

6 STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI DVOŘÁK – SVAHOVÉ SEKAČKY, S.R.O.

Počátky společnosti DVOŘÁK – svahové sekačky s.r.o. sahají do roku 2003, kdy její zakladatel vyvinul první profesionální dálkově řízenou sekačku. Počátky společnosti vznikaly na rýsovacím prkně v provizorních podmínkách domácí dílny. Samotná společnost byla založena až v roce následujícím; ve stejném roce byla zahájena sériová výroba těchto sekaček. V současné době produkuje společnost cca 500 sekaček ročně a dodává je na čtyři kontinenty.

Sekačky společnosti Dvořák – svahové sekačky, s.r.o. se využívají pro veřejná prostranství, sportoviště, železniční koridory, krajnice pozemních komunikací nebo obtížně přístupné terény do sklonu až 60 stupňů. Podle zakladatele zvládne jedna svahová sekačka nahradit patnáct pracovníků s křovinořezem.

Díky unikátnímu řešení podvozku, které má společnost patentované, získává společnost významnou konkurenční výhodu. Pro tento rok společnost plánovala rozšíření v oblasti čistě elektrických sekaček, které jsou zákazníky z celého světa silně poptávány¹.

6.1.1 OCENĚNÍ METODOU DISKONTOVANÉHO CASH FLOW

Z dotazníku vyplněném vlastníky na konci roku 2019 podniku plyne, že podnik zůstane i nadále v rukou rodiny a zůstane zachován i dosavadní koncept jeho řízení. S ohledem na dostupnost dat je ocenění zpracováno ke konci roku 2020.

1. Specifikace údajů za ekonomiku, oboru podnikání a minulých výsledků

Činnost podniku spadá do oboru CZ NACE C28 Výroba strojů a zařízení j.n. Z nabídky oborů byl proto zvolen obor C28-30 (v souladu s přílohou 2). I když z veřejně dostupných dat plyne, že data jsou k 31. 10. daného roku, není tato skutečnost při ocenění zohledněna.

Na základě odpovědí uvedených v dotazníku byl stanoven faktor rodinnosti na úrovni 0.47 (72 %, což je nadprůměrná hodnota z rodinných podniků, které dotazník vyplnily. Plyne z toho, že rodina sdílí postoje typické pro rodinné podniku na 72 %).

Ponechány byly následující softwarem přednastavené hodnoty základních ekonomických parametrů vypočtených z hodnot dosahovaných v minulosti – viz Tabulka 6.1.

Tabulka 6.1 Makroekonomické parametry

bezriziková výnosnost	3,24 %
výnosnost kapitálového trhu	6,19 %
sazba daně z příjmu	19 %
dlouhodobá míra inflace	2,05 %
dlouhodobá míra růstu reálného HDP	2,03 %

Hodnoty bezrizikové výnosnosti a výnosnosti kapitálového trhu jsou mírně nižší oproti předchozímu případu (o 0,1 resp. 0,06 p.b. vůči hodnotám při ocenění prezentovaném v Příloze 5), což je dáno tím, že ve zde uvedených výsledcích jsou zahrnuty i hodnoty roku 2020.

¹ Zdroj: <https://www.euro.cz/byznys/prototyp-prvniho-pavouka-navrhl-na-rysovacim-prkne-v-garazi-dnes-jezdi-unikatni-svahove-sekacky-lubomira-dvoraka-po-celem-svete>

2. V minulosti dosahované ekonomické výsledky podniku a jejich komparace

Z účetních výkazů podniku byla převzata následující data pro další analýzu:

Tabulka 6.2 Účetní informace za roky 2017–2020 v tis. Kč

Údaje z výsledovky	2017	2018	2019	2020
Tržby za vlastní výrobky a služby	143125	172644	167038	130044
Tržby za zboží	0	0	17	0
Výkonová spotřeba	92285	97397	95129	73148
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	17
Spotřeba materiálu a energie	67565	69509	69646	54336
Služby	24720	27888	25483	18795
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-1044	5563	-3843	-1876
Aktivace (-)	-4558	-5029	-5484	-5774
Osobní náklady	34971	40434	45801	41039
Úpravy v provozní oblasti	8006	6245	8558	8138
<i>z toho odpisy</i>	<i>8313</i>	<i>8843</i>	<i>8558</i>	<i>8092</i>
Ostatní provozní výnosy	3612	6265	7618	10993
Ostatní provozní náklady	65	4580	4765	7088
<i>z toho: Daně a poplatky</i>	<i>124</i>	<i>153</i>	<i>179</i>	<i>163</i>
<i>z toho: Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období</i>	<i>-880</i>	<i>2000</i>	<i>2000</i>	<i>-229</i>
Provozní výsledek hospodaření	17012	29719	29730	19291
Nákladové úroky	151	197	201	158
Výsledek hospodaření za účetní období	10 960	26 347	23 231	16 703
Údaje z rozvahy	2017	2018	2019	2020
Pohledávky	22029	41854	48616	34 374
Zásoby	19008	16205	26829	21 006
Peněžní prostředky	11887	23229	20003	38 200
krátkodobé závazky (neúročené)	17248	16 760	16 832	10 283
Časové rozlišení aktiv	700	1104	898	1039
časové rozlišení pasiv	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	56 323	57 161	62 376	70 253
<i>z toho neodpisovaný dlouhodobý majetek</i>	<i>4 376</i>	<i>3 880</i>	<i>2 628</i>	<i>3 957</i>
Vlastní kapitál	85 828	110 678	127 658	145 690
Nerozdělený zisk	76 171	86 131	107 478	130 710
Bankovní úvěry (kr. + dl.)	6871	4 456	4 409	10 964

Ze zadaných vstupních dat byly vypočteny základní finanční poměrové ukazatele. Tyto ukazatele byly porovnané s oborovými hodnotami, tj. průměr za MSP v oboru CZ NACE C28-30 – viz tabulka 6.3.

Tabulka 6.3 Finanční poměrové ukazatele podniku a průměrné hodnoty v oboru podnikání

Ukazatele		2017	2018	2019	2020
Rentability					
ROA (EBIT/Aktiva)	podnik	15,47%	21,30%	18,73%	11,70%
	obor	5,54%	5,92%	5,73%	5,32%
ROE	podnik	12,77%	23,81%	18,20%	11,46%
	obor	8,85%	9,23%	7,93%	7,37%
ROS (EBIT/Tržby)	podnik	11,89%	17,21%	17,80%	14,83%
	obor	3,93%	4,41%	3,68%	4,15%
Zadluženosti					
Celková zadluženost	podnik	21,94%	16,09%	14,27%	12,73%
	obor	49,02%	44,96%	46,93%	41,90%
Úrokové krytí	podnik	112,66	150,86	147,91	122,09
	obor	8,23	9,72	8,85	8,14
Doba splácení dluhů	podnik	0,48	-0,05	0,03	- 0,62
	obor	1,64	1,61	1,67	1,07
Struktury aktiv					
Podíl DM na aktivech	podnik	51,2%	41,0%	39,3%	42,6%
	obor	26,0%	25,2%	25,1%	24,8%
Likvidity					
Běžná	podnik	3,11	4,92	5,72	9,20
	obor	2,09	2,13	1,98	2,64
Pohotová	podnik	2,01	3,95	4,13	7,16
	obor	1,47	1,45	1,38	1,65
Okamžitá	podnik	0,69	1,39	1,19	3,71
	obor	0,54	0,50	0,54	0,74
Řízení aktiv					
Počet obrátů aktiv	podnik	1,30	1,24	1,05	0,79
	obor	1,49	1,64	1,52	1,37

Rodinný podnik Dvořák – svahové sekačky dosahoval vysoce nadprůměrné hodnoty všech finančních poměrových ukazatelů. Výše potenciálního cash flow na konci posledního roku (tj. vytvořený zisk a odpisy) a disponibilní hotovost by mu umožnily okamžitě splatit všechny závazky; to je důvodem, že ukazatel doba splácení dluhů měl v posledním roce zápornou hodnotu. Nižší, než průměrné hodnoty má podnik pouze v ukazateli počet obrátů aktiv, což je důsledkem vyššího podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech (v průměru. Z hodnoty ukazatele plyne, že hodnota vlastněného majetku se ani jednou za rok nevrátí v tržbách. Současně to může znamenat, že podnik realizoval investice do majetku, který ještě nevyužívá k dosahování tržeb, avšak mu umožní zvyšovat tržby v budoucnu, tj. budou zprovozněny v příštích letech. Z toho plyne i další důsledek, že vlastníci nebudou muset v nejbližších letech investovat do obnovy majetku (realizovat další investice).

Další ukazatele jsou uvedeny v tabulkách 6.5 (nákladovost a zisková marže) a 6.8 (doba obrátu pohledávek, zásob a závazků).

3. Prognózané hodnoty

Na základě informací z účetní závěrky byla stanovena průměrná odpisová sazba 13,56 % (odpovídající doba odpisování činí 7,36 let, zaokrouhloeno na 8 let). Hodnota provozně nutné likvidity byla ponechána na přednastavené hodnotě 0,2, tj. podnik bude držet průměrnou hotovost ve výši 20 % krátkodobých závazků. Defaultně nastavené hodnoty byly použity i v dalších krocích. Pro uživatele však existuje možnost upřesnění, tj. všechny parametry prognózy (modře podbarvené) může upravit (změnit).

A) Prognóza tržeb

Na základě volby oboru a údajů o podniku jsou programem dopočteny další parametry, a to průměrné tempo růstu tržeb za obor (1,41 %) a vnitřní míru růstu na základě dosahované rentability a míry reinvestovaného zisku (19,07 %). Průměrné tempo růstu tržeb podniku za předešlé roky je uvedeno pouze jako „n/a“, protože tržby podniku v posledním známém období byly nižší než za první sledovaný rok a průměrné tempo růstu by bylo záporné. Z toho důvodu se v dalším výpočtu s touto hodnotou nepracuje. Pro prognózu tržeb bude použita hodnota vnitřní míry růstu, což je teoreticky možné tempo růstu s ohledem na míru reinvestovaného zisku a dosavadní rentabilitu investovaného kapitálu.

Níže uvedena prognóza tržeb vychází z předpokladu, že jejich meziroční tempo růstu bude postupně klesat. Nejnižší hodnota tempa růstu pro druhou fázi byla automaticky korigována na teoretický spodní limit (což je dlouhodobá míry inflace -2,09 %). Ještě pro účely komparace doplníme, že tempo růstu tržeb v oboru podnikání je v tomto případě 1,41 %².

Tabulka 6.4 Meziroční tempo růstu tržeb

Meziroční růst tržeb (%)	Minulá období				První fáze				Druhá fáze
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
		20,62	-3,25	-22,15	19,07	14,66	10,24	5,83	2,09

B) Prognóza nákladovosti

Průměrná zisková marže dosahovala v minulosti hodnoty od 12,32 % do 19,46 %, což představuje relativně stabilní vývoj. Průměrná hodnota je 16,28 % - s touto hodnotou bude uvažované pro celé prognózované období.

Tabulka 6.5 Nákladovost tržeb a provozní zisková marže

Nákladovost a zisková marže (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby za vlastní výrobky a služby	100,00	100,00	99,99	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Tržby za zboží	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výkonová spotřeba	64,48	56,41	56,94	56,25	58,52	58,52	58,52	58,52
Spotřeba materiálu a energie	47,21	4,26	41,69	41,78	42,74	42,74	42,74	42,74
Služby	17,27	16,15	15,25	14,45	15,78	15,78	15,78	15,78
Změna stavu zásob vlastní činnosti (+/-)	-0,73	3,22	-2,30	-1,44	-0,31	-0,31	-0,31	-0,31
Aktivace (-)	-3,18	-2,91	-3,28	-4,44	-3,46	-3,46	-3,46	-3,46
Osobní náklady	24,43	23,42	27,42	31,56	26,71	26,71	26,71	26,71
Daně a poplatky	0,09	0,09	0,11	0,13	0,10	0,10	0,10	0,10
Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,66	1,49	1,66	5,63	2,36	2,36	2,36	2,36

² Interval růstu v druhé fázi představuje interval <2,09 %; 3,85 %>, což představuje míru dlouhodobé inflace a tempa růstu nominálního HDP (včetně hodnot za 2020).

Zisková marže před daní a odpisy	14,25	18,27	19,46	12,32	16,28	16,28	16,28	16,28
----------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Konstantní provozní zisková marže je málo realistický předpoklad, proto by měl uživatel přistoupit k úpravám parametrů nákladovosti tak, aby odpovídaly situaci v podniku.

C) Prognóza investic a plán odpisů

Na základě faktoru rodinnosti byl vypočítán koeficient investiční náročnosti brutto 4,07 %, čemuž odpovídají investice v rozmezí 6 301 až 8 428 tis. Kč ročně. Plán odpisů stávajícího majetku předpokládá, že odpisovaný dlouhodobý majetek k datu ocenění (v hodnotě 70 253 tis. Kč) bude odepsán za následujících 8 let, z čehož plyne roční výše odpisů 8 287 tis. Kč. Tato doba odpisování plyne ze struktury vlastněného dlouhodobého majetku, ve kterém má vysoký podíl nemovitý majetek. U odpisů nově pořizovaného majetku se zjednodušeně předpokládá, že bude odpisován po stejnou dobu (dobu odpisování může uživatel změnit, může také zadat odpisy pro každý rok prognózy, tj. pro 1. fázi). Vzhledem k tomu, že výchozí předpoklad pracuje s rovnoměrným rozložením investované částky, odpisy nově pořizovaného majetku rovnoměrně a výrazně narůstají, a to z částky 788 tis. Kč až po 4 214 tis. Kč. Důsledkem toho jsou celkové netto investice za první fázi záporné (zůstatková hodnota majetku na konci první fáze bude nižší než k datu ocenění). Pro tento výpočet byly parametry ponechány, i když by na tomto místě bylo vhodné, aby je uživatel korigoval (stanovil investice reálněji dle potřeb společnosti, čímž dojde i k úpravě opisového plánu). Pro srovnání program nabízí i oborové hodnoty.

Tabulka 6.6 Investice a odpisový plán

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Pomocné údaje (dle faktoru rodinnosti)								
<i>investice /tržby - dle RP (brutto)</i>						4,07 %		
<i>odpovídající roční brutto investice</i>					6 301	7 224	7 964	8 428
Plán investic a odpisů								
Prognózované brutto investice v tis. Kč		7 083	13 773	16 015	6 301	7 224	7 964	8 428
Odpisy stávajícího majetku	8 313	8 843	8 558	8 092	8 287	8 287	8 287	8 287
Odpisy nově pořizovaného majetku					788	1 806	2 987	4 214
Roční odpisy celkem	8 313	8 843	8 558	8 092	9 075	10 093	11 274	12 501
Roční netto investice		838	5 215	7 877	-2 774	-2 869	-3 309	-4 073
Netto investice za 4 roky						-13 025		
Srovnání s oborovými hodnotami								
<i>investice /tržby - obor (netto)</i>						0,24 %		
<i>odpovídající roční netto investice</i>					367	421	464	491
<i>odpovídající netto investice za 4 roky</i>						1 743		

Na základě výše uvedených vstupních parametrů (Tabulky 6.4, 6.5 a 6.6) byl sestaven plán tržeb a nejdůležitějších provozních nákladů – viz Tabulka 6.7.

Tabulka 6.7 Plán tržeb, provozních nákladů a KPVH

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tržby za vlastní výroby a služby	143 125	172 644	167 055	130 044	154 846	177 542	195 724	207 126
Výkonová spotřeba	92 285	97 397	95 129	73 148	90 619	103 900	114 541	121 214
Osobní náklady	34 971	40 434	45 801	41 039	41 355	47 416	52 272	55 318
Odpisy	8 313	8 843	8 558	8 092	9 075	10 093	11 274	12 501
KPVH po dani z příjmů	11 519	20 964	20 005	12 516	13 071	15 239	16 681	17 190

Ve výše uvedené tabulce je vypočítaný provozní zisk snížen o předpokládanou daň z příjmů, protože tato hodnota vstupuje do výpočtu budoucího cash flow pro účely stanovení hodnoty podniku. Z důvodu poměrně vysokých odpisů provozní výsledek hospodaření po roce 2021 klesá i při předpokládaném růstu tržeb.

D) Plán financování investic

V dalším kroku bylo potřeba stanovit způsob financování podniku. Hodnoty byly ponechány na defaultním nastavení (výše úvěru ve výši nesplaceného úvěru za poslední známé období; stejně tak i nákladové úroky). Obdobně je stanovena míra reinvestovaného zisku, tj. jako průměr za předešlé roky. Z porovnání s jinými podniky v tomto oboru plyne, že tato hodnota je vysoká, což znamená, že vlastníci ponechávají víc než 90 % zisku v podniku pro financování dalšího rozvoje, a tedy investice jsou financovány převážně ze zadrženého zisku. Vzhledem k vysoké ziskovosti a plánované výši hotovosti (v úvodu zadaná hodnota provozní likvidity) mohou vlastníci podniku uvažovat i s výplatou podílů ze zisku (dividend) – tato položka je dopočítaná na základě výše zadaných parametrů. Z výpočtů neplyne dodatečná potřeba externího financování při plánované výši investic (uvedených v Tabulce 6.6)

Tabulka 6.8 Financování podniku

Položka	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Bankovní úvěry v tis. Kč (krátkodobé + dlouhodobé)	6 871	4 456	4 409	10 964	10 964	10 964	10 964	10 964
Nákladové úroky v tis. Kč	151	197	201	158	401	401	401	401
Úroková sazba (%)		2,9	4,5	3,6	3,7	3,7	3,7	3,7
Míra reinvestovaného zisku (%)		91	81	100	90,63	90,63	90,63	90,63
Zisk po dani z příjmů v tis. Kč	10 960	26 347	23 231	16 703	12 746	14 914	16 356	16 866
Prognózované dividendy v tis. Kč					1 194	1 397	1 532	1 580

E) Prognóza investic do ČPK

Výpočet čistého pracovního kapitálu vychází z doby obratu jeho složek. Výchozí hodnota je nastavena na hodnotu průměru za předešlé roky. Toto nastavení by vedlo u pohledávek a zásob na poměrně nižší dobu obratu v budoucnu než v posledním známém roce, naopak u závazků je průměrná hodnota vyšší. Zmíněné má pozitivní vliv na stav hotovosti. Prakticky to znamená přijetí předpokladu, že nepříznivé hodnoty posledního roku, kde došlo k jejich nárůstu, se v budoucnu nebudou opakovat a dojde ke zpomalení navyšování ČPK.

Tabulka 6.9 Vstupní parametry pro plán ČPK

Prognózované doby obratu	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DO pohledávek	56,18	88,49	106,23	96,48	86,84	86,84	86,84	86,84
DO zásob	48,47	34,26	58,62	58,96	50,08	50,08	50,08	50,08
DO néuročených závazků	43,99	35,43	36,78	28,86	36,27	36,27	36,27	36,27

Průměrný růst ČPK	19,93 %	6,574 %
-------------------	---------	---------

F) Zhodnocení vztahu mezi generátory hodnoty

Jako první je zhodnocen vývoj likvidity. K datu ocenění existuje provozně nepotřebná část hotovosti ve výši 36 143 tis. Kč; ta bude přičtena na konci ocenění. Očekávaný stav hotovosti je každoročně kladný a násobně vyšší než nastavená provozně nutná likvidita, proto není potřebné navyšování úvěrů.

Tabulka 6.10 Hodnocení likvidity

Položka	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Peněžní prostředky (PP)	11 887	23 229	20 003	38 200	16 824	10 128	13 120	16 215
Provozně nutné PP	3 450	3 352	3 366	2 057	3 077	3 528	3 889	4 116
Okamžitá likvidita	0,69	1,39	1,19	3,71	1,09	0,57	0,67	0,79
Dostatečná likvidita?	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano
Chybějící hotovost (tis. Kč)								
Převyšuje likvidita obor?	ne	ano	ano	ano	ano	ne	ne	ano

Dále jsou uvedeny vztahy mezi dalšími generátory hodnoty:

Tabulka 6.10 Porovnání generátorů hodnoty

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Počet obrátů kapitálu		2,05	1,62	1,04	1,31	1,55	1,66	1,72
Celková zadluženost (%)	21,9	16,1	14,3	12,7	14,4	14,3	14,1	13,6
Míra investic (%)		161,9	106,6	n/a	n/a	29,4	13,6	n/a
Rentabilita investic (%)			-5	-34	-8	-51	38	25
Rentabilita kapitálu (RONA)		24,88	19,44	9,99	11,04	13,34	14,13	14,31
Diskontní sazba (WACC, %)					8,75	8,76	8,78	8,79
Rozdíl RONA a WACC (%)					2,29	4,58	5,35	5,52

Obrátkovost (počet obrátů) investovaného kapitálu v prognózovaném období roste oproti minulému období, a to z důvodu prognózovaného růstu tržeb a omezení investic. I když tržby za poslední známé období výrazně klesly zřejmě z důvodu omezení v důsledku covidu, byl přijat předpoklad, že se tato situace nebude opakovat. Kromě toho, podnik v posledním známém roce výrazně investoval do dlouhodobého hmotného majetku³. Podstatné je, že obrátkovost kapitálu zůstává v mezích minulých hodnot, protože plán nepracuje se zásadnější změnou ve způsobu využívání aktiv. Rovněž míra investic pro následující období nepřekračuje 100 %, což odpovídá dřívějšímu závěru ohledně způsobu financování. Pokud by očekávaná míra investic byla vyšší než 100 %, bylo by nutné navýšit financování o externí zdroje.

Nastavení doby odpisování a prognózovaná výše investic (nižší než odpisy) vedou k poklesu očekávané výše dlouhodobého majetku v prvním roce první fáze, což se projeví snížením celkového investovaného kapitálu. Prognózovaná výše ziskové marže odpovídá průměru minulých let. Kombinace těchto faktorů způsobuje zvyšování rentability investovaného kapitálu. Tato výše však nepřekračuje minulé hodnoty.

³ V rámci software, který vede ke zjednodušenému odhadu hodnoty podniku, je všechen majetek považován za provozně potřebný (s výjimkou hotovosti).

Vzhledem k zvyšujícímu se rozdílu rentability provozně nutného majetku (RONA) a nákladů kapitálu (WACC) by bylo vhodné upravit parametry investic, případně prodloužit první fázi na více let.

Výpočet nákladů kapitálu

Koeficient beta total je nastaven dle oboru podnikání (vychází z hodnot uvedených v příloze 2). Beta koeficient je vyšší než 1, což se interpretuje tak, že ziskovost daného oboru se vyvíjí nadproporcionálně oproti vývoji ziskovosti celého trhu.

Očekávaná výše zadluženosti pouze mírně klesá, jedná se o důsledek aplikovaných předpokladů o ponechání bankovního úvěru po celou první fázi v konstantní výši.

Riziková přírážka za specifické riziko byla stanovena s ohledem na délku fungování podniku (17 let k datu ocenění), velikost podniku (kategorie malý a střední podnik), vyšší míru rodinnosti (72 %), spíše průměrnou hodnotu obchodního rizika (62 %), která odráží značnou konkurenční výhodu (patentované řešení, které dává jedinečné možnosti oproti konkurenci). Zmíněné se odráží v nadprůměrné ziskovosti (ROA za období 2016-2020 bylo v rozmezí 11,46-23,81 %, zatímco oborová hodnota ve stejném období činila 5,32-5,92 %). Ve prospěch stability podniku dále hovoří i velmi nízké hodnoty zadluženosti, které navíc v důsledku reinvestování zisku klesají (podnik vykazoval zadluženost v rozmezí 12,73-21,94 %, přičemž oborové hodnoty se pohybují v rozmezí 41,9-49,2 %).

Tato situace odpovídá rizikové přírážce k nákladům vlastního kapitálu vypočteným na základě upraveného modelu CAPM ve výši 0-2 % (viz část 2.3.2 Vstupní data pro metodu diskontovaného cash flow). Pro oceňovaný podnik byla stanovena přírážka za specifické riziko ve výši 2 %.

Tabulka 6.11 Výpočet nákladů kapitálu

Náklady cizího kapitálu	2021	2022	2023	2024
Úroková sazba	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
Náklady vlastního kapitálu				
Koeficient beta total nezadlužená	1,2405			
Úročené cizí zdroje/Vlastní kapitál (D/E)	0,0697	0,0642	0,0591	0,0546
Koeficient beta total zadlužená	1,3105	1,3050	1,2998	1,2953
Hodnocení obchodního rizika	Podnik	Kvantil	Průměr	
Změna provozního výsledku hospodaření k tržbám	1,73168	75%	63%	
Změna KPVH k tržbám	2,35904	75%		
Změna provozního výsledku hospodaření k zisku po dani	0,59282	50%		
Změna KPVH k zisku po dani	0,76758	50%		
Přirážka za specifického riziko 1	2%	2%	2%	2%
Náklady vlastního kapitálu	9,15%	9,14%	9,12%	9,11%
Kapitálová struktura				
Celkový investovaný kapitál (C)	168 207	181 724	196 548	211 834
Podíl úročených cizích zdrojů na kapitálu (D/C)	6,52%	6,03%	5,58%	5,18%
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu (E/C)	93,48%	93,97%	94,42%	94,82%
Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC)	8,75%	8,76%	8,78%	8,79%

Klesající relativní zadluženost se projevila v mírném zvyšování WACC. Vypočtené WACC budou dále použity jako diskontní sazba pro přepočítání budoucích peněžních toků na současnou hodnotu.

4. Výpočet hodnoty podniku a hodnoty vlastního kapitálu

Pro stanovení hodnoty podniku je potřebné dopočítat volné cash flow pro první fázi. Na základě výše uvedených předpokladů se očekává, že podnik bude tvořit kladné volné cash flow v první fázi⁴.

Tabulka 6.12 Prognóza FCF pro první fázi

Výpočet FCFF v tis. Kč	První fáze				Druhá fáze
	2021	2022	2023	2024	2025
Provozní cash flow (KPVH + odpisy)	22 145	25 332	27 954	29 691	
Investice do čistého pracovního kapitálu	-1 477	6 710	5 376	3 371	
Investice brutto do dlouhodobého majetku	6 301	7 224	7 964	8 428	
Očekávané FCFF	17 322	11 398	14 615	17 892	15 056
FCFF diskontované	15 928	9 635	11 354	12 773	

Před výpočtem hodnoty druhé fáze se uživateli zobrazí informace o splnění předpokladů:

Kontrola předpokladů druhé fáze	Hodnocení	Poznámka
Rozdíl WACC a <i>g</i>	OK	
Rozdíl RONA a WACC	5,52 %	

Terminální tempo růstu (pro druhou fázi) je 2,09 % (převzato z informací o růstu tržeb). Pro tuto hodnotu platí, že musí být nižší, než je diskontní sazba, aby byla zajištěna konvergence cash flow ve druhé fázi. Rovněž je splněno doporučení, že rozdíl WACC a tempa růstu tržeb je alespoň 3 p.b. Varování „rozdíl WACC a *g*“ tak vrací hodnotu OK. Druhá informace „rozdíl RONA a WACC“ obsahuje pouze číselnou hodnotu, kdy rozdíl 5,52 % je poměrně vysoký a znamená možné zkreslení odhadu hodnoty podniku směrem nahoru.

Součet první a druhé fáze ocenění dává hodnotu podniku, u tohoto podniku je to 210,277 mil. Kč. Od této hodnoty je potřebné odečíst hodnotu úročených dluhů k datu ocenění a přičíst hodnotu provozně nepotřebného majetku (v tomto případě „nadlimitní“ hotovosti). Výsledná hodnota vlastního kapitálu je pak stanovena na 235,456 mil. Kč.

Tabulka 6.13 Výpočet hodnoty podniku

Výpočet hodnoty druhé fáze	tis. Kč
Pokračující hodnota (dle Gordonova vzorce)	224 608
Současná hodnota 1. fáze	49 690
Současná hodnota 2. fáze	160 587
Hodnota podniku brutto	210 277
Úročené cizí zdroje	10 964
Provozně nepotřebná hotovost	36 143
Hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)	235 456

Uživateli jsou ještě zobrazeny doplňující informace k vypočtenému ocenění: výsledný odhad hodnoty vlastního kapitálu je 1,616-násobkem účetní hodnoty vlastního kapitálu (*price-to-book-value, P/BV*) což odráží vysokou rentabilitu podniku. Případně se jedná o 18,47-násobek očekávaného zisku pro rok 2021 (*price-to-earnings, P/E*), což je velice vysoká hodnota a

⁴ Je možná i situace, kdy podnik v první fázi netvoří kladné volné cash, například v důsledku očekávaných vyšších investic či nižšího růstu tržeb, hodnota podniku pak může být tvořena převážně druhou fází.

signalizuje vysokou konkurenční výhodu podniku, ale i možné nadhodnocení očekávaného vývoje a tím i hodnoty podniku.

6.1.2 OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ

Pro určení trvale odnímatelného výnosu byla použita data za roky 2018–2020. Informace opět vychází z účetních výkazů společnosti a shrnuje je níže uvedená tabulka.

Tabulka 6.14 Výpočet trvalého čistého výnosu společnosti Dvořák – svaňové sekačky v tis. Kč

Položka	2018	2019	2020	Plán pro rok 2021
Dlouhodobý majetek brutto (DM)	57 161	62 376	70 253	
Účetní hodnota vlastního kapitálu	x	x	145 690	
Účetní hodnota úročených dluhů	x	x	11 652	
Výsledek hospodaření před daní	31 997	28 855	20 646	
Odpisy (+)	8 843	8 558	8 092	
Tržby z prodeje DM (-)	3 436	4 510	3 025	
Zůstatková cena prodaného DM (+)	1 416	1 754	1 276	
Ostatní mimořádné (nestandardní) výnosy (-)	2 829	3 108	7 968	
Ostatní mimořádné (nestandardní) náklady (+)	1 011	832	5 878	
Upravený výsledek hospodaření před odpisy (EBITDA)	37 002	32 381	24 899	
Přepočtený upravený výsledek hospodaření (EBITDA) na aktuální cenovou hladinu ^{*)}	39 286,07	33 427,48	24 899	
Váhy významnosti	1	2	3	
Trvale odnímatelný výnos před odpisy				30 139,67
Podíl odpisů na DM	15,47 %	13,72 %	11,52 %	
Odpisy DM (v reprodukčních pořizovacích cenách)				9 533,03
Trvale odnímatelný výnos před daní				20 606,64
Trvale odnímatelný čistý výnos (TČV)				16 691,38

^{*)} Údaje byly upraveny o cenový index spotřebitelů v letech 2018-2020 dle ČSU.

Výpočet trvale odnímatelného výnosu (TČV) vychází ze zisku dosahovaného v minulosti, který byl očištěn o zisky z prodeje majetku a jiné neprovozní výnosy a náklady. Odpisy dlouhodobého majetku v reprodukčních pořizovacích cenách jsou odhadnuty na základě průměrné výše odpisové sazby a přepočtené hodnoty dlouhodobého majetku (indexem růstu cen výrobců). Trvale odnímatelný výnos před odpisy byl stanoven jako vážený průměr hodnot za roky 2018–2020, přičemž nejvyšší váha významnosti je přiřazena poslednímu roku.

Hodnota podniku je následně vypočtena vydělením TČV a nákladů na vlastní kapitál. Náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny modifikovaným modelem CAPM (zajištěno programově s využitím informací o oboru podnikání a datové základny vytvořené autory metodiky); tato sazba je navýšena o rizikovou přírážku ve výši 2 p.b. Tím byla stanovena hodnota nákladů vlastního kapitálu na 9,12 %⁵. Tímto postupem byla stanovena hodnota vlastního kapitálu podniku ve výši 182,986 mil. Kč.

⁵ Zdůvodnění výpočtu a stanovení přírážky je uvedeno v předešlé části, tj. 6.1.1 Ocenění metodou DCF. Hodnota však byla stanovena ke konci roku 2020, tj. za poslední známé období. Rozdíly ve výši nákladů kapitálu byly způsobeny rozdílnou mírou zadlužení podniku v roce 2020 a v roce 2021 (rok prognózy).

6.1.3 OCENĚNÍ METODOU REPRODUKČNÍCH POŘIZOVACÍCH CEN

U oceňované společnosti bylo na základě účetních dat z roku 2020 stanoveno majetkové ocenění společnosti. Hmotné movité věci byly zjednodušeně rozděleny do první až třetí odpisové skupiny v poměru 30:50:20. Aktuální cena majetku byla v případě položek pozemky a stavby stanovena podle postupu definovaného v příloze č. 2 oceňovací vyhlášky. U zbývajících položek dlouhodobého majetku a zásob byla aktuální cena odhadnuta.

Tabulka 6.15 Ocenění majetku společnosti Dvořák – svahové sekačky v reprodukčních pořizovacích cenách

Název majetkové položky	Brutto cena	Netto cena	Aktuální cena	Procento odepsanosti majetku	Ocenění v reprodukční pořizovací ceně
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	%	tis. Kč
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 729	1 004	800		385
<i>Software</i>	3 258	596	450	13,38	303
<i>Ocenitelná práva</i>	471	408	350	81,71	82
Dlouhodobý hmotný majetek	83 287	40 396	65 159		47 965
<i>Pozemky</i>	10 306	10 306	19 281*	0	19 281
<i>Stavby</i>	28 165	19 988	37 878**	29,03	26 881
<i>Hmotné movité věci v 1. odpis. skupině</i>	13 445	3 031	2 500	77,46	563
<i>Hmotné movité věci v 2. odpis. skupině</i>	22 408	5 051	4 000	77,46	902
<i>Hmotné movité věci v 2. odpis. skupině</i>	8 963	2 020	1 500	77,46	338
Dlouhodobý finanční majetek	3 957	3 957	4 000	0	4 000
Zásoby materiálu	14 365	14 365	13 000	0	13 000
Zásoby zboží	5 625	5 625	5 000	0	5 000
Pohledávky	32 472	32 426	31 453***	0	31 453
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	38 200	38 200	38 200	0	38 200
Celková hodnota majetkového ocenění v reprodukčních pořizovacích cenách					140 004

* Výměra pozemku byla zjištěna z katastru nemovitostí. Společnost sídlí v obci Pohled, která patří do okresu Havlíčkův Brod. U tohoto okresu je stanovena cena pozemku 774 Kč za m². Další zadávané informace se vztahovaly k sídlu podniku. Z nich byla vypočtena aktuální cena pozemku 19 280 912 Kč.

** Při stanovení hodnoty stavby byla opět z katastru nemovitostí zjištěna výměra zastavené plochy (3 399 m²). Byl přijat zjednodušený předpoklad, že budova je dvoupatrová a určena pro průmyslovou činnost. Na základě těchto předpokladů byla cena za m³ stanovena na 2 786 Kč. Po zohlednění velikosti obce byla stanovena hodnota nemovitosti ve výši 37 878 456 Kč.

*** S ohledem na strukturu pohledávek (hodnota nevymahatelných pohledávek je 46 tis. Kč) byla jejich aktuální hodnota stanovena ve výši 31 453 220 Kč.

Celková hodnota majetku podniku v reprodukčních pořizovacích cenách je 140,004 milionů Kč. Po odečtení nesplacených dluhů je hodnota vlastního kapitálu 118,757 mil. Kč.

6.1.4 DISKUSE VÝSLEDKŮ

Ocenění rodinného podniku Dvořák – svahové sekačky vychází pouze z veřejně dostupných dat a dotazníku, který vlastník podniku vyplnil při sběru dat v roce 2020, to znamená, že byly přijaty zjednodušující předpoklady – zachování trendu z minulých let, případně některé parametry byly zjednodušeny (zejména u metody reprodukčních pořizovacích cen). To ovlivňuje vypovídací hodnotu výsledků.

Použitím v metodice prezentovaných metod byly vypočteny tři hodnoty vlastního kapitálu ke konci roku 2020:

- 235,456 mil. Kč při použití metody DCF.
- 182,986 mil. Kč při použití metody KČV.
- 118,757 mil. Kč při ocenění metodou reprodukčních pořizovacích cen (tj. kolik by stálo znovuvybudování podniku). Vzhledem k chybějícím informacím o vlastněném majetku, nebude tato hodnota dále komentována.

Rodinný podnik Dvořák – svahové sekačky má jednoznačnou konkurenční výhodu na trhu, která se promítá do vysoké ziskovosti při porovnání s oborovými hodnotami.

Výsledky podniku jsou relativně stabilní. Z toho důvodu při ocenění metodou KČV nebyly prováděny další úpravy minulých hodnot nad rámec provedených softwarů. Toto ocenění lze považovat za relativně realistické.

V případě metody DCF bylo opět nutné simulovat, jaký bude budoucí vývoj společnosti. I v tomto případě byl přijat předpoklad, že podnik má vysoký potenciál růstu odpovídající jeho vnitřní míře růstu. V roce 2020 došlo sice k výraznému poklesu tržeb (z toho důvodu bylo průměrné tempo růstu za předešlé roky záporné), který byl připsán omezením z důvodu pandemie covidu. Dále byl přijat předpoklad, že se podniku povede nadále nastartovat růst tržeb. I když je tempo růstu v prvním roce prognózy vysoké, nepředstavuje návrat na předcovidovou úroveň. Opět, pokud při simulaci nižšího tempa růstu – např. poloviční (tj. 9,54 %), hodnota vlastního kapitálu klesne na 166,742 mil. Kč. Je z toho zřejmé, že výsledné ocenění je velice citlivé na tento parametr.

U tohoto podniku by bylo potřebné uvažovat s provozně nevyužívaným majetkem při plánování parametrů ziskovosti (a tím i tempa růstu), protože má relativně vysoký nedokončený hmotný majetek, který zatím není provozně využíván, ale v budoucnu by měl přinést výrazný růst tržeb i ziskovosti.

Při prezentovaném ocenění bylo opět uvažováno s provozně nadbytečnou likviditou. Uživatel má možnost tento předpoklad zrušit (vymazat přednastavenou hodnotu). Pokud by byla všechna disponibilní hotovost považována za provozně potřebnou, klesla by hodnota podniku na 216,164 mil. Kč (a rentabilita investovaného kapitálu (RONA) by klesla o 1,02 p.b.). Tímto je pouze dokumentován dopad nerozlišování provozně potřebného a nadbytečného majetku.

Vysoké investice realizované za poslední známé období vedly k tomu, že je u tohoto podniku relativně nízká míra odepsanosti majetku a průměrná doba odpisování majetku za minulá období je 8 let. Stejný předpoklad byl přijat i pro plán. To se projevilo v nadhodnocení provozního zisku a celkové hodnoty podniku (obdobně jak již bylo zmíněno u ocenění společnosti Furch Guitars, Příloha 5). V tomto případě lze uživatelům jednoznačně doporučit nastavení doby odpisování dle druhu pořizovaného majetku. Vysoké investice za předešlé roky se promítly i do zvýšení odpisů a z toho důvodu jsou vypočítané investice netto za první fázi záporné. Pokud by podnik skutečně investoval způsobem vypočteným programem, nezajistil by v průběhu první fáze (tj. čtyř let) obnovu majetku (což nemusí být problém v případě staveb, ale problémem to může být v případě movitého majetku).

Vysoká ziskovost dosahovaná rodinným podnikem Dvořák – svahové sekačky způsobuje, že na konci první fáze prognózovaného období je relativně vysoký rozdíl mezi rentabilitou investovaného kapitálu (RONA) a WACC. V takovémto případě by bylo potřebné prodloužit první fázi nebo použít tzv. třífázovou metodu (což však tato metodika neřeší, protože to není důsledkem rodinnosti).

Z hlediska účelu použití metod určení hodnoty podniku platí stejné shrnutí, jako u ocenění společnosti Furch Guitars (Příloha 5, str. 14-15).