

CVIČENÍ: OCENĚNÍ METODOU DCF ENTITY

Masokombinát Benda

Firma Benda je rodinná akciová společnost, která vyrábí a prodává masné výrobky. Její prodej zahrnuje různé druhy standardních uzenin velmi slušné kvality.

Má být stanovena tržní hodnota rozdílu mezi majetkem a dluhy (dříve čistého obchodního majetku, ve smyslu Mezinárodních oceňovacích standardů se jedná o tržní hodnotu vlastního kapitálu), a to k **1. 1. 2021**. Ocenění je určeno jako podklad pro rozhodování vlastníků o prodeji podniku neznámému kupci.

Podnik má být oceněn metodou DCF. Délka první fáze bude čtyři roky (poznámka: při skutečném ocenění by první fáze měla být rozhodně delší).

- K dispozici jsou:**
- Základní informace a rozvaha a výsledovka za minulé tři roky
 - Informace o rozdělení majetku na nutný a nenutný
 - Předpoklady ohledně budoucího vývoje generátorů
 - Předpoklady ohledně financování a neprovozního majetku

Úkoly:

Tabulka PLAN.XLS

- Vypočítat provozně nutný investovaný kapitál za minulé roky
- Udělat analýzu a sestavit prognózu čtyř generátorů hodnoty:
 - růstu tržeb (*je již z větší části k dispozici ze strategické analýzy*)
 - provozně nutného pracovního kapitálu
 - ziskové marže
 - investic do dlouhodobého majetku (*je již hotovo*)
- Sestavit komplexní finanční plán, tj.:
 - výsledovku
 - plán cash flow
 - rozvahua to v členění na provozní a neprovozní část podniku
- Posoudit na základě vývoje základě cash flow, zisku a stručné analýzy, zda je, či není vhodné předpokládat nekonečné trvání podniku

Tabulka OCENENI.XLS

- Dokončit finanční plán a připravit podklady pro ocenění
 - dopočítat provozně nutný investovaný kapitál za celou časovou řadu
 - dopočítat parametry pro dostupnou čas. řadu a udělat odhad pro 2. fázi
- Vypočítat volné cash flow pro první fázi
- Určit hodnotu podniku s tím, že pokračující hodnota bude stanovena:
 - Gordonovým vzorcem,
 - parametrickým vzorcem.

Základní informace o firmě a finanční výkazy za tři minulé roky

Benda a.s. je rodinná akciová společnost, která vyrábí a prodává masné výrobky. Podnik byl založen v roce 1990. Jeho produkce zahrnuje různé druhy standardních uzenin velmi slušné kvality.

Podnik má na Jindřichohradecku vedoucí postavení na trhu.

Vývoj prodeje firmy za uplynulé období:

	2016	2017	2018	2019	2020
Prodej - v t	1 480	1 550	1 612	1 693	1 777
- v mil.Kč	89,6	143,3	163,9	209,6	228,9
Počet pracovníků	348	354	365	376	386
Podíl na region.trhu (dle Kč)	25 %	38 %	41 %	46 %	48 %

Jak patrně, obrat neustále stoupal a docházelo k mírnému přesunu k dražším a kvalitnějším výrobkům.

Základní údaje o finančních výsledcích jsou v uvedených rozvahách a výkazech zisku a ztráty za poslední tři roky.

Doprovodné poznámky:

- Podnik vydal **dluhopisy**:
 - emise prosinec 2017
 - 6 % p. a.
 - splatné jednorázově v roce 2022
- **Bankovní úvěry** dlouhodobé jsou s úrokem 5 %
- **Dlouhodobý finanční majetek** je složen z akcií, na začátku roku 2020 podnik svoji investici do akcií zvýšil. Dividendy obnášely 330 tis. Kč a v současnosti po přikoupení dalších akcií činí 630 tis. Kč ročně.

Hodnota **krátkodobých cenných papírů** je 5 mil. Kč a výnosnost 2 %.

- Podnik omezil investice do **dlouhodobého hmotného majetku** pouze na výhodnou koupi **pozemků** v roce 2019, naopak v roce 2020 se mu podařilo se ziskem část nepotřebných pozemků odprodat.

Investice ani odprodeje **budovy** a **hmotných movitých věcí** v minulých třech letech provedeny nebyly. **Výrobní kapacita** dosud nebyla plně využita. Současná kapacita je ročně 1 800 tun uzenin ve stávající základní struktuře.

ROZVAHA MASOKOMBINÁTU BENDA A.S. (tis. Kč)

AKTIVA	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
AKTIVA CELKEM	140 340	176 097	195 297
B. DLOUHODOBÝ MAJETEK	95 394	100 336	99 043
B.II Dlouhodobý hmotný majetek	84 394	89 336	78 043
1.1 Pozemky	4 394	14 336	8 043
1.2 Stavby	60 000	59 000	58 000
2. Hmotné movité věci	20 000	16 000	12 000
B.III Dlouhodobý finanční majetek	11 000	11 000	21 000
5. Ostatní dl. cenné papíry a podíly	11 000	11 000	21 000
C. OBĚŽNÁ AKTIVA	43 946	75 261	96 254
C.I Zásoby	12 292	20 718	24 699
1. Materiál	4 957	7 893	9 578
2. Nedokončená výroba	6 196	10 867	12 665
3.1 Výrobky	1 139	1 958	2 457
C.II.2 Krátkodobé pohledávky	21 362	26 462	31 569
2.1 Pohledávky z obchodních vztahů	20 294	25 139	29 991
Ostatní krátkodobé pohledávky	1 068	1 323	1 578
C.III Krátkodobý finanční majetek	5 000	5 000	5 000
2. Ostatní krátkodobý finanční majetek	5 000	5 000	5 000
C.IV Peněžní prostředky	5 292	23 081	34 986
D. ČASOVÉ ROZLIŠENÍ AKTIV	1 000	500	0
1. Náklady příštích období	1 000	500	0

ROZVAHA MASOKOMBINÁTU BENDA A.S. (tis. Kč)

PASIVA	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
PASIVA CELKEM	140 340	176 097	195 297
A. VLASTNÍ KAPITÁL	67 719	89 388	104 057
A.I Základní kapitál	13 000	20 000	20 000
A.II Ážio a kapitálové fondy	3 000	6 000	6 000
A.III. Fondy ze zisku	3 000	4 000	4 000
A.IV.1 Nerozdělený zisk minulých let	38 271	41 719	52 388
A.V. VH běžného účetního období	10 448	17 669	21 669
B.+C. CIZÍ ZDROJE	71 421	85 609	90 340
B. Rezervy	916	1 916	716
C.I Dlouhodobé závazky	40 973	46 507	48 996
1. Vydané dluhopisy	13 200	13 200	13 200
2. Závazky k úvěrovým institucím (<i>úvěry</i>)	27 773	33 307	35 796
C.II Krátkodobé závazky	29 532	37 186	40 628
4. Z obchodních vztahů	24 821	30 591	32 884
8.3 K zaměstnancům	4 711	6 595	7 744
D. ČASOVÉ ROZLIŠENÍ PASIV	1 200	1 100	900
1. Výdaje příštích období	1 200	1 100	900

VÝSLEDOVKA MASOKOMBINÁTU BENDA A.S. (tis. Kč)

<i>Sazba daně ze zisku:</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>
POLOŽKA	2018	2019	2020
I. Tržby z prodeje výrobků a služeb	163 928	209 578	228 929
A. Výkonová spotřeba	104 454	135 905	146 778
C. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1 000	-5 490	-2 297
D. Osobní náklady	40 486	49 676	58 523
E. Úpravy hodnot v provozní činnosti	5 000	5 000	5 000
1.1. Úpravy hodnot DNM a DHM - trvalé (<i>odpisy</i>)	5 000	5 000	5 000
III. Ostatní provozní výnosy	0	0	12 500
1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	12 500
F. Ostatní provozní náklady	916	1 000	5 093
1. Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	0	0	6 293
4. Rezervy v provozní oblasti	916	1 000	-1 200
* Provozní výsledek hospodaření	14 072	23 487	28 332
V. Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	330	330	630
VI. Výnosové úroky a podobné výnosy	100	100	100
J. Nákladové úroky a podobné náklady	1 681	2 181	2 457
* Finanční výsledek hospodaření	-1 251	-1 751	-1 727
** VH před zdaněním	12 821	21 736	26 604
Q. Daň z příjmů	2 373	4 067	4 935
** VH po zdanění	10 448	17 669	21 669
*** VH ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ	10 448	17 669	21 669
Podíly na zisku pro vlastníky (návrh)	6 000	7 000	7 500
PŘÍDĚL DO NEROZDĚLENÉHO ZISKU	4 448	10 669	14 169

1. Provozně nutný investovaný kapitál

Jako **provozně nepotřebný majetek** byly u podniku Benda identifikovány tyto položky:

- Nakoupené **cenné papíry dlouhodobé i krátkodobé** - nesouvisí s hlavním provozem a mají pouze charakter uložení peněz.
- **Pozemky** - podnik využívá pozemky v celkové hodnotě **3 mil. Kč**, ostatní pozemky jsou nevyužívané a slouží také jako forma investování volných peněz.
- **Peníze** (pokladna + účet) - za provozně potřebnou výši peněžních prostředků lze považovat maximálně **2 mil. Kč**.

2. Analýza a prognóza generátorů hodnoty masokombinátu Benda

Předpoklady ohledně budoucího vývoje generátorů hodnoty:

Generátor 1 - Tempo růstu tržeb

V rámci strategické analýzy bylo zjištěno, že podnik Benda se pohybuje na rostoucím trhu. Jeho tržní podíl v minulosti rostl. Konkurenční postavení Bendy oproti konkurentům je silné a umožní další růst tržního podílu podniku Benda (měřeno tržbami v Kč) ještě příští čtyři roky. Růst tržního podílu Bendy se přitom bude postupně zpomalovat a ve druhé fázi již zůstane na úrovni posledního roku plánu.

Prognóza indexů růstu trhu a prognóza tržního podílu podniku byla v rámci strategické analýzy již sestavena a je následující:

	2020	2021	2022	2023	2024	2. fáze
Index růstu tržeb - trh	1,048	1,066	1,062	1,059	1,055	4 %
Tržní podíl - Benda	0,479	0,510	0,540	0,550	0,550	55 %

Generátor 2 – Pracovní kapitál provozně nutný

Zásoby materiálu

- Dodávkové cykly dodavatelů se v minulosti příliš neměnily.
- Výše zásob jednotlivých materiálových položek v minulých letech postupně narostla na přiměřenou úroveň včetně dostatečných rezervních zásob.
- Lze předpokládat stabilizaci doby obratu materiálu na současné úrovni.

Zásoby nedokončené výroby a výrobků

Doba obratu těchto zásob dosud narůstala. Příčina je především v rozšiřování sortimentu. Rozsáhlý sortiment založený na vynikajících nápadech je jednou z hlavních zbraní v konkurenčním boji, a tedy konkurenční výhodou společnosti Benda. Předpokládáme další nárůst sortimentu, který pravděpodobně bude mít za následek pokračování dosavadní tendence relativního nárůstu těchto zásob během následujících 4 let.

Růst doby obratu se předpokládá příštích 4 letech postupně takovýto:

- Nedokončená výroba: o 1,3 dne o 1 den o 0,5 dne o 0,3 dne
- Hotové výrobky: o 0,4 dne o 0,3 dne o 0,3 dne o 0,1 dne

(pro přesnější kontrolu výsledků vložte plánované doby obratu zaokrouhlené na 1 desetinu dne)

Pohledávky

Doba splatnosti obchodních úvěrů poskytnutých společnostmi Benda během zkoumaného období mírně narůstala. Marketingové oddělení předpokládá, že se obchodní podmínky již nebudou měnit a doba obratu (tj. průměrná doba splatnosti) pohledávek se stabilizuje na úrovni posledního roku minulého období.

Krátkodobé závazky

Dodavatele nelze již dále tlačit ke zdi. Předpokládá se stabilizace doby splatnosti dodavatelských úvěrů na úrovni posledního roku.

Časové rozlišení a rezervy zůstanou na úrovni roku 2020 (v absolutní korunové úrovni).

Generátor 3 – Zisková marže

- Zisková marže bude počítána z korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a daněmi vztaženého k tržbám.
- **Korigovaný provozní výsledek hospodaření:** v minulém roce došlo k odprodeji dlouhodobého majetku. Žádné jiné provozní výnosy ani náklady nejsou spojeny s provozně nutným majetkem.
- **Prognóza ziskové marže na základě analýzy konkurenční pozice (prognóza marže shora):** Zisková marže byla v minulých letech mimořádně vysoká, v dané branži se pohybuje obvykle mezi 7% až 11%. Předpokládá se, že marže se již nedostane nad úroveň roku 2020 a může již v prvním roce plánu i klesnout nepatrně pod úroveň roku 2018. Během první fáze, zejména k jejímu konci, bude pravděpodobně ještě mírně klesat. Další pokles po roce 2024 se ale už neočekává, podnik má dostatečně silné postavení k tomu, aby v dalším období již udržoval stabilní úroveň ziskové marže na horní hranici obvyklých hodnot.
- **Prognóza ziskové marže na základě analýzy nákladovosti (prognóza marže zdola):** U obou hlavních faktorů ovlivňujících ziskovou marži před odpisy, tj. **výkonové spotřeby a osobních nákladů**, se předpokládá, že jejich procentní podíl na tržbách zůstane v nejbližších letech přibližně na úrovni roku 2020. Ke konci první fáze může dojít k mírnému poklesu podílu osobních nákladů, protože osobní náklady mohou růst o něco pomaleji než tržby. Změny **nákladových rezerv** prognózovány nebudou (tj. rezervy budou ponechány beze změny na úrovni posledního roku, změny budou nulové).

Po naplánování vývoje těchto nákladových položek je třeba dopočítat korigovaný provozní zisk a z něj vyplývající ziskovou marži. Potom je třeba **obě prognózy ziskové marže vzájemně sladit** tak, aby se ziskové marže shodovaly a zároveň jak vývoj ziskové marže, tak jednotlivých nákladových položek odpovídal výše uvedeným předpokladům.

Generátor 4 – Investice do dlouhodobého majetku

- **Pozemky**
U provozně potřebných pozemků se nepředpokládají žádné změny.
- **Stavby**
Podnik se právě dostal na hranici své výrobní kapacity, proto bude třeba v nejbližším období pořídit rozšiřovací investici. Ta bude zahrnovat i pořízení nové budovy za **30 mil. Kč**. Odpisy budou jednak pokračovat v dosavadní výši ze starších budov, jednak budou zvýšeny o odpisy z nové budovy, které budou lineární s očekávanou životností 30 let.
- **Samostatné hmotné movité věci**
U strojního vybavení budou zapotřebí v nejbližší době dvě velké investice: v prvním plánovaném roce **rozšiřovací investice ve výši 20 mil. Kč** a od roku 2023, kdy začne dobíhat životnost dosavadních strojů, budou nutné **obnovovací investice, plánovány jsou ve výši 30 000 a 15 000 mil. Kč**. Odpisy z těchto nových investic jsou kalkulovány jako lineární při průměrné životnosti strojů 8 let.

3. Sestavení finančního plánu masokombinátu Benda

Další informace pro sestavení plánu:

Plán dlouhodobého financování

1. **Úrokové míry:** - z dluhopisů: 6 %
- z bankovních úvěrů: 5 %
2. **Dluhopisy** (13 200 tis. Kč) jsou splatné jednorázově v roce 2022.
3. **Dlouhodobé bankovní úvěry** (35 796 tis. Kč) jsou splatné v roce 2024, rovněž jednorázově.
4. Podnik má poměrně dost vlastních peněžních prostředků, kterými může pokrýt významnou část nových investic. Na zbývající část investičních výdajů předpokládá přijetí dvou úvěrů. Na rozšiřovací investici v roce 2021 bude nutné přijmout **nový dlouhodobý bankovní úvěr 10 mil. Kč** a na obnovovací investici v roce 2023 **nový úvěr 10 mil. Kč** a v roce 2024 **nový úvěr 30 mil. Kč**. Předpokládané podmínky: úvěr poskytnut vždy na 5 let, celá částka bude splacena až na konci, úrok bude ročně 5 %.
5. **Krátkodobé bankovní úvěry** podnik v současnosti nemá a jejich přijetí zatím neplánuje.
6. **Žádné externí změny vlastního kapitálu** se nepředpokládají.

Provozně nepotřebný majetek

1. Ve finančním plánu se bude předpokládat ponechání neprovozního majetku (pozemků a cenných papírů) na současné úrovni. Žádné nové nákupy ani odprodeje nebudou do plánu zapracovány.
2. **Výnosy z dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku** zůstanou ve stejné výši jako v roce 2020.

Daň a rozdělení zisku

1. Předpokládaná **sazba daně** ze zisku: 19%.
2. Do výpočtu daně se nezapočítávají výnosy z dlouhodobého finančního majetku, neboť jde o příjmy zdaněné zvláštní sazbou daně a částky vykázané ve výsledovce jsou již po dani.
3. Vlastníci očekávají výplatu **podílů na zisku** (tj. dividendy) ve výši 8 000 tis. Kč ročně.

4. Ocenění podniku Benda metodou DCF

Další předpoklady potřebné pro ocenění:

- a) **Diskontní míra, tj. průměrné vážené náklady kapitálu**, byly stanoveny ve výši **13 %**.
- b) Rentabilita i tempo růstu a tím i míra investic byly v první fázi mimořádně vysoké, jednalo se o přechodný stav.
- c) **Rentabilita investic:** na základě analýzy dlouhodobého konkurenčního postavení Bendy a porovnání rentability investovaného kapitálu s podobnými podniky lze předpokládat, že by se mohla udržet ve druhé fázi asi **jedno procento nad náklady kapitálu**. Zároveň rentabilita investovaného kapitálu Bendy ke konci první fáze se již blíží stabilizované úrovni rentability, která by mohla být udržitelná ve druhé fázi.
- d) Tržní podíl Bendy se stabilizuje a **tempo růstu** bude odpovídat dlouhodobému růstu trhu odhadnutému v závěru strategické analýzy.