 2012, a podílel se na něm především růst krátkodobých pohledávek. Tento růst byl zapříčiněn rozdělením odštěpením společnosti se založením nové společnosti PROTA SPES, a. s. K navýšení podílu oběžných aktiv došlo také mezi roky 2013 - 2015, kde tento růst byl způsoben růstem krátkodobého finančního majetku, který je tvořen penězi a účty v bankách. V tendenci vývoje stálých a oběžných aktiv lze hodnotit společnost za kapitálově lehkou.

V pasivech obdobně jako u aktiv nastal největší výkyv mezi roky 2011 a 2012. Nejlépe bylo možno tuto změnu pozorovat u vlastního kapitálu, kde se podíl na pasivech snížil na 20,27 % z původních 65,86 %. Tato skutečnost je opět spojována se založením nové společnosti PROTA SPES, a. s. Celý výsledek hospodaření minulých let ve výši 263 262 tis. Kč byl převeden na nově vznikající společnost a také došlo k přesunu kapitálových fondů ve výši 378 378 tis. Kč z původních 379 020 tis. Kč na 642 tis. Kč. Tímto krokem došlo samozřejmě také k podstatnému snížení celkových pasiv společnosti, proto např. u krátkodobých závazků mezi lety 2011 a 2012 došlo ke zvýšení jejich podílu na celkových pasivech.

Tabulka č. 34: Vertikální analýza rozvahy

Struktura aktiv	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlouhodobý majetek	70,56%	20,07%	23,59%	17,74%	10,51%
Dlouhodobý neh. majetek	0,03%	0,03%	0,02%	0,01%	0,00%
Dlouhodobý hm. majetek	53,64%	9,63%	15,42%	13,57%	8,40%
pozemky	18,36%	2,52%	4,08%	3,64%	2,20%
samostatné movité věci	1,02%	2,41%	4,78%	4,56%	3,75%
Dlouhodobý fin. majetek	16,89%	10,41%	8,14%	4,16%	2,10%
Oběžná aktiva	29,41%	79,83%	76,26%	81,80%	89,31%
zásoby	1,10%	11,32%	6,16%	10,39%	1,23%
výrobky	0,22%	0,84%	0,52%	0,73%	0,76%
materiál	0,08%	0,25%	0,29%	0,65%	0,28%
zboží	0,80%	1,61%	0,50%	0,06%	0,03%
Dlouhodobé pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Krátkodobé pohledávky	20,70%	50,61%	56,12%	40,75%	72,18%
Krátkodobý fin. majetek	7,61%	17,90%	13,98%	30,67%	15,90%
Časové rozlišení	0,02%	0,09%	0,15%	0,46%	0,18%
Struktura pasiv	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	65,86%	20,27%	30,98%	34,50%	30,71%
Cizí zdroje	33,49%	78,22%	67,40%	61,81%	61,16%
Rezervy	0,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	3,33%	0,15%	0,15%	0,08%	0,01%
Krátkodobé závazky	29,74%	78,07%	67,25%	61,74%	61,15%
Časové rozlišení	0,65%	1,51%	1,63%	3,69%	8,12%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁵

Horizontální analýza rozvahy

V horizontální analýze rozvahy byla zachycena změna jednotlivých položek aktiv a pasiv, tedy k jakému meziročnímu poklesu či růstu u položek docházelo.

Tato část byla zaměřena na změny, které nastaly mezi roky 2011 a 2012, protože v tomto období došlo k rozdělení odštěpením společnosti se založením nové společnosti PROTA SPES, a. s. a došlo k významným změnám v rozvaze společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. Jak je patrné z tabulky č. 35, tak dlouhodobý majetek poklesl o -87,89 %. Tato změna byla způsobena především poklesem pozemků o -94,15 % a staveb o -95,41 %, jelikož se právě značná část těchto položek stala položkami

¹⁴⁵ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2011-2015.

v zahajovací rozvaze nově vzniklé společnosti. Zásoby, výrobky a materiál tvořily marginální částky v celkové rozvaze, proto jim nebyla věnována přílišná pozornost. Zmíněn je pouze nárůst zásob v roce 2012 o 337,55 %, který byl způsoben horší situací v odbytu společnosti. Jak je patrné, firma neeviduje od roku 2012 žádné dlouhodobé pohledávky.

Krátkodobé pohledávky měly kolísavou tendenci v růstu mezi -8,79 % až 10,74 % a tento vývoj byl spjat s dobou inkasa pohledávek, kdy se firmě dařilo toto tempo výběru snižovat a došlo tak k poklesu evidovaných pohledávek. Výjimečný je však u krátkodobých pohledávek jejich prudký nárůst v roce 2015. Tato situace byla způsobena problémovou zakázkou Technologického a inovačního parku NUPHARO PARK u Ústí nad Labem. Moravostav byl hlavním stavitelem tohoto komplexu a majitelé společnosti Nupharo Park, a. s. se dostali do velmi špatné finanční situace. Tato společnost získala státní dotaci ve výši cca 300 milionů Kč a dále měla k dispozici úvěr od banky ve výši cca 100 milionů Kč. Výstavba komplexu však stála cca 750 milionů Kč a Moravostav, který se stal největším věřitelem, vyhlásil na tuto společnost exekuci, ovšem ještě předtím se společnost sama poslala do insolvence. Tuto insolvenční soud na návrh člena představenstva Pavla v srpnu zrušil. Společnost Nupharo je také podezřelá ze spáchání dotačního podvodu. V současné době (konec roku 2016) záležitost řeší právní zástupci všech zúčastněných stran. Nic to však nemění na faktu, že Nupharo dluží společnosti Moravostav více než 320 milionů Kč.¹⁴⁶

Krátkodobý finanční majetek tvořený penězi a účty v bankách kolísal ve sledovaném období v rozmezí -33,2 % až 175,51 %. Jak bylo zmíněno, k hlavním poklesům u pasiv došlo vzhledem ke vzniku nové společnosti, kdy kapitálové fondy a výsledek hospodaření minulých let přešly právě na tuto společnost, a proto je možné pozorovat pokles vlastního kapitálu o -86,90 %. Pokles -98,08 % u dlouhodobých závazků v roce 2012 byl zapříčiněn úhradou většiny odloženého daňového závazku a k postupným poklesům došlo také v následujících letech, kdy byl postupně snižován daňový závazek vzniklý při oceňovacím rozdílu. Krátkodobé závazky tvořené závazky k zaměstnancům a z obchodních vztahů kolísaly v rozmezí -26,34 až 34,47 %. Jejich vývoj byl tedy závislý především na úhradách plateb dodavatelům.

¹⁴⁶ *Ekonomika.idnes.cz* [online]. © 1999-2017 [cit. 2017-02-24]. Nupharo Park unikl insolvenční. Menšinový akcionář ABB ale protestuje.

Shrnutí

Aktiva podniku tvořila v letech 2012 – 2015 více než ze čtyř pětín oběžná aktiva a z jedné pětiny dlouhodobý majetek. V roce 2011 byl tento podíl tvořen z jedné třetiny oběžnými aktivy a ze dvou třetin dlouhodobým majetkem. Dlouhodobý majetek v roce 2011 vykazoval růst, v roce 2012 byl zaznamenán strmý pokles související se vznikem nové společnosti a v letech 2013 - 2015 měl jeho vývoj klesající tendenci, což svědčí o tom, že některé položky oběžných aktiv rostly rychleji než aktiva dlouhodobá. Podíl oběžných aktiv mezi roky 2010 a 2011 klesl, protože poklesly krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. V letech 2012 – 2015 kolísal tento podíl v rozmezí 10 % v důsledku kolísání krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. Od roku 2012 vlastní kapitál opět pozvolna roste a podniku se stále daří hospodařit bez bankovních úvěrů.

Tabulka č. 35: Horizontální analýza rozvahy

Struktura aktiv	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiva celkem	80,29%	-57,43%	-14,49%	25,62%	59,34%
Dlouhodobý majetek	137,49%	-87,89%	0,49%	-5,54%	-5,58%
Dlouhodobý nehmotný majetek	9,23%	-55,28%	-30,71%	-45,45%	-45,83%
Dlouhodobý hmotný majetek	170,11%	-92,36%	36,93%	10,52%	-1,30%
pozemky	261,58%	-94,15%	38,42%	12,10%	-3,65%
samostatné movité věci	40,45%	0,46%	69,45%	19,73%	30,97%
stavby	170,68%	-95,41%	13,52%	33,17%	-26,92%
Dlouhodobý finanční majetek	71,87%	-73,76%	-33,12%	-35,84%	-19,46%
Oběžná aktiva	14,36%	15,54%	-18,31%	34,74%	73,96%
zásoby	-0,04%	337,55%	-53,42%	111,64%	-81,11%
výrobky	-7,19%	63,07%	-47,51%	77,47%	66,60%
materiál	-11,67%	38,69%	-2,06%	179,58%	-31,07%
zboží	2,97%	-14,17%	-73,57%	-85,11%	-11,64%
Dlouhodobé pohledávky	-100,00%	-	-	-	-
Krátkodobé pohledávky	10,74%	4,06%	-5,19%	-8,79%	182,24%
Krátkodobý finanční majetek	28,49%	0,15%	-33,20%	175,51%	-17,39%
Časové rozlišení	-30,13%	60,22%	35,50%	289,73%	-37,96%
Struktura pasiv	2011	2012	2013	2014	2015
Pasiva celkem	80,29%	-57,43%	-14,49%	25,62%	59,34%
Vlastní kapitál	128,47%	-86,90%	30,68%	39,89%	41,87%
Cizí zdroje	25,70%	-0,57%	-26,32%	15,21%	57,66%
Rezervy	-84,83%	-100,00%	-	-	-
Dlouhodobé závazky	90,24%	-98,08%	-16,69%	-33,45%	-78,01%
Krátkodobé závazky	34,47%	11,75%	-26,34%	15,31%	57,82%
Časové rozlišení	7078,00%	-2,09%	-7,75%	185,30%	250,55%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁷

¹⁴⁷ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV Brno, a.s. 2011-2015.

Struktura výkazu zisku a ztráty

Ve struktuře VZZ byl hodnocen u vybraných položek jejich meziroční vývoj, který je zaznamenán v procentuálním vyjádření. Vývoj tržeb za vlastní výroby a služby měl kolísavý charakter, protože docházelo k meziročním nárůstům i poklesům. Největší zaznamenaný meziroční pokles ve vývoji tržeb byl pouze -0,16 % a nejvyšší nárůst byl mezi roky 2014 a 2015 ve výši 120,01 %. Kladně lze hodnotit vývoj provozního výsledku hospodaření, který je samotným jádrem ekonomiky podniku, a který neustále roste a svého maxima dosáhl v roce 2015 ve výši 145 479 tis. Kč. Tuto skutečnost ovlivňovalo několik položek: především od roku 2011 stále rostoucí přidaná hodnota, výše provozních výnosů a hodnota odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, zůstatková cena prodaného majetku, provozní náklady a změna stavu rezerv a daně a poplatky. Z výročních zpráv společnosti lze o odpisech říci následující: V roce 2010 se software a ocenitelná práva odepisovala 36 měsíců, drobný nehmotný majetek do 60 tis. Kč se zúčtoval na účet č. 518 a podléhá tak jako ostatní majetek inventarizaci. Drobný hmotný majetek do 40 tis. Kč se zúčtovává v zásobách, výjimku tvořily mobilní buňky, které jsou odepisovány 8 let, buňky UNIMO odepisující se 10 let, mobilní sklady odepisující se 10 let, plechové sklady a mobilní kontejnery odepisující se 4 roky. V roce 2011 se nově pořízený majetek oceňoval podle zákona o dani z příjmu v pořizovacích cenách a odpisové plány byly sestaveny podle skutečné životnosti stanovené technologem – specialistou v souladu s tímto zákonem a v následujících letech nedocházelo ke změnám. Výkonová spotřeba byla tvořena spotřebou materiálu, energií a služeb. Podrobnější hodnoty majetku, jeho změny, sumy opravěk a zůstatkové ceny jsou uvedeny v příloze II. Výsledek hospodaření za běžnou činnost je téměř shodný s výsledkem hospodaření za účetní období.

V tabulce č. 37 byly brány jako výchozí Výkony, které souvisí s hlavním předmětem podnikání – stavební činností. Zbývající sumu do celkových 100 % tvořily vedlejší činnosti podniku, a to: tržby za prodej zboží a dlouhodobého majetku a materiálu, ostatní provozní výnosy a mimořádné výnosy.

Tabulka č. 36: Horizontální analýza VZZ

Výkaz zisku a ztráty	Horizontální analýza VZZ				
	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Výkony	4,15%	13,58%	-3,28%	6,74%	106,91%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-0,16%	16,07%	4,48%	-0,01%	120,01%
Výkonová spotřeba	5,67%	6,06%	-5,47%	4,60%	111,43%
Přidaná hodnota	-20,48%	155,55%	13,45%	19,54%	80,04%
Osobní náklady	37,06%	39,92%	-44,13%	1,86%	12,20%
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	50,73%	-64,11%	2,24%	24,72%	35,65%
Změna stavu rezerv a opravných položek	203,67%	-22,49%	-121,52%	-114,76%	193,91%
Ostatní provozní výnosy	6,22%	227,19%	-38,05%	3,78%	-3,86%
Ostatní provozní náklady	-71,41%	1030,03%	-32,59%	-0,30%	11,20%
Provozní výsledek hospodaření	2,67%	48,79%	61,57%	58,33%	139,16%
Finanční výsledek hospodaření	-1062,30%	48,38%	-342,48%	-16,19%	206,05%
Daň z příjmu za běžnou činnost	560,79%	-83,93%	27,12%	44,12%	154,86%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-309,03%	-190,46%	53,75%	67,58%	148,28%
Výsledek hospodaření za účetní období	-317,80%	-196,52%	42,72%	69,87%	144,94%
Výsledek hospodaření před zdaněním	7,71%	61,99%	36,91%	64,89%	146,15%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁸**Tabulka č. 37: Vertikální analýza VZZ**

Výkaz zisku a ztráty	Vertikální analýza VZZ					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výkony	88,98%	88,52%	94,04%	94,74%	99,42%	98,81%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	86,21%	82,22%	89,31%	97,14%	95,49%	100,91%
Výkonová spotřeba	84,04%	84,83%	84,19%	82,86%	85,21%	86,54%
Přidaná hodnota	5,64%	4,29%	10,25%	12,11%	14,23%	12,31%
Osobní náklady	7,38%	9,67%	12,66%	7,36%	7,37%	3,97%
Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	1,28%	1,84%	0,62%	0,66%	0,81%	0,53%
Změna stavu rezerv a opravných položek	-0,89%	-2,57%	-1,87%	0,42%	-0,06%	-0,09%
Ostatní provozní výnosy	3,00%	3,04%	9,32%	6,01%	6,13%	2,83%
Ostatní provozní náklady	2,48%	0,68%	7,16%	5,03%	4,93%	2,63%
Provozní výsledek hospodaření	2,03%	1,99%	2,77%	4,66%	7,25%	8,33%
Finanční výsledek hospodaření	-0,01%	0,07%	0,10%	-0,26%	-0,21%	0,11%
Daň z příjmu za běžnou činnost	0,73%	4,63%	0,70%	0,92%	1,31%	1,60%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1,29%	-2,57%	2,17%	3,48%	5,73%	6,84%
Výsledek hospodaření za účetní období	1,25%	-2,59%	2,34%	3,48%	5,81%	6,84%
Výsledek hospodaření před zdaněním	1,98%	2,04%	3,09%	4,40%	7,13%	8,44%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁴⁹

¹⁴⁸ Justice.cz [online]. [cit. 2016-11-12]. Výroční zprávy společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost 2011-2015.

¹⁴⁹ tamtéž.

2. 2. 2 Poměrové ukazatele

V úvodu této kapitoly jsou uvedeny oborové průměry ukazatelů, u nichž bylo možné získat hodnoty z Ministerstva průmyslu a obchodu pro ekonomickou činnost NACE 41.

Tabulka č. 38: Oborové průměry MPO CZ-NACE 41

Oborové průměry vybraných ukazatelů		2011	2012	2013	2014	2015
ROA	EBIT/A	3,07%	1,77%	3,30%	1,34%	1,41%
ROE	EAT/VK	4,84%	3,30%	7,15%	1,81%	2,92%
Obrat aktiv	T/A	0,71	0,76	0,77	0,69	0,73
Běžná likvidita	OA/(krát. závazky + krát. BÚ)	1,54	1,57	1,57	1,54	1,56
Pohotovlá likvidita	(OA-zásoby)/(krát. závazky + krát. BÚ)	1,32	1,35	1,35	1,37	1,38
Okamžitá likvidita	fín. maj/(krát. závazky + krát. BÚ)	0,42	0,42	0,41	0,44	0,42
Koeficient samofinancování	VK/A	33,14%	35,14%	35,83%	37,91%	39,26%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁵⁰

Ukazatele likvidity

Hodnoty běžné likvidity se v oboru stavebnictví pohybovaly v rozmezí 1,54 – 1,57. MORAVOSTAV, a. s. dosahoval hodnot nižších, než jsou průměrné hodnoty oboru. U pohotovosti likvidity dosahoval hodnot, které jsou nižší než oborové hodnoty. Okamžitá likvidita byla ve srovnání s oborovými průměry nižší.

Tabulka č. 39: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity		2011	2012	2013	2014	2015
Běžná likvidita	OA/(krát. závazky + krát. BÚ)	0,99	1,02	1,13	1,33	1,46
Pohotovlá likvidita	(OA-zásoby)/(krát. závazky + krát. BÚ)	0,95	0,88	1,04	1,16	1,44
Okamžitá likvidita	fín. maj/(krát. závazky + krát. BÚ)	0,26	0,23	0,21	0,50	0,26

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁵¹

Ukazatele rentability

Ve srovnání s oborovými průměry ukazatel ROA vykazoval horší výsledky v roce 2011. V letech 2012 – 2015 se hodnota pohybovala vysoko nad oborovým průměrem a MORAVOSTAV, a. s. tak v těchto letech dosahoval výrazně vyšší výkonnosti než obor. Ukazatel ROE dosahoval v roce 2011 podprůměrných hodnot a byl dokonce

¹⁵⁰ Mpo.cz [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011-2015.

¹⁵¹ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 2015, s. 54

záporný, kdy tedy ztráta pro vlastníky podniku byla -2,93 %. Prudký nárůst nad oborové průměry a jejich několikanásobné překonání bylo zaznamenáno v letech 2012 - 2015. Obdobně i ukazatel ROCE, podle kterého lze v letech 2012 - 2015 usuzovat efektivní investování do podnikání. Zlepšení finanční situace nastalo po fúzi odštěpením se založením nové společnosti v roce 2012.

Tabulka č. 40: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	1,48%	5,17%	9,77%	12,31%	18,48%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	-2,93%	21,57%	23,55%	28,60%	49,38%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	2,12%	25,31%	31,38%	35,60%	60,12%
ROS – rentabilita tržeb	EAT/T	-2,97%	2,53%	3,41%	6,07%	6,76%

Zdroj: vlastní zpracování dle¹⁵²

Ukazatele aktivity

U obratu aktiv se společnost pohybovala opět nad průměrnými oborovými hodnotami a lze konstatovat, že svá aktiva efektivně využívala. Nízká hodnota ukazatele roku 2011 byla způsobena nárůstem DHM, zejména pozemků a staveb. Z doby obratu zásob vyplývá, že společnost měla zásoby ve skladech velmi krátkou dobu. Kladně hodnotím klesající dobu inkasa pohledávek od roku 2011 do roku 2014, která značí, že docházelo ke zkracování doby platby od zákazníků. V roce 2015 však doba inkasa pohledávek byla delší o 25 dní oproti roku 2014. Doba obratu krátkodobých závazků vykazovala kolísavé hodnoty. V průběhu let hradila společnost věřitelům závazky průměrně do 140 dnů a k výraznému zkrácení na dobu 98 dnů došlo v roce 2015.

¹⁵² RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 2015. s. 59-62.

Tabulka č. 41: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity		2011	2012	2013	2014	2015
Obrat aktiv	T/A	0,65	1,73	2,14	1,63	2,24
Obrat zásob	T/zásoby	59,04	15,26	34,72	15,66	182,33
Doba obratu aktiv	A/(T/360)	553,83	208,50	168,18	221,41	160,37
Doba obratu zásob	zásoby/(T/360)	6,10	23,60	10,37	22,99	1,97
Doba inkasa pohledávek	pohledávky/(T/360)	114,66	105,53	94,38	90,21	115,75
Doba obratu kr. závazků	závazky/(T/360)	164,71	162,78	113,11	136,69	98,06

Zdroj: vlastní zpracování¹⁵³

Ukazatele zadluženosti

Pro koeficient samofinancování a celkovou zadluženost platí, že požadovaná hodnota by podle zlatého pravidla financování měla být 50 %, avšak nelze z ekonomického hlediska určit žádnou optimální hranici. Pokud je však celková zadluženost vyšší jak 50 %, věřitelé váhají s poskytnutím úvěru, resp. požadují vyšší úrok.¹⁵⁴ Z tohoto hlediska lze hodnotit, že taková situace (váhání o poskytnutí úvěru) by nastala v letech 2012 až 2015, v roce 2011 by pravděpodobně bývala byla tato situace jednodušší. Financování aktiv vlastním kapitálem se pohybovalo mezi 20,27 % - 65,86 %. Tento rozptyl zapříčinilo výrazné snížení hodnot aktiv mezi lety 2011/2012, kdy se značná část aktiv, konkrétně dlouhodobý hmotný majetek, převedla po fúzi do nově vzniklé společnosti. Ukazatel úrokového krytí, jak uvádí prof. Mařík, ukazuje jak značný je bezpečnostní polštář pro věřitele. Pro firmy s nejvyšším ratingem v USA se pohybuje na úrovni 12 – 13, slušnou úroveň je úroveň cca 7.¹⁵⁵ V návaznosti na tuto definici je patrné, že společnost je na tom velmi dobře a ve sledovaném období dosáhl ukazatel hodnot 19,16 – 81,55. Tyto hodnoty jsou připisovány především tomu, že společnost neměla a nemá žádné úvěry a financuje svoje podnikání z vlastních zdrojů. Úrokové náklady plynou pouze ze splátek podnikových automobilů.

¹⁵³ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 2015, s. 67.

¹⁵⁴ tamtéž, s. 52.

¹⁵⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 105.

Tabulka č. 42: Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	65,86%	20,27%	30,98%	34,50%	30,71%
Celková zadluženost	CZ/A	33,49%	78,22%	67,40%	61,81%	61,16%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	51,22	43,31	19,16	38,00	81,55

Zdroj: vlastní zpracování¹⁵⁶

2. 3 SWOT analýza

SWOT analýza uvádí shrnutí silných, slabých stránek a příležitostí a hrozeb společnosti na základě provedené strategické a finanční analýzy. Tyto skutečnosti jsou uvedeny v tabulce č. 43.

Tabulka č. 43: SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
• Dlouhodobá působnost na trhu • Certifikáty kvality • Snaha o růst konkurenceschopnosti • Vlastní panelárna a recyklační středisko • Kladný vývoj provozního VH • Financování bez úvěrů • Rostoucí produktivita práce • Vysoká rentabilita vlastního kapitálu a samofinancování • Doba obratu pohledávek je kratší než doba obratu závazků	• Reklamní propagace • Nejedinečný produkt • Neprovádění vlastního vývoje a výzkumu
Příležitosti	Hrozby
• Developerské projekty	• Zvyšování cen vstupů • Daňová legislativa • Nestabilní situace ve stavebnictví • Špatná platební schopnost odběratelů

Zdroj: vlastní zpracování

¹⁵⁶ RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 2015. s. 64-65.

Společnost působí na trhu již od roku 1993 a ve sledovaném období její tržby meziročně rostly, příp. se udržely na hodnotě předcházejícího roku i přes kolísavý vývoj tržeb trhu. Za pozitivní lze hodnotit postupné zvyšování tržního podílu společnosti na relevantním trhu. Mezi silné stránky patří také vlastnictví několika certifikátů kvality a vlastní panelárna, díky které je společnost schopna sama, nezávisle na trhu, pro svoji stavební činnost vyprodukovat cementové produkty. Kladně lze hodnotit i provozní výsledek hospodaření, který ve sledovaném období pravidelně rostl a také zvyšující se produktivitu práce. Vzhledem k ukazateli úrokového krytí je patrné, že nákladové úroky jsou několikanásobně pokryty výsledkem hospodaření za účetní období a společnost nevyužívá úvěrové financování. Ve srovnání s konkurencí dosahuje v produktivitě práce a rentabilitě vlastního kapitálu dobrých výsledků. Společnost rovněž inkasuje pohledávky dříve, než platí své závazky.

Slabou stránku spatřuji v neexistenci výroby jedinečného produktu, což ovšem v oboru stavebnictví a velké působnosti konkurence není výjimečné. Slabou stránkou je rovněž neexistence vlastního výzkumu vývoje, kde je společnost závislá pouze na nabídce trhu v rámci změn technologií a inovačních postupů. Hlavní příležitosti pro firmu spatřuji v účasti na developerských projektech. Mezi hrozby patří především legislativní změny zákonů, ve kterých za poslední roky probíhá pravidelně několik novelizací a změn, které mohou firmě přinést dodatečné náklady. Například, pokud by došlo k přísnění norem v oblasti životního prostředí a společnost by byla nucena změnit technologii výroby, nakoupit nové stroje a uhradit náklady na školení pracovníků, kteří tyto stroje budou obsluhovat. Další náklady by vznikly, pokud by došlo ke zvýšení daňových sazeb. Další hrozbou je zhoršená platební schopnost odběratelů tak, jak tomu bylo u společnosti Nupharo park, která v současné době není schopna dostát svým závazkům.

Z provedených analýz vyplývá, že podnik je v dobré finanční situaci a je možné předpokládat jeho neomezené trvání. Z tohoto důvodu je možné stanovit návrh ocenění na základě výnosových metod.

3 NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

Kapitola navazuje na předchozí analýzy podniku a zabývá se návrhem na ocenění podniku. Vzhledem k předpokladu neomezeného trvání podniku (going concern) jsou použity výnosové metody DCF entity a EVA a ocenění je prováděno k 31. 12. 2015.

3. 1 Analýza generátorů hodnoty a předběžné ocenění

Pojmem generátory hodnoty je označován soubor základních podnikohospodářských veličin, které v souhrnu určují hodnotu podniku. Tato kapitola se zabývá jejich analýzou, na základě které jsou generátory hodnoty následně použity pro stanovení prvního odhadu hodnoty podniku.

3. 1. 1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná vyplývá z nutnosti určení aktiv, která jsou nezbytná pro základní fungování podniku. Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek podniku byl považován za provozně potřebný vzhledem k tomu, že provozně nepotřebný byl ze společnosti převeden na nově vzniklou společnost fúzí PROTA SPES. Provozně nutné peníze byly vypočteny násobkem krátkodobých závazků a stanovené provozně nutné (potřebné) likvidity 0,43. Tato hodnota byla získána průměrnou hodnotou okamžité likvidity trhu NACE 41 - stavebnictví, kde do výpočtu tohoto průměru byla vynechána hodnota roku 2015, která byla ve výši 3,9 a značně tak vybočila z minulého vývoje v letech 2010 – 2014, kdy byla oborová okamžitá likvidita následující: 2010 – 0,45; 2011 – 0,43; 2012 – 0,41; 2013 – 0,45; 2014 – 0,42; průměr = 0,43. Z tohoto důvodu byl pro její stanovení vynechán rok 2015 a byla plánována ve výši 0,43. V závislosti na výjimečné výši tržeb roku 2015 byly hodnoty majetku (oběžných aktiv) upraveny podle jejich nově stanovené výše 856 155 tis. Kč pro rok 2015. Podrobněji bude tento krok popsán v dalších částech kapitoly 3. 1. Výsledné hodnoty rozdělení majetku je možné vidět v tabulce č. 44.

Tabulka č. 44: Rozdělení majetku

Rozdělení majetku (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
DNM	284	127	88	48	26
DHM	579 794	44 307	60 668	67 053	66 183
DM provozně nutný	580 078	44 434	60 756	67 101	66 209
Zásoby	11 900	52 068	24 251	51 325	4 708
Pohledávky	223 757	232 850	220 766	201 366	276 009
Ostatní aktiva časové rozlišení	269	431	584	2 276	686
Krátkodobé závazky	321 429	359 187	264 580	305 098	233 842
Ostatní pasiva časové rozlišení	7 079	6 931	6 394	18 242	31 056
Peníze (pokladna+účet)	82 238	82 365	55 016	151 576	125 224
Likvidita (peníze/krátkodobé závazky)	0,26	0,23	0,21	0,50	0,26
Provozně nutná likvidita	0,26	0,23	0,21	0,43	0,26
Provozně nutné peníze (PNL*KZ)	138 214	154 450	113 769	131 192	60 799
Pracovní kapitál provozně nutný	45 632	73 681	88 396	62 819	77 304
Investovaný kapitál provozně nutný	625 710	118 115	149 152	129 920	143 513
KPVH (tis. Kč)	2011	2012	2013	2014	2015
PVH z výsledovky	15 982	23 779	38 419	60 830	70 650
Vyloučení VH z prodeje majetku	-36 898	-16 620	-1 148	-894	-2 313
KPVH	-20 916	7159	37 271	59 936	68 337

Zdroj: vlastní zpracování

3. 1. 2 Prognóza tržeb

Tržby, jejichž výše a tempo růstu se použily při analýze generátorů hodnoty, byly převzaty ze strategické analýzy, kde byly vysvětleny a popsány. V následující tabulce č. 45 je uveden jejich přehled a výše.

Tabulka č. 45: Prognóza tržeb MORAVOSTAV, a. s.

	Rok	Tržní podíl MORAVOSTAV	Tempo růstu tržeb MORAVOSTAV	Tržby MORAVOSTAV (tis. Kč)
Skutečný vývoj	2009	0,15%	x	418 921
	2010	0,27%	57,99%	661 865
	2011	0,26%	-0,16%	660 837
	2012	0,33%	16,07%	767 020
	2013	0,37%	4,48%	801 352
	2014	0,35%	-0,01%	801 271
	2015	0,38%	6,83%	856 115
Prognóza	2016	0,417%	15,73%	990 804
	2017	0,455%	7,46%	1 064 717
	2018	0,493%	6,86%	1 113 789
	2019	0,531%	6,35%	1 210 067
Průměrné tempo růstu			12,16%	

Zdroj: vlastní zpracování

3. 1. 3 Prognóza ziskové marže

Prognóza ziskové marže je považována za základní. Vychází se z minulých hodnot, na které navazují odůvodněné vypočtené hodnoty do budoucna. Jednotlivé položky roku 2015 uvedené v tabulce č. 47 nebyly převzaty přímo z výkazů podniku, ale byly přepočteny nově stanovenou výší tržeb = 856 115 tis. Kč. Marže, jak je možné vidět v tabulkách č. 46 a č. 47, byla stanovena metodou shora na základě minulého vývoje a metodou zdola, která byla s metodou shora sladěna. Průměrná hodnota ziskové marže za minulé období byla na úrovni 3,67 % a prognózovaná marže pro budoucí období byla oběma metodami sladěna na 3,63 %. Z výpočtů je zřejmé, že roky 2010 a 2011 vykazovaly nižší marži, což bylo způsobeno především nárůstem výkonové spotřeby a vysokými tržbami za prodej dlouhodobého majetku a materiálu při úpravě korigovaného výsledku hospodaření. Od roku 2012 bylo možné sledovat postupný nárůst ziskové marže, k čemuž přispěly především zakázky na výstavbu bytového domu Řípská a průmyslová stavba TESCOAN v součtu přesahujícím 250 mil. Kč a v roce 2015 dostavba technologického parku NUPHRAROPARK ve výši přesahující 700 mil. Kč. Přidaná hodnota, daně a poplatky byly vypočteny pomocí geometrického průměru z minulých hodnot a do budoucna jsou uvažovány konstantním procentuálním poměrem z tržeb. Osobní náklady v minulých letech rostly průměrně o 9,38 % a rostly pomaleji než tržby a zároveň byly průměrně ve výši 8,95 % z tržeb podniku. K plánovanému meziročnímu růstu tržeb jsou osobní náklady do budoucna pro každý rok plánovány ve výši 7,5 % z tržeb s plánovaným meziročním růstem ve výši růstu tržeb 6,89 %, protože podnik neplánuje vzhledem k finanční situaci navyšovat mzdy vyšším tempem, než jakým by byl růst tržeb. Výkonová spotřeba se pohybovala mezi 81-94 % z tržeb. V letech 2010 a 2011 vybočila její výše nad tuto hranici. V roce 2011 to bylo již nad 100 % z tržeb, avšak provozní výsledek hospodaření byl kladný. Tento stav byl zapříčiněn větším množstvím rozestavených zakázek. Na tomto základě by výkonová spotřeba v budoucnu dosahovala vysokých hodnot nad úroveň výši tržeb, proto byl rok 2011 vynechán a vypočtena její průměrná hodnota na 89,20 % z tržeb. Reálné a upravené hodnoty položek vstupujících do výpočtu prognózy ziskové marže zdola jsou pro ilustraci uvedeny v příloze IX.

Tabulka č. 46: Prognóza ziskové marže shora

Prognóza ziskové marže shora	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zisková marže před odpisy	-0,83%	-0,92%	1,63%	5,33%	8,33%	8,50%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%
Průměr	3,67%						3,63%			
KPVH před odpisy (tis. Kč)	-5 473	-6 111	12 472	42 703	66 711	72 800	35920	38600	41249	43869
Průměrné tempo	67,80%						6,89%			

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 47: Prognóza ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Obchodní marže	0,82%	0,72%	0,40%	0,24%	0,03%	0,04%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%
Přidaná hodnota	6,55%	5,21%	11,48%	12,47%	14,90%	12,20%	13,13%	13,13%	13,13%	13,13%
Osobní náklady	8,56%	11,76%	14,17%	7,58%	7,72%	3,94%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Mzdové náklady	6,26%	9,08%	11,76%	5,46%	5,54%	2,88%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
Sociální a zdravotní pojištění	2,08%	2,41%	2,13%	1,81%	1,85%	0,96%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Daně a poplatky	0,44%	0,39%	0,19%	0,14%	0,18%	0,04%	0,18%	0,18%	0,18%	0,18%
Ostatní provozní položky	-1,63%	-6,01%	-4,51%	-0,58%	-1,33%	-0,28%	-2,39%	-2,39%	-2,39%	-2,39%
Obchodní marže (tis. Kč)	5 424	4 773	3 075	1 914	202	300	1 902	2 044	2 185	2 323
Podíl z tržeb	0,82%	0,72%	0,40%	0,24%	0,03%	0,04%	0,19%	0,19%	0,19%	0,19%
Roční tempo růstu		-12,00%	-35,58%	-37,76%	-89,45%	48,51%	207,82%	7,46%	6,86%	6,35%
Výkony (tis. Kč)	683 110	711 465	808 087	781 564	834 273	838 322	970212	1042588	1114142	1184918
Podíl z tržeb	103,21%	107,66%	105,35%	97,53%	104,12%	97,92%	97,92%	97,92%	97,92%	97,92%
Roční tempo růstu		4,15%	13,58%	-3,28%	6,74%	0,49%	15,73%	7,46%	6,86%	6,35%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	645 209	681 784	723 114	683 588	715 063	734 214	883797	949727	1014908	1079380
Podíl z tržeb	97,48%	103,17%	94,28%	85,30%	89,24%	85,76%	89,20%	89,20%	89,20%	89,20%
Roční tempo růstu		5,67%	6,06%	-5,47%	4,60%	2,68%	-41,95%	7,46%	6,86%	6,35%
Průměrná inflace	1,47 %						1,28 %			
Osobní náklady (tis. Kč)	56 681	77 686	108 701	60 731	61 859	33 707	74 310	79 854	85 334	90 755
Roční tempo růstu		37,06%	39,92%	-44,13%	1,86%	-45,51%	7,06%	7,46%	6,86%	6,35%
Korigovaný VH před odpisy (tis.)	-5 473	-6 111	12 472	42 703	66 711	72 800	35 920	38 600	41 249	43 869
Zisková marže z KPZ před odpisy	-0,83%	-0,92%	1,63%	5,33%	8,33%	8,50%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%

Zdroj: vlastní zpracování

3. 1. 4 Prognóza pracovního kapitálu

Pracovní kapitál bylo nutné prognózovat z hlediska změn oběžných aktiv, které ve výsledku mají zásadní dopad na výši cash flow. Vzhledem k výjimečnosti roku 2015 byly hodnoty pracovního kapitálu upraveny, a to z důvodu, aby při stanovení návrhu hodnoty podniku metodou DCF entity nevstupoval upravený pracovní kapitál celou svou reálnou výší roku 2015 do výpočtu. Tím by došlo k tomu, že výpočet návrhu ocenění podniku by byl vysokými hodnotami pracovního kapitálu roku 2015

(odvíjející se od reálné výše tržeb) ovlivněn a výše FCFF v roce 2016 by byla příliš vysoká. Již v předcházející části práce, při stanovení prognózy tržeb na budoucí období, byly tržby roku 2015 korigovány na hodnotu 856 115 tis. Kč. Od této hodnoty se odvíjel rovněž přepočet pracovního kapitálu, jehož upravené hodnoty byly při návrhu ocenění podniku použity. Reálné a upravené hodnoty složek pracovního kapitálu jsou pro přehled uvedeny v tabulce č. 48.

Tabulka č. 48 Změna pracovního kapitálu

Položka pracovního kapitálu	Rok 2015 reálné hodnoty	Rok 2015 upravené hodnoty	Podíl z tržeb
Zásoby	9 695	4 708	0,55%
Pohledávky	568 338	276 009	32,24%
PP provozně nutné	125 193	60 799	---
Časové rozlišení aktivní	1 412	686	0,08%
Krátkodobé závazky	63 948	233 841	27,31%
Časové rozlišení pasivní	63 948	31 056	3,63%
Upravený pracovní kapitál	241 036	77 305	---

Po této úpravě byly nejdříve stanoveny doby obratu v minulých letech, aby bylo možné naplánovat dobu obratu pro budoucí roky 2016 – 2019. Doba obratu zásob byla výrazně zvýšena v roce 2012 a 2014, kdy společnost více nakupovala na sklad. Doba obratu pohledávek převyšovala v minulém období dobu obratu krátkodobých závazků. Doby obratu byly prognózovány opět pomocí geometrického průměru a do budoucna jsou uvažovány na konstantní úrovni. Po zjištění dob obrátů jednotlivých položek je v tabulce č. 50 uvedena výše jednotlivých položek v tis. korunách výpočtem $\text{doba obratu} \cdot \text{denní tržby}$, současně je také uvedena prognóza ostatních aktiv/pasiv a provozně nutných peněžních prostředků. Položky ostatních aktiv/pasiv jsou plánovány jako poslední známá hodnota a provozně nutné peníze byly vypočteny podobně jako u rozdělení majetku násobkem krátkodobých závazků a stanovené provozně nutné likvidity ve výši 0,43.

Tabulka č. 49: Doby obratu pracovního kapitálu

Pracovní kapitál	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doba obratu ve dnech										
Zásoby celkem	6,57	6,57	24,78	11,05	23,38	4,13	10,22	10,22	10,22	10,22
Pohledávky	118,43	123,59	110,81	100,55	91,73	117,67	100,38	100,38	100,38	100,38
Krátkodobé závazky celkem	131,82	177,53	170,93	120,51	138,98	99,70	139,91	139,91	139,91	139,91

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 50: Upravený pracovní kapitál

Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zásoby	11 905	11 900	52 068	24 251	51 325	4 708	24 602	26 438	28 252	30 047
Pohledávky	214 754	223 757	232 850	220 766	201 366	276 009	272 485	292 812	312 908	332 785
Peněžní prostředky prov. nutné	35 856	48 214	53 878	39 687	45 765	60 799	133 522	143 483	153 330	163 070
Ostatní aktiva č. rozlišení	385	269	431	584	2 276	686	686	686	686	686
Krátkodobé závazky	239 039	321 429	359 187	264 580	305 098	233 841	379 790	408 122	436 132	463 837
Ostatní pasiva č. rozlišení	1	7 079	6 931	6 394	18 242	31 056	31 056	31 056	31 056	31 056
Upravený pracovní kapitál	52 545	-9 010	1 844	30 189	62 819	77 305	50 237	56 250	62 195	68 075
Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst PK	12,75 %						-2,61 %			

Zdroj: vlastní zpracování

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu za minulé období byl vypočítán jako podíl rozdílu hodnot upraveného pracovního kapitálu za roky 2015 - 2010 a rozdílu tržeb za stejné období a vykazuje hodnotu 12,75 %. Pro budoucí období byl koeficient počítán stejně, s tím rozdílem, že jsou vzaty hodnoty z let 2019 – 2015 a výsledná hodnota je -2,61 %. Jeho pokles je zapříčiněn plánovaným snížením pracovního kapitálu na tržbách. Bez provedených úprav hodnot roku 2015 by výše upraveného pracovního kapitálu v tomto roce byla 241 036 tis. Kč a koeficient náročnosti by v budoucím období dosáhl hodnoty -48,69 %.

3. 1. 5 Prognóza investic do dlouhodobého majetku

Koeficienty minulé náročnosti jednotlivých druhů majetku byly vypočteny pomocí investic brutto pro každý majetek zvlášť za roky 2005 – 2015 a postup tohoto výpočtu je uveden ve výpočtové příloze IV. Odhad budoucích investic brutto byl pak stanoven součinem koeficientu investiční náročnosti a přírůstkem tržeb pro roky 2015 - 2019. Přírůstek tržeb za toto období je ve výši 353 952 tis. Kč.

Tabulka č. 51: Investice do dlouhodobého majetku

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic brutto pro růst tržeb
Nehmotný majetek	0,010 %	35
Stavby	1,433 %	5 072
Samostatné movité věci	4,129 %	14 615
Celkem	5,572 %	19 722

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 52: Celkové investice brutto a netto do DM

Celkové investice brutto a netto do DM	2016	2017	2018	2019
Odpisy	9 189	10 727	12 495	14 529
Zůstatková hodnota	70 319	75 249	80 180	85 110
Celkové investice netto do DM	4 931	4 931	4 931	4 931
Celkové investice brutto do DM	14 120	15 658	17 425	19 460

Zdroj: vlastní zpracování

Po zjištění odhadu investic do majetku byl naplánován dlouhodobý majetek, investice a odpisy. Díky tomuto naplánování byly získány hodnoty potřebné pro sestavení návrhu finančního plánu. Přehled byl sestaven pro každý majetek zvlášť a je možné jej vidět v příloze III.

3. 1. 6 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Vzhledem k sestavení investic a odpisů v budoucnu bylo možné sestavit korigovaný provozní výsledek hospodaření po odpisech a po dani a vypočítat obrátkovost pro provozně nutný investovaný kapitál. Tempo růstu KPVH za minulé období bylo vzhledem k úpravě hodnot roku 2015 na úrovni 27,55 %. Výše KPVH po odpisech a po dani v budoucnu byla zjištěna odečtením plánovaných odpisů z tržeb a násobena 19% daňovou sazbou. Vzhledem k plánované výši tržeb, majetku a jeho odpisů dojde ke snížení jeho tempa růstu na 3,16 %. Rentabilita investovaného kapitálu je pro rok 2016 oproti roku 2015 na nízké úrovni z důvodu plánovaných nižších investic. Pro následující období bylo uvažováno s růstem investic a tedy růstem rentability.

Tabulka č. 53: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu

Rentabilita PNI kapitálu	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Daňová sazba	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19
Korigovaný PO odpisech a PO dani	-20916	5799	30190	48548	55 353	21 690	22 712	23 537	24 140
Zisková marže z KPVH PO odpisech a dani	-3,17%	0,76%	3,77%	6,06%	6,47%	2,19%	2,13%	2,07%	1,99%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	27,55%					3,16%			
Investovaný kap. prov. nutný k 31.12.	571068	46278	90945	129920	143513	88 389	99 333	110 208	121 019
Obrat inv. kapitálu prov. nutného	x	1,34	17,32	8,81	6,59	6,90	12,05	11,45	11
Rentabilita investovaného kapitálu	x	1,02%	65,24%	53,38%	42,61%	15,11%	25,59%	23,49%	21,61%

Zdroj: vlastní zpracování

3. 1. 7 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Ocenění pomocí generátorů hodnoty bylo provedeno k prvotnímu odhadu hodnoty podniku. Hodnota kalkulované úrokové míry byla v tomto případě pouze odhadnuta ve výši 12 %. Předběžná hodnota podniku byla vypočtena pomocí následujícího vzorce:

$$H = \frac{FCF_t}{i - g} = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZMx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{pk} + k_{DMx})}{i - g}$$

Tabulka č. 54: Předběžná hodnota podniku

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	6,89%
Zisková marže po odpisech a dani	rzm	2,08%
Náročnost růstu tržeb na:		
- růstu pracovního kapitálu	kpk	5,04%
- růstu DM majetku	kDM	4,18%
- investicích netto celkem		9,22%
Kalkulovaná úroková míra	i	12%
Hodnota podniku brutto (=H)	266 639 tis. Kč	

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže po odpisech byla získána jako zisková marže před odpisy upravená o odečet podílu odpisů na tržbách v letech 2016 – 2019. Následně, pro stanovení ziskové marže po odpisech a dani, byla zisková marže po odpisech upravena o 19% daň pro jednotlivé roky a byla stanovena její průměrná výše za období 2016 – 2019 ve výši 2,08 %. Ostatní hodnoty, které jsou uvedeny v tabulce č. 54, jsou převzaty z analýzy generátorů hodnoty. Hodnota podniku byla předběžně stanovena na **266 639 tis. Kč**.

3. 2 Návrh finančního plánu

V následující kapitole byl sestaven návrh finančního plánu oceňovaného podniku, který je tvořen plánovanou rozvahou, plánovaným výkazem zisku a ztráty a plánem peněžních toků pro roky 2016 – 2019. Výkazy obsahují také některé již dříve vypočtené údaje v kapitole analýza generátorů hodnoty.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Tabulka č. 55: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánovaný výkaz zisku a ztráty (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
Výkony	838 322	970 212	1 042 588	1 114 142	1 184 918
<i>Tržby za vlastní výrobky a služby</i>	<i>856 115</i>	990 804	1 064 717	1 137 789	1 210 067
Výkonová spotřeba	737 214	883 797	949 727	1 014 908	1 079 380
Přidaná hodnota	101 108	86 415	92 861	99 234	105 538
Osobní náklady	33 707	74 310	79 854	85 334	90 755
Daně a poplatky	671	1 760	1 892	2 021	2 150
Odpisy	9 190	9 189	10 727	12 495	14 529
Ostatní provozní položky	-2 426	-23 674	-25 440	-27 186	-28 913
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	55 966	24 829	25 829	26 570	27 017
Nákladové úroky	1 784	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	2 016	0	0	0	0
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	2 016	0	0	0	0
Mimořádný VH před daní	0	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	70 650	24 829	25 829	26 570	27 017
Daň z příjmu	12 648	4 717	4 907	5 048	5 133
Výsledek hospodaření za účetní období po daní	58 002	20 111	20 921	21 522	21 884

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota tržeb za vlastní výrobky a služby byla převzata z prognózovaných **korigovaných** tržeb společnosti. Položky výkonové spotřeby, osobních nákladů, daní a ostatní provozní položky byly vypočteny v analýze generátorů hodnoty a byly z ní do výkazu zisku a ztráty převzaty. Nákladové úroky jsou do budoucna uvažovány jako nulové, protože společnost nečerpá žádný úvěr a není ani v plánu jeho čerpání. Podobně nebyly plánovány také výnosové úroky z neprovozního majetku. Odpisy dlouhodobého majetku byly převzaty z vypočtených hodnot v tabulce č. 52. Ostatní provozní položky byly vypočteny z průměrných minulých hodnot a jsou tvořeny ostatními provozními výnosy a náklady. V současné době není znám plán změny sazby u daně z příjmu právnických osob, proto je brána hodnota 19 %, kterou byl násoben celkový výsledek hospodaření před daní.

Plánovaná rozvaha

Podobně jako u plánovaného výkazu zisku a ztráty, bylo do plánované rozvahy mnoho položek převedeno z analýzy generátorů hodnoty, a to: nehmotný majetek, zásoby, pohledávky a provozně nutné peníze. Stavby pozemků, staveb a samostatných movitých věcí jsou vypočteny v příloze III v plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů. Krátkodobý finanční majetek tvoří provozně potřebné a nepotřebné peníze, stav peněžních prostředků provozně potřebných byl převzat z plánovaného výkazu peněžních toků z položky stav peněžních prostředků na konci období. Zákonný rezervní fond již není povinné (až na zákonem stanovené výjimky) tvořit, proto byla v budoucnu jeho hodnota stanovena jako nulová, kdy už i v roce 2014 tento fond společnost netvořila. Rezervy byly uvažovány jako nulové, protože byly v minulých letech rozpuštěny a tvorba dalších není plánována, podobně jako úvěrové financování.

Tabulka č. 56: Plánovaná aktiva rozvahy

AKTIVA (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
AKTIVA CELKEM	506 873	665 666	714 377	763 372	812 431
Dlouhodobý majetek	82 765	87 696	92 626	97 557	102 487
Dlouhodobý nehmotný majetek	26	35	44	52	61
Dlouhodobý hmotný majetek	66 183	71 105	76 027	80 948	85 870
Pozemky	17 347	17 347	17 347	17 347	17 347
Stavby	18 502	19 770	21 038	22 306	23 574
Samostatné movité věci	29 513	33 167	36 821	40 474	44 128
Jiný dl. Hmotný majetek	821	821	821	821	821
Nedokončený dl. Hmotný majetek	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný maj.	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	16 556	16 556	16 556	16 556	16 556
a) provozně potřebný	0	0	0	0	0
b) provozně nepotřebný	16 556	16 556	16 556	16 556	16 556
Oběžná aktiva	423 422	609 450	653 231	697 295	741 424
Zásoby	4 708	24 603	26 438	28 252	30 047
Pohledávky	276 009	259 836	279 219	298 382	317 337
Krátkodobý finanční majetek	125 224	259 836	279 219	298 382	317 337
a) provozně potřebné	60 800	160 185	172 134	183 948	195 633
b) provozně nepotřebné	64 424	115 180	125 792	137 066	148 759
Časové rozlišení	686	686	686	686	686

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 57: Plánovaná pasiva rozvahy

PASIVA (tis. Kč)	2015	2016	2017	2018	2019
PASIVA CELKEM	506 873	665 666	714 377	763 372	812 431
Vlastní kapitál	241 858	261 969	282 985	304 710	326 922
Základní kapitál	72 261	72 261	72 261	72 261	72 261
Kapitálové fondy	642	642	642	642	642
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0
<i>zákonný rezervní fond</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>statutární a ostatní fondy</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Výsledek hospodaření minulých let	49 522	168 955	189 066	209 988	231 509
Výsledek hospodaření běž. účetního období	58 002	20 111	20 921	21 522	21 884
Cizí zdroje	233 959	372 640	400 430	427 904	455 079
Rezervy	34	34	34	34	34
Dlouhodobé závazky	84	84	84	84	84
Krátkodobé závazky	233 841	372 522	400 312	427 786	454 961
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<i>Bankovní úvěry dlouhodobé</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Krátkodobé bankovní úvěry</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Časové rozlišení	31 056	31 056	31 056	31 056	31 056

Zdroj: vlastní zpracování

Plánovaný výkaz peněžních toků

U plánovaného výkazu peněžních toků byla hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření převzata z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Položky změn zásob, pohledávek a krátkodobých závazků byly vypočteny meziročním rozdílem, kdy růst aktiva byl značen minusovou hodnotou, pokles aktiva plusovou hodnotou a růst pasiva taktéž plusovou hodnotou. Hodnota nabytí DM provozně nutného byla převzata z tabulky č. 52 jako celkové investice brutto do DM a jelikož se jedná o výdaj (předpokládají se totiž výdaje spojené s investicí) je tato hodnota záporná. Obdobně jako u plánovaného výkazu zisku a ztráty je hodnota nákladových a výnosových úroků nulová.

Diference v platbě daně oproti dani z KPVH byla zjištěna jako rozdíl daně z celkového výsledku hospodaření před daní a daní připadající na korigovaný výsledek hospodaření a je rovna nule. Stav peněžních prostředků na začátku období byl vždy převzat ze stavu peněžních prostředků na konci období předcházejícího roku.

Tabulka č. 58: Plánovaný výkaz peněžních toků

Plánovaný výkaz peněžních toků	2015	2016	2017	2018	2019
Stav peněžních prostředků na začátku období	151 576	125 224	275 365	297 926	321 014
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVHd)	55 966	24 829	25 829	26 570	27 017
Daň připadající na korigovaný VH (dxKPVHd)	10 633	4 717	4 907	5 048	5 133
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	45 332	20 111	20 921	21 522	21 884
Úpravy o nepeněžní operace	5 279	9 189	10 727	12 495	14 529
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	6 775	9 189	10 727	12 495	14 529
Změna zůstatku rezerv	-1 496	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv provozně nutných	-99 283	134 960	6 571	6 496	6 496
Změna stavu pohledávek	-74 643	16 173	-19 383	-19 163	-18 955
Změna stavu krátkodobých závazků	-71 257	138 681	27 790	27 474	27 175
Změna stavu zásob	46 617	-19 895	-1 835	-1 814	-1 795
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	19 475	164 260	38 2219	40 512	42 838
Nabytí DM (provozně nutného)		-14 120	-15 658	-17 425	-19 460
Peněžní tok z investiční činnosti celkem		-14 120	-15 658	-17 425	-19 460
PENĚŽNÍ tok z provozního majetku celkem		150 141	22 562	23 087	23 379
Platba nákladových úroků	-1784	0	0	0	0
Příjmy z neprovozního majetku a mimořádné příjmy	712	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	2 016	0	0	0	0
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	-1 304	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	-4 000	0	0	0	0
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	-4 000	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	0	0	0	0	0
Snížení dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ tok z neprovozního majetku celkem	-3 288	0	0	0	0
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0	0
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-48 053	0	0	0	0
Upsání CP a účastí (zvýšení ZK)	-48 053	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ tok z finanční činnosti celkem	-48 053	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK CELKEM		150 141	22 562	23 087	23 379
Stav peněžních prostředků na konci období	125 224	275 365	297 926	321 014	344 392

Zdroj: vlastní zpracování

Analýza plánu

U ukazatele ROE je možné pozorovat jeho pokles oproti minulému období. Je to způsobeno především tím, že v minulosti dosahovaly tržby a výkony kolísavých hodnot a roky 2014 a 2015 byly z hlediska výsledku hospodaření za účetní období výjimečně vysoké. V plánu nejsou prognózovány velké výkyvy tržeb, jaké bylo možné sledovat v minulém období a nákladovost jednotlivých položek je stanovena právě pomocí procentuálního podílu na tržbách. Z tohoto důvodu je plánován také výsledek hospodaření za účetní období s růstem průměrně okolo 3 %.

Zisková marže podniku (po dani) je na nižší úrovni než v minulosti, kdy byla ovlivněna minulými výjimečnými lety, jejichž opakování není možné predikovat. Běžná likvidita má ustálený poměr. Hodnoty jsou mírně vyšší než v minulém období, což je v závislosti na růstu tržeb způsobeno vyššími oběžnými aktivy a krátkodobými závazky, jejichž výše je ovlivněna plánovanou dobou obratu. Hodnoty okamžité likvidity jsou oproti minulému období vyšší v závislosti na plánované výši oběžných aktiv a zdůvodněné provozně nutné likvidity. Obrat aktiv je průměrně v obdobné výši jako v minulosti a je ovlivněn plánovanými investicemi do dlouhodobého majetku a jeho nižší úrovni v budoucích letech, odpisy a zmíněnými vyššími oběžnými aktivy. Doby inkasa pohledávek a splatnosti závazků jsou plánovány na základě minulého vývoje. Vzhledem k finančním problémům nynějšího hlavního odběratele Nupharo Park není možné v současné době plánovat s výrazným zhoršením nebo zlepšením inkas a plateb.

Tabulka č. 59 Analýza plánu

Analýza plánu	2016	2017	2018	2019
ROE	7,68%	7,43%	7,13%	6,49%
ROS	2,03%	1,97%	1,91%	1,84%
Běžná likvidita	1,77	1,76	1,77	1,77
Okamžitá likvidita	0,85	0,85	0,95	0,85
Obrat aktiv	1,56	1,56	1,57	1,57
Koeficient samofinancování	41,15%	41,57%	42,01%	42,45%
Celková zadluženost	48,80%	49,04%	49,18%	49,25%
Doba inkasa pohledávek	94,4	94,4	94,4	94,4
Doba splatnosti kr. závazků	113	113	113	113

Zdroj: vlastní zpracování

3. 3 Stanovení diskontní míry

Vzhledem ke zvolené metodě ocenění DCF entity, byla stanovena diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC).

Při tomto postupu bylo nutné stanovit váhy jednotlivých složek kapitálu, stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál a určit výsledné průměrné náklady kapitálu. V následující části je tento postup vypočítán a je stanovena míra WACC.

Náklady na cizí kapitál

Vzhledem k současné situaci ve společnosti, kdy tato nečerpá žádné úvěry, které jsou úročeny určitou úrokovou sazbou, jsou tyto náklady a podíl cizího kapitálu na úrovni 0 %.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál, jehož položka byla v podniku ve stoprocentním zastoupení, byly stanoveny podle Damodaranovy modifikace modelu CAPM (capital assets pricing model). V tomto modelu bylo nutné stanovit hodnoty pro bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii trhu a koeficient beta.

Bezriziková úroková míra

Vzhledem k neexistenci zcela bezrizikových aktiv je pro určení této míry použita výnosnost desetiletých dluhopisů Spojených států amerických, protože ty se nejlépe svou délkou životnosti přibližují délce životnosti aktiv podnikových. Výnosnost je na úrovni 2,36 % a je zjištěna z Ministerstva financí Spojených států amerických.¹⁵⁷

Riziková premie trhu

Prvním krokem je stanovení rizikové premie, která určuje, o kolik bude výnos tržního portfolia zatížený rizikem větší oproti bezrizikovým aktivům. Stanovení hodnoty tržní premie do budoucna vychází z minulých hodnot, kterých bylo na kapitálovém trhu v minulosti dosaženo. Nejvhodnější je vycházet z dat kapitálového trhu Spojených států, kdy hodnota tržní premie je na úrovni 4,91 % a je stanovena na základě geometrického

¹⁵⁷Treasury.gov [online]. [cit. 2017-03-10]. Daily Treasury Yield Curve Rates.

průměru za roky 1928 – 2016, který uvádí ve svých materiálech prof. Damodaran.¹⁵⁸ Pro český trh bylo potřebné získaná data upravit o riziko země. Pro stanovení rizika země bylo potřebné nejdříve zjistit úroveň ratingu České republiky, který je podle agentury Moody's na stupni A1. Rating byl následně upraven rizikovou přírážkou - rizikem selhání země a bylo stanoveno rozdílem prémie dluhopisů Spojených států, které mají nejvyšší rating AAA oproti ratingu A1 České republiky a činí 0,81 %.¹⁵⁹ K získání rizikové prémie země bylo nutné riziko selhání země upravit o volatilitu trhu akcií a vládních dluhopisů. Riziková prémie byla stanovena pomocí orientačního koeficientu ve výši 1,5 násobku¹⁶⁰ rizika selhání země s výsledkem 1,22 %. Poté byla hodnota rizikové prémie upravena o rozdíl průměru v prognózovaných inflacích¹⁶¹ mezi Spojenými státy (1,975 %)¹⁶² a Českou republikou (1,35 %), kdy konečný výsledek rizikové prémie země byl stanoven na hodnotu 1,84 %, spočítán jako $1,22 + (1,975 - 1,35)/100 = 1,84 \%$.

Beta koeficient

Pro stanovení koeficientu beta byl použit nezadlužený koeficient beta z materiálů prof. Damodarana pro obor Homebuilding Evropa s hodnotou 1,02. Vzhledem k situaci, kdy společnost nečerpala žádný úvěr, nebylo tento koeficient potřebné upravit na hodnotu koeficientu beta pro zadlužený podnik. Všechny výše uvedené výsledky jsou pro přehled znázorněny v tabulce č. 60.

Náklady na vlastní kapitál byly ještě upraveny 2% přírážkou¹⁶³ za menší likviditu vlastnických podílů vzhledem ke skutečnosti, že společnost vlastní pouze neobchodovatelné akcie. Přírážka byla pouze odhadnuta, její výši musí exaktně stanovit odhadce.

¹⁵⁸ Damodaran.com [online]. [cit. 2017-03-10]. Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current.

¹⁵⁹ Damodaran.com [online]. [cit. 2017-03-10]. Country Default Spreads and Risk Premiums.

¹⁶⁰ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 221.

¹⁶¹ použití deflátoru HDP (angl. GDP price deflator).

¹⁶² Federalreserve.gov [online]. [cit. 2017-03-10]. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy, December 2016.

¹⁶³ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2011, s. 235.

Tabulka č. 60: Výpočet CAPM

Damodaranova modifikace CAPM	
Aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA rf	2,36%
Beta nezadlužené pro homebuilding (Evropa)	1,02
Riziková premie kap. trhu (geom. průměr) rok 1928 - 2015	4,91%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 proti AAA)	0,81%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,22%
Riziková premie země upravená o rozdíl v inflaci (prognózované inflace: USA 1,975 %, ČR 1,35 %)	1,84%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů -odhad	2%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužené	1,02
Náklady vlastního kapitálu	11,20%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 61: Váhy položek kapitálu společnosti

Váhy položek kapitálu	tis. Kč	podíl
Vlastní kapitál	292 211	100%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0%
Bankovní úvěry krátkodobé	0	0%
Cizí kapitál celkem	0	0%

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka č. 62: Výsledná hodnota WACC

Celkový zpoplatněný kapitál (tis. Kč)	292 211		
Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	100%	11,20%	11,20%
Cizí kapitál po dani	0%	0%	0%
WACC	11,20%		

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem nečerpání žádného úvěru a tabulek č. 61 a č. 62 byl podíl vlastního kapitálu v kapitálové struktuře podniku 100% a výsledné průměrné vážené náklady kapitálu (WACC) jsou ve výši **11,20 %**.

3. 4 Metoda DCF entity

Hodnota podniku metodou DCF entity byla stanovena ve dvou fázích. První fáze byla určena součtem diskontovaných peněžních toků a druhá fáze stanovena za použití Parametrického a Gordonova vzorce. V následující části je tento postup vypočítán a je stanovena hodnota podniku dle metody DCF entity.

3. 4. 1 Současná hodnota první fáze

Současná hodnota první fáze byla stanovena na základě postupu, ve kterém byl spočítán volný peněžní tok za plánované období let 2016 – 2019, pro jehož výpočet byly brány hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření, upravená daň a odpisy z návrhu finančního plánu. Následně byl peněžní tok vypočítán podle postupu uvedeného v tabulce č. 63 a výsledná hodnota je uvedena v tabulce č. 64.

Tabulka č. 63: Výpočet peněžního toku

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVHd)
2.	- Upravená daň z příjmu (KPVH * daň)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady v provozním výsledku hospodaření, které nejsou výdaji
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
8.	- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Pomocí odůročitele pro diskontní míru WACC byla určena současná hodnota peněžních toků. Takto vypočítané peněžní toky byly za roky 2016 – 2019 sečteny a pomocí následujícího vzorce:

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

byla zjištěna současná hodnota první fáze ve výši **70 534 tis. Kč**.

Tabulka č. 64: Současná hodnota 1. fáze

Volné Cash flow pro 1. fázi	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	24 829	25 828	26 570	27 017
Upravená daň	4 717	4 907	5 048	5 133
Korigovaný provozní VH po dani	20 111	20 921	21 521	21 884
Odpisy	9 189	10 727	12 495	14 529
Investice do provozně nutného DM	-14 120	-15 658	-17 425	-19 460
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	35 588	-5 377	-5 317	-4 574
FCFF	50 769	10 614	11 274	12 379
Odúročitel pro diskontní míru (WACC = 11,20%) i_k	0,8993	0,8087	0,7273	0,6540
Diskontované FCFF k 31. 12. 2015	45 655	8 583	8 199	8 096
Současná hodnota 1. fáze	70 534 tis. Kč			

Zdroj: vlastní zpracování

Snížení u investic do provozně nutného pracovního kapitálu mezi roky 2016 a 2017 bylo ovlivněno rozdílem upraveného pracovního kapitálu, ke kterému došlo v roce 2015 a 2016. Ve výjimečném roce 2015 byl upravený pracovní kapitál korigován na hodnotu 77 320 tis. Kč (původní hodnota 159 211 tis. Kč). Pro první plánovaný rok 2016 je již následnou plánovanou dobou obratu, výši pohledávek, růstu závazků a provozně nutných peněz uvažováno se snížením upraveného pracovního kapitálu na 41 732 tis. Kč. Z tohoto důvodu je výše investic 35 588 tis. Kč v roce 2016 a došlo tak k jejich snížení. V následujících letech je plánováno postupné navyšování upraveného pracovního kapitálu (v roce 2017 na 47 109 tis. Kč; v roce 2018 na 52 426 tis. Kč a v roce 2018 na 57 000 tis. Kč). Upravený pracovní kapitál byl zjištěn z návrhu finančního plánu, kde byly jeho hodnoty v aktivech a pasivech rozvahy označeny červeně (viz. tabulka č. 56 a 57), výpočtem [(zásoby + kr. pohledávky + **provozně potřebné peníze** + časové rozlišení aktivní) – (kr. závazky + časové rozlišení pasivní)]. Z tohoto důvodu dochází k investicím do provozně nutného pracovního kapitálu (pro rok 2017: 47 109 - 41 732 = -5 377; pro rok 2018: 52 426 – 47 109 = -5 317; pro rok 2019: 57 000 - 52 426 = -4 574), jedná se o výdaj, který bude muset podnik uhradit, proto byl značen minusovým znaménkem.

3. 4. 2 Současná hodnota druhé fáze

Současná hodnota druhé fáze byla stanovena pomocí Parametrického a Gordonova vzorce. Pro její zjištění bylo potřebné stanovit průměrné tempo růstu tržeb, míru

investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu a rentabilitu investic netto. Postup výpočtu druhé fáze bude popsán v následující podkapitole.

Tempo růstu tržeb

Tempo růstu tržeb (g) společnosti MORAVOSTAV, a. s. bylo vypočteno v prognóze tržeb na úrovni 6,89 %. Vzhledem k tomu, že podnik je na trhu dlouhou dobu, není zde předpoklad, že by i po roce 2019, po skončení první fáze, dosahovaly tržby tohoto tempa růstu. Na základě tohoto faktu bylo stanoveno tempo růstu tržeb na základě průměrného tempa růstu HDP ve výši 2,35 %. Hodnoty v následující tabulce č. 65 jsou převzaty z tabulky č. 1.

Tabulka č. 65: Průměrný růst HDP

Predikce	2016	2017	Průměrné tempo
HDP mld. Kč	4 368	4 475	
růst %	2,2	2,4	
Výhled	2018	2019	
HDP mld. Kč	4 584	4 696	2,35%
růst %	2,4	2,4	

Míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu

Míra investic netto byla stanovena podle následujícího vztahu:

$$\frac{\text{investovaný kapitál}_{2019} * (1 + g) - \text{investovaný kapitál}_{2019}}{\text{KPVH po dani}_{2019} * (1 + g)}$$

Rentabilita investic netto

Hodnota rentability investic netto byla stanovena jako podíl tempa růstu (g) a investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Získané hodnoty jsou pro přehled znázorněny v tabulce č. 66.

Tabulka č. 66: Pokračující hodnota podniku

Pokračující hodnota	
Tempo růstu (g)	2,35%
Míra investic netto do DM a PK	15,00%
Rentabilita investic netto (r _i)	15,67%

Zdroj: vlastní zpracování

Pokračující hodnota (Parametrického vzorce) je stanovena následujícím výpočtem:

$$\frac{KPVH_{po\ dani_{2019}} * (1 + g) * (1 - \frac{g}{r_i})}{WACC - g} = \frac{22\ 398 * (1 + 0,0235) * (1 - \frac{0,0235}{0,1567})}{0,1120 - 0,0235}$$

$$\doteq 215\ 130\ \text{tis. Kč}$$

Pokračující hodnota (Gordonova vzorce) je stanovena následujícím výpočtem:

$$FCFF = KPVH_{2019} * (1+g) - (\text{investovaný kapitál}_{2019} * (1+g) - \text{investovaný kapitál}_{2019}) = 19\ 039\ \text{tis. Kč}$$

$$\frac{FCFF}{WACC - g} = \frac{19\ 039}{0,1120 - 0,0235} \doteq 215\ 130\ \text{tis. Kč}$$

Výsledky uvedené při použití Parametrického a Gordonova vzorce udávají stejné hodnoty. Výsledná současná hodnota druhé fáze byla stanovena diskontováním pokračující hodnoty:

$$\frac{215\ 130}{(1 + 0,1120)^4} = 140\ 696\ \text{tis. Kč}$$

3. 4. 3 Výsledné ocenění podniku metodou DCF entity

Pro zjištění výsledné hodnoty podniku bylo potřebné sečíst současné hodnoty první a druhé fáze, aby byla zjištěna provozní hodnota podniku brutto. Hodnotu brutto bylo potřebné ještě upravit o úročený cizí kapitál k získání provozní hodnoty netto a tu následně upravit součtem o neprovozní majetek (dlouhodobý finanční majetek = 16 556 tis. Kč a provozně nepotřebné peníze = 64 425 tis. Kč). Výsledné ocenění vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost na základě metody DCF entity je **292 211 tis. Kč**.

Tabulka č. 67: Hodnota vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV, a. s. metodou DCF entity

Výnosové ocenění k 31. 12. 2015 v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	70 534
Současná hodnota 2. fáze	140 696
Provozní hodnota brutto	211 230
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	211 230
Neprovozní majetek k datu ocenění	80 981
Výsledná hodnota VK podle DCF	292 211 tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

V příloze VIII je pro ilustraci uvedena výsledná hodnota podniku metodou DCF entity bez provedených úprav roku 2015.

3. 4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda ekonomické přidané hodnoty byla v práci použita jako metoda doplňková, která měla potvrdit správnost postupu u DCF entity. Hodnota podniku metodou EVA byla stanovena obdobně jako metodou DCF entity ve dvou fázích. První fáze byla určena součtem diskontované ekonomické přidané hodnoty a druhá fáze byla stanovena za použití Gordonova vzorce. V následující části je tento postup vypočítán a je stanovena hodnota podniku dle metody EVA.

3. 4. 1 Současná hodnota první fáze

Čistý provozní zisk po zdanění (NOPAT) byl k výpočtu převzat jako korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani z metody DCF entity. Čistá operační aktiva (NOA) jsou rovna celkovému investovanému kapitálu = [(provozně nutný dlouhodobý majetek = DM + DNM) + (upravený pracovní kapitál = zásoby + pohledávky + provozně potřebné peníze + časové rozlišení a. - krátkodobé závazky - časové rozlišení p.)]. Dále bylo potřebné hodnotou WACC 11,20 % násobit čistá operační aktiva, a to z toho důvodu, že výsledná hodnota EVA byla získána právě jako NOPAT – (WACC*NOA_{t-1}). Odúročitel pro diskontní míru má stejné hodnoty jako v metodě DCF entity. K získání hodnot EVA diskontovaná byla EVA násobena (diskontována) odúročitelem pro diskontní míru. Součtem takto diskontované EVY byla stanovena hodnota první fáze ve výši **20 482 tis. Kč**. Výsledné hodnoty znázorňuje tabulka č. 68.

Tabulka č. 68: Současná hodnota 1. fáze

Současná hodnota 1. fáze	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	45 332	20 111	20 921	21 521	21 884
NOA (ke konci období)	143 529	112 872	123 179	133 427	142 931
WACC x NOA t-1		16 075	12 641	13 796	14 944
EVA		4 036	8 279	7 725	6 940
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)		0,8993	0,8087	0,7273	0,6540
EVA diskontovaná		3 630	6 695	5 618	4 539
Současná hodnota 1. fáze	20 482 tis. Kč				

Zdroj: vlastní zpracování

3. 4. 2 Současná hodnota druhé fáze

Ke stanovení současné hodnoty druhé fáze byly převzaty hodnoty tempa růstu (g) a WACC z metody DCF entity. Dále bylo nutné zjistit hodnotu ukazatele EVA pro další rok druhé fáze, v tomto případě pro rok 2020.

Tabulka č. 69: Pokračující hodnota podniku

Pokračující hodnota	
Tempo růstu (g)	2,35%
WACC	11,20%
EVA_{2020}	6 390 tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2019} * (1 + g) - (WACC * NOA_{2019}) = 6\,390 \text{ tis. Kč.}$$

Poté byla výsledná pokračující hodnota vypočtena pomocí Gordonova vzorce:

$$\frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{6\,390}{0,1120 - 0,0235} \doteq 72\,199 \text{ tis. Kč}$$

Výsledná současná hodnota druhé fáze byla stanovena diskontováním pokračující hodnoty:

$$\frac{72\,199}{(1 + 0,1120)^4} = 47\,219 \text{ tis. Kč}$$

3. 4. 3 Výsledné ocenění podniku metodou EVA

Tržní přidanou hodnotu (MVA) tvoří součet současných hodnot první a druhé fáze. Připočítáním NOA k datu ocenění k MVA byla zjištěna provozní hodnota podniku brutto. Hodnotu brutto bylo potřebné ještě upravit o úročený cizí kapitál k získání provozní hodnoty netto a tu následně upravit součtem o neprovozní majetek (dlouhodobý finanční majetek = 16 556 tis. Kč a provozně nepotřebné peníze = 64 425 tis. Kč). Výsledné ocenění vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost na základě metody EVA je **292 211 tis. Kč**, shodně, jako u metody DCF entity.

Tabulka č. 70: Hodnota vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV, a. s. metodou EVA

Výnosové ocenění k 31. 12. 2015	
Současná hodnota 1. fáze	20 482
Současná hodnota 2. fáze	47 219
MVA	67 701
NOA k datu ocenění	143 529
Provozní hodnota brutto	211 230
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	211 230
Neprovozní majetek k datu ocenění	80 981
Výsledná hodnota VK podle EVA	292 211 tis. Kč

Zdroj: vlastní zpracování

3. 5 Změna použitých parametrů

Výsledná hodnota podniku byla pomocí metod DCF entity a EVA stanovena na 292 211 tis. Kč.

Hodnota podniku je ovlivněna mnoha faktory. Tyto faktory se v budoucnu mohou vyvíjet odlišným způsobem, než jak je v předcházejících částech práce navrženo. Tato kapitola se těmito změnami zabývá.

Možné změny parametrů faktorů majících vliv na hodnotu podniku za jinak neměnných podmínek:

- Změna výše WACC na hodnotu 12,20 % v důsledku zvýšení přírážky za neobchodovatelné akcie na hodnotu 3 %,
- změna tempa růstu na úroveň růstu tržeb = 6,89 %,
- změna tempa růstu na úrovni zlepšené predikce ve vývoji HDP na 3 %,
- změna tempa růstu na úrovni zhoršené predikce ve vývoji HDP na 2 %.

Tabulka č. 71 Změna použitých parametrů

Výsledná hodnota podniku	292 211 tis. Kč	
Změna	Hodnota podniku (tis. Kč)	Změna hodnoty podniku
WACC = 12,20 %	272 419	-6,77 %
Tempo růstu g = 6,89 %	357 025	22,18 %
Tempo růstu g = 3 %	297 088	1,67 %
Tempo růstu g = 2 %	289 870	-0,80 %

Zdroj: vlastní zpracování

Zvýšením WACC v důsledku zvýšení rizikové přírážky by došlo ke snížení hodnoty podniku o -6,77 %. Při uvažování tempa růstu ve výši 6,89 % by se zvýšila hodnota podniku o 22,18 % na hodnotu 357 025 tis. Kč. Vzhledem ke stanovení tempa růstu na základě prognózy udržitelnějšího tempa růstu na úrovni HDP by mohlo dojít ke změně makroekonomické prognózy tohoto ukazatele. Pakliže by došlo ke zlepšení výhledu na úroveň růstu ve výši 3 %, pak by hodnota podniku dosáhla 297 088 tis Kč s růstem oproti výsledné hodnotě o 1,67 %. Opačný efekt by mělo zhoršení výhledu na úroveň 2 %, kdy by hodnota podniku poklesla na úroveň 289 870 tis. Kč s poklesem oproti výsledné hodnotě o -0,80 %.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovit návrh ocenění podniku MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost výnosovými metodami DCF entity a EVA k 31. 12. 2015. Společnost se zabývá především výstavbou v oboru pozemního stavitelství – výstavba budov. V práci byla společnost představena. Ve strategické analýze byl vymezen relevantní trh společnosti a pomocí logaritmického trendu v časové řadě byl naplánován jeho budoucí vývoj do roku 2019. Díky této prognóze byl odhadnut také budoucí vývoj tržeb společnosti. Finanční analýza zhodnotila podnik jako finančně stabilní, kterému v současné době nehrozí finanční tíseň, kdy bylo možné předpokládat trvalé pokračování podniku (going concern) a použít výnosové ocenění.

Na základě výše uvedených skutečností byla provedena analýza generátorů hodnoty procentuálním podílem z tržeb, která určila výši ziskové marže shora i zdola a investice do dlouhodobého majetku, které byly prognózovány pomocí určení minulých koeficientů náročnosti jednotlivých druhů dlouhodobého majetku. Analýza generátorů hodnoty byla základem pro tvorbu návrhu finančního plánu společnosti pro budoucí roky 2016 – 2019 a sestával se z plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného výkazu peněžních toků.

Pro následné ocenění zvolenými výnosovými metodami bylo nezbytné stanovit diskontní míru jako míru průměrných vážených nákladů na kapitál WACC, u níž byly náklady vlastního kapitálu stanoveny pomocí Damodaranovy modifikace modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM ve výši 11,20 %. Na základě metody DCF entity a EVA, kdy obě metody vycházely ze shodné výše WACC, korigovaný provozní výsledek hospodaření u metody DCF entity byl shodný s výší čistého provozního zisku po zdanění NOPAT a provozně nutný investovaný kapitál byl roven hodnotě čistých operačních aktiv NOA použitých u metody EVA, byla hodnota podniku stanovena k 31. 12. 2015 na **292 211 tis. Kč**.

Seznam použitých zdrojů

- 1) Board of Governors of the Federal Reserve System. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents under their individual assessments of projected appropriate monetary policy, December 2016. *Federalreserve.com* [online]. [cit. 2017-03-10]. dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproptabl20161214.pdf>
- 2) ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Databáze národních účtů. *Apl.czso.cz* [online]. ©2015 [cit. 2016-11-22]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_duchodm
- 3) DAMODARAN, A. Levered and Unlevered Betas by Industry. *Damodaran.com* [online]. [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- 4) DAMODARAN, A. Country Default Spreads and Risk Premiums. *Damodaran.com* [online]. [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- 5) DAMODARAN, A. Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current. *Damodaran.com* [online]. [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- 6) Idnes.cz/Ekonomika. Nupharo Park unikl insolvenční. Menšinový akcionář ABB ale protestuje. *Ekonomika.idnes.cz* [online]. © 1999-2017 [cit. 2017-02-24]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/technologicky-park-s-300milionovou-dotaci-se-vyhnul-insolvenci-p7c/ekonomika.aspx?c=A160905_195959_ekonomika_rny
- 7) IMOS Brno, a. s. Základní informace. *Imosbrno.eu* [online]. ©2008-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: http://www.imosbrno.eu/IMOS_Brno?idm=1
- 8) IMOS Brno, a. s. Certifikáty. *Imosbrno.eu* [online]. ©2008-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: http://www.imosbrno.eu/IMOS_Brno?idm=6
- 9) JONÁŠOVÁ, M. *Emailová komunikace*. Krajská správa ČSÚ v Brně, Jezuitská 2, 601 59 Brno. 16. – 23. 1. 2017
- 10) KARAS, M. Skripta_261114.pdf Rating a oceňování podniku. In: *INSOURCE 2014: Rating a oceňování podniku – cvičení z předmětu, Brno 2014* [online]. Brno: Vysoké učení technické v Brně, 2014 [cit. 2017-03-24]. Dostupný z: aktuality studijního systému VUT, https://www.vutbr.cz/studis/student.phtml?sn=aktuality_predmet

- 11) Komfort, a. s. Nové byty Brno. *Komfort.cz* [online]. ©2016 [cit. 2016-11-12].
Dostupné z: <http://www.komfort.cz/nove-byty-brno/>
- 12) Komfort, a. s. Reference. *Komfort.cz* [online]. ©2016 [cit. 2016-11-12].
Dostupné z: <http://www.komfort.cz/reference/>
- 13) KROPÁČ, J. *STATISTIKA B*. 3. vydání. Brno, 2012. 145 s. ISBN 978-80-7204-822-9.
- 14) MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 3. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- 15) MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost. Produkty a služby. *Moravostav.cz* [online]. ©2014 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <http://www.moravostav.cz/produkty-a-sluzby/>
- 16) MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. Makroekonomická predikce červenec 2016. *Mfcr.cz* [online]. ©2005-2013 [cit. 2016-11-22]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-cervenec-2015-22137>
- 17) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2008. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument66391.html>
- 18) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>
- 19) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument89407.html>
- 20) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>
- 21) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>

- 22) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2013. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>
- 23) MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2014. *Mpo.cz* [online]. ©2005 [cit. 2016-11-02]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument157262.html>
- 24) OHL ŽS, a. s. Profil společnosti OHL ŽS. *Ohlzs.cz* [online]. © 2001-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <http://www.ohlzs.cz/o-spolecnosti/profil-spolecnosti/>
- 25) REŽŇÁKOVÁ, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vydání. Praha: GRADA Publishing, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4.
- 26) RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza*. 5. aktualizované vydání. Praha: GRADA Publishing, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2.
- 27) STAVOS Brno, a. s. Profil firmy – Certifikáty. *Stavos.cz* [online]. ©2014-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <http://www.stavos.cz/cs/profil-firmy/certifikaty/>
- 28) U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. *Treasury.gov* [online]. [cit. 2017-03-10]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
- 29) Veřejný rejstřík a Sbírka listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti MORAVOSTAV Brno, a. s. stavební společnost za roky 2005 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=553815>
- 30) Veřejný rejstřík a Sbírka listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti IMOS Brno, a. s. za roky 2011 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=139219>
- 31) Veřejný rejstřík a Sbírka listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti OHL ŽS, a. s. za roky 2011 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=714558>
- 32) Veřejný rejstřík a Sbírka listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti STAVOS Brno, a. s. za roky 2011 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=578169>

- 33) Veřejný rejstřík a Sbíрка listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti Zlínstav, a. s. za roky 2011 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=634311>
- 34) Veřejný rejstřík a Sbíрка listin. Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti KOMFORT, a. s. t za roky 2011 – 2015. *Or.justice.cz* [online]. [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=181252>
- 35) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ze dne 1. ledna 1992.
- 36) Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 1. ledna 2014.
- 37) Zlínstav, a. s. Úvod. *Zlínstav.com* [online]. ©1990-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <http://www.zlínstav.com/>
- 38) Zlínstav, a. s. Realizace. *Zlínstav.com* [online]. ©1990-2016 [cit. 2016-11-12]. Dostupné z: <http://www.zlínstav.com/realizace/>

Seznam tabulek

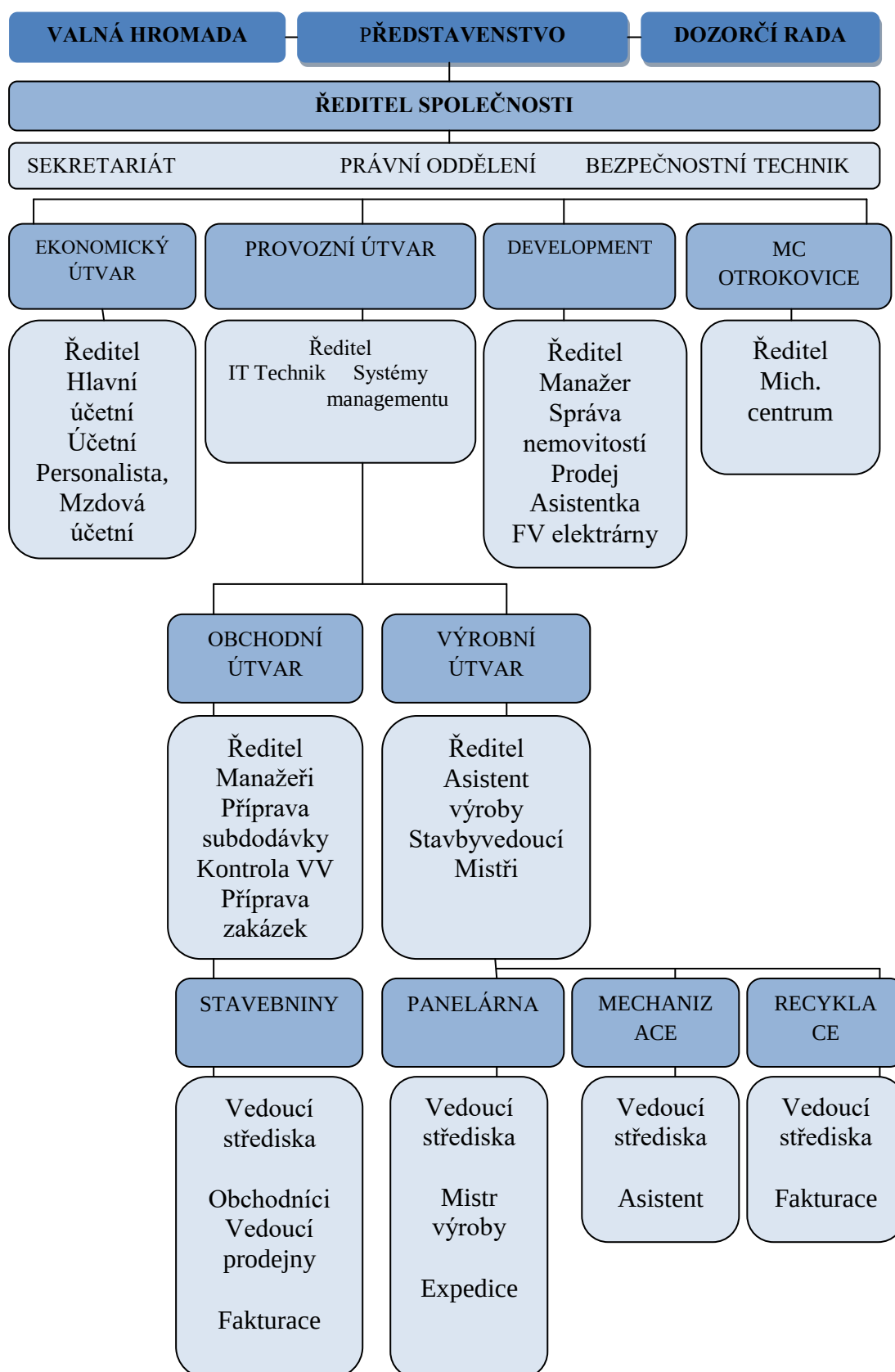
Tabulka č. 1: Vývoj, predikce a výhled reálného HDP	48
Tabulka č. 2: Průměrná míra inflace.....	49
Tabulka č. 3: Vývoj ceny ropy Brent.....	50
Tabulka č. 4: Vývoj úrokových sazeb	51
Tabulka č. 5: Vývoj, predikce a výhled měnových kurzů	51
Tabulka č. 6 Tržby a tržní podíl společnosti KOMFORT, a. s.....	53
Tabulka č. 7 Ukazatele rentability společnosti KOMFORT, a. s.	53
Tabulka č. 8 Ukazatele zadluženosti společnosti KOMFORT, a. s.....	53
Tabulka č. 9 Produktivita práce společnosti KOMFORT, a. s.	54
Tabulka č. 10 Tržby a tržní podíl společnosti IMOS Brno, a. s.	55
Tabulka č. 11 Ukazatele rentability společnosti IMOS Brno, a. s.....	55
Tabulka č. 12 Ukazatele zadluženosti společnosti IMOS Brno, a. s.	55
Tabulka č. 13 Produktivita práce společnosti IMOS Brno, a. s.....	56
Tabulka č. 14 Tržby a tržní podíl společnosti OHL ŽS, a. s.	57
Tabulka č. 15 Tržby a tržní podíl společnosti Zlínstav, a.s.	58
Tabulka č. 16 Ukazatele rentability společnosti Zlínstav, a. s.....	58
Tabulka č. 17 Ukazatele zadluženosti společnosti Zlínstav, a. s.	59
Tabulka č. 18 Produktivita práce společnosti Zlínstav, a. s.....	59
Tabulka č. 19 Tržby a tržní podíl společnosti STAVOS Brno, a. s.....	60
Tabulka č. 20 Ukazatele rentability společnosti STAVOS Brno, a. s.	60
Tabulka č. 21 Ukazatele zadluženosti společnosti STAVOS Brno, a. s.....	61
Tabulka č. 22 Produktivita práce společnosti STAVOS Brno, a. s.	61
Tabulka č. 23: Konkurenční síla podniku	63
Tabulka č. 24: Tržby CZ-NACE 41.2 2009 - 2015	64
Tabulka č. 25 Prognóza tržeb trhu – lineární trend.....	65
Tabulka č. 26 Prognóza tržeb trhu – exponenciální trend	66
Tabulka č. 27 Prognóza tržeb trhu – logaritmický trend	67
Tabulka č. 28 Výsledná prognóza relevantního trhu NACE 41.2	68
Tabulka č. 29 Tržní podíl společnosti MORAVOSTAV, a. s.	70
Tabulka č. 30: Tržby MORAVOSTAV, a. s. v letech 2009 - 2015	71
Tabulka č. 31: Prognóza tržeb a tržního podílu společnosti MORAVOSTAV, a. s.	73
Tabulka č. 32 Produktivita práce společnosti MORAVOSTAV, a. s.....	76
Tabulka č. 33 Vývoj osobních nákladů společnosti MORAVOSTAV, a. s.	77
Tabulka č. 34: Vertikální analýza rozvahy	79
Tabulka č. 35: Horizontální analýza rozvahy	81
Tabulka č. 36: Horizontální analýza VZZ	83
Tabulka č. 37: Vertikální analýza VZZ	83
Tabulka č. 38: Oborové průměry MPO CZ-NACE 41	84
Tabulka č. 39: Ukazatele likvidity	84
Tabulka č. 40: Ukazatele rentability	85

Tabulka č. 41: Ukazatele aktivity	86
Tabulka č. 42: Ukazatele zadluženosti	87
Tabulka č. 43: SWOT analýza.....	87
Tabulka č. 44: Rozdělení majetku	90
Tabulka č. 45: Prognóza tržeb MORAVOSTAV, a. s.....	90
Tabulka č. 46: Prognóza ziskové marže shora.....	92
Tabulka č. 47: Prognóza ziskové marže zdola.....	92
Tabulka č. 48: Změna pracovního kapitálu	93
Tabulka č. 49: Doby obratu pracovního kapitálu	93
Tabulka č. 50: Upravený pracovní kapitál.....	94
Tabulka č. 51: Investice do dlouhodobého majetku	94
Tabulka č. 52: Celkové investice brutto a netto do DM	95
Tabulka č. 53: Analýza provozně nutného investovaného kapitálu	95
Tabulka č. 54: Předběžná hodnota podniku.....	96
Tabulka č. 55: Plánovaný výkaz zisku a ztráty.....	97
Tabulka č. 56: Plánovaná aktiva rozvahy	98
Tabulka č. 57: Plánovaná pasiva rozvahy.....	99
Tabulka č. 58: Plánovaný výkaz peněžních toků.....	100
Tabulka č. 59 Analýza plánu	101
Tabulka č. 60: Výpočet CAPM.....	104
Tabulka č. 61: Váhy položek kapitálu společnosti	104
Tabulka č. 62: Výsledná hodnota WACC	104
Tabulka č. 63: Výpočet peněžního toku	105
Tabulka č. 64: Současná hodnota 1. fáze.....	106
Tabulka č. 65: Průměrný růst HDP.....	107
Tabulka č. 66: Pokračující hodnota podniku	107
Tabulka č. 67: Hodnota vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV, a. s. metodou DCF entity.....	108
Tabulka č. 68: Současná hodnota 1. fáze.....	109
Tabulka č. 69: Pokračující hodnota podniku	110
Tabulka č. 70: Hodnota vlastního kapitálu společnosti MORAVOSTAV, a. s. metodou EVA	111
Tabulka č. 71 Změna použitých parametrů	111

Seznam příloh

Příloha I Organizační struktura MORAVOSTAV, a. s.	I
Příloha II Stav majetku MORAVOSTAV, a. s. stavební společnost	II
Příloha III Plán investic do dlouhodobého majetku.....	III
Příloha IV Investice do DM v letech 2005 - 2015	IV
Příloha V Test ANOVA regresních funkcí a predikční test	V
Příloha VI Vybrané ukazatele porovnávané s konkurencí.....	VI
Příloha VII Účetní výkazy společnosti MORAVOSTAV, a. s. stavební společnost	VII
Příloha VIII Ocenění podniku bez úprav roku 2015.....	XII
Příloha IX Reálné a upravené hodnoty prognózy ziskové marže zdola	XIII

Příloha I Organizační struktura MORAVOSTAV, a. s.



Příloha II Stav majetku MORAVOSTAV, a. s. stavební společnost

Majetek v tis. Kč	pořizovací cena						Oprávky (-)						zůstatková cena					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Pozemky	-	198448	11602	16060	18004	17347	-	-	-	-	-	-	-	198448	11602	16060	18004	
Stavby	167367	405058	20298	23108	30117	23747	32681	40496	3550	4095	4798	5245	134686	364562	16749	19013	25319	18501
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	51272	140779	127969	132471	128112	134484	45048	129723	116862	113650	105576	104972	6224	11056	11108	18821	22535	29513
Jiný dl. Majetek	1544	7547	7846	7781	7781	7835	1407	4893	5497	6053	6586	7014	137	2652	2349	1728	1195	821
Nedokončený dl. hmotný majetek	-	2586	2500	5046	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2586	2500	5046	-	-
Součet	220183	761779	170215	184466	184014	183413	79136	181984	125909	123798	116960	117230	141047	579795	44308	60668	67053	66183
Software	1028	871	823	823	823	823	768	741	762	788	814	823	260	130	61	35	9	0
Ocenitelná práva		-	79	79	79	79		-	13	26	40	53		-	66	53	39	26
Nedokončený DNM	-	154	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	154	-	-	-	-
Součet	1028	1025	902	902	902	902	768	741	775	814	854	876	260	284	127	88	48	26

Příloha III Plán investic do dlouhodobého majetku

Nehmotný majetek	2015	2016	2017	2018	2019
Původní odpisy	9	9	9	9	9
Zůstatková hodnota	26	17	8	0	0
Nové investice netto		9	9	9	9
Nové investice brutto		18	22	28	35
Pořizovací hodnota k 31.12		18	40	68	102
Odpisy 1/4 z poř. hodnoty k 1.1.		0	4	10	17
Celkem odpisy		9	13	19	26
Zůstatková hodnota	26	35	44	52	61
Stavby	2015	2016	2017	2018	2019
Původní odpisy	4 857	4 857	4 857	4 857	4 857
Původní zůstatková cena	18 502	13 645	8 788	3 931	0
Nové investice netto		1 268	1 268	1 268	1 268
Nové investice brutto		6 125	6 329	6 540	6 758
Pořizovací hodnota 31.12.		6 125	12 454	18 994	25 752
Odpisy 1/30 z poř. hodnoty k 1.1.		0	204	415	633
Celkem odpisy		4 857	5 061	5 272	5 490
Zůstatková hodnota	18 502	19 770	21 038	22 306	23 574
Samostatné movité věci	2015	2016	2017	2018	2019
Původní odpisy	4 323	4 323	4 323	4 323	4 323
Původní zůstatková hodnota	29 513	25 190	20 867	16 544	12 221
Nové investice netto		3 654	3 654	3 654	3 654
Nové investice brutto		7 977	9 306	10 857	12 667
Pořizovací hodnota k 31.12.		7 977	17 283	28 140	40 807
Odpisy 1/6 z poř. hod k 1.1.		0	1 329	2 880	4 690
Celkem odpisy		4 323	5 652	7 203	9 013
Zůstatková cena	29 513	33 167	36 821	40 474	44 128
Pozemky	2015	2016	2017	2018	2019
Zůstatková hodnota	17 347	17 347	17 347	17 347	17 347

Celkem	2016	2017	2018	2019
Odpisy	9 189	10 727	12 495	14 529
Zůstatková hodnota	70 319	75 249	80 180	85 110
Celkové investice netto do DM	4 931	4 931	4 931	4 931
Celkové investice brutto do DM	14 120	15 658	17 425	19 460

Příloha IV Investice do DM v letech 2005 - 2015

DLOUHODOBÝ MAJETEK A INVESTICE											
Nehmotný majetek	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	148	373	423	566	397	260	284	127	88	48	26
Odpisy		16	39	39	46	28	27	4	25	16	9
Investice netto		225	50	143	-169	-137	24	-157	-39	-40	-22
Investice brutto		241	889	182	-123	-109	51	-153	-14	-24	-13
Investiční náročnost růstu tržeb 2005-2015	0,010%										
Stavby	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	79 271	103 007	111 539	134 686	127 971	134 686	364 562	16 749	19 013	25 319	18 502
Odpisy		8 412	10 679	10 167	9 453	9 116	13 962	5 153	3 251	3 397	4 857
Investice netto		23 736	8 532	5 321	11 111	6 715	229 876	-347 813	2 264	6 306	-6 817
Investice brutto		32 148	19 211	15 488	20 564	15 831	243 838	-342 660	5 515	9 703	-1 960
Investiční náročnost růstu tržeb 2005-2015	1,433%										
Samostatné movité věci	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Stav majetku ke konci roku	20 863	19 132	17 217	13 712	9 508	7 872	11 056	11 107	18 821	22 535	29 513
odpisy		2 214	1 983	1 569	1 109	677	816	156	2 156	3 362	4 323
Zůsta. hodnota prod. zařízení		15 589	87 824	3 502	22 308	11 339	12 230	4 696	71	0	6 917
Investice netto		-1 731	-1 915	-3 505	-4 204	-1 636	3 184	51	7 714	3 714	6 978
Investice brutto		483	68	-1 936	-3 094,8	-959	16 230	4 903	9 941	7 076	18 218
Investiční náročnost růstu tržeb 2005-2015	4,129%										

Příloha V Test ANOVA regresních funkcí a predikční test

Výsledné hodnoty testu ANOVA pro jednoduchou regresi s regresorem HDP v b. c.

Funkce	Vzorec	Koeficient a	Koeficient b	Koeficient c	SV	ID
lineární	$Y=a+b*X$	466929946,8	-0,054926953		NE	38,76%
exponenciální	$Y=e^{(a+b*x)}$	20,21816866	-2,23857E-10		NE	39,03%
logaritmická	$Y=a+b*\ln(X)$	5475274102	-236454834,7		NE	40,13%
parabolická	$Y=a+b*(X)^2+c*X$	5265897488	-2,326269865	2,67942E-10	NE	66,51%

Statistické významnosti funkcí

Funkce	Statistická významnost
lineární	13,5%
exponenciální	13,3%
logaritmická	12,6%
parabolická	11,2%

Hodnoty HDP v b. c.

HDP b. c.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP v mil. Kč	3 921 827	3 953 651	4 033 755	4 059 912	4 098 128	4 313 789	4 554 615

Predikční test zvolených trendů

Funkce/Položka	2012	2013	2014	2015
X (Rok)	4	5	6	7
Y (trh): Skutečnost	232 575 807	218 671 463	227 706 378	225 824 563
Lineární	268 000 000	260 000 000	252 000 000	244 000 000
Logaritmický	258 411 169	251 716 863	246 247 216	241 622 696
Exponenciální	263 956 014	255 643 137	247 592 061	239 794 540

Odchyly trendu

Funkce/Položka	2012	2013	2014	2015	Suma	Max
Skutečnost	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Lineární	15%	19%	11%	8%	53%	19%
Logaritmický	11%	15%	8%	7%	41%	15%
Exponenciální	13%	17%	9%	6%	45%	17%

Příloha VI Vybrané ukazatele porovnávané s konkurencí

MORAVOSTAV, a. s.	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (tis. Kč)	660 837	767 020	801 352	801 271	1 762 852
Tržní podíl (%)	0,26%	0,33%	0,37%	0,35%	0,78%

MORAVOSTAV, a. s. - Ukazatele rentability		2011	2012	2013	2014	2015
ROA – rentabilita celk. aktiv	EBIT/A	1,48%	5,17%	9,77%	12,31%	18,48%
ROE – rentabilita vl. kapitálu	EAT/VK	-2,93%	21,57%	23,55%	28,60%	49,38%
ROCE – rentabilita kapitálu	EBIT/(VK+dl. CZ)	2,12%	25,31%	31,38%	35,60%	60,12%

MORAVOSTAV, a. s. - Ukazatele zadluženosti		2011	2012	2013	2014	2015
Koeficient samofinancování	VK/A	65,86%	20,27%	30,98%	34,50%	30,71%
Celková zadluženost	CZ/A	33,49%	78,22%	67,40%	61,81%	61,16%
Úrokové krytí	EBIT/nákl.úroky	51,22	43,31	19,16	38,00	81,55

Produktivita práce	2011	2012	2013	2014	2015
Počet zaměstnanců	195	185	181	173	167
Přidaná hodnota (tis. Kč)	34 454	88 048	99 890	119 412	214 990
Produktivita práce (tis. Kč)	177	476	552	690	1287
Produktivita práce NACE 41	1047	997	1020	923	983
Růst %		169,37%	15,96%	25,07%	86,51%

Příloha VII Účetní výkazy společnosti MORAVOSTAV, a. s. stavební společnost

ROZVAHA

Ozn.	AKTIVA	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	AKTIVA CELKEM	599487	1080801	460059	393414	494200	787434
	Pohledávky za upsaný základní kapitál						
B.	Dlouhodobý majetek	321126	762637	92345	92797	87657	87657
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	260	284	127	88	48	26
B.I.3.	Software	260	130	61	35	9	0
B.I.4.	Ocenitelná práva				5	39	26
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		154	66			
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	214649	579794	44307	60668	67053	66183
B.II.1	Pozemky	54883	198448	11602	16060	18004	17347
B.II.2.	Stavby	134686	364562	16749	19013	25319	18502
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	7872	11056	11107	18821	22535	29513
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	3272	2652	2349	1728	1195	821
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	13936	2585	2500	5046		
B.II.9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku		490				
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	106217	182559	47911	32041	20556	16556
B.III.1 .	Podíly v ovládaných a řízených osobách	316	117363				
B.III.2 .	Podíly v účetních jednotkách podstatným vlivem	82430	30170	30170	25170	20170	16170
	Půjčky a úvěry - ovládající a řídící osoba, podstatný vliv		20				
B.III.5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	23471	35006	17741	6871	386	386
C.	Oběžná aktiva	277976	317895	367283	300033	404267	703257
C.I.	Zásoby	11905	11900	52068	24251	51325	9695
C.I.1.	Materiál	951	840	1165	1141	3190	2199
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary		41	39611	19116	44235	1227
C.I.3.	Výrobky	2559	2375	3873	2033	3608	6011
C.I.5.	Zboží		8644	7419	1961	292	258
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	7					
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy						
C.III.	Krátkodobé pohledávky	202061	223757	232850	220766	201366	568338
C.III.1 .	Pohledávky z obchodních vztahů	161822	182629	202642	160431	161697	364534
C.III.6 .	Stát - daňové pohledávky	4485	14465	6191	3999	8448	7190
C.III.7 .	Krátkodobé poskytnuté zálohy		4459	2104	1975	10878	3405
	Ostatní poskytnuté zálohy	2182					
C.III.8	Dohadné účty aktivní	927	876	1940	1593	1929	190
C.III.9	Jiné pohledávky		21328	19973	52768	18414	193019
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	64003	82238	82365	55016	151576	125224

C.IV.1 .	Peníze	1275	2818	686	287	458	1127
C.IV.2 .	Účty v bankách	62728	79420	81679	54729	151118	124097
	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv						
D.I.	Časové rozlišení	385	269	431	584	2276	1412
D.I.1.	Náklady příštích období	381	267	431	584	2276	264
	Komplexní náklady příštích období						
D.I.3	Příjmy příštích období	4	2				1148
	PASIVA						
	PASIVA CELKEM	599487	1080801	460059	393414	494200	787434
A.	Vlastní kapitál	311536	711766	93252	121866	170478	241858
A.I.	Základní kapitál	72261	72261	72261	72261	72261	72261
A.I.1.	Základní kapitál	72261	72261	72261	72261	72261	72261
A.II	Kapitálové fondy	-9	379020	642	641	641	642
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy		33107	642	641	641	642
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-9	-20				
A.II.4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společnosti		345933				
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku (Fondy ze zisku)	15087	18062	436	1352		
A.III.1 .	Zákonný rezervní fond/ Nedělitelný fond	14452	17552		1006		
A.III.2 .	Statutární a ostatní fondy	635	510		346		
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	214629	263262	-200	18907	48816	49522
A.IV.1 .	Nerozdělený zisk minulých let	214629	263262		18907	48816	49522
A.IV.2 .	Neuhrazená ztráta minulých let			-200			
A.V.1.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	9568	-20839	20113	28705	48760	119433
B.	Cizí zdroje	287950	361956	359876	265154	305480	481628
B.I.	Rezervy	30000	4550				34
B.I.1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	30000	4550				34
	Ostatní rezervy						
B.II.	Dlouhodobé závazky	18911	35977	689	574	382	84
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	14664					
B.II.1 O.	Odložený daňový závazek	4247	35977	689	574	382	84
B.III.	Krátkodobé závazky	239039	321429	359187	264580	305098	481510
B.III.1 .	Závazky z obchodních vztahů	225115	270374	267466	223118	270533	447136
B.III.4 .	Závazky ke společníkům					3650	4768
B.III.5 .	Závazky k zaměstnancům	2580	16827	51549	3003	3168	3328
B.III.6 .	Závazky ze sociálního a zdravotního zabezpečení	1391	3642	3161	1588	1717	1821
B.III.7	Stát - daňové závazky a dotace	3084	3140	7217	1808	4773	19113
B.III.8	Krátkodobé přijaté zálohy	2204	2182	20364	1473	18218	2233

B.III.1 0.	Dohadné účty pasivní	2226	21727	4004	4945	597	206
B.III.1 1.	Jiné závazky	2439	3537	5426	28645	2442	2095
	Bankovní úvěry a výpomoci						
	Bankovní úvěry dlouhodobé						
	Krátkodobé bankovní úvěry (Běžné bankovní úvěry)						
	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv						
C.I.	Časové rozlišení	1	7079	6931	6394	18242	63948
C.I.1.	Výdaje příštích období					10087	40258
C.I.2.	Výnosy příštích období	1	7079	6931	6394	8155	23690

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Ozn.		2010	2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za prodej zboží	41631	41710	27340	40758	2286	4796
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	36207	36937	24265	38844	2084	4178
+	Obchodní marže	5424	4773	3075	1914	202	618
II.	Výkony	683110	711465	808087	781564	834273	1726214
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	661865	660837	767020	801352	801271	1762852
II.2.	Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-6499	-129	41067	-22334	26693	-40604
II.3.	Aktivace	27744	50757		2546	6309	3966
B.	Výkonová spotřeba	645209	681784	723114	683588	715063	1511842
B.1.	Spotřeba materiálu energie	79430	118227	72044	62540	88276	113881
B.2.	Služby	565779	563557	651070	621048	626787	1397961
+	Přidaná hodnota	43325	34454	88048	99890	119412	214990
C.	Osobní náklady	56681	77686	108701	60731	61856	69408
C.1.	Mzdové náklady	41442	59984	90181	43745	44426	50755
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	13735	15937	16312	14500	14814	16859
C.4.	Sociální náklady	1504	1765	2208	2486	2619	1794
D.	Daně a poplatky	2919	2570	1430	1128	1471	671
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9822	14805	5313	5432	6775	9190
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	42200	49128	21316	1396	894	11680
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	42200	49128	21288	1294	894	11680
III.2.	Tržby z prodeje materiálu			28	102		
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	11339	12230	4696	248		6917
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	11339	12230	4696	71		6917
G.	Změna stavu rezerv a opr. položek v prov. oblasti a komplex. nákladů př. období	-6806	-20668	-16020	3448	-509	-1496

IV.	Ostatní provozní výnosy	23035	24467	80054	49593	51469	49481
H.	Ostatní provozní náklady	19039	5444	61519	41473	41349	45982
*	Provozní výsledek hospodaření	15566	15982	23779	38419	60830	145479
VI.	Tržby z prodeje CP a podílů			351	10408	5122	
J.	Prodané cenné papíry a podíly			20	10870	6485	
X.	Výnosové úroky	766	1080	580	1095	1599	2016
N.	Nákladové úroky	312	312	549	2005	1601	1784
XI.	Ostatní finanční výnosy	9	311	1540	142	105	2249
O.	Ostatní finanční náklady	524	472	1031	882	510	604
*	Finanční výsledek hospodaření	-61	587	871	-2112	-1770	1877
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	5631	37209	5980	7602	10956	27923
Q.1.	splatná	6033	6447	5607	7717	11145	28221
Q.2.	odložená	-402	30762	373	-115	-189	-298
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	9874	-20640	18670	28705	48104	119433
XIII.	Mimořádné výnosy	467		1928	36	805	
R.	Mimořádné náklady	773	199	60	36		
S.	Daň z příjmu za mimořádné činnosti			425		149	
S.1.	splatná			425		152	
S.2.	odložená					-3	
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-306	-199	1443	0	656	
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	9568	-20839	20113	28705	48760	119433
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	15198	16370	26518	36307	59865	147356

VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

Ozn.		2010	2011	2012	2013	2014	2015
P	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	56476	69669	68738	82365	55015	151576
Z	Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	15198	16369	24651	36307	59060	147356
A.1	Úpravy o nepeněžní operace	-27805	-45048	-31839	9028	6546	2435
A.1.1	Odpisy stálých aktiv + s výj. zůst ceny prodaných stálých aktiv umořování...	9822	14805	5312	5432	6775	9190
A.1.2	Změna stavu opravných položek, změna stavu rezerv	-6806	-53168	-20570	3448	-509	-1462
A.1.3	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-30861	-36898	-16923	-761	469	-4763
A.1.4	Výnosy z dividend a podílů na zisku						
A.1.5	Vyúčtované nákladové úroky vyúčtované výnosové úroky	-454	-748	-31		2	-232
A.1.6	Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	494	30961	373	909	-191	-298
A*	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním, změnami prac. kap a mimoř. položkami	-12607	-28679	-7188	45335	65606	149791
A.2	Změny stavu nepeněžitých složek prac. kap.	103419	54374	6597	-61158	40756	-114858

A.2.1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, aktivních účtů čas. rozlišení a dohadných účtů aktivních	-2579	29332	6766	11930	18217	-364612
A.2.2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, pasivních účtů čas. rozlišení a doh. účtů pasivních	99344	25037	39999	-100905	49613	208124
A.2.3	Změna stavu zásob	6654	5	-40168	27817	-27074	41630
A.2.4	Změna stavu krátkodobého fin. majetku nespadaajícího do pp a ekvivalentů						
A**	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mim. položkami	90812	25695	-591	-15823	106362	34933
A.3	Vyplacené úroky s výjimkou kapitáli. úroků	-312	-312	-548	-2005	-1601	-1784
A.4	Přijaté úroky s výjimkou investičních společností a fondů	766	1060	579	1096	1599	2016
A.5	Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost a za doměrky daně	8463	-9774	-6868	-5405	-8352	-13929
A.6	Mimořádný výsledek hospodaření	-307	-199	-60		805	0
A.7	Přijaté dividendy a podíly na zisku						
A***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	99422	16470	-7488	-22137	98813	21236
B.1	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-35747	-52904	-450	-16825	-8119	-11215
B.2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	42200	49128	21639	11702	6016	11680
B.3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám						
B.4	Změna stavu dlouhodob. finančního majetku	-98348					
B***	Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-91895	-3776	21189		-2103	465
C.1	Dopady změn dlouho závazků						
C.2	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a p. ekvivalenty		-125	-74	-90	-149	-48053
C.2.1	Zvýšení pp a pe z titulu zvýšení zk, emisního ážia...		-125	-74	-90		
C.2.2	Vyplacení podílu na vl. kapitálu společníkům						
C.2.3	Další vklady pp spol a akcionářů						
C.2.4	Úhrada ztráty spolčeníyx						
C.2.5	Přímé platby na vrub fondů					-149	0
C.2.6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku vč. zaplacené sráž. daně vztahující se k těmto nárokům....						-48053
C***	Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti		-125	-74	-90	-149	-48053
F	Čisté zvýšení, resp. snížení pp	7527	12569	13627	-27350	96561	-26352
R	Stav pp a pe na konci účetního období	64003	82238	82365	55015	151576	125224

Příloha VIII Ocenění podniku bez úprav roku 2015

Volné Cash flow pro 1. fázi	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	31 031	32 610	33 942	34 996
Upravená daň	5 896	6 196	6 449	6 649
Korigovaný provozní VH po dani	25 135	26 414	27 493	28 347
Odpisy	9 189	10 610	12 244	14 124
Investice do provozně nutného DM	-14 120	-15 541	-17 173	-19 055
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	111 201	-8 247	-8 153	-8 064
FCFF	131 404	13 236	14 412	15 352
Odúročitel pro diskontní míru (WACC = 11,20%) i_k	0,8993	0,8087	0,7273	0,6540
Diskontované FCFF k 31. 12. 2015	118 169	10 704	10 481	10 040
Současná hodnota 1. fáze	149 395 tis. Kč			

Výnosové ocenění k 31. 12. 2015 v tis. Kč	
Současná hodnota 1. fáze	149 395
Současná hodnota 2. fáze	186 895
Provozní hodnota brutto	336 290
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0
Provozní hodnota netto	336 290
Neprovozní majetek k datu ocenění	16 556
Výsledná hodnota VK podle DCF	352 846 tis. Kč

Míra investic netto do DM a PK = 12,83 %

Rentabilita investic netto = 18,32 %

Příloha IX Reálné a upravené hodnoty prognózy ziskové marže zdola

Prognóza ziskové marže zdola	Rok 2015 Reálné hodnoty	Rok 2015 Upravené hodnoty
Obchodní marže – podíl z tržeb	0,04%	0,04%
Přidaná hodnota – podíl z tržeb	12,20%	12,20%
Osobní náklady – podíl z tržeb	3,94%	3,94%
Daně a poplatky – podíl z tržeb	0,04%	0,04
Ostatní provozní položky – podíl z tržeb	-0,28%	-0,28%
Obchodní marže (tis. Kč)	618	300
Podíl z tržeb	0,04%	0,04%
Roční tempo růstu	205,94%	48,51%
Výkony (tis. Kč)	1 726 214	838 322
Podíl z tržeb	97,92%	97,92%
Roční tempo růstu	106,91%	0,49%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	1 511 842	734 214
Podíl z tržeb	85,76%	85,76%
Roční tempo růstu	111,43%	2,68%
Osobní náklady (tis. Kč)	69 408	33 707
Roční tempo růstu	12,20%	-45,51%
Korigovaný VH před odpisy (tis.)	149 906	72 800
Zisková marže z KPZ před odpisy	8,50%	8,50%