



**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

**FAKULTA STAVEBNÍ**

FACULTY OF CIVIL ENGINEERING

**ÚSTAV STAVEBNÍ EKONOMIKY A ŘÍZENÍ**

INSTITUTE OF STRUCTURAL ECONOMICS AND MANAGEMENT

**OCEŇOVÁNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU VE  
STAVEBNICTVÍ**

VALUATION OF A BUSINESS COMPANY IN CONSTRUCTION

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

MASTER'S THESIS

**AUTOR PRÁCE**

AUTHOR

**Bc. Mátl Viktor**

**VEDOUCÍ PRÁCE**

SUPERVISOR

**Ing. Eva Vítková, Ph.D.**

**BRNO 2023**

# Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav stavební ekonomiky a řízení  
Student: **Bc. Viktor Mátl**  
Vedoucí práce: **Ing. Eva Vítková, Ph.D.**  
Akademický rok: 2022/23  
Studijní program: N0732A260021 Stavební inženýrství – management stavebnictví

Děkan Fakulty Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně určuje následující téma diplomové práce:

## Oceňování obchodního závodu ve stavebnictví

### Stručná charakteristika problematiky úkolu:

Zadání práce:

1. Charakteristika stavebního podniku
2. Metody ocenění podniku
3. Vstupní informace
4. Účel ocenění podniku
5. Případová studie

### Cíle a výstupy diplomové práce:

Cílem diplomové práce je nastínit problematiku oceňování podniků obecně. Definovat charakteristické rysy stavebních podniků. Popsat jednotlivé metody ocenění, jejich vstupní informace. A takto získané teoretické poznatky dále aplikovat na případové studii.

### Seznam doporučené literatury a podklady:

Mařík, M. a kol.; Metody oceňování podniku, Ekopress, 2018, ISBN: 978-80-87865-38-5.

Mařík, M. a kol.; Metody oceňování podniku pro pokročilé, Ekopress, 2018, ISBN: 978-80-87865-42-2 .

Krabec, T.; Oceňování podniku a standardy hodnoty, Grada, 2009, ISBN: 978-80-247-2865-0.

Kislingerová, E.; Oceňování podniku, C.H. Beck, 2001, ISBN: 978-80-717-9529-2.

Bradáč, A. a kol.; Teorie a praxe oceňování nemovitých věcí, Akademické nakladatelství CERM, 2021, ISBN: 978-80-7623-066-8.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku.

V Brně, dne 7. 2. 2022

L. S.

---

prof. Ing. Jana Korytářová, Ph.D.  
vedoucí ústavu

---

Ing. Eva Vítková, Ph.D.  
vedoucí práce

---

prof. Ing. Rostislav Drochytka, CSc., MBA, dr. h. c.  
děkan

## **ABSTRAKT**

Diplomová práce je zaměřena na ocenění obchodního závodu, jak z teoretického, tak i z praktického pohledu.

První část diplomové práce se zabývá teoretickým pojetím ocenění obchodního závodu a jejím pochopením. V teoretické části předkládané diplomové práce budou specifikované jednotlivé metody ocenění a jejich využití.

Druhá část diplomové práce je zaměřena na praktické zpracování ocenění vybraného obchodního závodu XXX, a.s., který podniká ve stavebnictví a poskytuje pronájem komerčních prostor. Účelem ocenění společnosti objednaného investorem je stanovení tržní ceny obchodního závodu pro informativní účely k datu 31.12.2021.

Závěrečná část je věnována určení tržní hodnoty oceňovaného obchodního závodu.

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

oceňování, hodnota obchodního závodu, metoda účetní, metoda výnosová a metoda majetková, strategická a finanční analýza, komerční nemovitost

## **ABSTRACT**

The master thesis is focused on the evaluation of the enterprise, both from a theoretical and practical point of view.

The first part of the master thesis deals with the theoretical concept of the evaluation of the enterprise and its understanding. The theoretical part of the submitted thesis will specify the individual methods of evaluation and their use.

The second part of the thesis is focused on the practical processing of the evaluation of the selected enterprise XXX, a.s., which is active in construction and provides lease of commercial premises. The purpose of the evaluation of the company ordered by the investor is to determine the market price of the company for informational purposes to 31.12.2021.

The final part is devoted to the determination of the market value of the valued enterprise.

## **KEYWORDS**

valuation, value of the business, accounting method, yield method and method of property, strategic and financial analysis, commercial real estate

## **BIBLIOGRAFICKÁ CITACE**

MÁTL, Viktor. *Oceňování obchodního závodu ve stavebnictví* [online]. Brno, 2023 [cit. 2023-01-06]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/142764>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta stavební, Ústav stavební ekonomiky a řízení. Vedoucí práce Eva Vítková.

## **PROHLÁŠENÍ O PŮVODNOSTI ZÁVĚREČNÉ PRÁCE**

Prohlašuji, že jsem závěrečnou práci s názvem *Oceňování obchodního závodu ve stavebnictví* zpracoval samostatně a že jsem uvedl všechny použité informační zdroje.

V Brně dne 12.1.2023

.....  
Bc. Viktor Mátl

## **DECLARATION OF AUTHORSHIP OF THE FINAL THESIS**

I declare that this final thesis titled *Valuation of a business company in construction* are my own work and the result of my own original research. I have clearly indicated the presence of quoted or paraphrased material and provided references for all sources.

Brno, 12.1.2023

---

Bc. Viktor Mátl

## **PODĚKOVÁNÍ**

Chtěl bych poděkovat Ing. Evě Vítkové, Ph.D., vedoucí diplomové práce, za pomoc, velkou ochotu a podporu při zpracování mé diplomové práce.

## Obsah

<b>1</b>	<b>ÚVOD</b> .....	<b>15</b>
<b>2</b>	<b>ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU</b> .....	<b>16</b>
2.1	Definice obchodního závodu .....	16
2.2	Podněty k ocenění obchodního závodu .....	17
2.3	Základní přístupy k ocenění obchodního závodu .....	18
2.3.1	Tržní hodnota .....	18
2.3.1.1	Cena.....	18
2.3.1.2	Trh .....	18
2.3.1.3	Hodnota .....	19
2.3.1.4	Tržní hodnota .....	19
2.3.2	Subjektivní hodnota.....	19
2.3.3	Objektivizovaná hodnota.....	20
2.3.3.1	Udržovat substanci .....	20
2.3.3.2	Volný zisk .....	20
2.3.3.3	Nepotřebný majetek .....	20
2.3.3.4	Metoda.....	20
2.4	Srovnání základních přístupů k ocenění .....	21
2.5	Doporučený postup oceňování obchodního závodu .....	21
2.6	Základní metody pro oceňování obchodního závodu .....	24
<b>3</b>	<b>STRATEGICKÁ ANALÝZA</b> .....	<b>25</b>
3.1	Analýza tržního potenciálu .....	25
3.2	Analýza vnitřního potenciálu.....	25
3.3	Analýza konkurenční situace .....	26
<b>4</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA</b> .....	<b>28</b>
4.1	Analýza finančního zdraví obchodního závodu .....	28
4.1.1	Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů .....	28
4.1.2	Přehled základních zdrojů informací.....	28
4.1.3	Analýza základních účetních výkazů .....	29
4.1.3.1	Rozvaha.....	29
4.1.3.2	Oceňování majetků a závazků .....	34
4.1.3.3	Výkaz zisků a ztrát (výsledovka) .....	35

4.1.3.4	Výkaz peněžních toků (cash-flow).....	35
4.1.4	Analýza poměrových ukazatelů .....	37
4.1.4.1	Ukazatelé likvidity .....	38
4.1.4.2	Ukazatelé dlouhodobé finanční rovnováhy .....	39
4.1.4.3	Ukazatelé rentability .....	41
4.1.4.4	Ukazatelé aktivity.....	42
4.1.4.5	Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů.....	44
4.1.4.6	Souhrnné pohledy na finanční zdraví obchodního závodu .....	44
4.2	Finanční analýza pro vlastní ocenění metodou DCF.....	46
4.2.1	Tržby .....	46
4.2.2	Provozní zisková marže .....	46
4.2.3	Pracovní kapitál.....	48
4.2.4	Investice do investičního majetku .....	48
<b>5</b>	<b>FINANČNÍ PLÁN.....</b>	<b>49</b>
5.1	Plán obchodního závodu.....	50
5.2	Propočet zisku a peněžních toků .....	51
5.3	Plánovaná rozvaha .....	52
5.4	Rizika při finančních plánování.....	53
<b>6</b>	<b>VÝNOSOVÉ METODY .....</b>	<b>54</b>
6.1	Metoda diskontovaných peněžních toků .....	54
6.1.1	Podle způsobu daní.....	54
6.1.2	Podle použitých cen .....	55
6.1.3	Podle způsobů kalkulace peněžních toků.....	55
6.2	Výpočet výnosového ocenění metodou DCF entity .....	55
6.2.1	Náležitosti cash – flow pro účely oceňování metodou DCF entity .....	56
6.2.2	Technika propočtu a volba časového horizontu .....	57
6.2.3	Standartní dvoufázová metoda .....	58
6.2.3.1	Fáze prognózy .....	59
6.2.3.2	Odhad pokračující hodnoty .....	59
6.2.4	Kalkulovaná úroková míra při metodě DCF .....	64
6.2.5	Zjištění výsledné hodnoty podniku .....	66
6.3	Variantní metody DCF .....	67
6.3.1	Metoda DCF equity.....	67
6.3.2	Metoda DCF APV .....	69

6.4	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů .....	71
6.4.1	Podklady pro ocenění .....	71
6.4.2	Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů .....	71
6.4.3	Výpočet odnímatelného čistého výnosu .....	72
6.4.4	Výpočet hodnoty obchodního závodu .....	73
6.4.5	Kalkulovaná úroková míra při metodě kapitalizovaných čistých výnosů .....	74
6.4.6	Zjištění výsledné hodnoty obchodního závodu .....	75
<b>7</b>	<b>TRŽNÍ METODY .....</b>	<b>76</b>
7.1	Ocenění na základě tržní kapitalizace .....	76
7.2	Ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů .....	76
7.3	Ocenění na základě srovnatelných transakcí .....	79
7.4	Ocenění na základě údajů uváděných na burzách .....	79
7.5	Závěry k metodám založených na analýze trhu .....	80
<b>8</b>	<b>MAJETKOVÉ OCENĚNÍ .....</b>	<b>81</b>
8.1	Základní druhy majetkového ocenění .....	81
8.1.1	Vlastní jmění (účetní hodnota) .....	81
8.1.2	Likvidační hodnota .....	81
8.1.3	Substanční hodnota .....	82
8.2	Určení substanční metody .....	82
8.2.1	Indexová metoda .....	82
8.2.2	Přímé zjišťování cen .....	83
8.2.3	Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek .....	83
8.3	Oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv .....	83
8.3.1	Aktiva .....	83
8.3.1.1	Pozemky .....	83
8.3.1.2	Stavby .....	84
8.3.1.3	Stroje a zařízení .....	85
8.3.1.4	Nehmotná aktiva .....	85
8.3.1.5	Finanční investice .....	85
8.3.1.6	Zásoby .....	85
8.3.1.7	Pohledávky .....	86
8.3.1.8	Peníze a cenné papíry .....	86
8.3.2	Pasiva .....	86
8.3.2.1	Rezervy .....	86

8.3.2.2	Závazky .....	86
8.4	Použití substanční metody .....	86
8.5	Výpočet substanční hodnoty .....	87
<b>9</b>	<b>PRAKTICKÁ ČÁST – OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU .....</b>	<b>88</b>
9.1	Všeobecné informace .....	88
9.2	Použité metody ocenění .....	89
9.3	Popis obchodního závodu .....	89
9.4	Popis společnosti a jeho základní činnosti .....	90
9.5	Strategická analýza – celková makroekonomická situace státu a situace na trhu .....	90
9.6	Finanční analýza .....	92
9.6.1	Elementární metody .....	92
9.6.1.1	Horizontální analýza .....	92
9.6.1.2	Vertikální analýza .....	97
9.6.2	Poměrové ukazatele .....	102
9.6.2.1	Ukazatele likvidity .....	102
9.6.2.2	Ukazatele kapitálové struktury .....	103
9.6.2.3	Ukazatele výkonnosti .....	104
9.6.2.4	Souhrnné ukazatele .....	105
9.7	Finanční plán .....	106
<b>10</b>	<b>OCENĚNÍ VYBRANÉHO OBCHODNÍHO ZÁVODU .....</b>	<b>108</b>
10.1	Ocenění účetní metodou .....	108
10.2	Majetkové ocenění .....	109
10.2.1	Lokalita .....	109
10.2.2	Dopravní napojení .....	111
10.2.3	Popis nemovitosti .....	112
10.2.4	Půdorys a specifikace .....	112
10.2.5	Developerský potenciál .....	113
10.2.6	Obsazenost .....	114
10.2.7	Kondice budovy .....	115
10.2.8	Popis pozemku .....	116
10.2.9	Územní plán .....	116
10.2.10	Ocenění jednotlivých rozvahových položek majetkovou metodou .....	118
10.3	Výnosové ocenění .....	125
<b>11</b>	<b>REKAPITULACE.....</b>	<b>129</b>

<b>12</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>130</b>
<b>13</b>	<b>ZDROJE.....</b>	<b>131</b>
<b>14</b>	<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>135</b>
<b>15</b>	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ.....</b>	<b>137</b>
<b>16</b>	<b>SEZNAM GRAFŮ.....</b>	<b>138</b>
<b>17</b>	<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>139</b>

## 1 ÚVOD

V nedávné době praxe vyžadovala ocenění pouze některých složek majetku zejména při jeho prodeji. Ocenění vycházelo z přesně stanovených pravidel a nejednalo se o tržní ocenění. Ocenění obchodního závodu jako celku se neprovádělo.

V dnešní době je zcela běžná situace, kdy je potřeba ocenit obchodní závod jako celek zejména při transformaci společností. Na významu nabývají i akvizice obchodních závodů. Znat celkovou hodnotu firmy je nutné i při vkladu obchodního závodu nebo jeho části do jiné společnosti, uvádíme-li obchodní závod na burzu, rozhodujeme-li o možnostech sanace či likvidace, žádáme-li o úvěr, ale zejména při koupi a prodeji obchodního závodu.

Oceňování obchodního závodu se v České republice rychle rozvíjí. Metody a postupy oceňování se přejímají zejména z EU a USA a upravují se pro české podmínky. Určení hodnoty obchodního závodu vycházející z části z prognózy budoucího vývoje ekonomické situace v České republice je velmi obtížné, a vyžaduje značný podíl vlastního úsudku. Všeobecnou snahou je zavedení určité standardizace, vedoucí k jednoznačnému výsledku. Metody pro ocenění obchodního závodu a jejich použití se však liší nejen v návaznosti na účel ocenění, ale i v rámci platných legislativních předpisů.

V první teoretické části předkládané diplomové práce budou jednotlivé metody, blíže specifikovány a uvedeny možnosti jejich využití.

Druhá část je zaměřena na praktické zpracování ocenění vybrané společnosti podnikající ve stavebnictví a pronájmu komerčních prostor. Účelem ocenění společnosti objednaného investorem je stanovení tržní ceny podniku pro informativní účely.

## 2 ZÁKLADY OCEŇOVÁNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU

Dříve než bude věnována pozornost tomu, jak ocenění obchodního závodu provést, měla by být jasná představa o tom, co vlastně je oceňováno a co by mělo být výsledkem.

V úvodní části budou formulována základní východiska a potřebné informace pro oceňování obchodního závodu. Především je potřeba uvést, co se rozumí pod samotným pojmem obchodní závod a jaké jsou základní hladiny, na kterých může být obchodní závod oceňován. Poté je potřeba zmínit, co je to hodnota obchodního závodu a jaké základní báze hodnoty je žádoucí rozlišovat. Vymezení základních východisek a informací je pak dobrým předpokladem pro použití vlastních oceňovacích metod. [1, 2]

### 2.1 Definice obchodního závodu

Prvotní zaměření je vymezení samotného pojmu obchodní závod. Obchodní závod je vymežován v literatuře různě. Obchodní závod lze definovat například jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které zpravidla existují velmi málo transparentní trhy. Tato definice odpovídá reálné situaci a má významné dopady pro vymezení hodnoty obchodního závodu. [5]

V naší praxi pro oceňovatele mají největší význam definice uváděné v zákoně. Do roku 2013 byl pojem podnik vymezen v § 5 obchodního zákoníku. [1, 11] Od 1.1.2014 nahradil znění nový občanský zákoník, v kterém je původní pojem podnik nahrazený pojmem obchodní závod definovaný v § 502 takto:

**„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.“** [12]

V návaznosti na zmíněnou definici je třeba uvést ještě dva paragrafy, které vymezují následující pojmy „podnikatel“ a „jmění“, na kterých je definice obchodního závodu založena.

„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku,

je považován se zřetelem k této činnosti za **podnikatele**.“ [27] a druhá navazující definice pojednává o **jmění**: „Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejích dluhů. .“ [26]

Navzdory tomu, že občanský zákoník od roku 2014 změnil a nahradil několik zmíněných pojmů, které oceňovatelé používají, a že při ocenění obchodního závodu staršího data se oceňovatel může setkat stále s předchozími pojmy, přehledně uvedené v tabulce.

**Tabulka 2-1 Přehled základních pojmů pro oceňování podniku v českých zákonech (zdroj, zpracování: [1])**

<b>Původní pojem obchodního zákoníku do roku 2013</b>	<b>Odpovídající nový pojem občanského zákoníku od roku 2014</b>
Podnik	Obchodní závod
Obchodní majetek	Majetek
Obchodní jmění (soubor obchodního majetku a závazků)	Jmění
Čistý obchodní majetek (obchodní majetek po odečtení závazků)	- (analogický pojem není definován)

## 2.2 Podněty k ocenění obchodního závodu

Ocenění je objednaná služba, která přináší užitek. Charakter užitku vyplývá z potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Proto odlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů:

- změna právní formy obchodní společnosti,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- koupě a prodej pozemku,
- splynutí a sloučení obchodních společností,
- uvedení společnosti na burzu,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné bonity podniku. [1]

### 2.3 Základní přístupy k ocenění obchodního závodu

Především je důležité si uvědomit, že různé podněty jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání mohou vyžadovat i různé metody a povedou i k odlišným výsledkům.

Při oceňování lze hledat odpověď na tři základní otázky:

- Jakou hodnotu má podnik na trhu. Jaké je tedy tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

Z tohoto hlediska vychází tři základní přístupy:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota.

#### 2.3.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota spočívá na představě, že existuje trh s obchodními závody, případně trh s podíly na vlastním kapitálu obchodních závodů. Na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících. Vytváří se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena, která je označována jako tržní hodnota (market value). [1]

Pro přesnost jsou zmíněné definice základních pojmů souvisejících s tržní hodnotou.

##### 2.3.1.1 Cena

Je to termín používaný pro množství peněz, které jsou požadovány, nabízeny nebo zaplacený za zboží nebo služby. Je to historický fakt veřejně známý nebo udržovaný v soukromí. Cena je obecným měřítkem relativní hodnoty přidělované zboží nebo službám jednotlivými kupujícími nebo prodávajícími za jejich individuálních okolností. [1]

##### 2.3.1.2 Trh

Je systém, kde jsou zboží a služby směnovány mezi kupujícími a prodávajícími prostřednictvím cenového mechanismu. Trh představuje schopnost zboží nebo služeb být směňována mezi kupujícími a prodávajícími bez příslušných omezení jejich činnosti. Každá strana reaguje na nabídkové a poptávkové vztahy a ostatní cenotvorné faktory. [2]

### 2.3.1.3 Hodnota

Je ekonomický pojem, který se týká peněžního vztahu mezi zbožím a službami, které lze koupit a těmi, kdo je kupují a prodávají. Hodnota není na rozdíl od ceny skutečností, ale odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. [1]

### 2.3.1.4 Tržní hodnota

Je odhadnutá částka, ze kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi kupujícím a prodejce chtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

### 2.3.2 Subjektivní hodnota

Na obchodní závod jako celek je třeba pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Hodnotu obchodního závodu určuje individuální názor účastníků transakce. Hodnota je dána užitekem majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka apod.

Na tomto subjektivním názoru je založena tzv. Kolínská škola. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. [1, 2]

Kolínská škola se dělí na několik základních funkcí oceňování:

- funkci rozhodčí (poskytuje nezávislé ocenění),
- funkci poradenskou (poskytuje informace o minimální, maximální a hraniční ceně),
- funkci argumentační (slouží jako podklad pro jednání),
- funkci komunikační (poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností, investory, bankami),
- funkci daňovou (poskytuje podklady pro daňové účely).

Je třeba zdůraznit, že odlišení subjektivní hodnoty má značný praktický význam. Při hledání této veličiny se musíme do značné míry orientovat na představy a možnosti konkrétního subjektu. [1]

### **2.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Pro odhadce je výhodnější vycházet z představy objektivní, případně alespoň objektivizovanější hodnoty, kterou je schopen určit jen profesionál. Kolínská škola zná jen subjektivní hodnotu, např. hraniční hodnotu a tu si je často finančně vzdělaný vlastník nebo zájemce o koupi schopen vypočítat sám.

Objektivní hodnota v podstatě neexistuje. Odhadci proto začali pracovat s pojmem objektivizovaná hodnota, která je v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. [2]

#### **2.3.3.1 Udržovat substanci**

Z obchodního závodu má být vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).

#### **2.3.3.2 Volný zisk**

Je část zisku, která lze vybrat, aniž by byla ohrožena substance obchodního závodu.

#### **2.3.3.3 Nepotřebný majetek**

Majetek obchodního závodu je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.

#### **2.3.3.4 Metoda**

Metoda ocenění by měla být jasná a jednoznačná. To znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky. Proto je také dáována přednost kombinované majetkové a výnosové metodě. [2]

Koncepce objektivizované hodnoty se od Kolínské školy odlišuje.

V prvním stupni se bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém stupni se pak přihlíží k faktům, která mají vliv na ocenění a jsou obecně známá, i když se týkají budoucnosti. [1]

## 2.4 Srovnání základních přístupů k ocenění

Použití subjektivního ocenění je zřejmé. Jedná se o hodnotu obchodního závodu pro konkrétní subjekt. Bude založeno převážně na budoucnosti, do které se promítnou individuální ocenění daného subjektu.

Subjektivní přístup bude vhodný zejména v těchto situacích:

- koupě a prodej obchodního závodu, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná,
- rozhodování mezi sanací a likvidací obchodního závodu.

Tržní hodnota a objektivizované ocenění jsou vhodné v situacích, kdy by hodnota měla být závislá na konkrétním subjektu. Zásadní odlišnosti pak spočívají v tom, že tržní hodnota průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, zatímco objektivizované ocenění je založeno na nesporných faktech a na současnosti. [1, 2]

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při:

- uvádění obchodního závodu na burzu,
- prodeji obchodního závodu, kdy není znám kupující, ale stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl obchodní závod pravděpodobně prodat.

Objektivizované ocenění by mělo být použito např.:

- při poskytování úvěru,
- při zjišťování současné reálné bonity obchodního závodu.

## 2.5 Doporučený postup oceňování obchodního závodu

Jakým způsobem ocenit vybraný obchodní závod, je znázorněno níže v postupu, který obsahuje následující kroky:

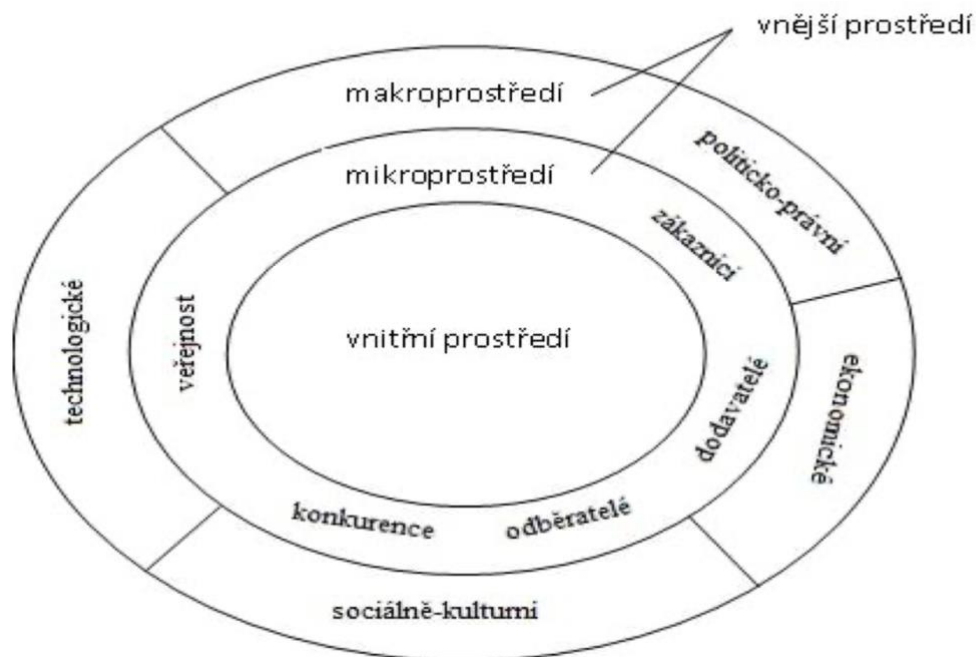
### 1. Vymezení úkolu pro oceňovatele

Před zahájením prací na ocenění je nutné vyjasnit, kdo si ocenění vyžádal, z jakého důvodu bude ocenění prováděno.

## 2. Strategická analýza oceňovaného obchodního závodu

Je vhodné provést souhrnné hodnocení. Výsledkem souhrnného hodnocení je analýza tržního, vnitřního potenciálu oceňovaného obchodního závodu a analýza konkurenční situace.

### 1. Okolí obchodního závodu



**Obrázek 2-1 Vnější a vnitřní prostředí (zdroj, zpracování: [7])**

- a. Makroprostředí,
  - b. Mikroprostředí.
2. Obchodní závod
    - a. minulost (3-5 let),
    - b. současnost,
    - c. budoucnost (3-5 let).

Přistoupíme k hodnocení z finančního hlediska, což může obsahovat finanční analýzu pro zjištění výkonnosti oceňované společnosti a dále na jejím základě bude sestaven finanční plán do budoucích let.

### 3. **Finanční analýza oceňovaného obchodního závodu**

Nejprve je třeba zpracovat finanční analýzu současného stavu obchodního závodu.

1. Finanční analýza (3-5 let) obsahuje elementární metody a poměrové ukazatele oceňovaného obchodního závodu.
2. Strategická analýza (3-5 let) obsahuje souhrnné hodnocení, které vychází z analýzy tržního a vnitřního potenciálu oceňovaného obchodního závodu a analýzy konkurenční situace.

### 4. **Sestavení finančního plánu**

Je vycházeno ze strategické a finanční analýzy. Sestavení finančního plánu je zpracováváno na základě předešlých kapitol, a to strategické a finanční analýzy. Ve většině případů postačí plán nastavit na další 2 roky fungování.

### 5. **Vlastní ocenění**

Následně lze využít některou z metod pro vlastní výpočet hodnoty obchodního závodu, které jsou specifikované v kapitole 2.6. [1]

### 6. **Syntéza výsledku**

V syntéze výsledků je připravován závěrečný výrok o tržní ceně obchodního závodu.

### 7. **Závěr**

Závěrem je výrok o tržní hodnotě obchodního závodu k datu ocenění.

## 2.6 Základní metody pro oceňování obchodního závodu

Cílem je vyjádření hodnoty obchodního závodu pomocí určité peněžní částky. Potenciál obchodního závodu je oceněn peněžním ekvivalentem. Výsledná hodnota obchodního závodu se opírá o použití oceňovacích metod.

V zásadě existují tři okruhy metod:

1. **Výnosové metody** – opírající se o analýzu výnosů.
  - metoda diskontovaných peněžních toků,
  - metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
  - kombinované výnosové metody. [1]
2. **Tržní metody** – založené na analýze aktuálních cen na trhu.
  - ocenění na základě tržní kapitalizace,
  - ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů,
  - ocenění na základě srovnatelných transakcí,
  - ocenění na základě údajů o obchodních závodech uváděných na burzu. [1, 2]
3. **Majetkové ocenění** – analýza založená na ocenění vynaložených nákladů na pořízení podnikového majetku.
  - vlastní kapitál (účetní hodnota),
  - likvidační hodnota,
  - substanční metoda. [1, 2]

### 3 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Ekonomická hodnota obchodního závodu závisí na očekávaných čistých příjmech. Krátkodobé odhady mohou být odvíjeny z minulosti a většinou postačí aktualizovat je o předpokládané změny. Dlouhodobý odhad vývoje příjmů je však zatížen ve většině případů vysokým stupněm nejistoty. Existuje jen jeden způsob, jak se s odhady do vzdálenější budoucnosti vypořádat. Vychází z výsledků strategické analýzy a sestavení tzv. strategického ocenění obchodního závodu. Smyslem je zjistit skrytý vývojový potenciál a vytvořit rámec k prognózám budoucího vývoje, zejména tržeb. [2]

#### 3.1 Analýza tržního potenciálu

Prvním krokem při zkoumání by měla být stručná analýza minulosti a návazně prognóza budoucího vývoje národního hospodářství s důrazem na základní parametry např.: HDP, produkce odvětví, ceny, daně, sociální poplatky, úrokové míry. Dále jsou zkoumány národohospodářské ukazatele např.: vývoj národního hospodářství v posledních letech včetně vývojových tendencí a vývoje trhu.

Návazným krokem je analýza odvětví a relevantního trhu. Trh, na kterém se obchodní závod pohybuje se musí vymezit jak z hlediska produktů, tak z hlediska regionálního. Součástí analýzy trhu je i hodnocení jeho celkové atraktivity. Čím je trh atraktivnější, tím je i vyšší naděje na tvorbu hodnoty. Dále je snaha zjistit, jak se trh vyvíjel v minulosti, které faktory tento vývoj nejvíce ovlivňovaly a jaké faktory budou působit na trh v budoucnosti. [2]

Z analýzy tržního potenciálu by měla vyplynout prognóza trhu v Kč i ve fyzických jednotkách a jeho budoucí vývoj v období, pro který bude sestavován finanční plán. [2, 3]

#### 3.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu je závislá na fázi životního cyklu věcných složek, personálu, financí a řízení. Pokud je to možné, je třeba odhadnout v jaké fázi se firma nachází. [2]

- Ve fázi **zrodu** — je lépe oceňovat firmu jako opci.
- Ve fázi **rychlého rozvoje** — vykazuje značná tempa růstu. Rychlý růst však znamená vysoké investice a nízké peněžní toky, které je možno z firmy odebrat.
- Ve fázi **zralosti** — nevykazuje velké potíže, je však třeba se zabývat otázkou co dále.

Následně je třeba posoudit hlavní zdroje firmy a úroveň využití kapacit, strukturu, kvalitu a motivaci personálu, úroveň marketingu a řízení obchodního závodu. Při analýze řízení jsou hledány odpovědi na dílčí otázky:

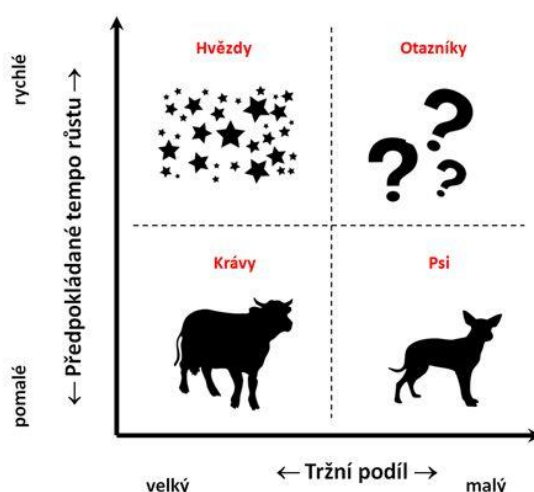
- jaká je úroveň lidí ve vrcholovém managementu,
- jakou mají vizi do budoucnosti,
- zda se společnost zabývá strategickým plánováním,
- jaká je úroveň motivace managerů. [2]

Snahou je zjistit, zda zdroje obchodního závodu umožní využití tržního potenciálu nebo zdaje zde určitý přebytek kapacit a dále odhadnout perspektivnost firmy, najít její silné stránky a příležitosti, které by mohli zakládat důležitou konkurenční výhodu. [1]

### 3.3 Analýza konkurenční situace

Zde jde nejprve o vymezení hlavních konkurentů a shromáždění informací o jejich produkci, hospodaření, strategiích a záměrech. Je téměř nemožné tyto údaje získat v dostatečném rozsahu. Proto je dobré se obrátit na odborníky, kteří v odvětví pracují a získat alespoň přibližné odhady.

Je-li představa o hlavních konkurentech, lze posoudit relativní konkurenční sílu obchodního závodu. Pro vyjádření postavení podniku je nejlepší použití portfolio matice. Nejznámější je Bostonská matice. Vyjadřuje aktivitu trhu ukazatelem tempo růstu trhu a konkurenční sílu obchodního závodu ukazatelem podíl na trhu.



Obrázek 3-1 Bostonská matice (zdroj a zpracování: [4])

Výsledkem plynoucím z porovnání i analýzy konkurenčních schopností oceňovaného obchodního závodu a jejich hlavních rivalů by měla být zdůvodněná **prognóza tržního podílu oceňovaného obchodního závodu na trhu**. Dosavadní stav podílu a jeho vývoj je přitom jedním z nejdůležitějších projevů konkurenční síly. Jinak řečeno, tržby mohou růst rychlejším tempem jen tehdy, poroste-li podíl firmy na trhu.

Složí se tedy dohromady prognóza trhu a prognóza tržního podílu obchodního závodu na tomto trhu, získá se prognóza dosažitelných tržeb oceňovaného obchodního závodu. [1, 3]

## 4 FINANČNÍ ANALÝZA

Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům při oceňování obchodního závodu a plní dvě základní funkce, které jsou popsány v následujících kapitolách.

### 4.1 Analýza finančního zdraví obchodního závodu

Vlastní postup finanční analýzy v rámci ocenění lze shrnout do následujících kroků:

- prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů,
- analýza základních účetních výkazů,
- analýza poměrových ukazatelů,
- souhrnné pohledy na finanční zdraví. [13]

#### 4.1.1 Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů

Vždy je nutné prozkoumat, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a do jaké míry jsou úplná. Oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora. Není-li to možné, je třeba, aby si prověřil stav účetnictví sám.

Zároveň se musí zajímat o všechny důležité informace, které nejsou ve výkazech obsaženy. [1]

#### 4.1.2 Přehled základních zdrojů informací

Finanční analýza se opírá o informace, které jsou dohledatelné z účetní závěrky obchodního závodu. Obsah účetní uzávěrky je závazně upraven opatřením Ministerstva financí. [3]

Účetní závěrku v soustavě podvojného účetnictví tvoří:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztrát,
- příloha,
  - obecné údaje o účetní jednotce,
  - informace o účetnictvích metodách,
  - doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztrát,
  - výkaz o peněžních tocích (cash flow).

### 4.1.3 Analýza základních účetních výkazů

Analýza a výčet základních účetních výkazů bude uvedeno níže.

#### 4.1.3.1 Rozvaha

Rozvaha podává přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému okamžiku. Je důležité mít k dispozici rozvahu za více období, aby bylo možné posuzovat tendence, které se zde projevují.

Oceňovatel se musí zaměřit především na [1, 3]:

- stav a vývoj bilanční sumy,
- strukturu aktiv,
- strukturu pasiv,
- relace mezi složkami aktiv a pasiv.

Základní vztah v rozvaze lze definovat rovnicí:

$$\text{Aktiva} = \text{vlastní jmění} + \text{dluhy (pasiva)} \quad (4-1)$$

##### 4.1.3.1.1 Aktiva

Majetek obchodního závodu je v rozvaze uspořádán následovně:

- z pohledu funkce, kterou v obchodním závodě plní,
- z pohledu času, po který je vázán a využíván,
- z pohledu likvidity. [5]

Označení	AKTIVA	Řádek	Běžné účetní období			Minulé účetní období
			Brutto	Korekce	Netto	Netto
a	b	c	1	2	3	4
	<b>AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 07 + 14)</b>	01				
A.	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	02				
B.	<b>Stálá aktiva (dlouhodobý majetek) (ř. 04 až 06)</b>	03				
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	04				
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	05				
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	06				
C.	<b>Oběžná aktiva (ř. 08 + 09 + 12 + 13)</b>	07				
C. I.	Zásoby	08				
C. II.	Pohledávky (ř. 10 + 11)	09				
C. II. 1	Dlouhodobé pohledávky	10				
C. II. 2	Krátkodobé pohledávky	11				
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	12				
C. IV.	Peněžní prostředky	13				
D.	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	14				

Obrázek 4-1 Rozvaha ve zkráceném tvaru – Aktiva (zdroj, zpracování: [8])

Majetek obchodního závodu se dělí na dvě základní skupiny, a to na dlouhodobý majetek a krátkodobý oběžný majetek. V obrázku 4-1 je naznačená struktura zkrácené verze rozvahy.

### **Pohledávky za upsaný základní kapitál**

Vyjadřují nesplacené vklady do společnosti (v případě společnosti s ručením omezeným) nebo upsané, dosud nesplacené akcie (akciová společnost).

### **Stálá aktiva**

Stálá aktiva v rozvaze zastupují nehmotný a hmotný investiční majetek, finanční investice, nedokončené investice, poskytnuté zálohy na hmotný a nehmotný investiční majetek a opravnou položku k nabytému majetku. [1, 5]

První složkou stálých aktiv je nehmotný investiční majetek. Patří tam zřizovací výdaje a další nehmotná aktiva, jejichž ocenění je průběžně Ministerstvem financí specifikováno a doba užití delší než jeden rok. Do nehmotného majetku patří mimo zřizovacích výdajů i výdaje spojené s výsledky výzkumné a odborné činnosti, software, ocenitelná práva a drobný nehmotný investiční majetek.

Do hmotného investičního majetku patří majetkové části vytvářející věcné předpoklady podnikatelské činnosti, a tedy i provozní kapacitu obchodního závodu. [5]

Patří sem především:

- pozemky, budovy, stavby, umělecká díla,
- samostatné movité věci,
- nedokončené hmotné investice,
- opravná položka k nabytí majetku,
- poskytnuté zálohy na hmotný investiční majetek. [5]

Pozornost si zaslouží opravná položka k nabytému majetku. Opravné položky lze vytvářet k investičnímu majetku, finančnímu majetku, zásobám, pohledávkám i krátkodobému finančnímu majetku. [1, 5]

Složky stálých aktiv jsou v podniku dlouhodobě vázány a lze je vrátit do provozních nákladů obchodního závodu, a tudíž do cen vyráběné produkce je forma odpisů.

Odpisy vyjadřují snížení hodnoty majetku v důsledku opotřebení. Rozlišují se dvě skupiny odpisů, a to odpisy účetní a odpisy pro daňové účely (zákon o dani z příjmu). [2, 5]

Jako poslední položka ve stálých aktivech jsou finanční investice, kterými se rozumí:

- investiční cenné papíry a vklady držené podnikem déle než 1 rok,
- půjčky poskytnuté, tzv. účetní jednotkou ve skupině a ostatní půjčky s dobou splatnosti delší než 1 rok,
- ostatní cenné papíry a obligace (obligace, termínované vklady). [3, 5]

### **Oběžná aktiva**

Jako druhá složka majetku jsou oběžná aktiva. Oběžná aktiva tvoří zásoby, pohledávky a finanční majetek. Jak z názvu vyplývá, že tyto majetkové části obíhají, tj. průběžně mění svoji podobu od peněžních prostředků, přes suroviny a materiál, nedokončenou výrobu, hotové výrobky, pohledávky až zpět po peněžní prostředky. Úlohou oběžných aktiv je zajišťovat plynulost činnosti obchodního závodu. Jedná se o krátkodobý majetek. [1, 5]

Oběžná aktiva jsou uspořádána podle likvidity od nejméně likvidních k nejlikvidnějším majetkovým částem. Znamená to, že první položkou oběžných aktiv jsou zásoby. Ty mají vnitřní členění na zásoby materiálu, nedokončené výroby, polotovary vlastní výroby, výrobky a zvířata, skladované zboží.

V podstatě zásoby zahrnují dvě skupiny zásob, a to:

- zásoby nakupované (materiál a zboží na skladě),
- zásoby vyprodukované vlastní výrobou (nedokončená výroba). [1, 6]

Jako další zmíněnou položkou jsou dlouhodobé a krátkodobé pohledávky z obchodního vztahů, pohledávky z poskytnutých záloh, pohledávky za zaměstnancem, pohledávky za státem, pohledávky ze sociálního zabezpečení atd.

Nejlikvidnější položkou je finanční majetek, který zahrnuje:

- peníze v hotovosti, šeky, poukázky, ceniny (známky, kolky, stravenky),
- peníze na bankovních účtech,
- krátkodobý finanční majetek (cenné papíry splatné do 1 roku, vkladové listy, směnky).

### **Analýza aktiv**

Při analýze aktiv je třeba si uvědomit, že je nezbytné zkoumat nejen to, co v rozvaze je, ale je nutné znát i účetní politiku firmy zejména v oblastech účetní a daňových metodách odepisování, tvorby opravných položek a rezerv a oceňování zásob.

Různé problémy se mohou nejčastěji projevit u vybraných položek:

#### **1. Skutečná kvalita stálých aktiv**

Měřítkem kvality je i vztah mezi účetní hodnotou aktiv a jejich aktuálním oceněním. Externí znalec nemívá možnost dost dobře odhadnout, jaká je reálná hodnota aktiv, což zvyšuje jeho riziko. Pokud není souběžně s výnosovým oceněním prováděno i majetkové ocenění. [2]

#### **2. Cenné papíry**

Je třeba doporučit analýzu jednotlivých složek portfolia. Opatrnost vyžadují málo likvidní aktiva.

#### **3. Zásoby**

Důležité jsou změny zásob a jejich příčiny. Je třeba přezkoumat strukturu zásob a přiměřenost jejich jednotlivých složek vůči dosaženým výkonům.

#### **4. Nadhodnocené pohledávky**

Je třeba ověřit si bonitu pohledávek. Nejlepší je, když podnik dbá na princip opatrnosti a včas vytváří dostatečné opravné položky, které umožní vykazování pohledávek v reálných hodnotách.

#### **5. Podhodnocené závazky**

Platí to zejména pro firmy, která mají zájem, aby byly prodány.

#### 4.1.3.1.2 Pasiva

Pasiva lze rozdělit do dvou skupin zdrojů, se kterými obchodní závod financuje majetkové části.

- vlastní kapitál,
- dluhy, cizí zdroje.

Platí zde základní bilanční rovnice:

$$\text{Aktiva} - \text{dluhy} = \text{vlastní jmění} \quad (4-2)$$

Označení	PASIVA	Řádek	Běžné účetní období	Minulé účetní období
a	b	c	5	6
	<b>PASIVA CELKEM (ř. 16 + 23 + 28)</b>	15		
A.	<b>Vlastní kapitál (ř. 17 až 22)</b>	16		
A. I.	Základní kapitál	17		
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	18		
A. III.	Fondy ze zisku	19		
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	20		
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-) [ř. 01 - (17 + 18 + 19 + 20 + 22 + 23 + 28)]	21		
A. VI.	Rozhodnuto o zálohách na podílů na zisku (-)	22		
B. + C.	<b>Cizí zdroje (ř. 24 + 25)</b>	23		
B.	<b>Rezervy</b>	24		
C.	<b>Závazky (ř. 26 + 27)</b>	25		
C. I.	Dlouhodobé závazky	26		
C. II.	Krátkodobé závazky	27		
D.	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	28		

**Obrázek 4-2 Rozvaha ve zkráceném tvaru – Pasiva (zdroj, zpracování: [8])**

Při nahlédnutí na obr. 4-2 je jako první položka zmíněný **Vlastní kapitál**, který je složen:

- základním jměním,
- kapitálovými fondy,
- hospodářským výsledkem minulých let,  
hospodářským výsledkem běžného účetního období.

#### Cizí zdroje

Platí, že cizí zdroje představují z hlediska financování skupinu, která má proti vlastnímu kapitálu značnou přednost, kterou je zahrnování ceny těchto zdrojů = úroků do nákladových položek obchodního závodu a tím v obchodním závodu vzniká úspora. [2]

Do cizích zdrojů řadíme:

- rezervy,
- dlouhodobé a krátkodobé závazky,
- bankovní úvěry a výpomoci,
- ostatní pasiva.

#### **4.1.3.2 Oceňování majetků a závazků**

Aby bylo možné z uvedených informací v rozvaze činit kvalifikované a reálné závěry k finanční analýze a k odhadu potenciálních rizik plynoucích ze současného působení obchodního závodu, je potřeba znát, jak jednotlivé majetkové části byly oceněny.

Zákon č. 563/1991 Sb. o účetnictví ceny definuje:

- pořizovací cena (cena pořízení včetně nákladů na pořízení),
- reprodukční cena (cena pořízení v době účtování),
- cena pořízení (cena pořízení bez nákladů na pořízení),
- vlastní náklady u zásob pořízení vlastní činnosti,
- vlastní náklady u hmotného majetku s výjimkou zásob a nehmotného majetku ,
- nominální hodnota (přiřazená položka aktiv). [5]

Vycházíme-li z jednotlivých položek rozvahy, pak:

- hmotný majetek se oceňuje pořizovací cenou nebo reprodukční pořizovací cenou,
- hmotný majetek vytvořený vlastní činností se oceňuje vlastními náklady,
- nakoupené zásoby se oceňují pořizovacími cenami,
- peníze a ceniny nominální hodnotou,
- cenné papíry a majetkové účasti cenou pořizovací,
- nakoupený nehmotný majetek pořizovacími cenami. [5]

Způsob oceňování a zvolený způsob odepisování majetkové části je nedílnou součástí přílohy účetní závěry. [1]

#### 4.1.3.3 Výkaz zisků a ztrát (výsledovka)

Výkaz zisku a ztráty zobrazuje rozdíl výnosů a nákladů, tj. výsledek hospodaření, který tvoří obsah účetního výkazu zisku a ztrát.

Pro matematické vyjádření platí:

$$\text{Tržby (výnosy)} - \text{náklady} = \text{zisk} \quad (4-3)$$

Je zde vyjádřeno úspěšnost podniku z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v dispozici v hodnoceném období. Vyjadřuje, jakého hospodářského výsledku bylo dosaženo.

Výkaz zisku a ztrát se skládá z:

- výnosů,
- nákladů,
- hospodářského výsledku.

Výsledek hospodaření se poté propisuje do rozvahy, a to na pasivní stranu, protože se jedná o složku vlastního kapitálu a v rámci směrné účtové osnovy je součástí účtové skupiny 43 - Výsledek hospodaření. [1, 5]

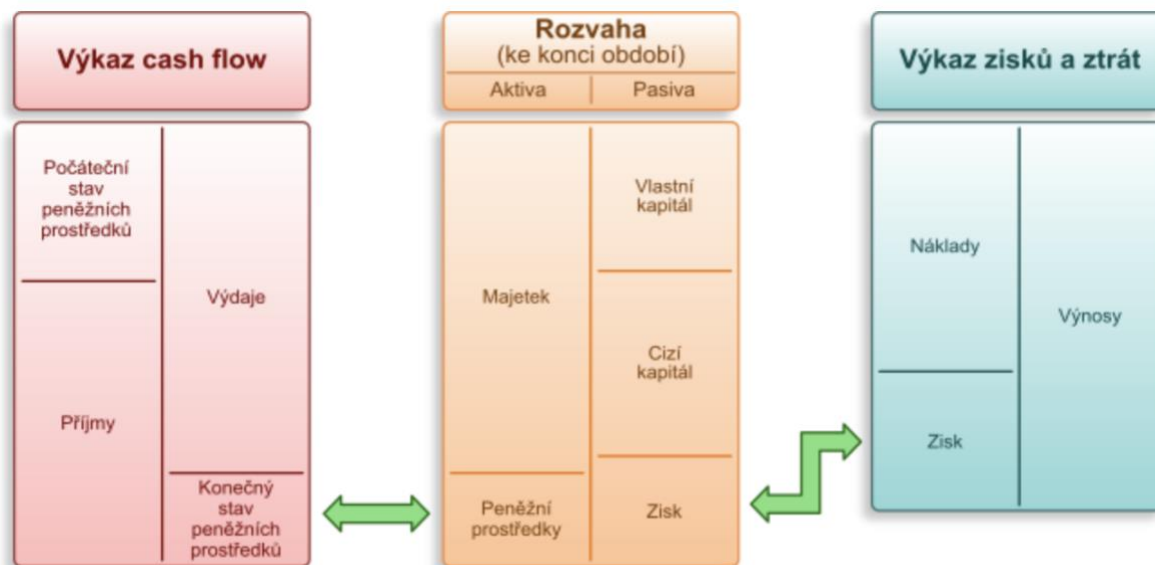
#### 4.1.3.4 Výkaz peněžních toků (cash-flow)

Nezbytnou součástí přílohy k účetní závěrce je přehled o peněžních tocích nazývaný Výkaz cash flow. Ve zmíněném výkazu zisků a ztrát jsou zaznamenány výnosy a náklady, tak pak ve výkazu cash flow jsou to příjmy a výdaje.

Úkolem je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak s nimi obchodní závod naložil. [1]

Pro posuzování skutečné finanční situace je výkaz peněžních toků nejdůležitější. Podává souhrnný přehled o tom, jak podnik peníze získával a jak je používal. Výkaz peněžních toků slouží především pro posouzení likvidity podniku. [5]

Základní vztahy mezi výkazem cash flow, rozvahou a výkazem zisků a ztrát je zobrazený na následujícím obrázku 4-3:



**Obrázek 4-3** Vztahy mezi výkazem cash flow, rozvahou a výkazem zisku a ztráty (zdroj, zpracování: [10])

Provozní cash-flow umožňuje zjistit, do jaké míry hospodářský výsledek za běžnou činnost odpovídá skutečně vydělaným penězům a jak je produkce peněz ovlivněna změnami pracovního kapitálu.

Je nutné odděleně vykazovat platby daní, přijaté i vyplacené úroky a platby plynoucí z mimořádných výnosů a nákladů. [3]

Velkou pozornost je třeba věnovat peněžním tokům spojeným s investiční činností. Důležitý je také rozsah příjmů z prodeje investičního majetku. Měly by zde být vykazovány i změny pohledávek a závazků plynoucích z investiční činnosti.

Pro hodnocení vnějšího financování je významný pohyb dlouhodobého kapitálu, tedy finanční cash-flow. Saldo provozních, investičních a finančních toků tvoří dohromady celkový peněžní tok, který se rovná rozdílu mezi počátečním a konečným stavem peněžních prostředků. [2]

#### 4.1.4 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrových ukazatelů známe velmi mnoho. Z toho důvodu značně záleží na jejich vhodném výběru a uspořádání. Nejpoužívanějším uspořádáním je rozčlenění ukazatele dle obr 4-4, který je zaměřený na rozbor poměrových ukazatelů. [1]

- **Podle obsahu**

- Krátkodobá likvidita
  - Dlouhodobá finanční rovnováha
  - Rentabilita
  - Struktura nákladů a výnosů
  - Aktivita
- 
- Finanční stabilita
- Výnosnost

- **Pyramidový rozklad**

- **Syntéza**

- Rychlý test
- Altmanův model

**Obrázek 4-4 Rozbor poměrových ukazatelů (zdroj [1], zpracování: vlastní)**

#### 4.1.4.1 Ukazatelé likvidity

Likvidita vyjadřuje platební schopnost obchodního závodu včas platit své krátkodobé závazky.

Likvidnost je potom schopnost přeměny aktiv na krátkodobé peníze. [1]

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (4-3)$$

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva-zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (4-4)$$

$$\text{Peněžní likvidita} = \frac{\text{Finanční majetek}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}} \quad (4-5)$$

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobý cizí kapitál} \quad (4-6)$$

Krátkodobým cizím kapitálem rozumíme všechny povinnosti splatné do jednoho roku (krátkodobé závazky). Oběžná aktiva jsou všechna aktiva, která lze do jednoho roku přeměnit na peníze. Tj. finanční majetek (peníze v hotovosti a na BU), krátkodobé CP, krátkodobé pohledávky, zásoby. [1, 3]

Minimálně u běžné likvidity by do krátkodobého cizího kapitálu měla být započítána i ta část dlouhodobých rezerv, která má být v příslušném roce čerpána. Podobně bychom měli připočítat i části dlouhodobého cizího kapitálu a přechodných pasiv, které v daném roce vyvolají platby.

Naopak do oběžných aktiv nepatří dlouhodobé pohledávky, které však účetní položka oběžná aktiva v rozvaze obsahuje. [1]

**Výhody** uvedených ukazatelů:

- jednoduchost,
- srozumitelnost,
- značně používané v praxi. [1]

**Nevýhody:**

- jsou statické, platí jen v okamžiku propočtu,
- není u nich brána v úvahu přímo obrátka aktiv,
- těžko teoreticky zdůvodnit jejich určitou výši,
- jsou závislé na způsobu ocenění aktiv a pasiv. [1, 3]

Uvedené ukazatelé slouží především pro prvotní orientaci. Důkladnější rozbor vyžaduje pohled dynamický. V podstatě jde pouze o analýzu ročního vývoje celkového cash-flow a jeho dílčích složek. Pro důkladnější analýzu bychom se měli soustředit zejména na cash-flow zjištěné z finančního plánu pro příští rok. [1, 5]

**4.1.4.2 Ukazatelé dlouhodobé finanční rovnováhy**

Analyzuje se:

- sktruktura dlouhodobých aktiv a celkových pasiv,
- struktura pasiv,
- relace mezi stálými aktivy a pasivy. [6]

Patří sem zejména statickým ukazatelé typu:

- podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu,
- krytí stálých aktiv celkovým dlouhodobým kapitálem (vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál /stála aktiva). [5, 6]

Současné zadlužení je porovnáváno s doporučovými hodnotami. Na tomto základě je pak odhadovaná možná velikost dalšího zadlužení. [1]

Míru zadlužení a podíl vlastního kapitálu však nelze posuzovat bez ohledu na strukturu aktiv (podíl stálých aktiv má vliv na potřebný dlouhodobý kapitál). Přiměřenou úroveň vlastního kapitálu nelze stanovit bez analýzy peněžních toků. Firmy s velmi stabilním peněžním tokem si mohou dovolit i větší zadluženost.

Pro zjištění optimální úrovně únosného dluhového zatížení lze využít ukazatel úrokového krytí a ukazatel krytí fixních plateb. [3]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{zisk před úroky a daněmi}}{\text{placené úroky}} \quad (4-7)$$

Ukazuje, jak velké je bezpečné rozmezí pro věřitele. Optimální úroveň je 7.

Rozšířenou formou ukazatelů je:

$$\text{Krytí fixních plateb} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi} + \text{leasingové splátky}}{\text{Placené úroky} + \text{leasingové splátky}} \quad (4-8)$$

Velikost zmíněného ukazatele nám poskytuje významné signály o možnosti dalšího zvýšení dluhů společnosti.

Za nejuplněnější z této skupiny ukazatelů lze považovat krytí peněžních výdajů:

$$\text{Krytí výdajů} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi} + \text{leasingové splátky} + \text{odpisy}}{\text{placené úroky} + \text{leasingové splátky} + \frac{\text{splátky úvěru}}{1 - \text{sazba daně z příjmu}}} \quad (4-9)$$

Krytí peněžních výdajů ukazuje, do jaké míry produkovaný provozní peněžní tok stačí na krytí běžných výdajů.

S ukazateli dlouhodobé finanční rovnováhy úzce souvisí ukazatelé zadluženosti:

$$\text{Věřitelské riziko} = \frac{\text{Celkové závazky}}{\text{Celková aktiva}} \quad (4-10)$$

Čím vyšší je hodnota věřitelského rizika, tím je vyšší zadluženost společnosti a z toho plyne i vyšší finanční riziko.

Dalšími ukazateli jsou :

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{Celková aktiva}}{\text{Vlastní jmění}} \quad (4-11)$$

$$\text{Koefficient zadluženosti} = \frac{\text{Celkové závazky}}{\text{Vlastní jmění}} \quad (4-12)$$

$$\text{Míra finanční zadluženosti} = \frac{\text{Vlastní jmění}}{\text{Celkové závazky}} \quad (4-13)$$

#### 4.1.4.3 Ukazatelé rentability

Předchozí dva body vyjadřovaly schopnost obchodního závodu splatit své závazky.

Za vrcholový ukazatel rentability budeme považovat výnos na celkový investovaný kapitál.

Ukazatel označujeme jako **rentabilitu celkového kapitálu** (ROA) [1]:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Celková aktiva}} \quad (4-14)$$

Budeme-li počítat tento ukazatel po zdanění:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Zisk po zdanění} + \text{úroky}(1 - \text{sazba daně z příjmu})}{\text{Celková aktiva}} \quad (4-15)$$

Variantou je i ukazatel, který se může počítat po dani i před daní:

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{\text{Zisk před daněmi}}{\text{Celková aktiva}} \quad (4-16)$$

Následující ukazatelé považujeme za nižšího řádu:

$$\text{Ziskové rozpětí} = \frac{\text{Zisk po zdanění}}{\text{Čisté tržby}} \quad (4-17)$$

$$\text{Produkční síla} = \frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Čisté tržby}} \quad (4-18)$$

ROE je pro vlastníky obchodního závodu klíčovým kritériem hodnocení úspěšnosti jejich investic. Výnosnost kapitálu vloženého vlastníky, kteří požadují od rizikovější investice vyšší míru zhodnocení, by měla být vyšší než míra výnosu cenných papírů garantovaných státem s menším rizikem. Znalost rentability celkového vloženého kapitálu umožňuje stanovit mezní úrokovou sazbu, za kterou může obchodní závod přijmout úvěr.

Musí platit že:

$$\text{ROE (rentabilita vlastního kapitálu)} > \text{ROA (rentabilitu celkového kapitálu)}$$

V opačném případě není pro obchodní závod využití úvěru výhodné.

Hodnocení ukazatelů rentability je podobné jako u ostatních ukazatelů. Slouží k němu především srovnání v čase a prostoru tedy s ostatními obchodními závody a alternativními možnostmi investování. [6]

#### 4.1.4.4 Ukazatelé aktivity

Jejich rozbor nám odpoví na otázku, jak hospodaříme s aktivy, jejich složkami a jaké má hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Jestliže má podnik více aktiv, než je účelné, vznikají zbytečné náklady snižující zisk. Má-li jich však obchodní závod nedostatek, přichází o možné tržby. [2]

$$\text{Počet obrátů aktiv celkem za rok} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celková aktiva}} \quad (4-19)$$

Ukazatel vypovídá o rychlosti obrátu aktiv a jejich přiměřenosti vzhledem k velikosti celkových výstupů obchodního závodu. Podobně lze počítat ukazatel počtu obrátů fixních aktiv.

Z oběžných aktiv je třeba věnovat pozornost zejména:

- době obrátu zásob,
- době obrátu pohledávek.

$$\text{Doba obrátu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}} \quad (4-20)$$

Pro ukazatelé aktivity musí být splněna zásada, že položky v čitateli i jmenovateli jsou oceněny ve stejných cenách. [1]

$$\text{Průměrná doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Průměrná denní tržby}} \quad (4-21)$$

Při výpočtu doby obrátu je vhodné i žádoucí:

- Určit, kdy budeme počítat s celkovými tržbami a kdy pouze s prodejem na úvěr.
- Průměrnou dobu splatnosti pohledávek srovnat se sjednanou platební podmínkou. Když je průměrná doba pohledávky delší než platební podmínky, znamená to, že partneři neplatí včas. [1]

$$\text{Průměrná doba splatnosti závazků} = \frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrná denní hodnota nákupu}} \quad (4-22)$$

Pro vyhodnocení zmíněných ukazatelů platí, že z finančního hlediska je pro obchodní závod výhodné:

- Doba obrátu položek aktiv co nejkratší a naopak své závazky mohl platit co nejpozději.
- Průměrnou dobu splatnosti závazků delší než dobu splatnosti pohledávek. [1, 3]

#### 4.1.4.5 Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů

Závěry ohledně vypovídací schopnosti poměrových ukazatelů jsou shrnuty v následujících bodech:

- Je vyloučeno, aby byl obchodní závod mimořádně dobrý ve všech ukazatelích. Pro zjištění finančního zdraví podniku je důležitý souhrnný pohled.
- Určitá hodnota ukazatele nic nevypovídá o tom, zda je situace dobrá nebo špatná.
- Je velmi obtížné srovnávat ukazatele finanční analýzy firem podnikajících ve více oborech. Struktura činnosti každé takové firmy je pak v podstatě jedinečná. V takovém případě by bylo nejvhodnější vypočítat ukazatele pro jednotlivé provozy zvlášť.
- Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů lze účelově vylepšovat. Proto například ukazatele běžné likvidity jsou modifikovány tak, aby se do něho promítla různá obrátkovost jednotlivých oběžných aktiv. [1, 6]

#### 4.1.4.6 Souhrnné pohledy na finanční zdraví obchodního závodu

Jsou-li vyhodnoceny různé stránky finančního zdraví obchodního závodu, je zjištěno, že v některých oblastech vykazuje hodnoty lepší, v jiných horší. Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by však měl být do jisté míry jednoznačný. Pokud vyhlídky na další existenci nejsou dobré, mělo by se ocenění obchodního závodu zúžit na zjištění likvidační hodnoty. V případě dobrých vyhlídek je splněna důležitá podmínka pro využití výnosových metod. [1, 6]

Jakými určenými metodami je vyvozován konečné rozhodnutí finanční analýzy?

Je možné vybrat ze dvou možností:

1. Finanční analytik vynese konečný soud na základě své zkušenosti a intuice.
2. Použije se vhodně zvolený algoritmus a závěr je podepřen číselným výsledkem.

Konkrétními variantami jsou například bodovací metody. Bodují se dílčí ukazatele pro jednotlivé oblasti. Princip je zřejmý z následující tabulky. [16]

**Tabulka 4-1 Rychlý test podniku (zdroj: [1], zpracování: vlastní)**

Ukazatel	Velmi dobrý 1	Dobrý 2	Střední 3	Špatný 4	Hrozba insolvence 5
Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu	> 30 %	> 20 %	>10 %	<10 %	Záporný
Podíl CF na obrát	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	Záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	Záporná
Doba splácení dluhů	< 3 roky	< 5 let	< 12 let	>12 let	> 30 let

Známkování jednotlivých ukazatelů vychází ze zkušenosti německých finančních analytiků. Výsledná známka se vypočítá jako prostý průměr známek za uvedené čtyři ukazatele. Dle konkrétních potřeb je možno výslednou známku vypočítat jako vážený průměr. [5]

Další variantou pro formulaci závěrů finanční analýzy je použití konceptu, na kterém je založen **Altmanův model**.

Je založen na 5 základních ukazatelích:

$$X1 = \text{Pracovní kapitál} / \text{Aktiva celkem}$$

$$X2 = \text{Nerozdělený zisk od zahájení} / \text{Aktiva celkem}$$

$$X3 = \text{Zisk před úroky a daněmi} / \text{Aktiva celkem}$$

$$X4 = \text{Tržní cena všech emisí} / \text{Dluhy celkem}$$

$$X5 = \text{Tržby celkem} / \text{Aktiva celkem}$$

Tyto ukazatele se dosadí do rovnice dle charakteru společnosti. Hodnocení potom vypovídá o pravděpodobnosti bankrotu. [2, 5]

Pro společnosti, jejichž akcie jsou obchodovatelné na burze:

$$Z = 1,20 X1 + 1,40 X2 + 3,30 X3 + 0,60 X4 + 1,00 X5 \quad (4-23)$$

$Z > 2,90$  podniky s minimální pravděpodobností bankrotu

$Z < 1,81$  podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu

Pro ostatní společnosti:

$$Z = 0,72 XI + 0,85 + 3,11 X3 + 0,42 X4 + 1,00 X5 \quad (4-24)$$

$Z > 2,70$  obchodní závody s minimální pravděpodobností bankrotu

$Z < 1,20$  obchodní závody s vysokou pravděpodobností bankrotu

Souhrnná analýza nenahrazuje, ale pouze doplňuje analýzu dílčích stránek. Při správné konstrukci by měla potvrdit intuitivní závěry o finančním zdraví získané z dílčích analýz.

## 4.2 Finanční analýza pro vlastní ocenění metodou DCF

Pro ocenění metodou DCF mají klíčový význam tyto položky:

- budoucí tržby,
- marže provozního zisku,
- vývoj pracovního kapitálu,
- výdaje na pořízení investičního majetku. [13]

### 4.2.1 Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Jsou totiž odpovědí na otázku, kolik by mohli prodat s ohledem na pravděpodobný vývoj tržních podmínek. Tyto úvahy by měly být obsaženy jednak v analýze vnitřního potenciálu, kdy je třeba se vypořádat s přiměřeností kapacit, a jednak ve finančním plánu, kde by měla být nalezená odpověď na otázku, co je obchodní závod schopen ufinancovat. [1, 2]

V této fázi lze předpokládat, že je již k dispozici první představa o tržbách. [1]

### 4.2.2 Provozní zisková marže

Provozní ziskovou marži lze definovat jako poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Hospodářský výsledek z provozní činnosti}}{\text{Výnosy}} \quad (4-25)$$

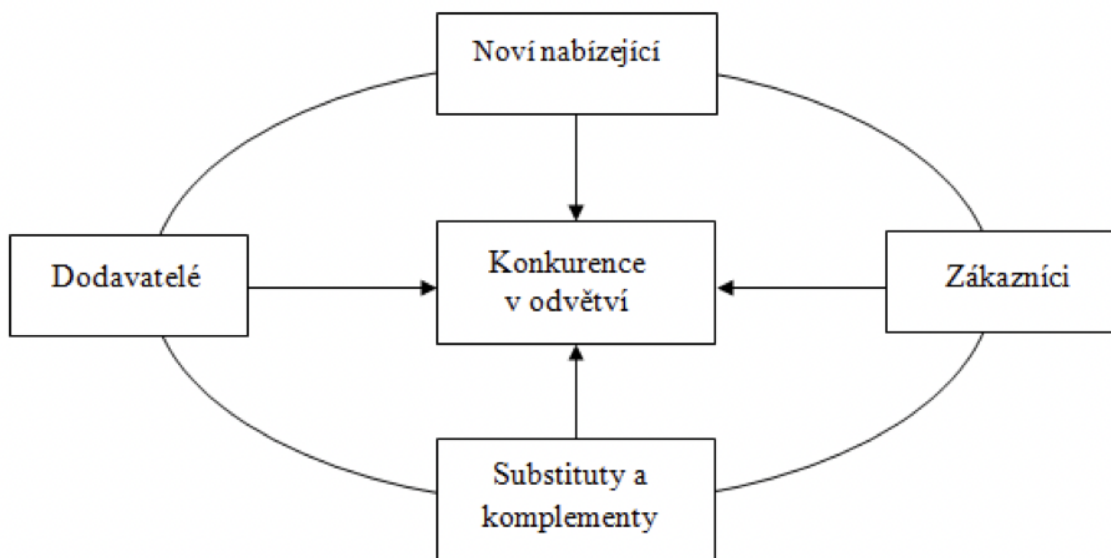
Provozní zisková marže je po tržbách druhou klíčovou veličinou pro ocenění.

Odhad jejího vývoje do budoucnosti vychází z:

- důkladné analýzy minulého vývoje a jeho příčin,
- analýzy konkurenční struktury a jejího vývoje v čase.

Pro stanovení provozní ziskové marže je třeba sestavit časovou řadu provozních ziskových marží za minulé období. Tato řada je doplněna výpočtem podílů hlavních nákladových položek (výkonové spotřeby, náklady na prodané zboží, osobní náklady, odpisy, ostatní náklady a výnosy). [1, 3]

Provozní zisková marže je ovlivněna velikostí přidané hodnoty (tj. obchodní marže + rozdíl mezi výkony a výkonovou spotřebou). Přidaná hodnota je určena konkurenční strukturou odvětví. [3]



**Obrázek 4-5 Konkurenční struktura odvětví (zdroj: [3])**

Výše osobních nákladů je dána mzdovým vývojem a poměrem sil mezi zaměstnanci a společností. Vývoj je ovlivňován poměrem sil v konkrétní oblasti a vývojem mezd v národním hospodářství. Odpisy vyplývají z dosavadních aktiv a uvažované investiční politiky. [6]

### 4.2.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následné ocenění obchodního závodu bude pracovní kapitál modifikovat. Bude počítán bez krátkodobých bankovních úvěrů:

Finanční majetek

+ Zásoby

+ Pohledávky

- Krátkodobé závazky

---

= **Pracovní kapitál**

Všechny uvedené veličiny jsou započteny jen v rozsahu provozně nutném. Tedy vždy jen v takové výši, jakou vyžaduje základní činnost obchodního závodu. [2]

Vlastní postup při plánování pracovního kapitálu bude obdobný jako při analýze ziskové marže:

- analyzujeme náročnost tržeb na pracovní kapitál a jeho složky v minulosti,
- pokusíme se zjistit hlavní příčiny sledovaného vývoje a na základě předchozího odhadneme pravděpodobný vývoj složek pracovního kapitálu do budoucnosti.

Z technického hlediska můžeme vazbu mezi výkony a složkami pracovního kapitálu zachytit buď jednoduchými podíly složek pracovního kapitálu na výkonech, nebo pracovat s dobami obratu těchto složek. [1, 3]

### 4.2.4 Investice do investičního majetku

Opět zde bude počítáno jen s provozně nutným investičním majetkem. Ostatní investiční majetek se analyzuje a oceňuje odděleně.

Vhodným východiskem je analýza minulosti. Je-li k dispozici časová řada, jsou-li známe tendence v technickém vývoji a cenách, lze si dovolit dosti spolehlivou závislost investičního majetku na výkonech. Z cyklu obnovy investičního majetku a nárůstu výkonů lze vyvodit i rozumnou představu o investicích. [1, 14]

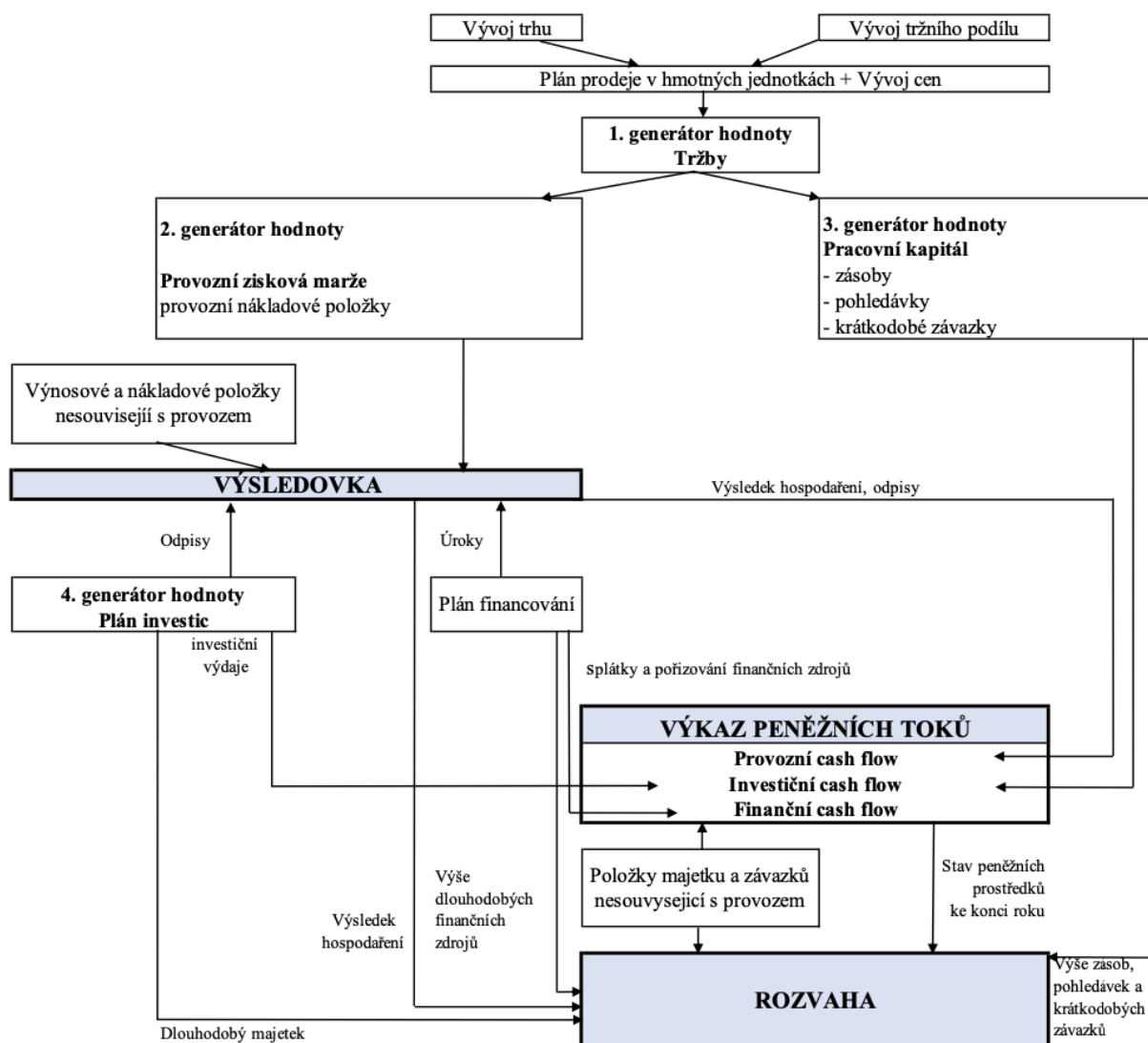
## 5 FINANČNÍ PLÁN

Finanční plán je bezprostřední základnou pro ocenění výnosovými metodami. Je součástí obchodního plánu a vychází z dlouhodobé koncepce obchodního závodu.

Finanční plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

v následujícím obr. 5.1. je znázorněný postup sestavení finančního plánu a vztah mezi položkami.



Obrázek 5-1 Postup sestavování finančního plánu (zdroj: [1], zpracování: vlastní)

## 5.1 Plán obchodního závodu

Plán obchodního závodu je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů.

Patří sem zejména:

- plány **prodeje** ve členění, umožňující odhad budoucích výnosů,
- plány **produkce** s navazujícím odhadem budoucích nákladů.
- plány kapacit, které se promítají do:
  - plánu investic,
  - plánu pracovního kapitálu,
  - plánů údržby a obnovy,
  - plánů odpisů,
- plány **pracovních sil** s dopadem do osobních nákladů,
- plán **provozního hospodářského výsledku** a z něj plynoucí daně
- plán **provozního peněžního toku**,
- plán provozních peněžních toků s plánem **investic** umožňuje sestavit **celkový peněžní tok**, který slouží jako indikátor celkové finanční rovnováhy. Plynou z něho informace o případné nutnosti získat další finanční zdroje. Na druhé straně získáváme informace o potřebě investovat přebytečné finanční prostředky.
- závěrečným dokumentem je plánovaná **rozvaha** pro všechny roky zvoleného plánového horizontu. [1, 2]

Při tvorbě finančního plánu se musí rozhodnout, v jakých agregovaných položkách budou jednotlivé výkazy sestavovány. Roční finanční plán se obvykle sestavuje v obdobném členění jako oficiální účetní výkazy. S prodlužováním plánovacího období klesá schopnost dostatečně předvídat jednotlivé položky. [1]

Konkrétní struktura plánované výsledovky a rozvahy je záležitostí volby oceňovatele a jeho schopnosti podepřít výběr jednotlivých hodnot přesvědčivými argumenty. V každém případě je nutné co nejlépe odhadnout následující veličiny:

1. velikost budoucích tržeb, výkonů a výnosů,
2. marži provozního zisku a hlavní nákladové položky. [3]

Dále je potřeba znát pravděpodobné hodnoty:

- daní,
- příspěvků na sociální zabezpečení,
- inflace a jejího rozdílného působení na náklady a výnosy oceňovaného obchodního závodu. [3]

## 5.2 Propočítání zisku a peněžních toků

Nejjednodušší propočty lze vyjádřit následovně:

**Tabulka 5-1 Propočítání zisku (zdroj: [3], zpracování: vlastní)**

1. Tržby (+ případné některé ostatní výnosy)
2. Provozní ziskové rozpětí v procentech (tržby – náklady / tržba)
3. Provozní zisk (ř.1 x ř.2 / 100)
4. Úroky
5. Zisk před zdaněním (ř.3 – ř.4)
6. Sazba daně z příjmů v procentech
7. Daň z příjmu (ř.5 x ř.6 / 100)
<b>8. Zisk po zdanění (ř.5 – ř.7)</b>

Na základě vypočítaného zisku lze odhadnout změny kapitálu vyplývajícího z hospodářského výsledku a daňového zatížení.

**Tabulka 5-2 Propočítání provozního peněžního toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní)**

8. Zisk po zdanění (+)
9. Odpisy (+)
10. Změna pracovního kapitálu (-)
<b>11. Provozní peněžní toky</b>

**Tabulka 5-3 Propočítání investičního peněžního toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní)**

12. Investiční výdaje na dokončení stávajících projektů (-)
13. Investiční výdaje na nové projekty (-)
14. Investiční výdaje na obnovu a ekologii (-)
15. Příjmy z prodeje investičního majetku snížené o daň z příjmu (+)
<b>16. Investiční peněžní toky</b>

**Tabulka 5-4 Propočet finančních peněžních toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní)**

17. Dividendy vyplacené v peněžní podobě (-)
18. Saldo změn dlouhodobého kapitálu (zvýšení +, snížení -)
19. Změna vlastního kapitálu z vnějších zdrojů (zvýšení +, snížení -)
<b>20. Finanční peněžní toky</b>

Součet provozních investičních toků tvoří celkový peněžní tok, který vyjadřuje změnu stavu peněžních prostředků a je vyjádřením likvidity závodu během oceňovaného období.

### 5.3 Plánovaná rozvaha

Vývoj zisku a peněžních toků je třeba doplnit sestavením plánované rozvahy, která může být například ve zjednodušené podobě tabulky 5-5.

Vždy je nutné, aby byla zpracována plánovaná rozvaha. Bez rozvahy nelze předvídat, jak bude vypadat budoucí majetková a finanční struktura a zda bude přijatelná. Je třeba doporučit, aby finanční plán obsahoval i vyhodnocení pomocí nástrojů finanční analýzy. [2]

**Tabulka 5-5 Plánovaná rozvaha (zdroj, zpracování: vlastní)**

<b>AKTIVA</b>	<b>PASIVA</b>
<b>Stála aktiva</b>	<b>Vlastní jmění</b>
Nehmotný investiční majetek	Základní jmění
Hmotný investiční majetek ( budovy, stroje)	Ostatní (kap. Fondy a fondy ze zisku)
Finanční investice	Hospodářský výsledek minulých let
	Hospodářský výsledek běžného roku
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>Cizí zdroje</b>
Zásoby	Rezervy
Pohledávky – krátkodobé	Krátkodobé závazky – obchodní
Pohledávky – dlouhodobé	Krátkodobé závazky – ostatní
Finanční majetek	Dluhopisy
	Bankovní úvěry – dlouhodobé
	Bankovní úvěry - krátkodobé
<b>Ostatní aktiva</b>	<b>Ostatní pasiva</b>

#### 5.4 Rizika při finančních plánování

Všechna budoucí rizika nelze promítnout do diskontní míry. Obvykle se doporučuje kalkulovat část nesystematických rizik do finančního plánu, zejména do prognózy peněžních toků.

Jednou z forem kalkulace rizika je tvorba scénářů budoucího vývoje. Rozumí se tím rozvíjení možných komplexů vnějších podmínek a predikovaných reakcí firmy, která je oceňována. [1]

Využití scénářů má několik možností. První možností je zvolit ten ze scénářů, který je považován za nejpravděpodobnější. Ten pak bude tvořit základ pro finanční plán. Druhou možností je pracovat s řadou scénářů. Pak je ale žádoucí, aby tyto scénáře pokryly alespoň hlavní varianty budoucího vývoje včetně hraničních případů. [3]

Pokud varianty zahrnují všechna hlavní rizika, vypočítá se ocenění pro každý scénář zvlášť. Pro diskontování se použije bezriziková úroková míra. Výsledné ocenění je pak váženým průměrem dílčích ocenění. Váhami přitom budou odhadnuté pravděpodobnosti, se kterými mohou jednotlivé scénáře nastat (součet všech pravděpodobností musí být roven jedné). [1]

## 6 VÝNOSOVÉ METODY

Výnosové metody se nejvíce používají především při oceňování celých obchodních závodů, jejich částí a průmyslových práv, příp. jiného duševního vlastnictví s nimi spjatými. Výnosový přístup je zpravidla používán u komerčních předmětů ocenění, které nevykazují významné znaky jedinečnosti. Mezi používané varianty tohoto přístupu patří: licenční analogie, přírůstek přínosu, respektive míry zisku, předpokládaná ztráta výnosu, respektive zisku, reziduální (zůstatkové) výnosové metody, metodika používající saldo cash-flow.

Základními metodami však jsou :

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash-flow),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů (upravené zisky),
- kombinované (korigované) výnosové metody.

Tato skupina metod vychází z využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniků jsou tímto užitekem očekávané příjmy. Z hlediska principu je základní výnosovou metodou metoda diskontovaných peněžních toků. [3]

### 6.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Nejvíce je rozšířena v USA a Velké Británii. Postupně se však prosazuje i do dalších zemích, zejména do Evropy. Rozšíření je vyvoláno především globalizací investičních procesů.

Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách. Jednotlivé varianty můžeme uspořádat dle několika kritérií. [1]

#### 6.1.1 Podle způsobu daní

Metoda diskontovaných peněžních toků rozlišuje kalkulaci daní ve výpočtu.

- nekalkulují s žádnými daněmi z příjmu,
- kalkuluje se zdaněním na úrovni příjmů oceňované společnosti,
- kalkuluje jak zdanění na úrovni společnosti, tak daně na úrovni subjektu, pro kterého je ocenění určeno. Tento způsob je zřejmě jedině správný, ale proveditelný jen při hledání hraničních hodnot, tedy pro subjektivní ocenění. [1]

### 6.1.2 Podle použitých cen

Podle způsobu kalkulace se liší výběr použitých cen.

- Ve stálých cenách — budoucí očekávané peněžní toky kalkulujeme v cenách k datu ocenění.
- V budoucích cenách — prognózujeme inflaci a peněžní toky vyjadřujeme v jejich budoucí nominální výši, tj. včetně inflace. [2]

### 6.1.3 Podle způsobů kalkulace peněžních toků

Podle kalkulace peněžních toků je následně vybrána vhodná metoda výpočtu. V praxi se nejvíce používají následující metody:

- **DCF entity** (entity = jednotka, označuje obchodní závod jako celek) — v prvním kroku se vychází z diskontovaných peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i věřitele a získá se hodnota brutto Hb. Ve druhém kroku se od ní odečte hodnota cizího kapitálu. Získá se tak hodnota vlastního kapitálu — hodnota netto Hn.
- **DCF equity** (equity = vlastní kapitál) — diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům, získá se hodnota vlastního kapitálu (Hn).
- **DCF APV** (adjusted present value = upravená současná hodnota) v prvním kroku se určí hodnota obchodního závodu jako celku Hb. Zjistí se součtem hodnoty obchodního závodu při nulovém zadlužení a hodnoty daňových úspor z úroků. Ve druhém kroku je odečtený cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto Hn. Tato metoda je však méně obvyklá i v zahraniční praxi. [1]

## 6.2 Výpočet výnosového ocenění metodou DCF entity

Předpokládá se, že jsou k dispozici výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a zdůvodněný finanční plán. Nyní lze přistoupit k vlastnímu ocenění. Je zapotřebí, abychom se orientovali v postupech, které se zde běžné používají. Jedná se především o dva základní postupy:

- vymezení peněžního toku pro vlastní ocenění,
- odvození propočtových technik z prognózy peněžních toků. [1]

### 6.2.1 Náležitosti cash – flow pro účely oceňování metodou DCF entity

Je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z obchodního závodu, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v obchodním závodě — tedy provozní peněžní toky. Dále je třeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. volné cash-flow (free cash-flow). Náplň tohoto toku je patrná z následujícího schématu. [2]

1.	+	Zisk z provozní činnosti před zdaněním (ZDP)
2.	-	Upravená daň z příjmu (= ZPD x daňová sazba)
3.	=	Zisk z provozu po daních (ZP)
4.	+	Odpisy
5.	+	Ostatní náklady započtené v provozním zisku, nejsou výdaji v běžném období
6.	=	Předběžný peněžní tok z provozu
7.	-	Investice do pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	-	Investice do pořízení investičního majetku (provozně nutného)
9.	=	<b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům tj. akcionářům, především na dividendy, a věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků. Proto někdy používáme označení peněžní toky do firmy (free cash-flow to firm - FCFF)

Volný peněžní tok se vztahuje pouze k provozní činnosti podniku. Vychází z provozního zisku a počítá pouze s provozně nutným majetkem. Nezahrnuje pořizování a odprodej finančních investic, pozemků a dalšího majetku, který slouží pouze k uložení volných peněz, a ani výnosy z tohoto majetku. [2]

Současná hodnota peněžních toků od data ocenění do nekonečna určuje hodnotu podniku jako celku. [1]

## 6.2.2 Technika propočtu a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, kterými jsou přetvářeny vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty obchodního závodu. [1]

Propočet metodou DCF entity probíhá ve dvou krocích:

### 1. Určení celkové hodnoty obchodního závodu

Celkovou hodnotou obchodního závodu se rozumí součet hodnoty vlastního i cizího kapitálu. Z cizího kapitálu je ovšem započítáván jen úročený cizí kapitál. Hodnota neúročeného kapitálu není započítávána. Hodnota celkového kapitálu se určí pomocí volného peněžního toku, který zahrnuje jak platby za vlastní kapitál, tak i za cizí kapitál. [1]

### 2. Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Celková hodnota obchodního závodu se sníží o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Nové dluhy, které budou teprve přijaty nejsou uvažovány. Metoda DCF totiž implicitně počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. Takto vypočítaná hodnota je hodnotou provozu obchodního závodu, protože při výpočtu volných peněžních toků není uvažováno se změnou majetku, který není provozně nutný a ani výnosy z něho. Na konec je přičtena hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. Graficky lze tyto kroky znázornit následovně:



Obrázek 6-1 Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity (zdroj: [1], zpracování: vlastní)

1. **KROK:** Celková hodnota ( $H_b$  = hodnota brutto) propočtená na základě současné hodnoty FCF
2. **KROK:** Hodnota netto  $H_n = H_b -$  úročený cizí kapitál ke dni ocenění

Hodnota podniku celkem ( $H_b$ ) se definuje pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+ik)^t} \quad (6-1)$$

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

$ik$  = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

$n$  = počet let předpokládané existence podniku

Většinou se předpokládá, že obchodní závod bude existovat nekonečně dlouho (tento případ se nazývá: going concern). Pro tak dlouhé období je z pravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta.

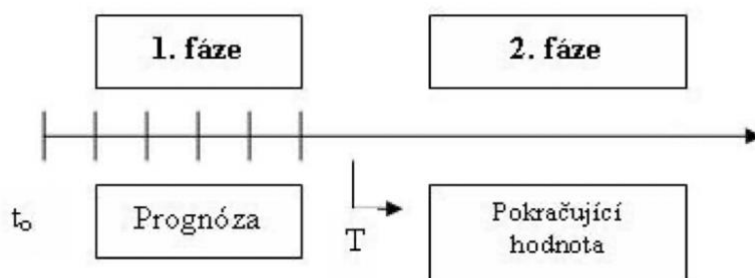
Existují dva návrhy na řešení [1, 3]:

- standartní dvoufázová metoda,
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

V Praxi je obvykle preferována metoda dvoufázová. [1]

### 6.2.3 Standartní dvoufázová metoda

Tato metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozložit do dvou fází. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu FCF pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota obchodního závodu za období druhé fáze označujeme jako pokračující hodnotu (PH). [1]



Obrázek 6-2 Dvoufázová metoda (zdroj: [1], zpracování: vlastní)

Hodnota obchodního závodu podle dvoufázové metody se vypočítá následovně:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+ik)^t} + \frac{PH}{(1+ik)^T} \quad (6-2)$$

FCFF<sub>t</sub> = volné cash flow do firmy v roce t

ik = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

### 6.2.3.1 Fáze prognózy

Je třeba rozhodnout, jak dlouhé bude vlastní prognózované období a od jaké doby bude počítáno s pokračující hodnotou.

Pro délku první fáze se doporučuje volit takovou dobu, aby bylo možné předpokládat, že oceňovaná firma dosáhne za toto období určitou stabilitu svých obchodů. Je žádoucí volit raději delší období, alespoň 7 let. [2]

### 6.2.3.2 Odhad pokračující hodnoty

Je třeba vědět, že pokračující hodnota hraje při ocenění podniku důležitou roli. Není výjimkou, že při délce prognózovaného období v ČR, jež je asi 5 let, dosáhne podíl pokračující hodnoty 80 % na celkovém výnosovém ocenění podniku. [2]

Použití dvoufázové metody předpokládá, že jsme schopni určit hodnotu podniku k datu ukončení první fáze. Pokračující hodnotou se rozumí současná hodnota očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze. [2]

Při odhadu pokračující hodnoty je třeba rozhodnout dvě věci:

1. zvolit techniku výpočtu,
2. zvolit parametr pokračující hodnoty.

### 6.2.3.2.1 Volba techniky výpočtu

#### Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

Prvním řešením, je použití extrémně dlouhého prognózovaného období. Řádově více než 50 let. Pokračující hodnota se pak stane zanedbatelně malou a nemusí se s ní tedy počítat.

Běžně se sestavuje prognóza na jednotlivá léta jen pro omezený počet let. Doba první fáze se pohybuje v rozpětí 4 až 14 let. Pro druhou fázi se předpokládá se stabilním a trvalým růstem volného peněžního toku. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec. Aplikuje-li se tento vzorec na volné peněžní toky, získá se pokračující hodnota:

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{i_k - g} \quad (6-4)$$

T = poslední rok prognózy období

$i_k$  = průměrní náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

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

FCFF = volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti vzorce je splnění  $i_k > g$ . [1]

Další doporučovanou možností je vzorec pracující s vybranými faktory tvorby hodnoty. Těmito faktory jsou tempo růstu provozních zisků (ZP) snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita nových (čistých) investic ( $r_I$ ). Investicemi pro tyto účely budeme rozumět investice do provozně nutného investičního majetku a pracovního kapitálu. [2]

Rentabilitu investic odvozujeme z rentability investovaného kapitálu. Míra výnosnosti (rentabilita) investovaného kapitálu je důležitým faktorem tvorby hodnoty. Aby vznikla nová hodnota, je třeba, aby rentabilita investovaného kapitálu ( $r_K$ ) byla vyšší než náklady kapitálu.

[3]

$$r_K = \frac{\text{Provozní zisk po zdanění}}{\text{Investovaný kapitál}} \quad (6-5)$$

Investovaný kapitál se vypočítá:

**Tabulka 6-1 Výpočet investované kapitálu (zdroj, zpracování: vlastní)**

1.	+	Oběžná aktiva (finanční majetek jen v nutném rozsahu)
2.	-	Krátkodobé závazky neúročené
3.	=	Čistý pracovní kapitál
4.	+	Čistý investiční majetek (provozně nutný)
5.	=	<b>Investovaný kapitál</b>

Je-li známy provozně nutný investovaný kapitál, lze zjistit výši čistých investic jako změnu investovaného kapitálu během roku:

$$\text{Investice netto} = \Delta K$$

Hrubé investice při tomto postupu k ocenění počítáme:

$$\text{Investice brutto} = \text{Investice netto} + \text{odpisy}$$

Rentabilita čistých investic se vypočítá:

$$r_I = \frac{\text{Celkový přírůstek provozního zisku po zdanění}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}} \quad (6-6)$$

Uvedená rentabilita investic je jednou ze základních složek následujícího parametrického modelu pro výpočet pokračující hodnoty. Pro praktické použití se vychází z průměrných hodnot za delší období. Navržený model pro pokračující hodnotu, který se označuje jako **parametrický vzorec** pak má tuto podobu. [1]

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{ZP_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (6-7)$$

$ZP_{T+1}$  = provozní zisk po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

Poslední dva uvedené vzorce pro pokračující hodnotu, tj. Gordonův a parametrický jsou co do obsahu stejné. Parametrický vzorec je však založen na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty.

Poměr  $g/r_1$  z dlouhodobého hlediska odpovídá tzv. míře investic, což je podíl věnovaný na čisté investice. [1, 5]

$$\text{Míra investice} = \frac{\text{Investice netto}}{ZP} = \frac{g}{r_1} \quad (6-8)$$

Předpokládá se, že míra investic bude po celou dobu druhé fáze stabilní. V čitateli parametrického vzorce je provozní zisk snížen o čisté investice. [1]

$$ZP \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right) = ZP - ZP \times \frac{\text{Investice netto}}{ZP} = ZP - \text{Investice netto} = \text{FCFF} \quad (6-9)$$

V případě trvalého růstu, kde se ale  $r_1$  blíží  $i_k$ . Potom lze z parametrického vzorce odvodit výraz pro věčnou rentu z provozního zisku po upravených daních.

$$PH = \frac{ZP}{i_k} \quad (6-10)$$

V daném případě růst pokračuje, ale v důsledku poklesu rentability ( $r_1$ ) blízko k úrovni průměrných nákladů kapitálu nepřináší přírůstek hodnoty. [1]

### **Pokračující hodnota bez diskontovaných peněžních příjmů**

Pokračující hodnotu je možno stanovit i jinými způsoby, než je diskontování příjmů.

Pro tyto účely se používá [1]:

1. Likvidační hodnota — je-li požadovaná životnost firmy ohraničena.
2. Substanční hodnota — využívá se jen dílčí substanční hodnota. Nehmotný majetek nelze nákladovou cenou dost dobře ocenit.
3. Tržní hodnota ke konci první fáze stanovená pomocí násobitele (multiplikátoru) cena / výnos (P/E) někdy označovaná jako „exit value”.
4. Tržní hodnota určená pomocí násobitele tržní cena / účetní hodnota vlastního kapitálu.
5. Účetní hodnota — je nejjednodušší, ale také nejméně odůvodnitelná metoda.

### 6.2.3.2.2 Volba parametrů pro výpočet pokračující hodnoty

Hlavním problémem při výpočtu pokračující hodnoty, je odhad parametrů pro zvolený model. V případě základního parametrického modelu jsou klíčové následující parametry:

#### 1. Rentabilita čistých investic počítaná z přírůstkového zisku ( $r_1$ )

Odhad je vyvozován z minulého vývoje a z vývoje parametrů rentability v budoucnosti. Obtíž spočívá ve značné variabilitě, kterou vývoj tohoto ukazatele u jednotlivých firem obvykle vykazuje. Určitým řešením je zjistit rentabilitu čistých investic z přírůstku zisku a kumulovaných investic za větší počet let. Při odhadu rentability investic pro druhou fázi je možné vyjít jednak z této průměrné hodnoty a jednak z předpokladu, že dlouhodobě se rentabilita investic bude blížit nákladům kapitálu.

#### 2. Tempo růstu provozního zisku po upravených daních ( $g$ )

Tempo růstu se bude pravděpodobně blížit tempu růstu celého národního hospodářství. Navíc je možné se opřít o předchozí odhad rentability a předpoklad míry čistých investic v období druhé fáze. [2]

#### 3. Provozní zisk po upravených daních

Vyvodí se z finančního plánu zpracovaného pro první fázi. Pokud prognóza končila v průměrném roce vzhledem k hospodářskému cyklu, bude:

$$ZP_{T+1} = ZP_T \times (1+g) \quad (6-11)$$

T = poslední rok prognózy

g = tempu růstu zvolené pro druhou fázi

Pokud však poslední rok prognózy zasahoval do konjunktury nebo krize, musíme tento výchozí zisk upravit podle vlastní úvahy.

### 6.2.4 Kalkulovaná úroková míra při metodě DCF

Kalkulovanou úrokovou míru (diskontní míru) lze definovat jako:

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

U metody DCF entity se stanoví diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (DCFF to firm).

Průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average capital costs — WACC) zde představují náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic při určité formě vkladu do podniku a tomu odpovídajícímu riziku.

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady je [1]:

$$WACC = n_{CK}(1-d) \frac{CK}{K} + n_{VK} \frac{VK}{K} \quad (6-12)$$

$n_{CK}$  = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK(Z)}$  = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku

$VK$  = tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková tržní hodnota investovaného kapitálu,  $K=VK + CK$

Náklady na cizí kapitál jsou násobeny výrazem  $(1 - d)$ , protože jsou na rozdíl od nákladů vlastního kapitálu daňově uznatelné. Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky (bankovní úvěry, veškeré obligace, leasingové financování). Do cizího kapitálu se v tomto případě nezahrnuje kapitál, z něhož nejsou placeny žádné přímé úroky, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům.

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do následujících kroků:

### **Určení váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém upraveném kapitálu**

Cílovou strukturu kapitálu lze odvodit několika způsoby:

- a) Odhadnout, jaká je asi současná kapitálová struktura v tržní hodnotě.
- b) Zjistíme-li, jaká je kapitálová struktura srovnatelných společností počítaná z tržních cen.
- c) Stanoví se cílová struktura pomocí představ vedení firmy o tom, jak by měla vypadat žádoucí struktura financování.

Snaha se přiblížit optimální struktuře kapitálu, tj. struktuře umožňující dosáhnout minimální průměrné vážené náklady kapitálu. [1]

### **Určení nákladů na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál jsou propočteny jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z nejrůznějších forem cizího kapitálu. Určit bezprostřední platby za cizí kapitál je relativně jednoduché, protože jsou většinou pevně stanoveny. Je třeba vzít v úvahu úroky, disážio a další výdaje.

Úroky a disážio jsou obsaženy v propočtu efektivní úrokové míry. K dalším výdajům je třeba počítat jednorázové náklady, které vynaložíme při převzetí úvěru (bankovní provize atd.). Dále je nutné zahrnout do nich běžné náklady úvěru, kam patří především administrativa spojená s dluhovou službou.

### **Určení nákladů na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného ultimativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Modelů, které se používají pro stanovení ceny vlastního kapitálu je mnoho. Pro akciové společnosti obchodovatelné na kapitálovém trhu se zatím nejvíce uplatňuje model kapitálových aktiv (capital asset pricing model — CAPM).

U jiných než obchodovatelných společností lze odhadnou náklady náhradními řešeními, kterými jsou [5]:

- a) použití modelu CAMP s náhradními odhady,
- b) stavebnicová metoda,
- c) kalkulace diskontní míry na základě analýzy rizika,
- d) kalkulace diskontní míry na základě průměrné rentability,
- e) odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.

### 6.2.5 Zjištění výsledné hodnoty podniku

Z předchozích postupů zjistíme hodnotu brutto (Hb), pro kterou platí:

- je to celková hodnota obchodního závodu, tj. jeho aktiv (ve smyslu investovaného kapitálu, očištěná o neúročený cizí kapitál),
- zachycuje jen provozní část obchodního závodu.

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku lze zjistit následovně:

**Tabulka 6-2 Výsledná hodnota vlastního kapitálu**

1.		Hodnota brutto
2.	-	Hodnota úročeného cizího kapitálu ke dni ocenění
3.	=	Hodnota vlastního kapitálu
4.	+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná ke dni ocenění
5.	=	<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu obchodního závodu</b>

Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění. Mělo by se přitom jednat o hodnoty likvidační. Často je možné použít účetní hodnoty. Pokud se však likvidační resp. tržní hodnoty výrazněji liší od hodnot účetních a je možné je zjistit, měli bychom je použít. [1]

### 6.3 Variantní metody DCF

Variantními metodami jsou:

- metoda DCF ekvity,
- metoda DCF APV.

Metody se liší především ve:

- způsobu výpočtu volných peněžních prostředků,
- výsledku získaných diskontováním těchto peněžních toků,
- použitou diskontní mírou.

#### 6.3.1 Metoda DCF equity

DCF equity vyčísluje hodnotu vlastního kapitálu, a to na základě volných peněžních toků FCFE (FCF to equity) pro vlastníky.

Schéma výpočtu je následující:

**Tabulka 6-3 schéma výpočtu DCF Equity**

		Zisk provozní po zpravených daní (ZP)
1.	+	Odpisy
2.	+	Ostatní náklady, nemající v daném období charakter výdajů
3.	-	Investice do modifikovaného pracovního kapitálu
4.	-	Investice do pořízení investičního majetku
5.	=	FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
6.	-	Úroky
7.	-	Splátky úvěrů
8.	+	Nově přijaté úvěry
9.	=	<b>FCFE</b>

Tyto peněžní toky jsou diskontovány pouze náklady vlastního kapitálu, které jsou stanoveny pro danou míru zadlužení. Výsledkem je pak výnosová hodnota vlastního kapitálu. [1]

Pokračující hodnota se vyčíslí na základě věčné renty nebo **Gordonova modelu**:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \text{FCFE}_t (1+i_k)^{-t} + \frac{\text{FCFE}_{T+1}}{i_k - g} (1+i_k)^{-T} \quad (6-13)$$

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení obchodního závodu

$g$  = předpokládané tempo růstu FCFE v druhé fázi horizontu budoucích let

U modelu DCF equity se používá i jemnější členění budoucnosti, tj. na tři fáze:

- fázi rychlého růstu,
- fázi přechodu (rychlý růst se zpomaluje),
- období stability.

Vzorec má pak následující podobu:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T1} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{\text{FCFE}_t}{(1+i_k)^t} + \frac{\text{FCFE}_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot i_k} \quad (6-14)$$

FCFE = peněžní tok pro držitele vlastního kapitálu

$i_k$  = diskontní kalkulovaná úroková míra

$T1$  = počet let rychlého růstu

$T2$  = součet let rychlého růstu a zpomalujícího růstu

$H_n$  = hodnota netto (hodnota vlastního kapitálu)

Obecně lze předpokládat, že v období vysokého růstu budou vysoké čisté investice. Tzn., že investiční výdaje na pořízení investičního majetku budou podstatně vyšší než odpisy.

Model je výhodný pro firmy, které momentálně rychle rostou. Třífázově je možné pojímat všechny tři přístupy k metodě DCF.

### 6.3.2 Metoda DCF APV

Metoda APV vykazuje některé podobnosti s metodou entity. Předpokládáme výhradně financování vlastním kapitálem. To znamená, že v prvním kroku použijí peněžní toky stejné jako u metody entity ( $FCFE = FCF$  pro firmu). [1]

Pro diskont se nepoužijí průměrné vážené náklady kapitálu, ale náklady vlastního kapitálu s jednou výraznou změnou. Musí se určit náklady vlastního kapitálu za předpokladu, že není použit žádný cizí kapitál. Pak pro náklady vlastního kapitálu platí vztah [3]:

$$n_{VK(Z)} = n_{VK} + (n_{VK} - n_{CK}) \cdot (1-d) \cdot \frac{CK}{VK} \quad (6-15)$$

$n_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu při výhradním financování vlastním kapitálem

$n_{CK}$  = náklady cizího kapitálu

$d$  = daňová sazba

$CK$  = cizí kapitál

$VK$  = vlastní kapitál

Použití cizího kapitálu je zdrojem přírůstku hodnoty. Výrazem této skutečnosti je daňový štít. Při trvale stabilní úrovni úročeného cizího kapitálu ve výši  $CK$  je současná hodnota daňového štítu při nákladech na cizí kapitál  $n_{CK}$ . [5]:

$$DS = \frac{n_{CK} \cdot CK \cdot d}{n_{CK}} = CK \cdot d \quad (6-16)$$

Hodnota daňového štítu je připočtena hodnotě nezadluženého obchodního závodu. Hodnota zadluženého obchodního závodu je tedy vyšší.

Na závěr je odečtena od celkové hodnoty zadluženého obchodního závodu hodnota úročeného cizího kapitálu a získá se hledá hodnota vlastního kapitálu.

Hodnotu zadluženého obchodního závodu celkem vyjadřuje vztah [1]:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+n_{VK})^t} + \frac{FCF_{T+1}}{n_{VK} \cdot (1+n_{VK})^T} + \sum_{t=1}^T \frac{d \cdot CK_{t-1} \cdot n_{CK}}{(1+n_{CK})^t} + \frac{d \cdot CK_T}{(1+n_{CK})^T} \quad (6-17)$$

FCF = volné peněžní toky v jednotlivých letech při výhradním použití vlastního kapitálu

$n_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu při financování vlastním kapitálem

T = délka první fáze

d = sazba daně z příjmu právnických osob

$CK_{t-1}$  = hodnota cizího kapitálu v předchozím roce

$n_{CK}$  = náklady cizího kapitálu

$CK_T$  = hodnota cizího kapitálu ke konci první fáze

#### **6.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

Používá se převážně v německy mluvících zemích, kde uvádějí hlavní námitku proti metodě DCF praktické obtíže při prognózování volného peněžního toku. Je třeba říci, že v první řadě je metoda kapitalizovaných čistých výnosů standartně počítaná jako metoda „netto“.

Výnosová hodnota je tedy počítaná z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. [1]

##### **6.4.1 Podklady pro ocenění**

Hlavním podkladem pro ocenění jsou výnosy. Metoda se opírá o minulé výsledky. Východiskem jsou tedy výkazy zisků a ztrát a rozvahy za posledních 3 až 5 let. [3]

Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou hodnotu:

1. Odpisy je nutno upravit tak, aby se minimálně odchylovaly od reálného opotřebení. Je žádoucí počítat odpisy z reprodukčních cen k datu ocenění.
2. Je třeba vyloučit náklady a výnosy vyplývající z provozu majetku, který není nezbytně nutný pro výkon základní činnosti podniku.
3. Je třeba vyloučit mimořádné náklady, které se pravděpodobně nebudou opakovat.
4. Je třeba vyloučit vliv tvorby a rozpouštění tichých rezerv.
5. Je třeba vyloučit vliv metodických změn.
6. Pro upravené hospodářské výsledky je třeba vypočítat i upravené daně.

Východiskem pro ocenění je tedy upravený hospodářský výsledek po daních, a na rozdíl od metody DCF, po odpočtu placených úroků. [2]

##### **6.4.2 Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů**

Postup je identický jako i všech výnosových metod [1]:

1. analýza a úprava dosavadních výsledků obchodního závodu,
2. prognóza budoucích čistých výnosů, propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,
3. odhad kalkulované úrokové míry,
4. propočet výnosové hodnoty.

### 6.4.3 Výpočet odnímatelného čistého výnosu

Odnímatelný čistý výnos je velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku. Zároveň se předpokládá, že nebudou tvořeny žádné rezervy ze zisku. V obchodním závodě bude zadržen jen takový rozsah zdrojů, který je nutný pro udržení podstaty. V našich podmínkách by však bylo nutné započítat příděl nezbytný k vytvoření rezervního fondu podle ustanovení obchodního zákoníku.

Řada minulých upravených čistých výnosů je základem pro odhad odnímatelného čistého výnosu pro budoucí období. V praxi se používají dvě metody:

- paušální metoda,
- analytická metoda.

Podstatou paušální metody je vážený průměr minulých upravených čistých výnosů:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (6-18)$$

$\check{C}V_t$  = minulé upravené čisté výnosy

$q_t$  = váhy, které určují významnou část čistého výnosu za určitý rok pro odhad budoucí trvale odnímatelného čistého výnosu

$K$  = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Zásadou je vyloučit z časové řady extrémní výchylky. Paušální metoda je výhodná tam, kde se nepředpokládá žádný větší dlouhodobý růst. [1] V ostatních případech se používá **analytická metoda**.

Analytická metoda lze popsat v následujících krocích:

1. sestaví se řada upravených čistých výnosů,
2. analyzují se hlavní vlivy, které jsou rozhodující pro zjištěný vývoj čistých výnosů,
3. posuzuje se setrvačnost dosud působících faktorů a vliv nových faktorů,
4. odhad vývoje odnímatelného čistého výnosu do budoucnosti.

Výsledkem je odhad časové řady odnímatelných čistých výnosů.

#### 6.4.4 Výpočet hodnoty obchodního závodu

Je-li k dispozici odhad trvale odnímatelného čistého výnosu získaný paušální metodou, je možné určit výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku ( $H_n$ ) pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (6-19)$$

$T\check{C}V$  = trvale odnímatelný čistý výnos

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra

Je-li k dispozici řada budoucích odnímatelných čistých výnosů získanou analytickou metodou, může se použít dvou nebo tří fázovou metodu. Za předpokladu trvalé existence obchodního závodu (going concern). [1]

Pro dvoufázovou metodu uplatníme vzorec:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (6-20)$$

$H_n$  = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu

$\check{C}V_t$  = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok  $t$  prognózy (tj. délka první fáze)

$T$  = délka období, pro které je možné v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos

$T\check{C}V$  = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu

$g$  = dlouhodobé očekávané tempo růstu

Třífázová metoda je obdobná. První fáze je pojímána shodně s dvoufázovou metodou, ve druhé fázi je předpoklad, že čistý výnos poroste s určitým tempem. Fáze třetí je období, o kterém nelze říct nic přesnějšího. Pro jednoduchost se počítá ve třetí fázi se stabilní výší čistého výnosu. [1]

#### 6.4.5 Kalkulovaná úroková míra při metodě kapitalizovaných čistých výnosů

Kalkulovanou úrokovou míru (diskontní míru) lze definovat jako:

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

U metody DCF entity se stanoví diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (DCFF to firm). [1]

Průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average capital costs — WACC) zde představují náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic při určité formě vkladu do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady je:

$$WACC = n_{CK}(1-d) \frac{CK}{K} + n_{VK} \frac{VK}{K} \quad (6-21)$$

$n_{CK}$  = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)

$d$  = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

$CK$  = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK}$  = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku

$VK$  = tržní hodnota vlastního kapitálu

$K$  = celková hodnota vlastního kapitálu,  $K = VK + CK$

Náklady na cizí kapitál jsou násobeny výrazem  $(1 - d)$ , protože jsou na rozdíl od nákladů vlastního kapitálu daňově uznatelné. Cizí kapitál může zahrnovat všechny možné složky (bankovní úvěry, veškeré obligace, leasingové financování). Do cizího kapitálu se v tomto případě nezahrnuje kapitál, z něhož neplatíme žádné přímé úroky, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům.

#### 6.4.6 Zjištění výsledné hodnoty obchodního závodu

Z předchozích postupů lze zjistit hodnotu brutto (Hb), pro kterou platí:

- je to celková hodnota obchodního závodu, tj. jeho aktiv (ve smyslu investovaného kapitálu, očištěná o neúročený cizí kapitál),
- zachycuje jen provozní část obchodního závodu.

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného obchodního závodu zjistíme následovně:

**Tabulka 6-4 Výsledná hodnota vlastního kapitálu (zdroj: [1], zpracování: vlastní)**

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

Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění. Mělo by se přitom jednat o hodnoty likvidační. Často je možné použít účetní hodnoty. Pokud se však likvidační, resp. tržní hodnoty výrazněji liší od hodnot účetních a je možné je zjistit, měla by se použít. [2]

## 7 TRŽNÍ METODY

### 7.1 Ocenění na základě tržní kapitalizace

Tržní metody jsou založeny na analýze trhu. V případě podniků se jedná o situaci, kdy je požadováno ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Máme k dispozici tržní cenu akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií. Získá se tzv. tržní kapitalizaci, která bývá často ztotožňována s tůní hodnotou obchodního závodu. Ve skutečnosti se však obě veličiny zpravidla liší. [2]

Příčinou odlišnosti může být vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze předpokládat, že při prodeji sta procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná. [2]

Ocenění vyvozené z aktuálních cen vlastních akcií připadá v úvahu jen pro omezený počet akciových společností. Pokud je potřeba ocenit jinou než akciovou společnost nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovatelné, musí se využít metoda tržního porovnání. V případě podniků se jedná o zboží téměř jedinečné. Nalézt plně srovnatelný obchodní závod, jehož cena by byla k dispozici je téměř nemožné. [1]

### 7.2 Ocenění na základě srovnatelných obchodních závodů

Srovnává se oceňovaný obchodní závod s obchodními závody, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny. Oceňované akciové společnosti jejíž akcie nejsou obchodovány se srovnají s obchodními závody, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Tímto způsobem jsou bezprostředně oceněny pouze jednotlivé podíly (akcie) těchto obchodních závodů. Tržní kapitalizace však není sama o sobě ještě vyjádřením tržní hodnoty obchodního závodu. [2]

Postup, jak dospět k ocenění akcií podniků se skládá z následujících bodů:

1. analýza stavu a vývoje národního hospodářství jako celku,
2. analýza stavu a vývoje příslušného odvětví,
3. analýza celkového stavu a vývoje oceňovaného obchodního závodu,
4. podrobná finanční analýza oceňovaného obchodního závodu,
5. výběr srovnatelných obchodních závodů,
6. podrobná analýza srovnatelných obchodních závodů a srovnání s oceňovaným obchodním závodem,
7. výběr vhodných násobitelů (multiplikátorů),
8. volba hodnot násobitelů,
9. výpočet hodnoty akcie oceňovaného obchodního závodu různými metodami,
10. odvození konečné hodnoty akcie. [2]

Při výběru srovnatelných firem je třeba hledat kompromis mezi požadavkem maximální možné podobnosti a dostatečným počtem firem k porovnání. Pokud je to možné, doporučuje se 5 až 8 srovnatelných společností. Tyto společnosti je třeba analyzovat podobným způsobem jako oceňovací společnosti. Poté je provedeno mezipodnikové srovnání, jehož hlavní výsledky by měly být [2, 3]:

- a) který ze srovnávaných obchodních závodů má nejbližší k oceňovanému obchodnímu závodě,
- b) v jakém vztahu je oceňovaný obchodní závod k souboru srovnatelných obchodních závodů, zda je vzhledem k souboru spíš průměrný, nadprůměrný, špičkový atd. [16]

Smyslem násobitele je zohlednit rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného obchodního závodu a porovnávaných obchodních závodů.

Nejznámější je P/E (Price/Earnings Ratio), tedy poměr mezi cenou akcie a ziskem přepočítaným na jednu akcii. [1]

Dílčí odhad hodnoty akcie oceňovaného obchodního závodu pomocí násobitele P/E označíme  $H_{A(P,E)}$  a určí se:

$$H_{A(P/E)} = Z_{(OP)} \cdot (P/E)_{(SP)} \quad (7-1)$$

$Z_{(OP)}$  = zisk na akcii propočtený za poslední období pro oceňovaný podnik

$(P/E)_{(sp)}$  = hodnota násobitele P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků

K osvědčené praxi patří použít více multiplikátorů:

- cena akcie / cash-flow na akcii,
- cena akcie / účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii,
- cena akcie / dividenda připadající na akcii.

V praxi se nejčastěji použijí následující dílčí odhady hodnoty akcie:

- výnosový – na základě poměru P/E,
- majetkový – na základě poměru M/B (tj. tržní / účetní hodnota vlastního kapitálu),
- dividendový – odvozený z dividendové výnosnosti.

Po výpočtu násobitelů je přístupováno k odhadu výslednému. Tento výsledný odhad je odvozen z odhadů dílčích. K tomu lze použít dva způsoby, případně jejich kombinaci:

1. Expertní přístup – pomocí odborného citu zvolíme v rámci dílčích odhadů výsledný.
2. Mechanický způsob – spočítáme vážený průměr dílčích odhadů.

Dále je potřeba upravit souhrnný odhad. Typickým příkladem je likvidnost akcií. Při nižší likvidnosti je třeba odpočítat přiměřenou srážku. Srážky a přírážky je však možno uplatnit i pro další faktory, pokud to oceňovatel uzná za vhodné.

Na závěr je třeba ocenit obchodní závod jako celek, kde vynásobíme hodnotu jedné akcie zjištěnou z předchozích kroků počtem akcií oceňovaného obchodního závodu. [5]

### 7.3 Ocenění na základě srovnatelných transakcí

Postup je obdobný jako v předcházejícím případě. Nyní se počítá násobitel na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné obchodní závody, které byly prodány v poslední době. Odlišnosti jsou v první řadě v tom, že lze získat přímo hodnotu vlastního kapitálu obchodního závodu jako celku.

Další odlišnosti lze spatřovat v tom, že není požadováno používat přepočty na akcii. Násobitelé pak vyjadřují přímo hodnotu obchodního závodu jako násobek ročního zisku, ročního cash-flow, účetní hodnoty vlastního kapitálu nebo realizovaného obrátu. [2]

Metoda nalézá širší použití při prodejkách menších obchodních závodů. Je vhodná i pro oceňování i jiných než akciových společností.

Při volbě hodnoty konkrétního násobitele lze postupovat dvěma způsoby:

1. Použijí se hodnoty ze souboru srovnatelných podniků.
2. Použijí se násobitelé obvyklé pro určité odvětví. [2]

Zejména druhý způsob však vyžaduje rozsáhlou datovou základnu, která je diferencována nejen odvětvově, ale i regionálně. [2]

Obecně oceňovatelé vycházejí z následujícího postupu:

- určí substanční hodnotu věcného majetku,
- odhadnout goodwill,
- výsledná hodnota obchodního závodu je součet obou položek z předchozího bodu.

Takto vypočtený základní odhad je třeba dále upravit s ohledem na vliv dalších diferenciačních faktorů, zejména regionální rozdíly, počet a struktura zaměstnanců, poptávka po firmách. [1]

### 7.4 Ocenění na základě údajů uváděných na burzách

Jde o variantu postupu odvození hodnoty akcie obchodního závodu podle srovnatelných obchodních závodů. Odlišnost spočívá zejména v rozsahu dostupných údajů, který je v tomto případě pochopitelně menší. Tento postup má zpravidla jen podpůrný význam. [5]

### **7.5 Závěry k metodám založených na analýze trhu**

V praxi mají metody analýzy trhu mnoho výhod.

Existuje silná vazba mezi metodikou výnosů, oceněním a tržními podmínkami, přičemž tržní údaje předčí účetní. Tyto metody – alespoň na první pohled – jsou technicky velmi jednoduché.

Ve srovnání s výnosovou metodou se analýza trhu zdá být objektivnější. [1]

## 8 MAJETKOVÉ OCENĚNÍ

Při majetkovém ocenění je určitým způsobem oceněna každá majetková položka. Součtem těchto cen je získáno souhrnné ocenění aktiv obchodního závodu. Po následném odpočtu všech dluhů a závazků je vypočítána hodnota vlastního kapitálu. Lze získat tři různé majetkové hodnoty v závislosti na použitých cenách:

- účetní ceny,
- likvidační ceny,
- reprodukční ceny.

### 8.1 Základní druhy majetkového ocenění

Níže budou popsány základní druhy majetkového ocenění.

#### 8.1.1 Vlastní jmění (účetní hodnota)

Vychází z bilance podniku. Vlastní kapitál je pak rozdílem mezi účetní hodnotou celkových aktiv a účetní hodnotou závazků všeho druhu.

Investiční majetek musí být uveden v historických pořizovacích cenách i tehdy, když jsou tyto ceny zastaralé a překonané. Odpisy se vypočítávají z těchto historických cen, i když je zřejmé, že nebudou stačit na prostou obnovu. Ocenění majetku v účetnictví je jiné, než reálné hodnoty tohoto majetku v době ocenění. Reálným oceněním majetku se rozumí ocenění, které by vycházelo z aktuálních cen, za něž by bylo možné tento majetek znovu pořídit. [15]

#### 8.1.2 Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je množství peněz, které se získají prodejem jednotlivých částí obchodního závodu. Je dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek obchodního závodu.

Má dvě základní funkce:

1. Tvoří dolní hranici obchodního závodu. Pokud na základě ocenění jinou metodou vyjde hodnota nižší, měla by být za hodnotu obchodního závodu označena hodnota likvidační.
2. Při rozhodování o sanaci bychom měli určit likvidační i výnosovou hodnotu vypočítanou z finančního plánu, který by obsahoval sanační opatření. K sanaci potom přistoupíme, bude-li výnosová hodnota vyšší než likvidační. [5]

Likvidační hodnotu však není snadné určit. Výnos z prodeje závisí na mnoha nesnadno odhadnutelných skutečnostech včetně dlouhé doby likvidace a často minimálních výnosech. [1]

Likvidační hodnota bývá řazena i do výnosových metod oceňování, protože je možné se nahlížet na ní jako na peněžní toky při prodeji majetku. [3]

### 8.1.3 Substanční hodnota

Jedná se o základní ocenění založené na analýze jednotlivých složek majetku a rozumí se jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek. Tyto složky jsou oceňované podle objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že obchodní závod bude pokračovat ve své činnosti.

Je zde snaha zjistit reprodukční hodnotu jednotlivých aktiv sníženou o opotřebení. Pokud jsou oceňované pouze aktiva, používá se označení **substanční hodnota brutto**. Odpočte se reálné ocenění všech závazků, získáme **substanční hodnotu netto**. [15]

## 8.2 Určení substanční metody

Náklady na znovupořizení, které jsou základem pro určení substanční hodnoty jsou zjištěny několika způsoby:

- indexovou metodou,
- přímým zjišťováním cen,
- oceňování podle zvolené jednotky,
- funkčním zjišťováním cen. [3]

### 8.2.1 Indexová metoda

Použití cenových indexů vychází z historických cen, které jsou upraveny vhodně zvoleným indexem k datu ocenění. K dispozici jsou obecné cenové indexy např. index životních nákladů a i speciální indexy pro vybrané okruhy zboží.

Použití indexu je však problematické tam, kde dochází k výraznému technickému pokroku, který výrazně mění charakter konkrétních aktiv. [2]

### 8.2.2 Přímé zjišťování cen

Základem je odvozování cen z podkladů výrobců a prodejců jednotlivých složek majetku. Jedná se o ceníky, případně kalkulace cen sloužících k přímému zjištění cen.

### 8.2.3 Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek

Zjišťování cen pomocí zvolených jednotek je jistou obměnou metody přímého zjišťování cen. Vychází z podobných podkladů avšak zjištěné ceny se přepočítávají na zvolenou jednotku, např. na čtvereční metr pozemku nebo krychlový metr obestavěného prostoru. [1, 15]

## 8.3 Oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv

Oceňování jednotlivých položek aktiv a pasiv je popsáno níže.

### 8.3.1 Aktiva

Níže budou popsány důležité složky aktiv.

#### 8.3.1.1 Pozemky

Nejdřív je třeba zjistit stav pozemků v držení obchodního závodu a jejich celkovou plochu. Pro vlastní ocenění přichází v úvahu tyto metody:

- cenová mapa pozemků,
- indexová metoda,
- ocenění podle předpisů,
- metoda třídy polohy.

**Cenové mapy** jsou grafickým znázorněním pozemků v určité oblasti, z nichž je možno zjistit ceny za 1 m<sup>2</sup>. Cenové mapy jsou k dispozici na obecních úřadech obcí, které cenovou mapu vydali.

**Indexová metoda** pro oceňování pozemků vychází z průměrných cen stanovených pro určitou oblast. Tyto ceny se pak upravují srážkami a přírážkami, které odrážejí kvalitativní faktory jako vliv polohy, tvar, míru stavební připravenosti. Jedná se o uplatnění principu porovnávací metody, kdy se vyjde ze znalosti ceny konkrétního pozemku a srovnáním s oceňovaným se odvodí cena. [3]

**Metoda třídy polohy** je založena na existenci určitých vztahů mezi cenou stavebního pozemku k celkové ceně stavby a k výnosu z nájmu. Podíl pozemku na ceně nemovitosti se mění s charakterem a polohou nemovitosti. [15]

V ocenění jednotlivých pozemků je třeba vyjádřit všechny druhy břemen, kterými je pozemek zatížen.

### 8.3.1.2 Stavby

Pro určení substanční hodnoty staveb je rozhodující nákladové ocenění. Používá se též výraz věcná hodnota nebo časová hodnota.

Východiskem je reprodukční hodnota, která lze stanovit následujícími způsoby:

- Nejpřesnější metodou je podrobný rozpočet podle jednotlivých položek stavebních prací a jednotlivých druhů stavebních materiálů.
- Metodou agregovaných položek, které představují sdružení několika rozpočtových položek do jedné, kdy jsou v rámci jedné agregace sloučeny položky stavebních prací tvořící ucelenou konstrukci.
- Propočtem technicko — hospodářských, rozpočtových ukazatelů. Tato metoda je méně přesná i méně pracná. Vychází z měrné jednotky např. obestavěný prostor, zastavěná plocha. Pro tuto metodu se zjistí jednotková cena, kterou se vynásobí měrná jednotka.

Někdy se může použít i tzv. globální ocenění budov, které má obchodní závod k dispozici. Sečtou se všechny budovy podle ročníku pořízení v původních pořizovacích cenách. Jsou-li k dispozici indexy cen stavebních prací, zjistí se pomocí tohoto indexu reprodukční cena. Cenu je nutno snížit o opotřebení a případné další srážky. [16]

Pro budovy mimoprovozního majetku podniku, jako jsou např. obytné domy a hotely lze použít zbývající oceňovací metody:

- **metodu tržního porovnání** vycházející ze srovnatelných nemovitostí,
- **výnosovou metodu** zjištěnou odečtením nákladů na zajištění provozu od výnosů z nemovitosti.

### **8.3.1.3 Stroje a zařízení**

Opět se jedná o zjištění reprodukční ceny a její snížení o odpovídající opotřebením a případně jiné vlivy. Reprodukční cenu lze zjišťovat z ceníků výrobců, případně na trhu použitých strojů a zařízení. Druhou metodou je indexová metoda. Při odhadu strojů a zařízení je potřeba určit jejich životnost. Pro stroje, které jsou účetně plně odepsány je účelné započítat určité trvalé hodnoty, řádově 10 - 30 % reprodukční hodnoty. [1]

### **8.3.1.4 Nehmotná aktiva**

Jedná-li se o samostatně ocenitelná aktiva, jako oprávnění k určité činnosti, využívání některých zdrojů, použije se skutečná cena, která byla zaplacená.

Nehmotná aktiva, jako licence, patenty, značky, autorská práva, lze započítat do substanční hodnoty jen tehdy, jsme-li schopni odhadnout nebo zjistit jejich reprodukční náklady k datu ocenění.

Hodnotu goodwillu lze určit jen pomocí výnosové metody v rámci oceňování obchodního závodu jako celku. Jeho ocenění je vyčísleno jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. [1]

### **8.3.1.5 Finanční investice**

Základem pro jejich ocenění je cena na trhu. Není-li k dispozici, hledáme náhradní řešení. V případě dluhopisů použijeme nominální hodnotu, případně výnosovou hodnotu. Pokud se jedná o podíly na vlastním kapitálu, je možné vyvodit hodnotu z ocenění vlastního kapitálu nebo použít účetní hodnotu s případnými úpravami. [5]

### **8.3.1.6 Zásoby**

Oceňují se reprodukčními cenami. Suroviny a materiál se ocení aktuálními cenami. Při používání metody FIFO, lze použít i data účetní na úrovni pořizovacích cen. Zásoby, polotovary a hotové výrobky vlastní výroby je třeba ocenit úplnými Vlastními náklady, pokud nejsou na trhu srovnatelné produkty za výhodnější ceny.

Pokud použijeme tržní ceny, vyloučíme zisk, aby byla dodržena zásada oceňování podle reprodukčních cen. Ocenění zásob dále upravíme o případné srážky, neprodejnost apod.

#### **8.3.1.7 Pohledávky**

Krátkodobé a dlouhodobé úročené pohledávky oceníme na úrovni nominální hodnoty. Dlouhodobé pohledávky neúročené je třeba přepočítat na současnou hodnotu, stejně jako pohledávky po lhůtě splatnosti. Základem je bezriziková úroková míra použitá pro výnosovou hodnotu. Hodnota pohledávek je snižována o hodnotu nedobytných pohledávek. Prakticky se hodnota pohledávek snižuje tím více, čím delší je doba po splatnosti. [6]

#### **8.3.1.8 Peníze a cenné papíry**

Hotovost, účty u bank a šeky se oceňují v nominální hodnotě. Směnky podle období zbývajících do doby splatnosti, tj. s odpočtem příslušné části diskontu.

Po přecenění jednotlivých aktiv je třeba vypočítat nové odpisy, které vycházejí z nového přecenění a odhadnuté zbytkové životnosti. Tyto odpisy jsou pak použity při ocenění podniku pomocí výnosových metod.

### **8.3.2 Pasiva**

Níže budou popsány důležité složky pasiv.

#### **8.3.2.1 Rezervy**

Rezervy na opravy je třeba upravit tak, aby byly v souladu se způsobem ocenění příslušných majetkových položek.

#### **8.3.2.2 Závazky**

Platí pro ně to, co bylo řečeno u pohledávek. Závazky zdanění lze zpravidla odvodit z upravených účetních podkladů. [15]

### **8.4 Použití substanční metody**

Substanční hodnota byla používána jako základní metoda oceňování. Byla však postupně vytlačena výnosovou hodnotou. Setkáváme se s jejím použitím v rámci kombinovaných výnosových metod.

V současné době převažuje názor, že je účelné zjišťovat substanční hodnotu jako pomocnou veličinu, která doplňuje výnosové ocenění.

Substanční hodnota:

- poskytuje představu o velikosti věcného kapitálu potřebného pro provoz obchodního závodu,
- je předpokladem pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (odhad výše odpisů nutných k obnově),
- pokud by bylo možné odhadnout i náklady na pořízení goodwillu a vypočítat tak úplnou substanční hodnotu, tvořila by tato hodnota horní hranici pro cenu obchodního závodu. Není totiž účelné zaplatit za obchodní závod více, než by stálo jeho skutečné kompletní znovuzařízení. [1]

### 8.5 Výpočet substanční hodnoty

Substanční hodnotu můžeme vypočítat dvěma následujícími způsoby:

Substanční hodnota provozně nutného majetku brutto
- Reálná hodnota závazků
+ Tržní (prodejná) hodnota majetku nepotřebného pro provoz
<b>= Substanční hodnota netto</b>

nebo

Vlastní jmění podle účetnictví
+/- Zvýšení / snížení účetní jednotky aktiv
+/- Zvýšení / snížení účetní jednotky pasiv
<b>= Substanční hodnota netto</b>

Kupní cena obchodního závodu může být vyšší než substanční hodnota. Rozdíl mezi kupní cenou a substanční hodnotou představuje goodwill.

## 9 PRAKTICKÁ ČÁST – OCENĚNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU

Náplní diplomové práce je stanovit ocenění vybraného obchodního závodu, resp. oceňované společnosti. V praktické části budou stanoveny všeobecné informace potřebné k ocenění, dále budou stanoveny jednotlivé použité metody a jejich výpočty a na závěr rekapitulace ocenění vybrané společnosti.

Z důvodů zachování mlčenlivosti a ochrany obchodního tajemství jsou základní informace o oceňovaném obchodním závodu pozměněny.

### 9.1 Všeobecné informace

Ve všeobecných informacích jsou popsány následující části, které jsou pro ocenění prvotními informacemi:

- úvod

Ocenění obchodního závodu je vypracováno na žádost objednavatele (vlastníka společnosti).

- cíl

Cílem zpracovatele je stanovení tržní hodnoty společnosti XXX, a.s. z důvodu pouze informativního pro objednavatele (vlastník oceňované společnosti).

- den ocenění

Stanovení hodnoty je prováděno podle stavu relevantních, zejména účetních podkladů k 31.12.2021, který byl stanoven jako den ocenění.

- podklady, které dodává oceňovaná společnost XXX, a.s.

Rozvaha v plném rozsahu a výkaz zisku a ztrát XXX, a.s. k 31.12.2017

Rozvaha v plném rozsahu a výkaz zisku a ztrát XXX, a.s. k 31.12.2018

Rozvaha v plném rozsahu a výkaz zisku a ztrát XXX, a.s. k 31.12.2019

Rozvaha v plném rozsahu a výkaz zisku a ztrát XXX, a.s. k 31.12.2020

Rozvaha v plném rozsahu a výkaz zisku a ztrát XXX, a.s. k 31.12.2021

Finanční plán potvrzený managementem společnosti

Projektová dokumentace oceňované komerční budovy

- ověření vstupních informací

Ocenění je založeno výhradně na údajích poskytnutých pověřenými osobami obchodního závodu XXX, a.s. Veškeré podkladové materiály pro zpracování tohoto ocenění jsou v kompetenci a odpovědnosti společnosti XXX, a.s.

## 9.2 Použité metody ocenění

Pro ocenění obchodního závodu budou použité tři základní metody ocenění, z kterých poté bude vybrána nejrelevantnější hodnota.

Použité metody ocenění ke dni 31.12.2021:

- Účetní metoda
- Majetková metoda
- Výnosová metoda – kapitalizovaných čistých výnosů

## 9.3 Popis obchodního závodu

Společnost je charakterizována následujícími údaji:

Obchodní firma:	XXX, a.s.
Právní forma:	akciová společnost
Sídlo:	náměstí Svornosti 2573/6, Žabovřesky, 616 00 Brno
IČ:	12345678
Základní kapitál:	2.000.000,- Kč
Datum zápisu do OR:	8.2.2017
Předmět podnikání:	výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona, pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor
Spisová značka:	B 7675/KSBR Krajský soud v Brně

#### 9.4 Popis společnosti a jeho základní činnosti

Společnost XXX, a.s. byla založena za účelem akvizice a následné rekonstrukce původního Obchodního centra Kavkaz. Rekonstrukci společnost dokončila v květnu 2018, v srpnu 2018 byla stavba zkolaudována a byl zahájen provoz obchodního centra a pronájem retailových prostor. V současné době společnost provozuje a spravuje Obchodní centrum Kavkaz na ulici Švermova 9. Cílem společnosti je udržet své nájemce spokojené v pronajímaných prostor a plnit své závazky vůči bankovním institucím.



Obrázek 9-1 Logo společnosti [zdroj: vlastní]

#### 9.5 Strategická analýza – celková makroekonomická situace státu a situace na trhu

Celková makroekonomická situace státu a situace na relevantním trhu je prováděna MF ČR v Kolokviích. Cílem prognóz je zjistit názor relevantních institucí na budoucí vývoj české ekonomiky a zhodnotit primární tendence, s kterými zúčastněné instituce ve svých předpovědích počítají. Výsledky 53. Kolokvia z května 2022, vycházejí z předpovědí 17 známých institucí, kterými jsou Ministerstvo financí; Ministerstvo průmyslu a obchodu; Ministerstvo práce a sociálních věcí; Česká národní banka; AKCENTA CZ; Citibank; Banka CREDITAS; CYRRUS; Česká bankovní asociace; Deloitte ČR; Generali Investments CEE, investiční společnost; Hospodářská komora ČR; Institut ekonomických studií, Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy; Komerční banka; Raiffeisenbank; Svaz průmyslu a dopravy ČR; UniCredit Bank. Pro zajištění větší vypovídatelnosti šetření k nim byly přidány prognózy Evropské komise a Mezinárodního měnového fondu. [17]

Předpokládaný vývoj v letech 2022 a 2023, s kterým MF ČR počítá v aktuální Makroekonomické predikci (duben 2022), jsou s prognózami ostatních institucí konzistentní. [17]

Hlavní předpokládané tendence makroekonomického vývoje v letech 2022 a 2023 lze definovat takto:

Ekonomický růst by měl letos podle respondentů zpomalit na 1,5 %. Prudký růst životních nákladů zpomaluje reálnou spotřebu domácností a měl by vzrůst pouze o 1,1 %. Růst vládní spotřeby by měl zpomalit na 1,6 %, pravděpodobně z důvodu odeznění výdajů souvisejících s epidemií COVID-19. Investice do fixního kapitálu by měly vzrůst o 2,3 %, stále však výrazně zaostávají za úrovněmi roku 2019. Jedním z důvodů slabé investiční aktivity by mohla být přetrvávající vysoká nejistota a problémy s dodavatelským řetězcem. Ty budou mít ve spojení se zpomalujícím ekonomickým růstem v zámoří negativní dopad na export. Bilance zahraničního obchodu by proto měla působit na ekonomický růst téměř neutrálně. Velmi silná akumulace zásob, ke které došlo v loňském roce, by měla pokračovat i letos. (příspěvek změn zásob k růstu HDP pouze -0,1 p. b.). [17]

Pro rok 2023 respondenti očekávají průměrný růst HDP 3,0 %. Inflace by se měla postupně zotavovat k 2 % cíli České národní banky spolu s mírným oživením reálné spotřeby domácností. Růst vládní spotřeby se dále zpomalí, ale investiční aktivita dále výrazně posílí. Problémy s dodavatelským řetězcem by měly odeznít, což by mělo pozitivní dopad na bilanci zahraničního obchodu. Změny stavu zásob by měly zpomalit ekonomický růst na 0,8 p.b. [17]

V průměru zúčastněné instituce očekávají, že inflace letos dosáhne 13,3 % a v roce 2023 zpomalí na 5,1 %. Důležitým tahounem inflace je rostoucí cena elektřiny a zemního plynu, která se postupně promítá do cen dalšího zboží a služeb. Inflaci také podporují globální problémy dodavatelského řetězce, které vedou k prudkému nárůstu cen mnoha výrobních vstupů. Válka na Ukrajině tyto problémy zároveň prohloubila. Konflikt také vyústil ve zvýšení cen mnoha komodit. Očekávaný růst koruny by měl působit mírně proinflačně. Podle průměrné prognózy bude měnová politika reagovat na očekávaný vývoj inflace dalším zvyšováním úrokových sazeb. [17]

V letošním a příštím roce by se podle respondentů měla míra nezaměstnanosti pohybovat kolem 2,5 %. Zaměstnanost by letos mohla vzrůst o 0,7 % a v roce 2023 o 0,4 %. Zpomalení ekonomického růstu by se tak nemělo projevit na trhu práce. Otázkou však zůstává,

do jaké míry průzkumy pracovních sil zachycují příliv uprchlíků z Ukrajiny a jejich zapojení do ekonomické aktivity v ČR. [17]

V průměru agentura očekává, že mzdy a platy porostou v letech 2022–2023 ročním tempem asi 6,5 %. Průměrné reálné mzdy by měly letos výrazně klesnout kvůli velmi vysoké inflaci spotřebitelských cen.

Běžný účet platební bilance by měl být podle respondentů průzkumu deficitní. Deficit by letos mohl dosáhnout 2,9 % HDP a v roce 2023 se snížit na 1,2 % HDP. [17]

**Tabulka 9-1 Predikce makroekonomických ukazatelů (zdroj: [7], zpracování: vlastní)**

Instituce	Datum prognózy	Růst reálného HDP v roce 2023	Průměrná míra inflace 2022	Průměrná míra inflace 2023	Nezaměstnanost v roce 2023
53.Kolokvium	Květen 2022	3,0 %	13,3 %	5,1 %	2,5 %

## 9.6 Finanční analýza

Finanční analýza obchodního závodu bude obsahovat elementární metody a poměrové ukazatele.

### 9.6.1 Elementární metody

Elementární metody, které byly zkoumány u obchodního závodu XXX, a.s., jsou horizontální a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

#### 9.6.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza bude vypracována na významné položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty.

##### 9.6.1.1.1 Aktiva

Pro zjištění finanční situace a vytvoření horizontální analýzy byly zkoumány poslední 4 roky obchodního závodu. Byly zkoumány významné položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty a vytvořeny procentuální rozdíly mezi roky 2018-2021.

Celková zastoupená aktiva v obchodním závodě mají od roku 2018 mírný klesající trend z důvodu opotřebení dlouhodobého hmotného majetku.

Dlouhodobý majetek má majoritní zastoupení v aktivech, které tvoří položky pozemky a stavby. Za sledované období 4 let má v průměru rovnoměrný klesající trend. Dlouhodobý majetek klesá v průměru o 1,97 %.

Oběžná aktiva mají klesající tendenci od roku 2018 v průměru o 10,14 %. Oběžná aktiva jsou ze 100 % tvořeny z krátkodobých pohledávek.

**Tabulka 9-2 Významné položky aktiv rozvahy pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)**

VÝZNAMNÉ POLOŽKY ROZVAHY	p.č.	2018/2019	2019/2020	2020/2021
<b>AKTIVA CELKEM</b> (ř. 02 + 03 + 37 + 74)	001	3,80 %	0,67 %	-1,85 %
<b>Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 14 + 27)</b>	003	-1,90 %	-1,97 %	-2,00 %
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	004	0	0	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b> (ř. 15 + 18 až 20 +24)	014	-1,90 %	-1,97 %	-2,00 %
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b> (ř. 28 až 34)	027	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Oběžná aktiva (ř. 38 + 46 + 68 + 71)</b>	037	23,85 %	8,02 %	-1,45 %
<b>Zásoby (ř.39 + 40 + 41 + 44 + 45)</b>	038	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Pohledávky (ř. 47 + 57)</b>	046	14,71 %	0,19 %	3,28 %
<b>Dlouhodobé pohledávky (ř. 48 až 52)</b>	047	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Krátkodobé pohledávky (ř. 58 až 61)</b>	057	14,87 %	0,19 %	2,33 %
<b>Krátkodobý finanční majetek</b> (ř. 69 +70)	068	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Peněžní prostředky (ř. 72 +73)</b>	071	2094,06 %	100,63 %	-29,37 %
<b>Časové rozlišení aktiv (ř. 75 až 77)</b>	074	- 49,15 %	0,00 %	836,67 %

Stav pohledávek má každoroční kolísavý rostoucí trend, který odráží hodnoty krátkodobých pohledávek zastoupených v obchodním závodu.

Peněžní prostředky mají nerovnoměrné hodnoty. Je to z důvodu potřeby peněžních prostředků na opravy či financování jiných spravovaných projektů. Peněžní prostředky jsou uložené ve velké míře na bankovním účtu.

#### **9.6.1.1.2 Pasiva**

Celková pasiva měla v roce 2019/2020 oproti roku 2018/2019 klesající tendenci, kdy klesla o 3,13 %. V dalším roce došlo k výraznému snížení celkových pasiv, kdy se hodnota dostala do záporné hodnoty -1,85 % z důvodu poklesu cizích zdrojů o 5,27 % v letech 2020/2021.

Celkový vlastní kapitál má nerovnoměrný rostoucí trend v hodnotících letech. Největší nárůst byl v období 2020/2021, kde byl zaznamenaný růst o 53,35 %. Je to zapříčiněno poklesem cizích zdrojů a navýšením výsledku hospodaření minulých let.

Výsledek hospodaření běžného účetního období vykazovalo klesající hodnoty do roku 2020 o 29,53 %. V hodnoceném období 2020/2021 je významný nárůst o 229,85 %, který reflektuje snížení dlouhodobých závazků o 20,72 % a pokles krátkodobých závazků o 86,93 %.

Cizí zdroje v roce 2019/2020 klesající tendenci o 0,30 % z důvodu poklesu dlouhodobých závazků k úvěrovým institucím. V dalším roce 2020/2021 je pokles o 5,27 %, který lze zdůvodnit rapidním poklesem krátkodobých závazků 86,93 %. Obchodní závod v roce 2021 navýšila o 20,21 % závazky k úvěrovým institucím.

Tabulka 9-3 Významné položky pasiv rozvahy pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)

VÝZNAMNÉ POLOŽKY ROZVAHY	p.č.	2018/2019	2019/2020	2020/2021
<b>PASIVA CELKEM (ř. 79 + 101 + 141)</b>	078	3,80 %	0,67 %	-1,85 %
<b>Vlastní kapitál</b>	079	37,26 %	19,30 %	53,35 %
<b>Základní kapitál (ř. 81 až 83)</b>	080	0	0	0
<b>Ážio a kapitálové fondy (ř. 85 + 86)</b>	084	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Fondy ze zisku (ř. 93 + 94)</b>	092	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Výsledek hospodáření minulých let (+/-) (ř. 96 až 98)</b>	095	-1063,92 %	77,11 %	30,92 %
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	099	-30,14 %	-28,92 %	229,95 %
<b>Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)</b>	100	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Cizí zdroje (ř. 102 + 107)</b>	101	2,50 %	-0,30 %	-5,27 %
<b>Rezervy (ř. 103 až 106)</b>	102	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Závazky (ř. 108 + 123)</b>	107	2,50 %	-0,30 %	-5,27 %
<b>Dlouhodobé závazky (ř. 109 + 112 až 119)</b>	108	0,13 %	-2,44 %	20,72 %
<b>Krátkodobé závazky (ř. 124 + 127 až 133)</b>	123	11,50 %	7,24 %	-86,93 %
<b>Časové rozlišení pasiv (ř. 142 + 143)</b>	141	180,00 %	-73,81 %	18,18 %

**9.6.1.1.3 Výkaz zisku a ztrát**

V roce 2018 firma začala vykazovat první tržby. V následujícím roku 2019 lze vidět 89,84 % procentní nárůst tržeb z důvodu stoprocentního naplnění obchodních jednotek v obchodním centru. Roku 2020 tržby o 15,97 % klesly z důvodu pandemického opatření, které vedlo k redukci nájemného, oproti tomu rok 2021 roste o 4,64 % kvůli uplatnění inflačních doložek v nájemních smlouvách.

U výkonové spotřeby lze vidět v roce 2021 nárůst o 24,16 % v položce služby, které jsou z velké části způsobené nárůstem cen externích firem. (revize, úklid, atd)

Provozní výsledek hospodaření má od roku 2020 jednotkový procentuální pokles, a to z důvodu rostoucí výkonové spotřeby, která reflektuje zvýšení služeb o 61,73 % v roce 2021 oproti srovnávanému roku 2020.

Nákladové úroky a podobné náklady mají rostoucí tendenci o 24,92 % v roce 2021 oproti roku 2020. Je to zapříčiněno navýšením bankovního úvěru v roce 2021 o 20,72 %.

Výsledek hospodaření před zdaněním v roce 2019 a 2020 měl klesající tendenci. V roce 2021 byl velký nárůst a to o 270,93 % z důvodu poklesu výsledku finančního hospodaření o 69,31 %.

**Tabulka 9-4 Významné položky výkazu zisku a ztráty pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)**

<b>VÝZNAMNÉ POLOŽKY VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY</b>	<b>p.č.</b>	<b>2018/2019</b>	<b>2019/2020</b>	<b>2020/2021</b>
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb</b>	01	89,84 %	-15,97 %	4,64 %
<b>Tržby za prodej zboží</b>	02	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Výkonová spotřeba (ř. 04 + 05 + 06)</b>	03	209,87 %	-38,82 %	24,16 %
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti (ř. 15 + 18 + 19)</b>	14	146,20 %	0,00 %	0,00 %

<b>VÝZNAMNÉ POLOŽKY VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY</b>	<b>p.č.</b>	<b>2018/2019</b>	<b>2019/2020</b>	<b>2020/2021</b>
<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	30	43,99 %	-2,70 %	-5,20 %
<b>Nákladové úroky a podobné náklady (ř. 44 + 45)</b>	43	165,11 %	-14,69 %	24,92 %
<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	48	169,92 %	6,49 %	-69,31 %
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48)</b>	49	-38,43 %	-29,07 %	270,93 %
<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-) (ř. 49 - 50)</b>	53	-30,14 %	-28,92 %	229,95 %
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 53 - 54)</b>	55	-30,14 %	-28,92 %	229,95 %
<b>Čistý obrat za účetní období</b>	56	99,71 %	-12,13 %	22,17 %

### 9.6.1.2 Vertikální analýza

Pro zjištění finanční situace a vytvoření vertikální analýzy byly zkoumány poslední 4 roky fungování obchodního závodu. Byly zkoumány významné položky rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Zkoumalo se procentuální zastoupení jednotlivých položek k celkovým tržbám i jejich nadřazeným položkám v letech 2018 - 2021.

V rozvaze se pohledávky za upsaný základní kapitál, dlouhodobý majetek, oběžná aktiva a časové rozlišení aktiv váží na položku aktiv a popisují tedy procentuální zastoupení k celkovým aktivům. K hlavním skupinám položek se vždy váží další položky (podpoložky), u kterých bylo také zkoumáno procentuální zastoupení k těmto hlavním skupinám položek. Zkoumány byly pouze položky, které ve sledovaném období byly nejvýznamnější.

#### 9.6.1.2.1 Aktiva

Dlouhodobý hmotný majetek je největší zástupce z celkových aktiv a má v průběhu 4 let rovnoměrný klesající trend. Dlouhodobý majetek je zastoupený v průměru 73,65 %.

Oběžná aktiva tvoří v průměru 26,35 % a má druhé největší zastoupení z aktivní strany. Jsou tvořené z 99 % krátkodobými pohledávkami.

Peněžní prostředky mají rostoucí kolísavý trend a jsou tvořené přibližně z 97 % penězi na bankovních účtech.

**Tabulka 9-5 Významné položky aktiv rozvahy pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)**

VÝZNAMNÉ POLOŽKY ROZVAHY	p.č.	2018	2019	2020	2021
<b>Dlouhodobý majetek (ř. 04 + 14 + 27)</b>	003	77,85 %	73,57 %	71,64 %	71,53 %
Dlouhodobý nehmotný majetek	004	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Dlouhodobý hmotný majetek (ř. 15 + 18 až 20 +24)	014	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Pozemky	016	7,10 %	7,26 %	7,41 %	7,56 %
Stavby	017	92,60 %	92,50 %	92,41 %	92,32 %
<b>Dlouhodobý finanční majetek (ř. 28 až 34)</b>	027	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Oběžná aktiva (ř. 38 + 46 + 68 + 71)</b>	037	22,15 %	26,43 %	28,36 %	28,47 %
<b>Zásoby</b>	038	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Pohledávky (ř. 47 + 57)</b>	046	99,56 %	92,21 %	85,53 %	89,63 %
Dlouhodobé pohledávky (ř. 48 až 52)	047	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Krátkodobé pohledávky (ř. 58 až 61)	057	99,74 %	99,89 %	99,89 %	98,96 %
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	068	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Peněžní prostředky</b>	071	0,44 %	7,79 %	14,47 %	10,37 %
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	074	0,06 %	0,03 %	0,03 %	0,26 %

### 9.6.1.2.2 Pasiva

Celková pasiva jsou zastoupené v největší míře cizími zdroji. Je to z důvodu financování záměru bankovním úvěrem.

Cizí zdroje zastupuje bankovní financování. Každý rok má klesající tendenci a to z důvodu poklesu cizích zdrojů.

Závazky tvoří 100 % cizích zdrojů z důvodu nepřítomnosti položky zásob. Dlouhodobé závazky tvoří v průměru 83,3 % a v roce 2021 až 96,65 % z důvodu navýšení bankovního úvěru. Krátkodobé závazky tvoří průměrně 17,64 % a v roce 2021 lze vidět velké snížení zastoupení ze závazků na 3,33 %.

**Tabulka 9-6 Významné položky pasiv rozvahy pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)**

VÝZNAMNÉ POLOŽKY ROZVAHY	p.č.	2018	2019	2020	2021
<b>Vlastní kapitál</b> (ř. 80 + 84 + 92 + 95 + 99 - 100)	079	3,73 %	4,94 %	5,85 %	9,14 %
<b>Základní kapitál (ř. 81 až 83)</b>	080	51,68 %	37,65 %	31,56 %	20,58 %
<b>Ážio a kapitálové fondy</b> (ř. 85 + 86)	084	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Fondy ze zisku (ř. 93 + 94)</b>	092	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Výsledek hospodaření minulých let (+/-) (ř. 96 až 98)</b>	095	-5,01 %	35,20 %	52,26 %	44,62 %
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	099	53,33 %	27,15 %	16,17 %	34,80 %
<b>Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)</b>	100	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Cizí zdroje (ř. 102 + 107)</b>	101	96,27 %	95,06 %	94,15 %	90,86 %
<b>Rezervy (ř. 103 až 106)</b>	102	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

VÝZNAMNÉ POLOŽKY ROZVAHY	p.č	2018	2019	2020	2021
<b>Závazky (ř. 108 + 123)</b>	107	100 %	100 %	100 %	100 %
Dlouhodobé závazky (ř. 109 + 112 až 119)	108	79,35 %	77,51 %	75,84 %	96,65%
Krátkodobé závazky (ř. 124 + 127 až 133)	123	20,64 %	22,45 %	24,15 %	3,33 %
<b>Časové rozlišení pasiv (ř. 142 + 143)</b>	141	0,01 %	0,04 %	0,01 %	0,01 %

### 9.6.1.2.3 Výkaz zisku a ztráty

Ve všech sledovaných letech byly tržby tvořeny ze 100 % tržbami z prodeje vlastních výrobků a služeb.

Výkonová spotřeba se pohybuje v hodnocených letech v průměru 29,96 %.

Zastoupení spotřeby materiálu a energie je v průměru 15,34 % z tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Služby jsou zastoupené v průměru 16,54 %.

Úpravy hodnot v provozní oblasti v prvních 2 letech dosahovaly průměrného zastoupení 12,65 %, v posledních dvou sledovaných letech hodnoty mírně rostou na průměr 16,25 %.

Provozní výsledek hospodaření v posledních 3 sledovaných letech je z tržeb z prodeje zastoupený v průměru 54,87 %.

Nákladové úroky jsou zastoupené ve sledovaném obchodním závodu z důvodu financování bankovním úvěrem v průměru 33,54 % z posledních 3 let.

Výsledek hospodaření před zdaněním v roce 2019 a 2020 byl zastoupený v průměru 12,23 %. V roce 2021 je výrazný růst na 39,70 % z důvodu poklesu finančního výsledku hospodaření.

**Tabulka 9-7 Významné položky výkazu zisku a ztrát pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní)**

<b>VÝZNAMNÉ POLOŽKY VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT</b>	<b>p.č</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb</b>	01	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
<b>Tržby za prodej zboží</b>	02	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Výkonová spotřeba (ř. 04 + 05 + 06)</b>	03	22,61 %	36,90 %	26,87 %	31,88 %
Spotřeba materiálu a energie	04	65,69 %	13,95 %	16,39 %	15,68 %
Služby	05	34,31 %	22,95 %	10,48 %	16,20 %
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti (ř. 15 + 18 + 19)</b>	14	11,02 %	14,29 %	17,00 %	16,25 %
<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	30	67,68 %	51,34 %	59,44 %	53,85 %
<b>Nákladové úroky a podobné náklady (ř. 44 + 45)</b>	43	22,33 %	31,18 %	31,65 %	37,79 %
<b>Finanční výsledek hospodaření (+/-)</b>	48	-26,77 %	-38,07 %	-48,24 %	-14,15 %
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-) (ř. 30 + 48)</b>	49	40,91 %	13,27 %	11,20 %	39,70 %
<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-) (ř. 49 - 50)</b>	53	35,98 %	13,24 %	11,20 %	35,31 %
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-) (ř. 53 - 54)</b>	55	35,98 %	13,24 %	11,20 %	35,31 %

## 9.6.2 Poměrové ukazatele

V kapitole budou použité následující poměrové ukazatelé:

- ukazatelé likvidity,
- ukazatelé kapitálové struktury,
- ukazatelé výkonnosti,
- souhrnné ukazatelé.

### 9.6.2.1 Ukazatele likvidity

Likvidita je rychlost přeměny jednotlivých majetkových položek do peněžní podoby bez větší hodnotové újmy. Ve zkoumané firmě byla stanovena běžná likvidita (ta je nejdůležitější a má nejvyšší vypovídací schopnost), pohotová likvidita a okamžitá likvidita. Stanovené hodnoty jsou k dispozici v Tabulce 9-8.

Běžná likvidita se v roce 2018 až 2020 pohybovala v rozmezí od 1,11 do 1,25. Můžeme vidět rapidní nárůst běžné likvidity na hodnotu 9,40. Tento fakt je způsobený výrazným poklesem krátkodobých závazků v roce 2021 a to o 83,93 % oproti roku 2020.

Pohotová likvidita kopíruje běžnou likviditu a z důvodu nezastoupených zásob ve firmě.

Okamžitá likvidita od roku 2018 má mírný rostoucí trend, a to do roku 2020, kde se opíráme o hodnotu 0,18. Položky oběžného majetku, pohledávek, ale i krátkodobých závazků vykazují rostoucí trend do roku 2020. Tento fakt nám reflektují rostoucí hodnoty v rozvaze. V roce 2021 hodnota okamžité likvidity stoupla na hodnotu 0,97, která je způsobena poklesem krátkodobých závazků o 83,93 %.

**Tabulka 9-8 Stanovení likvidity podniku (zdroj, zpracování: vlastní)**

	2018	2019	2020	2021
<b>Běžná likvidita</b>	1,11	1,24	1,25	9,40
<b>Pohotová likvidita</b>	1,11	1,24	1,25	9,40
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,00	0,10	0,18	0,97

### 9.6.2.2 Ukazatele kapitálové struktury

Ukazatele kapitálové struktury vykazují vztah mezi vlastními a cizími zdroji krytí majetku obchodního závodu. Pro obchodní závod byl stanoven ukazatel zadlužení, který se stanovil poměrem cizích zdrojů a aktiv. Dále byl stanoven koeficient zadlužení poměrem cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu. Posledním ukazatelem byl ukazatel úrokové míry. Stanoví se poměrem provozního výsledku hospodaření (EBIT – VH před zdaněním + nákladové úroky) k nákladovým úrokům. Stanovení těchto ukazatelů bylo provedeno v následující tabulce.

**Tabulka 9-9 Stanovení ukazatelů kapitálové struktury (zdroj, zpracování: vlastní)**

	2018	2019	2020	2021
<b>Zadluženost</b>	96,27 %	95,06 %	94,15 %	90,86 %
<b>Koeficient zadlužení</b>	25,79	19,26	16,10	9,94
<b>Úrokové krytí</b>	2,83	1,43	1,35	2,05

Cizí kapitál je ve sledovaném obchodním závodu zastoupený závazkem k úvěrovým institucím, které poskytují úvěry na vybudování potřebného záměru. Ve zkoumaném případě je úvěr vynaložen na rekonstrukci a modernizaci nového obchodního centra. Je známo, že zlaté pravidlo financování je 50 % vlastního kapitálu ku 50 % cizího kapitálu, nýbrž v případě záměru sledované firmy, lze vysokou zadluženost akceptovat. Vidíme, že od roku 2018 obchodnímu závodu zadluženost v čase klesá z důvodu splácení úvěru. Ukazatel úrokového krytí nám napovídá, že obchodní závod je schopný splácet potřebné závazky vůči bankovní instituci a že má i dostatek prostředků na provoz.

Ukazatel zadlužení má klesající trend ve všech sledovaných letech, který je zapříčiněn růstem vlastního kapitálu a poklesem cizího kapitálu ve všech letech.

Ukazatel úrokové míry je závislý na výsledku hospodaření a na nákladových úrocích. Ve srovnávaných letech 2018, 2021 a 2019 a 2020 lze vidět opakující se trend. Snížení hodnot v letech 2019 a 2020 je způsobený poklesem výsledků hospodaření před zdaněním.

Podnik v roce 2021 dosáhl úrokového krytí na hodnotu 2,05, znamená to tedy, že by podnik zvládl splácet další úvěr se stejnými podmínkami.

### 9.6.2.3 Ukazatele výkonnosti

U analyzovaného obchodního závodu byly také stanoveny 3 ukazatele výkonnosti, jejichž hodnoty jsou v Tabulce 9-9. Prvním ukazatelem byla rentabilita aktiv stanovená poměrem provozního výsledku hospodaření k celkovým aktivům. Druhým ukazatelem byla rentabilita vlastního kapitálu stanovená poměrem provozního výsledku hospodaření k vlastnímu kapitálu. Poslední byla rentabilita tržeb stanovená jako poměr čistého zisku k celkovým tržbám.

Rentabilita aktiv měla ve sledovaném období mírný kolísavý vývoj. Hodnota aktiva z horizontální rozvahy se průměrně liší o 0,80 %. Hodnota rentability aktiv je v průměru 4,65 %. Změny hodnot jsou závislé na vývoji výsledku hospodaření.

Rentabilita vlastního kapitálu má kolísavý vývoj. Rentabilita vlastního kapitálu záleží na poměru EBIT ku vlastnímu kapitálu. V roce 2018 a 2019 je hodnota v průměru 92,44 %. V roce 2020 byl propad rentability zapříčiněn poklesem výsledku hospodaření před zdaněním o 27,92 %. Rok 2021 má rostoucí tendenci, a to díky navýšení výsledku hospodaření.

Rentability tržeb mají v letech 2018, 2021 a 2019, 2020 máji srovnatelné hodnoty. Pokles v letech 2019, 2020 je způsobený poklesem hospodářských výsledků. Pozitivní zde je, že rentabilita tržeb v roce 2021 roste.

**Tabulka 9-10 Stanovení ukazatelů výkonnosti (zdroj, zpracování: vlastní)**

	2018	2019	2020	2021
<b>Rentabilita aktiv</b>	3,50 %	4,50 %	3,62 %	6,98 %
<b>Rentabilita vlastního kapitálu</b>	93,75 %	91,13 %	61,89 %	76,36 %
<b>Rentabilita tržeb</b>	35,98 %	13,24 %	11,20 %	35,31 %

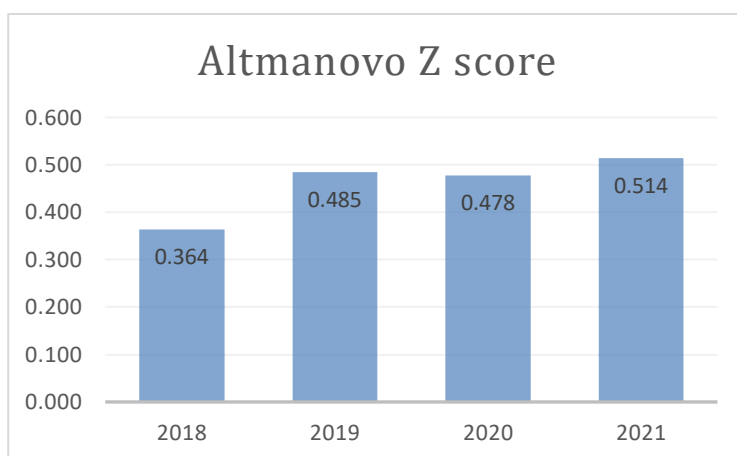
#### 9.6.2.4 Souhrnné ukazatele

Altmanovo Z score je bankrotní model založený na poměrových ukazatelích využívaný zejména ve finanční analýze. Cílem tohoto modelu je vyjádřit finanční stav podniku pomocí jediné hodnoty, která hodnotí s jakou pravděpodobností se ve střednědobém horizontu dostane firma do bankrotního stavu. Tím se tato hodnota stává jakýmsi indexem důvěryhodnosti zdraví obchodního závodu. Hodnoty vypovídající zdraví firmy  $z > 2,9$  dobrá finanční situace,  $1,2 < z < 2,9$  stagnace firmy a  $z < 1,2$  vážné finanční problémy.

**Tabulka 9-11 Altmanovo Z score (zdroj, zpracování: vlastní)**

		2021	2020	2019	2018
<b>A</b>	(Oběžné závazky – krátkodobé závazky)/aktiva	0,285	0,284	0,264	0,222
<b>B</b>	čistý zisk/aktiva	0,032	0,009	0,013	0,020
<b>C</b>	Provozní VH/aktiva	0,048	0,050	0,052	0,037
<b>D</b>	Vlastní kapitál/cizí zdroje	0,101	0,062	0,052	0,039
<b>E</b>	celkové tržby/aktiva	0,090	0,084	0,101	0,055
<b>Z</b>	$0,717*A+0,847*B+3,107*C+0,420*D+0,998*E$	<b>0,514</b>	<b>0,478</b>	<b>0,485</b>	<b>0,364</b>

Analyzovaný obchodní závod vykazuje hodnoty, které spadají do vážných finančních problémů Altmanova Z score. Dle Grafu 9-1 Altmanovo Z score lze vidět pozitivní mírný růst od roku 2020, a to díky snižování cizího kapitálu v hodnoceném obchodním závodě. Lze tedy predikovat růst kladné hodnoty v čase.



**Graf 9-1 Altmanovo Z score (zdroj, zpracování: vlastní)**

### 9.7 Finanční plán

Finanční plán pro roky 2022 a 2023 byl zpracován na základě analýzy poskytnutých ekonomických dat v letech 2017 až 2021. Finanční plán byl zpracován na základě vertikální analýzy jednotlivých položek výkazu zisku a ztráty, které byly vztaženy k celkovým indexovaným tržbám, tedy součtu tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. V roce 2022 byly tržby indexované dle přepokládané inflace ČNB o 13,3 % a v roce 2023 o 5,1 %. Procentní průměrné zastoupení jednotlivých položek v letech 2017 - 2021 je zobrazeno v níže uvedené tabulce. Sestavený finanční plán bude pak dále sloužit pro výnosové ocenění obchodního závodu.

**Tabulka 9-12 Finanční plán v tis. Kč, stanovený na základě vertikální analýzy (zdroj, zpracování: vlastní)**

Finanční plán	2018	2019	2020	2021	Průměr	2022	2023
<b>Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb</b>	<b>5 737</b>	<b>10 891</b>	<b>9 152</b>	<b>9 577</b>		<b>10850,74</b>	<b>11404,13</b>
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>1 297</b>	<b>4 019</b>	<b>2 459</b>	<b>3 053</b>	29,56 %	<b>3207,93</b>	<b>3371,53</b>
Spotřeba materiálu a energie	852	1 519	1 500	1 502	27,93 %	3030,36	3184,91
Služby	445	2 500	959	1 551	20,98 %	2276,98	2393,11
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	<b>632</b>	<b>1 556</b>	<b>1 556</b>	<b>1 556</b>	14,64 %	<b>1588,34</b>	<b>1669,34</b>
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>119</b>	<b>408</b>	<b>410</b>	<b>363</b>	3,52 %	<b>382,24</b>	<b>401,73</b>
<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>44</b>	<b>133</b>	<b>107</b>	<b>174</b>	1,24 %	134,93	141,81
<b>Provozní výsledek hospodaření (+/-)</b>	<b>3 883</b>	<b>5 591</b>	<b>5 440</b>	<b>5 157</b>	58,08 %	<b>6301,78</b>	<b>6623,17</b>
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	<b>1 281</b>	<b>3 396</b>	<b>2 897</b>	<b>3 619</b>	30,74 %	<b>3335,33</b>	<b>3505,43</b>
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>298</b>	<b>2 229</b>	23,27 %	2525,46	2654,26

<b>Finanční plán</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>Průměr</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Ostatní finanční náklady</b>	319	1 274	2 345	488	5,33 %	578,12	607,61
<b>Finanční výsledek hospodaření (+/)</b>	<b>-1 536</b>	<b>-4 146</b>	<b>-4 415</b>	<b>-1 355</b>	-31,81 %	- 1388,00	-1458,79
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>2 347</b>	<b>1 445</b>	<b>1 025</b>	<b>3 802</b>	26,27 %	<b>4913,78</b>	<b>5164,38</b>
<b>Daň z příjmů</b>	<b>283</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>420</b>		933,62	981,23
<b>Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)</b>	<b>2 064</b>	<b>1 442</b>	<b>1 025</b>	<b>3 382</b>	23,93 %	3980,16	4183,15
<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/)</b>	<b>2 064</b>	<b>1 442</b>	<b>1 025</b>	<b>3 382</b>	23,93 %	<b>3980,16</b>	<b>4183,15</b>

## 10 OCENĚNÍ VYBRANÉHO OBCHODNÍHO ZÁVODU

V následujících kapitolách bude přistoupeno k jednotlivým metodám ocenění obchodního závodu, které byly popsány v teoretické části diplomové práce.

### 10.1 Ocenění účetní metodou

Při ocenění účetní metodou je vycházeno z účetní závěrky, tedy z rozvahy k datu ocenění, a to k 31.12.2021. Ocenění účetní metodou je rovno hodnotě vlastního kapitálu. Je nutné si uvědomit, že je při této metodě vycházeno z historických cen zaznamenaných v účetnictví, které nejsou nijak opravovány ve smyslu ocenění.

Na níže uvedené tabulce je znázorněna rozvaha k 31.12.2021.

**Tabulka 10-1 Rozvaha společnosti k 31.12.2021 [tis. Kč] (zdroj: společnost, zpracování: vlastní)**

	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>106 351</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>76 070</b>
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	76 070
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>30 000</b>
C.I.	Zásoby	0
C.II.	Pohledávky	26 860
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0
C.IV.	Peněžní prostředky	3 140
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>281</b>
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>106 351</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>9 718</b>
A.I.	Základní kapitál	2 000
A.II.	Ážio a kapitálové fondy, přeceň. rozdíl	0

	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>106 351</b>
A.III.	Fondy ze zisku	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	4 336
A.V.	Výsledek hospodaření	3 382
<b>B. + C.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>96 620</b>
B.	Rezervy	0
C.	Závazky	96 620
C.I.	Dlouhodobé závazky	93 399
C.II.	Krátkodobé závazky	3 208
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>13</b>

Pokud by bylo vycházeno z účetní závěrky ke dni 31.12.2021, tak lze konstatovat, že společnost má vlastní kapitál v hodnotě **9 718 tis. Kč** (viz uvedená tabulka 10-1).

## 10.2 Majetkové ocenění

Při majetkovém ocenění je taktéž vycházeno z účetní závěrky, tedy z rozvahy k 31.12.2021, ale rozdíl oproti účetní metodě je v přecenění jednotlivých položek rozvahy, především na majetkové straně. Hodnota při majetkovém ocenění je taktéž rovna hodnotě vlastního kapitálu přeceněného ke dni 31.12.2021.

V dalších kapitolách budou postupně přeceněny jednotlivé relevantní rozvahové položky.

### 10.2.1 Lokalita

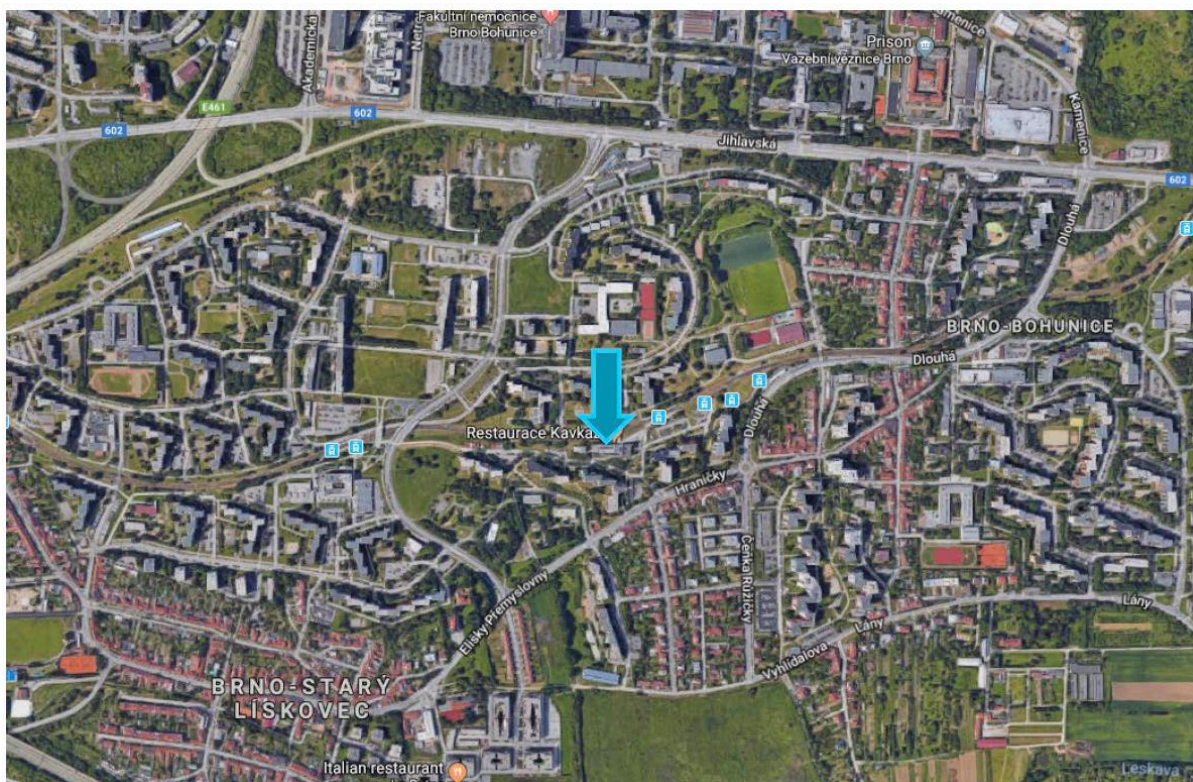
Pro majetkové ocenění je nutné nejdříve popsat lokalitu, kde se nachází nemovitost, která je vlastněna oceňovaným obchodním závodem.

**Tabulka 10-2 Lokalita nemovitosti (zdroj, zpracování: vlastní)**

Souhrnné hodnocení lokality	
Celková kvalita	Velmi dobrá
Perspektivy lokality	Rostoucí potenciál lokality

Nemovitost se nachází ve městě Brně, na jihovýchodě České republiky, přibližně 200 km od Prahy a 65 km od hranic s Rakouskem a Slovenskem. Brno a Praha jsou propojeny dálnicí D1 a po průjezdu Brnem se z ní stává dálnice D2, která spojuje Brno s Bratislavou.

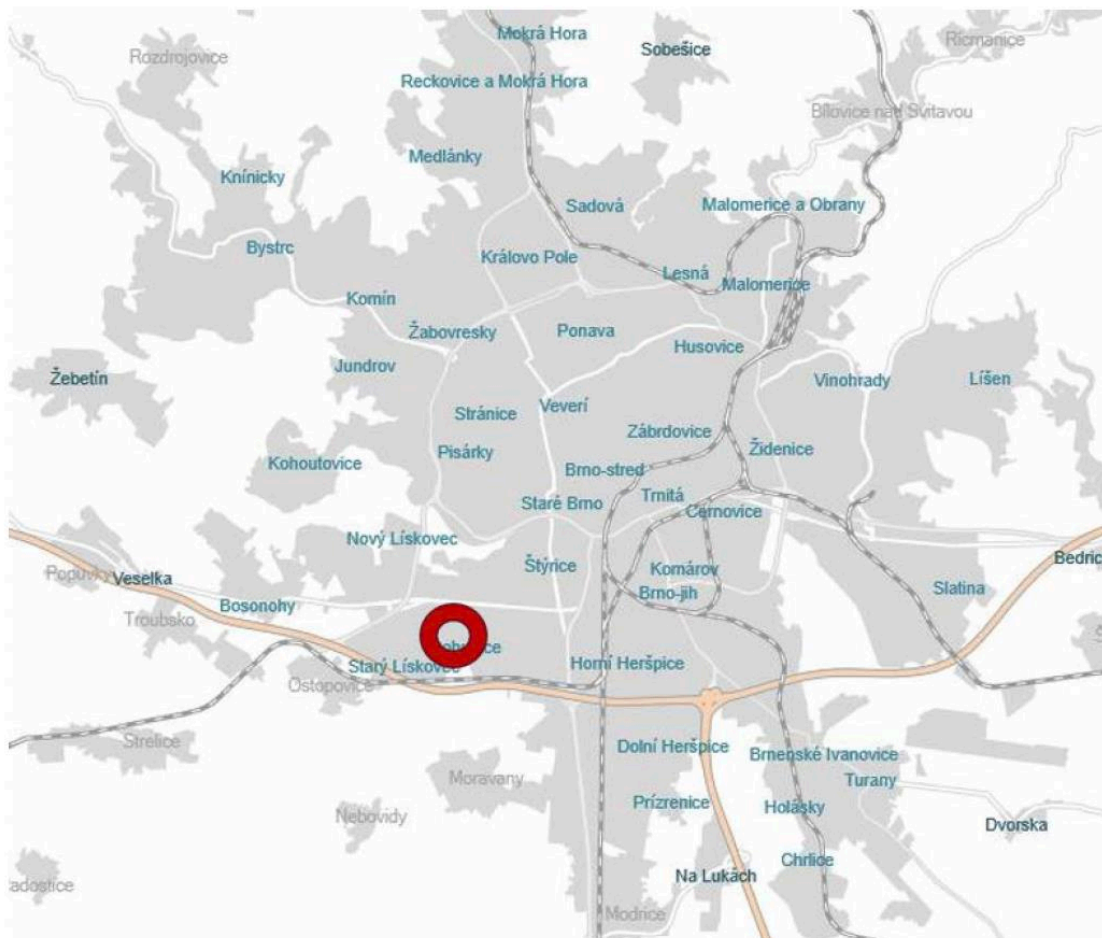
Komerční nemovitost je situována přibližně 4 km jihozápadně od centra města v okrese Brno – Bohunice. Nemovitost se nachází na ulici Švermova s malým náměstíčkem na severovýchod od nemovitosti, což vytváří snadný přístup k tramvajové zastávce.



Obrázek 10-1 Ortogonální mapa lokality (zdroj: [22], zpracování: vlastní)

### 10.2.2 Dopravní napojení

Nemovitost je přístupná přes Švermovu ulici, zatímco tepna Heršpická, zajišťující přístup do centra města i na D1, je přístupná přes Jihlavskou ulici. Lokalita těží z dobré dostupnosti veřejnou dopravou. Tramvajová zastávka je umístěna před objektem a nabízí přímé tramvajové spojení do centra města.



Obrázek 10-2 Mapa oblasti (zdroj:[22], zpracování: vlastní)

### 10.2.3 Popis nemovitosti

Na níže uvedené tabulce jsou znázorněny obecné parametry nemovitosti.

**Tabulka 10-3 Obecné parametry nemovitosti (zdroj, zpracování: vlastní)**

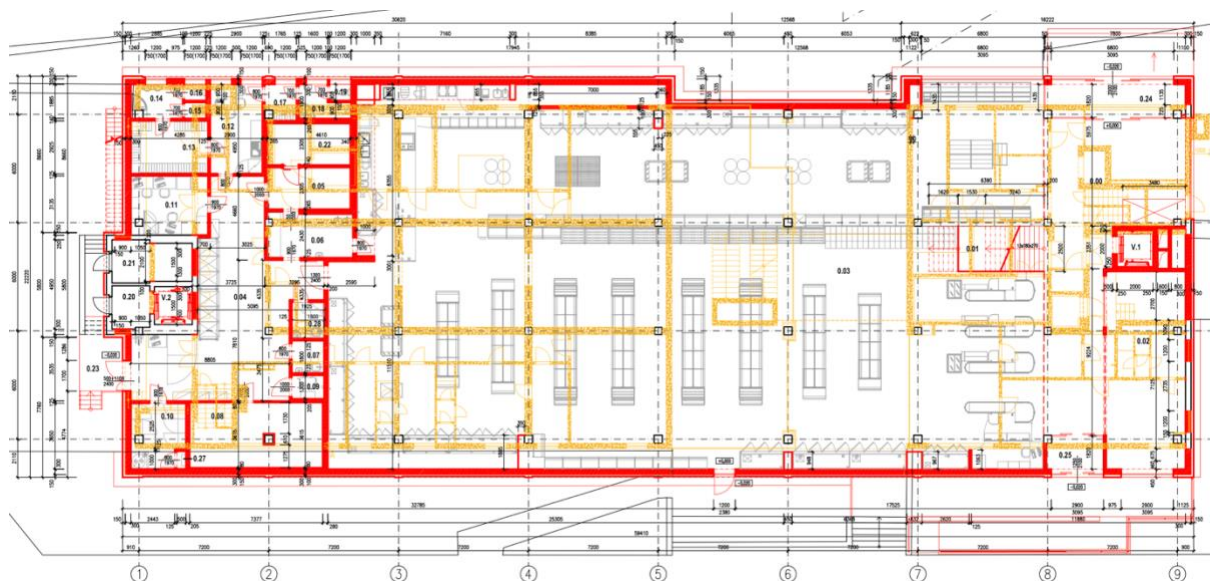
Shrnutí parametrů	
Využití	Komerční nemovitost
Přibližné datum stavby	1989 / Kompletní rekonstrukce 2017-2018
Kvalita	Velmi dobrá

Nemovitost tvoří malé místní nákupní středisko uspořádané do dvou podlaží se supermarketem Billa v přízemí a dalšími maloobchodními jednotkami a restaurací v prvním patře. Budova využívá tři vchody, dva umístěné v přízemí a třetí je umístěn v prvním patře poskytující přístup přes rampu nad tramvajovými kolejemi.

Objekt je ze železobetonové ocelové konstrukce s plochou střechou. Na ploché střeše se nachází fotovoltaická elektrárna pro výrobu levnější elektrické energie. Původní stavba byla dokončena v roce 1985 a v letech 2017 – 2018 byla budova rozsáhle rekonstruována na aktuální podobu. Z původní budovy zůstala pouze hlavní stavba. Bezprostřední okolí objektu bylo nedávno obcí rekonstruováno, včetně komunikačních mostů přes tramvajovou trať a k tramvajové zastávce.

### 10.2.4 Půdorys a specifikace

Objekt má jednoduché obdélníkové dispozice s jednou hlavní chodbou ve střední části budovy. V chodbě v prvním patře je velký světlík poskytující denní světlo. Vertikální komunikaci zajišťuje schodiště a výtah pro zákazníky a jeden nákladní výtah v zadní části budovy sloužící pro maloobchodní jednotky v druhém patře. Na následujícím obrázku je znázorněno uspořádání přízemí nemovitosti včetně změn při rekonstrukci.



**Obrázek 10-3 Půdorys prvního nadzemního podlaží (zdroj, zpracování: vlastní)**

Na základě poskytnutých informací a prohlídky bylo zjištěno, že stavba poskytuje následující specifikace:

- závěsné stropy,
- zvýšené dlaždicové podlahy,
- otevíratelná okna s vnitřními stínidly,
- tepelné čerpadlo zajišťující vytápění a klimatizaci,
- centrální vytápění a klimatizační jednotky,
- 1 osobní výtah a 1 nákladní výtah,
- EPS-

### 10.2.5 Developerský potenciál

Při kontrole jsme byli informováni o územních plánech týkajících se jižní strany objektu a dodacího dvorku o rozloze cca 350 m<sup>2</sup>.

V blízké budoucnosti se plánuje rozšíření terasy restaurace a vybudování nové obchodní jednotky. Dále je na pozemku potenciál výstavby obytného domu s parkovacím stáním rozmístěným v cca 12 podlažích. Výstavba je však ve velmi rané fázi a žádný konkrétní projekt se neplánuje. Chápeme, že projekt je v souladu s územním plánem dle územního plánu, nicméně nebyly podniknuty žádné další kroky k získání dalších povolení.

Následující snímek z katastrální mapy zachycuje situaci dotčených parcel.



**Obrázek 10-4 Parcely s developerským potenciálem (zdroj, zpracování: [21])**

Developerský potenciál je považován za silný základní přínos nemovitosti, týká se to jak rozšíření stávající pronajímatelné plochy o rozšíření restaurační terasy, ale především potenciálně developerských pozemků, které se nacházejí v zadní části nemovitosti. Vzhledem k umístění v hustě osídleném sídlišti předpokládáme proveditelnost a životaschopnost nové rezidenční zástavby jako velmi dobrou a očekávali bychom silnou poptávku na trhu.

### 10.2.6 Obsazenost

Byly poskytnuté správné podlahové plochy pro účely ocenění.

Níže uveden rozpis podlahových ploch:

**Tabulka 10-4 Celková pronajímatelná podlahová plocha nemovitosti**

Podlaží	Plocha (m <sup>2</sup> )
Přízemní podlažní	1.065,85
První podlaží	1.103,00
Celkově	2.168,85

V zadní části objektu se nachází zásobovací dvůr poskytující parkovací místa pouze pro zásobování jednotlivých jednotek. V okolních ulicích je k dispozici neomezené bezplatné parkování.

### 10.2.7 Kondice budovy

Nemovitost prošla v průběhu let 2017 a 2018 kompletní rekonstrukcí. Pro rekonstrukci větší části nemovitosti obchodní závod obdržel povolení k užívání ze dne 16. května 2018 a pro zbývající část ze dne 31. srpna 2018. Předpokládá se, že nemovitost je jako taková v dobrém stavu a neočekáváme žádné věcné vady, které by negativně ovlivnily hodnotu nebo prodejnost nemovitosti. Dále chápeme, že na nemovitost je poskytována smluvní záruka na dobu 8 let.

**Tabulka 10-5 Základní informace ke kondici nemovitosti**

Základní informace ke kondici nemovitosti	
Zkolaudované všechny části budovy	Ano
Jakékoli porušení nebo konstrukční vady, které by mohly mít nepříznivý dopad na hodnotu.	Ne
Byly identifikovány nebo existuje podezření na škodlivé materiály	Ne
Jsou nějaké problematické oblasti, kde se doporučují další šetření?	Ne



**Obrázek 10-6 Jižní pohled na obchodní centrum (zdroj, zpracování: vlastní)**

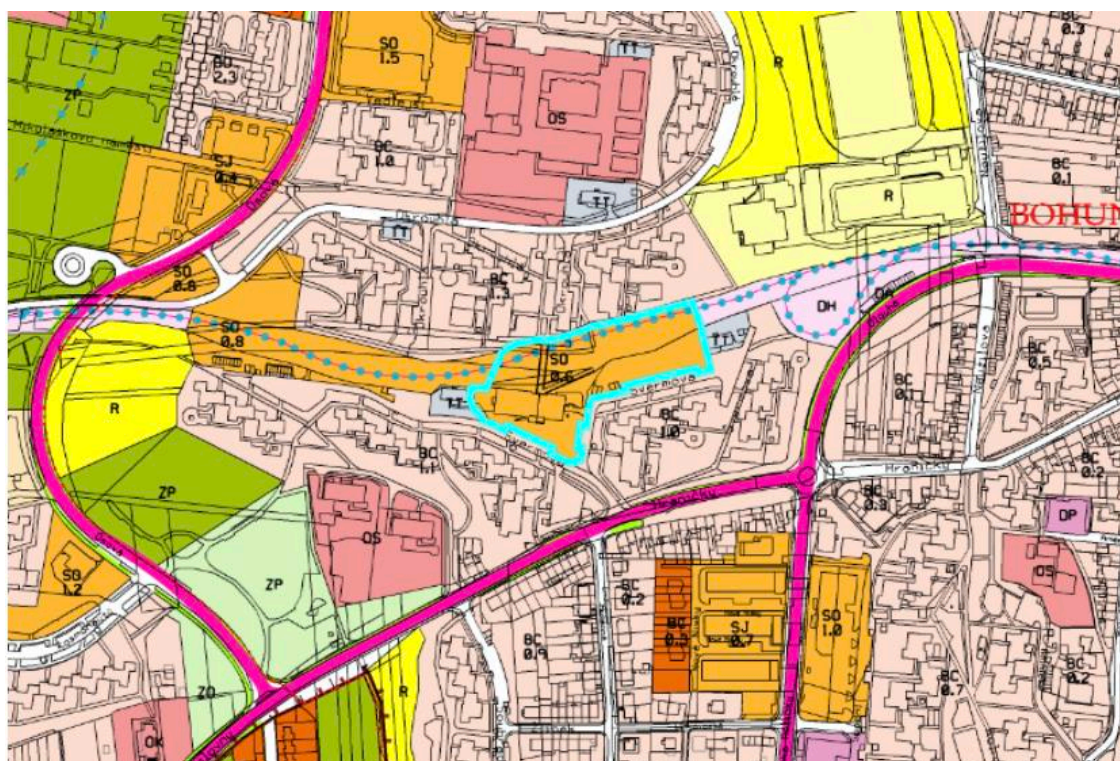


**Obrázek 10-5 Severní pohled na obchodní centrum (zdroj, zpracování: vlastní)**



Poslední etapou před zahájením stavby je získání stavebního povolení („Stavební povolení“). Po zpracování předmětu stavby je nutné získat povolení k užívání („Kolaudační souhlas“), aby bylo zajištěno, že stavba bude postavena v souladu s územním a stavebním povolením.

Pozemek se nachází v Brně Bohunicích a podle aktuálního územního plánu je plocha určena jako plocha pro smíšené komerční využití a podléhá předpisům pro plochy s takovým územním plánem.



Obrázek 10-8 Územní plán (zdroj, zpracování: [23])

Byly nám poskytnuty tyto plánovací podklady:

- Povolení k užívání (Kolaudační rozhodnutí) pro větší část stavby k 16. květnu 2018.
- Povolení k užívání (Kolaudační rozhodnutí) pro zbývající část stavby k 31. srpnu 2018.

### **10.2.10 Ocenění jednotlivých rozvahových položek majetkovou metodou**

V této kapitole budou postupně popsány rozvahové položky, bude stanoveno příp. přecenění těchto položek. V závěru bude vytvořena sumarizační tabulku v podobě rozvahy.

#### **Dlouhodobý nehmotný majetek**

Oceňovaný obchodní závod nedisponuje s tímto druhem majetku, není tedy relevantní pro ocenění.

#### **Dlouhodobý hmotný majetek**

Dlouhodobý hmotný majetek je tvořený pouze z komerční stavby a pozemku. Přehled jednotlivých položek majetku a jejich přecenění je uvedeno v tabulce 10-8. Dlouhodobý hmotný majetek byl k datu 31.12.2021 přeceněný výnosovou hodnotou, protože nemovitost je využívána k pronajímání prostor a v blízkosti oceňované nemovitosti se nevyskytuje žádná srovnatelná, která by byla použitelná pro jinou metodu ocenění.

Tato nemovitost je v účetnictví k 31.12.2021 vykázána v částce 75 978 tis. Kč a pozemky v částce 5 751 tis. Kč.

#### **Ocenění dlouhodobého majetku ke dni 31.12.2021**

Postup ocenění nemovitosti výnosovou metodou ke dni 31.12.2021 je znázorněné níže:

- **Určení výnosů z nájemného**

Oceňovaná komerční nemovitost OC Kavkaz je ke dni ocenění 31.12.2021 plně pronajata nájemcům. Pro potřeby výnosového ocenění je použito skutečně sjednané nájemné. Zjištěné částky uvažovaných výnosů z nájemného byly dále upraveny tzv. koeficientem ztráty nájemného ve výši 0,95, které zohledňuje nepronajmutí všech prostor nabízených k pronájmu. Roční příjem z nájemného byl na základě výše uvedeného stanoven na 8 674 055 Kč, viz tabulka 10-6.

- **Náklady na dosažení výnosů z nájemného**

Výše uvedený roční výnos z nájemného je snížen o nutné náklady na jeho dosažení.

Celkové náklady za rok jsou odvozeny dle vertikální analýzy z průměru posledních 3 sledovaných let. Sledované průměrné zastoupení nákladu z výnosů bylo 16,54 %.

Jednotlivé položky nákladu jsou zobrazeny a vyčísleny v níže uvedené tabulce.

- **Výpočet výnosové hodnoty**

Pro stanovení současné hodnoty budoucích hotovostních toků (výnosové hodnoty) je nutné určit diskontní faktor, který by měl věrně odrážet náklady příležitosti kapitálu. Míra kapitalizace je určena dle oceňovací vyhlášky č. 441/2013 Sb., na 7 %. [20]

**Tabulka 10-6 Ocenění nemovitosti výnosovým způsobem k datu 31.12.2021 (zpracování: vlastní)**

<b>Výpočet hodnoty výnosovým způsobem</b>			
Podlahová plocha	PP	m <sup>2</sup>	2 169
Reprodukční cena	RC	Kč	84 138 649
<b>Výnosy (za rok)</b>			
Dosažitelné roční nájemné za m <sup>2</sup>	Nj	Kč/(m <sup>2</sup> *rok)	4 210
Dosažitelné hrubé roční nájemné	Nj * PP	Kč/rok	9 130 584
Dosažitelné procento pronajimatelnosti		%	95 %
Upravené výnosy celkem	Nh	Kč/rok	8 674 055
<b>Náklady (za rok) - Náklady celkem (16,54% z výnosů) dle vertikální analýzy za poslední 3 roky</b>			
Daň z nemovitosti	(V/100)*16,54	Kč/rok	1 510 203
Pojištění		Kč/rok	
Opravy a údržba		Kč/rok	
Správa nemovitosti		Kč/rok	
Ostatní náklady		Kč/rok	
<b>Náklady celkem</b>	<b>V</b>	<b>Kč/rok</b>	<b>1 510 203</b>
<b>Čisté roční nájemné</b>	<b>N=Nh-V</b>	<b>Kč/rok</b>	<b>7 163 852</b>
Míra kapitalizace		%	7,00
Konstantní výnos po neomezenou dobu - věčná renta		Cv = N / i	
<b>Výnosová hodnota</b>	<b>Cv</b>	<b>Kč</b>	<b>102 340 743</b>

Dle výše uvedeného v tabulce je dlouhodobý hmotný majetek přeceněn k 31.12.2021 na částku **102 340 tis. Kč**.

Výsledná hodnota byla konzultována a odsouhlasena společností Cushman & Wakefield, která se specializuje na oceňování komerčních nemovitostí.

### **Dlouhodobý finanční majetek**

Oceňovaný obchodní závod nedisponuje s tímto druhem majetku, není tedy relevantní pro ocenění.

### **Zásoby**

Oceňovaný obchodní závod nedisponuje s tímto druhem majetku, není tedy relevantní pro ocenění.

### **Dlouhodobé pohledávky**

Oceňovaný obchodní závod nedisponuje s tímto druhem majetku, není tedy relevantní pro ocenění.

### **Krátkodobé pohledávky**

Krátkodobé pohledávky zahrnují pohledávky z obchodních vztahů, ostatní pohledávky, pohledávky vůči státu z titulu daní, krátkodobé poskytnuté zálohy, dohadné účty aktivní.

Výše uvedené majetkové položky jsou zaúčtovány na následujících účtech v uvedených hodnotách:

- účet 374 zahrnuje 8 analytických účtů v celkové hodnotě 211 927,86 Kč (Pohledávky z pronájmu),
- účet 378 999 zahrnuje ostatní pohledávky v hodnotě 24 818 000,00 Kč (zobrazuje se v rozvaze v jiných pohledávkách,
- účet 334 zahrnuje pohledávky vůči státu z titulu DPH v hodnotě 80 000 Kč,
- účet 388 100 zahrnuje dohadný účet aktivní v hodnotě 1 750 000,00 Kč.

Podle doby splatnosti došlo k přecenění pohledávek dle standardních přeceňovacích koeficientů (viz níže uvedená tabulka).

**Tabulka 10-7 Podle doby splatnosti došlo k přecenění pohledávek dle standardních přeceňovacích koeficientů (zdroj, zpracování: vlastní)**

Pohledávky	Celkem	Ve splatnosti	Do 30 dnů po splatnosti	Mezi 31 - 90 dny po splatnosti	Mezi 91 - 180 dny	Mezi 181 - 360 dny	Více jak 361 dní
Pohledávky z obchodních vztahů	211 927,86	137 401,20	72 813,15	1 713,51	0,00	0,00	0,00
Koeficient		0,97	0,91	0,80	0,61	0,32	0,00
<b>Pohledávky z obchodních vztahů ocenění</b>	<b>200 909,94</b>	<b>133 279,16</b>	<b>66 259,97</b>	<b>1 370,81</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Ostatní pohledávky	24 818 219,00	24 818 219,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koeficient		1,00	0,91	0,80	0,61	0,32	0,00
<b>Ostatní pohledávky ocenění</b>	<b>24 818 219,00</b>	<b>24 818 219,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Pohledávky vůči státu	80 000,00	80 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koeficient		1,00	0,91	0,80	0,61	0,32	0,00
<b>Pohledávky vůči státu ocenění</b>	<b>80 000,00</b>	<b>80 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Dohadný účet aktivní	1 750 000,00	1 750 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Koeficient		1,00	0,91	0,80	0,61	0,32	0,00
<b>Dohadný účet aktivní ocenění</b>	<b>1 750 000,00</b>	<b>1 750 000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Krátkodobé pohledávky celkem účetní hodnota					26 860 146,86		
<b>Krátkodobé pohledávky celkem ocenění</b>					<b>26 858 128,94</b>		

Na základě výše uvedené tabulky byly **krátkodobé pohledávky** přeceněny na hodnotu **26 858 tis. Kč** (201 tis. Kč + 24 818 tis. Kč + 80 tis. Kč + 1 750 tis. Kč).

### Peněžní prostředky

Peněžní prostředky zahrnují peníze v pokladně, peníze na bankovním účtu. Tyto jsou zaúčtovány na následujících účtech a v uvedených výších:

- účet 211 zahrnuje peníze na pokladně v hodnotě 148 000 Kč,
- účet 221 zahrnuje peníze na bankovním účtu v hodnotě 2 992 000,00 Kč.

Na základě výše uvedeného jsou **peněžní prostředky** ponechány v účetních hodnotách, a ve výši 3 140 tis. Kč (148 tis. Kč + 2 992 tis. Kč).

### Časové rozlišení aktiv

- účet 381 zahrnuje náklady příštího období 281 000 Kč,

Na základě výše uvedeného jsou **časové rozlišené aktiva** ponechány v účetních hodnotách, a ve výši **281 tis. Kč**.

### Dlouhodobé závazky

Dlouhodobé závazky zahrnují následující závazek a v uvedené výši:

- účet 461 zahrnuje dlouhodobý bankovní úvěr vedený u Komerční banky v hodnotě 93 399 000,00 Kč.

Pro účely ocenění mohou být hodnoty závazků převzaty z účetnictví, jedná se o splatný dluh oceňované společnosti, pak tedy **dlouhodobé závazky** činí částku **93 399 tis. Kč**.

### Krátkodobé závazky

Krátkodobé závazky zahrnují následující závazky a v uvedených výších:

- účet 321 100 zahrnuje závazky z obchodních styků tuzemsko v hodnotě 238 000 Kč,
- účet 325 100 zahrnuje ostatní závazky v hodnotě 2 983 000,00 Kč,
- účet 341 100 zahrnuje daň z příjmu PO v hodnotě 420 000,00 Kč,
- účet 389 100 zahrnuje dohadný účet pasivní v hodnotě 12 000,00 Kč,
- účet 379 300 zahrnuje jiné závazky v hodnotě 2 551 000,00 Kč,

Pro účely ocenění mohou být hodnoty závazků převzaty z účetnictví, jedná se o splatný dluh oceňované společnosti, pak tedy, **krátkodobé závazky** činí částku **3 221 tis. Kč** (238 tis. Kč + 420 tis. Kč + 12 tis. Kč + 2 551 tis. Kč).

#### Časové rozlišení pasiv

- účet 384 zahrnuje výnosy příštích období 13 000 Kč.
- 

Na základě výše uvedeného jsou **časové rozlišené pasiva** ponechány v účetních hodnotách, a ve výši **13 tis. Kč**.

#### Oceňovací rozvaha k majetkové metodě ocenění

Výsledek ocenění majetkovou metodou, kde došlo u některých majetkových položek k přecenění, je přehledně znázorněn v následující tabulce 10-8.

**Tabulka 10-8** Oceňovací rozvaha společnosti k 31.12.2021, majetková metoda (zdroj, zpracování: vlastní)

	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>132 619</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>102 340</b>
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	102 340
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>29 998</b>
C.I.	Zásoby	0
C.II.	Pohledávky	26 998
C.II.1.	Dlouhodobé pohledávky	0
C.II.2.	Krátkodobé pohledávky	26 858
C.III.	Krátkodobý finanční majetek	0
C.IV.	Peněžní prostředky	3 140
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení aktiv</b>	<b>281</b>

	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>132 619</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>35 986</b>
A.I.	Základní kapitál	2 000
A.II.	Ážio a kapitálové fondy, přeceň. rozdíl	0
A.II.1.	Ážio a kapitálové fondy	0
A.II.2.	Přeceňovací rozdíl (35 986 – 2 000 – 4 336 – 3 382)	26 268
A.III.	Fondy ze zisku	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	4 336
A.V.	Výsledek hospodaření	3 382
<b>B. + C.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>96 620</b>
B.	Rezervy	0
C.	Závazky	96 620
C.I.	Dlouhodobé závazky	93 399
C.II.	Krátkodobé závazky	3 208
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení pasiv</b>	<b>13</b>

Jestliže bude vycházeno z přecenění položek rozvahy při majetkovém ocenění, pak hodnota vlastního kapitálu je rovna dle výše uvedené tabulky hodnotě:

**35.986.000,- Kč**

**(slovy: třicet pět milionů devět set osmdesát šest tisíc korun českých)**

### 10.3 Výnosové ocenění

Pro ocenění na základě výnosového přístupu je používána metoda kapitalizovaného čistého výnosu. Tato metoda byla zvolena právě z důvodu předpokladu nekončící činnosti oceňované společnosti ve smyslu získávání a postupného navyšování zisku.

Je nutné podotknout, že společnost nečeká budoucnu změnu předmětu podnikání, žádnou další expanzi trhu. U společnosti není předpokládána žádná změna ve financování společnosti. Pro toto ocenění jsou důležitá hospodaření společnosti v minulých letech s plánem do budoucích let. Dle odborné literatury (Mařík a spol.) jsou běžné brána v úvahu 3 roky minulá + 2 roky budoucí. Finanční plán pro následující dvě období je znázorněn v kapitole 9.7.

Dle odborné literatury, viz teoretická část diplomové práce, je nutné při posuzování výnosovým způsobem, účetní závěrky upravit tak, aby určily skutečné hospodářské výsledky. Proto jsou nutné některé úpravy. U oceňované společnosti bude provedena korekce níže popsaná.

Výsledek hospodaření byl korigován hrubou měsíční mzdou, z důvodu nevyplácení si mzdy majitele. Hrubá měsíční mzda vychází z regionální statistiky ceny práce pro Jihomoravská kraj. Ve výpočtu bude uvažováno s 50 % úvazkem, z důvodu přihlédnutí k náročnosti a náplni práce vlastníka. [18]

Po korekci je výsledek hospodaření po zdanění znázorněn v následující tabulce 10-9.

**Tabulka 10-9 Korigovaný výsledek hospodaření (zdroj, zpracování: vlastní)**

Rok	2019	2020	2021	2022	2023
Hrubá měsíční mzda – Nejvyšší představitel společnosti (50 %)	323	333	365	414	435
<b>Korekce HV</b>	<b>-323</b>	<b>-333</b>	<b>-365</b>	<b>-414</b>	<b>-435</b>
HV po zdanění	1 442	1 025	3 382	3 980	4 183
HV před zdaněním	1 445	1 025	3 802	4 914	5 164
<b>Korigovaný HV po zdanění</b>	<b>1 180</b>	<b>755</b>	<b>3 086</b>	<b>3 645</b>	<b>3 831</b>
<b>Korigovaný HV před zdaněním</b>	<b>1 122</b>	<b>692</b>	<b>3 437</b>	<b>4 500</b>	<b>4 729</b>

Pro další pokračování je potřebné zobrazit bezrizikovou úrokovou sazbu. Pro stanovení bezrizikové diskontní sazby byly použity údaje o emisích českých státních dluhopisů v blízkosti dne ocenění. Níže uvedená tabulka uvádí přehled jednotlivých dluhopisů vydaných Ministerstvem financí ČR.

**Tabulka 10-10 Přehled aukcí dluhopisů (zdroj: [19], zpracování: vlastní)**

číslo emise, tranže	ISIN	Datum vydání	Splatnost	prodaná jmenovitá hodnota celkem (CZK)	Váha	původní doba splatnosti	Průměrný výnos
103,33	CZ0001005243	17.12.2021	13.10.2033	3 056 530,00	8,41 %	11,9	2,659 %
105,19	CZ0001005375	17.12.2021	23.07.2029	10 539 800,00	29,00 %	7,6	2,774 %
138,11	CZ0001006233	03.12.2021	23.06.2032	8 936 270,00	24,59 %	10,6	2,523 %
105,18	CZ0001005375	03.12.2021	23.07.2029	5 557 450,00	15,29 %	7,7	2,613 %
105,17	CZ0001005375	12.11.2021	23.07.2029	3 250 000,00	8,94 %	7,7	2,765 %
103,32	CZ0001005243	12.11.2021	13.10.2033	5 000 000,00	13,76 %	12,0	2,642 %
<b>Suma</b>				<b>36 340 050</b>	<b>Vážený průměr</b>		<b>2,659 %</b>

Při výpočtu tohoto odhadu je použita vážená průměrná úroková sazba dlouhodobých dluhopisů, která činí 2,659 % ročně (viz výše uvedená tabulka).

Pro společníky (akcionáře) je důležitá očekávaná návratnost investic. Ta se vypočítá dle níže uvedeného vzorce. Vypočítá se přičtením rizikové prémie k bezrizikové sazbě vypočtené ze sazby státního dluhopisu pomocí následujícího vzorce.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (10-1)$$

kde:

$r_f$  = risk free = bezriziková míra výnosu

$\beta$  = tržní riziko

$r_m$  = očekávaný výnos investice akcionářem

Pro stanovení hodnoty  $r_m$  – očekávaný výnos investice akcionářem bude vycházeno z přehledů nákladů vlastního a cizího kapitálu zveřejňovaných prof. Damodaranem. Budou dále použity údaje, které jsou zveřejněné co nejbližší datu posouzení, a to k 5.1.2022. [28]

Data byly použity taková, která jsou platná pro evropský trh. V rámci kategorií, které by měly co nejvíce korespondovat s obchodní činností se klientským společenstvem nejvíce vyrovná sektor nemovitostí (Real Estate Development), kde investoři dosahují výnosu 5,60 % ročně.

V rámci výše uvedeného vzorce pro stanovení očekávané výnosnosti investice akcionářů je třeba určit hodnotu koeficientu  $\beta$ , který ukazuje, jak moc se výkonnost firmy liší od odpovídajícího průměru trhu. Pro výpočet koeficientu  $\beta$ , byl použit software Evalent, který umožnil nastavení koeficientu  $\beta$ . Následující tabulka ukazuje vypočítaný faktor  $\beta$ .

**Tabulka 10-11 Výpočet koeficientu  $\beta$  (zpracování: vlastní)**

Výsledky bodového ohodnocení rizikových faktorů		Obodování	Hodnocení
33	Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,00	Vyvíjí se s cyklem
34	Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,00	Převaha podniku
35	Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,00	Síly jsou vyrovnané
36	Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,00	Průměrný
37	Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	1,50	80 % a více
38	Velikost podniku	1,50	Malá
39	Diverzifikace územní	1,00	Střední
40	Diverzifikace výrobní	1,00	Střední
41	<b>Odhad koeficientu beta</b>	<b>1,13</b>	

Náklady na vlastní kapitál (očekávaná výnosnost investic akcionářů) je stanoven dle výše uvedeného vzorce ve výši:

$$r_e = 2,66 + 1,13 (5,60 - 2,66) = 5,98 \%$$

Diskontní sazba použitá v dalších výpočtech činí 5,98 %.

Na základě tabulky, kde je uveden korigovaný výsledek hospodaření, bude proveden přepočít korigovaného výsledku hospodaření po zdanění jako odnímatelného výnosů (viz Tabulka 10- 12) na současnou hodnotu.

Pro přepočít na současnou hodnotu bude využito historické nebo předpokládané inflace.

Výsledný hospodářský výsledek je brán jako vážený aritmetický průměr, kdy hospodářské výsledky jsou váženy, přičemž největší váha je dána budoucím rokům, predikujícím pozitivní potenciál společnosti a další pokračování.

**Tabulka 10-12 Odnímatelný čistý výnos k datu 31.12.2022 (zdroj, zpracování: vlastní)**

Položka	2019	2020	2021	2022	2023
Míra inflace za období historie v %	2,8	3,2	3,8	13,3	5,1
koeficient	1,071	1,038	1,000	1,133	1,191
Odnímatelný čistý výnos přepočítaný ke dni ocenění 31.12.2021	984	504	2 790	2 921	2 921
Váhy pro období historie	1	2	3	4	5
					<b>2 736</b>

Poté je hodnota váženého odnímatelného výnosu podělena diskontní sazbou. Aby bylo dosaženo výsledné hodnoty vlastního kapitálu, musí být odečten úročený kapitál cizí. Poté je teprve stanovena hodnota vlastního kapitálu. Celý postup je znázorněn v níže uvedené tabulce.

**Tabulka 10-13 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu ke dni 31.12.2021 (zdroj, zpracování: vlastní)**

Hodnota neprovozních aktiv	tis. Kč	0
Cizí úročený kapitál	tis. Kč	93 399
Vážený odnímatelný čistý výnos	tis. Kč	2 736
Diskontní sazba	%	5,98
Provozní hodnota vlast. Kapitálu brutto	tis. Kč	45 739
Výsledná hodnota vlast. Kapitálu brutto	tis. Kč	45 739
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu netto</b>	<b>tis. Kč</b>	<b>-47 660</b>

Dle výnosové metody je výsledná hodnota vlastního kapitálu záporná a to vlivem vysoké hodnoty úročeného kapitálu.

**-47.660.000,- Kč**

**(slovy: minus čtyřicet sedm milionů šest set šedesát tisíc korun českých)**

## 11 REKAPITULACE

Ocenění společnosti bylo v rámci diplomové práce stanoveno pomocí 3 různých metod. Mezi tyto metody byly vzaty následující: účetní, majetková a výnosová.

Je nutné podotknout, že společnost se zabývá pronájmem obchodních prostor a její majetek je tvořen z velké míry nemovitými věcmi.

Ocenění pomocí účetní metody reflektuje historické hodnoty majetkových a kapitálových položek, které vycházejí z účetnictví. Protože tato metoda nereflektuje vnější vlivy a především trh, je pouze informativní.

Ocenění pomocí majetkové metody je založeno na přecenění majetkových položek, kde je znázorněno jak riziko inkasa majetku, tak i tržní prostředí u nemovitého majetku, kde je zřejmé, že hodnota majetku v čase roste. Tato metoda se v odborných literaturách bere v úvahu jako případná spodní mez ocenění.

Ocenění výnosovou metodou je založeno na pokračující hodnotě společnosti založené na generování zisku. Tento zisk je zajištěn u vybrané společnosti nájemními smlouvami, kde jsou zahrnuty inflační doložky v rámci nájemného, ale také sankce při rozvázání této smlouvy. Vzhledem k tomu, že výnosy jsou předem určeny nájemními vztahy a společnost na rekonstrukci nemovitosti musela využít velkého finančního obnosu v rámci úvěru, tak tuto metodu nelze využít dále pro ocenění.

Z výše uvedeného tedy vyplývá, že nejvíce reflektující veškeré vnitřní i vnější vlivy působící na ocenění společnosti zahrnuje metoda majetková. Proto byla i dále využita pro ocenění a lze tedy konstatovat, že hodnota společnosti v rámci ocenění majetkovou metodou činí

**35.986.000,- Kč.**

**(slovy: třicet pět milionů devět set osmdesát šest tisíc korun českých)**

## 12 ZÁVĚR

Diplomová práce se zabývala teoretickou a praktickou částí zaměřenou na ocenění obchodního závodu a skládá se z 12 kapitol.

V teoretické části diplomové práce byly představeny jednotlivé metody oceňování obchodního závodu. Tyto metody v současné době běžně používají velké mezinárodní i české auditorské společnosti, znalecké ústavy i samotní znalci.

Z diplomové práce vyplývá, že jedním z nejdůležitějších a velice podstatných kroků při oceňování obchodního závodu je zvolení vhodné metody, od které se odvíjí směr celého oceňování. K ocenění obchodního závodu je možné použít i více metod, popř. je kombinovat. Vhodnost zvolené metody resp. kombinace v sobě odráží jak získávání potřebných informací, tak i jejich správné aplikování vedoucí k obhajitelnému výsledku.

V praktické části diplomové práce bylo zpracováno ocenění obchodního závodu. Účelem ocenění bylo stanovení tržní hodnoty společnosti XXX, a.s., která se zabývá pronájmem komerčních nemovitostí, bytů a nebytových prostor. Ocenění bylo objednáno vlastníkem společnosti, který má zájem o informativní hodnotu oceňované společnosti. Ocenění bylo vypracováno jako součást hloubkové kontroly společnosti XXX, a.s. a má pomoci vlastníkovi při plánování budoucích kroků společnosti.

Při zohlednění všech ekonomických, provozních, právních i obecných předpokladů, byla potom tržní hodnota společnosti XXX, a.s. stanovena majetkovou metodou ke dni ocenění 31.12.2021 v částce 35.986.000,- Kč.

### 13 ZDROJE

- [1] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018, 551 stran : ilustrace. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [2] MAŘÍK, Miloš. *Oceňování podniků*. Praha: Ekopress, 1996, 111 s. : tab. ISBN 80-901991-1-9.
- [3] BRADÁČ, Albert, Viktor PORADA a Jiří STRAUS. *Soudní inženýrství*. Praha: Policejní akademie České republiky, 2001, 172 s. : il. ; 29 cm. ISBN 80-7251-059-2
- [4] *Bostonská matice růstu a tržního podílu aneb situační analýza portfolia společnosti*. Chci pracovat [online]. Praha: Centrum služeb pro podnikání, 2017, 17.9.2017 [cit. 2022-03-02]. Dostupné z: <https://hcipracovat.info/bostonska-matrice-rustu-a-trzniho-podilu-aneb-situacni-analyza-portfolia-spolecnosti/>
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. : il. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] REFAIT, Michel. *Oceňování podniků*. Praha: HZ, 1995, 127 s. ISBN 80-901918-6-X.
- [7] *Analýza marketingového prostředí podniku* [online]. Zlín, 2013 [cit. 2022-03-22]. Dostupné z: <https://docplayer.cz/24998535-Analyza-marketingoveho-prostredi-podniku-yvona-kolkova.html>. Bakalářská práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně.
- [8] *Rozvaha ve zkráceném tvaru ke dni .... Účetníček* [online]. internet: Jitka Vachtová, 2020 [cit. 2022-03-22]. Dostupné z: <https://www.ucetnicek.cz/rubriky/rubrika/26>

- [9] ČESKO. Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 22. 3. 2022]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>
- [10] Finanční plánování. *Finanční plánování* [online]. internet: halek.info, 2022 [cit. 2022-03-22]. Dostupné z: <https://halek.info/prezentace/management-cviceni6/mngcv6-print.php?projection&l=03>
- [11] ČESKO. § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník - znění od 1. 7. 2013. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 5. 4. 2022]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-513#p5>
- [12] ČESKO. § 502 zákona č. 89/2012 Sb., obchodní zákoník - znění od 1. 1. 2014. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 5. 4. 2022]. Dostupné z: <https://www.aspi.cz/products/lawText/1/74907/1/2/zakon-c-89-2012-sb-obcansky-zakonik>
- [13] GRÜNWARD, Rolf. *Finanční analýza pro oceňování podniků*. Praha: Oeconomica, 2004, 79 s. ; 25 cm. ISBN 80-245-0700-5.
- [14] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita, interakce*. Čtvrté vydání. Osnice: Ekopress, 2021, 257 stran : ilustrace. ISBN 978-80-87865-71-2.
- [15] MLČOCH, Jan. 1998. *Oceňování podniku: Ekonomické aspekty*. Praha: Linde. ISBN 80-7201-145-6.
- [16] HÁLEK, Vítězslav. 2009. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava: DonauMedia. ISBN 978-80-89364-07-7.
- [17] Ministerstvo financí ČR: 53. Kolokvium – šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2022–2025). *Mfcr.cz* [online]. Praha: Ministerstvo financí ČR, 2022, květen 2022 [cit. 2022-12-12]. Dostupné z: [https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2022-05-26\\_53-Kolokvium-setreni-prognoz-makroeconomickeho-vyvoje-CR-2022-2025.pdf](https://www.mfcr.cz/assets/cs/media/2022-05-26_53-Kolokvium-setreni-prognoz-makroeconomickeho-vyvoje-CR-2022-2025.pdf)
- [18] Ministerstvo práce a sociálních věcí: Regionální statistika cen prací v Jihomoravském kraji. [https://www.mpsv.cz/documents/20142/848077/Jim\\_214\\_mzs.pdf/ac326d02-cd54-f08e-3d66-79b15d199a06](https://www.mpsv.cz/documents/20142/848077/Jim_214_mzs.pdf/ac326d02-cd54-f08e-3d66-79b15d199a06) [online]. Praha: MPSV, 2022, 23.3.2022 [cit. 2022-12-12]. Dostupné z:

[https://www.mpsv.cz/documents/20142/848077/Jim\\_214\\_mzs.pdf/ac326d02-cd54-f08e-3d66-79b15d199a06](https://www.mpsv.cz/documents/20142/848077/Jim_214_mzs.pdf/ac326d02-cd54-f08e-3d66-79b15d199a06)

[19] Středně- a dlouhodobé dluhopisy: Historie aukcí SDD do 31. 12. 2021. Cnb.cz [online]. Praha: ČNB 2022, 2022 [cit. 2022-12-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/trh-statnich-dluhopisu/stredne-a-dlouhodobě-dluhopisy-sdd/>

[20] ČESKO. fragment #f5156357 vyhlášky č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška) - znění od 1. 1. 2022. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 22. 12. 2022]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2013-441#f5156357>

[21] Nahlížení do katastru nemovitosti. *Ikatastr.cz* [online]. Brno: Český úřad zeměměřický a katastrální, 2004 - 2022 [cit. 2022-12-27]. Dostupné z: <https://www.ikatastr.cz/#kde=49.16867,16.5721,20&mapa=letecka&vrstvy=parcelybudovy&info=49.16864,16.57189>

[22] Mapy Google. *Google maps* [online]. Česko: CNES, 2022, 2022 [cit. 2022-12-27]. Dostupné z: <https://www.google.com/maps>

[23] Územní plán města Brna. *Úplné znění Územního plánu města Brna* [online]. Česko: URBANISMUS, ARCHITEKTURA, DESIGN, 2022, 2022 [cit. 2022-12-27]. Dostupné z: <https://upmb.brno.cz/platny-uzemni-plan/uplne-zneni/>

[24] BRADÁČ, Albert. *Teorie oceňování nemovitostí*. 8., přeprac. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2009, 753 s. : il., mapy ; 30 cm. ISBN 978-80-7204-630-0.

[25] ORT, Petr a Olga ŠEFLOVÁ ORTOVÁ. *Oceňování nemovitostí v praxi*. 2. aktualizované vydání. Praha: Leges, 2022, 126 stran. ISBN 978-80-7502-571-5.)

[26] ČESKO. § 495 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník - znění od 1. 7. 2021. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 27. 12. 2022]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89#p495>

[27] ČESKO. § 420 zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník - znění od 1. 7. 2021. In: <i>Zákony pro lidi.cz</i> [online]. © AION CS 2010-2022 [cit. 27. 12. 2022]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89#p420>

[28] Damodaran, Excess Returns, 5.1.2022. *Damodaran - online* [online]. New York, NY 10012: Aswath Damodaran, 2022, 5.1.2022 [cit. 2023-01-11]. Dostupné z: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/EVA.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/EVA.html)

## 14 SEZNAM TABULEK

Tabulka 2-1 Přehled základních pojmů pro oceňování podniku v českých zákonech (zdroj, zpracování: [1]) .....	17
Tabulka 4-1 Rychlý test podniku (zdroj: [1], zpracování: vlastní) .....	45
Tabulka 5-1 Propočet zisku (zdroj: [3], zpracování: vlastní) .....	51
Tabulka 5-2 Propočet provozního peněžního toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní) .....	51
Tabulka 5-3 Propočet investičního peněžního toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní) .....	51
Tabulka 5-4 Propočet finančních peněžních toků (zdroj: [3], zpracování: vlastní) .....	52
Tabulka 5-5 Plánovaná rozvaha (zdroj, zpracování: vlastní) .....	52
Tabulka 6-1 Výpočet investované kapitálu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	61
Tabulka 6-2 Výsledná hodnota vlastního kapitálu .....	66
Tabulka 6-3 schéma výpočtu DCF Equity .....	67
Tabulka 6-4 Výsledná hodnota vlastního kapitálu (zdroj: [1], zpracování: vlastní) .....	75
Tabulka 9-1 Predikce makroekonomických ukazatelů (zdroj: [7], zpracování: vlastní) .....	92
Tabulka 9-2 Významné položky aktiv rozvahy pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	93
Tabulka 9-3 Významné položky pasiv rozvahy pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	95
Tabulka 9-4 Významné položky výkazu zisku a ztráty pro horizontální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	96
Tabulka 9-5 Významné položky aktiv rozvahy pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	98
Tabulka 9-6 Významné položky pasiv rozvahy pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	99
Tabulka 9-7 Významné položky výkazu zisku a ztrát pro vertikální analýzu (zdroj, zpracování: vlastní) .....	101
Tabulka 9-8 Stanovení likvidity podniku (zdroj, zpracování: vlastní) .....	102
Tabulka 9-9 Stanovení ukazatelů kapitálové struktury (zdroj, zpracování: vlastní) .....	103
Tabulka 9-10 Stanovení ukazatelů výkonnosti (zdroj, zpracování: vlastní) .....	104
Tabulka 9-11 Altmanovo Z score (zdroj, zpracování: vlastní) .....	105

Tabulka 9-12 Finanční plán v tis. Kč, stanovený na základě vertikální analýzy (zdroj, zpracování: vlastní) .....	106
Tabulka 10-1 Rozvaha společnosti k 31.12.2021 [tis. Kč] (zdroj: společnost, zpracování: vlastní) .....	108
Tabulka 10-2 Lokalita nemovitosti (zdroj, zpracování: vlastní) .....	109
Tabulka 10-3 Obecné parametry nemovitosti (zdroj, zpracování: vlastní) .....	112
Tabulka 10-4 Celková pronajímatelná podlahová plocha nemovitosti .....	114
Tabulka 10-5 Základní informace ke kondici nemovitosti .....	115
Tabulka 10-6 Ocenění nemovitosti výnosovým způsobem k datu 31.12.2021 (zpracování: vlastní).....	119
Tabulka 10-7 Podle doby splatnosti došlo k přecenění pohledávek dle standardních přeceňovacích koeficientů (zdroj, zpracování: vlastní).....	121
Tabulka 10-8 Oceňovací rozvaha společnosti k 31.12.2021, majetková metoda (zdroj, zpracování: vlastní) .....	123
Tabulka 10-9 Korigovaný výsledek hospodaření (zdroj, zpracování: vlastní) .....	125
Tabulka 10-10 Přehled aukcí dluhopisů (zdroj: [19], zpracování: vlastní).....	126
Tabulka 10-11 Výpočet koeficientu $\beta$ (zpracování: vlastní) .....	127
Tabulka 10-12 Odnímatelný čistý výnos k datu 31.12.2022 (zdroj, zpracování: vlastní) .....	128
Tabulka 10-13 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu ke dni 31.12.2021 (zdroj, zpracování: vlastní).....	128

## 15 SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 2-1 Vnější a vnitřní prostředí (zdroj, zpracování: [7]).....	22
Obrázek 3-1 Bostonská matice (zdroj a zpracování: [4]).....	26
Obrázek 4-1 Rozvaha ve zkráceném tvaru – Aktiva (zdroj, zpracování: [8]).....	29
Obrázek 4-2 Rozvaha ve zkráceném tvaru – Pasiva (zdroj, zpracování: [8]) .....	33
Obrázek 4-3 Vztahy mezi výkazem cash flow, rozvahou a výkazem zisku a ztráty (zdroj, zpracování: [10]) .....	36
Obrázek 4-4 Rozbor poměrových ukazatelů (zdroj [1], zpracování: vlastní) .....	37
Obrázek 4-5 Konkurenční struktura odvětví (zdroj: [3]) .....	47
Obrázek 5-1 Postup sestavování finančního plánu (zdroj: [1], zpracování: vlastní).....	49
Obrázek 6-1 Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity (zdroj: [1], zpracování: vlastní) .	57
Obrázek 6-2 Dvoufázová metoda (zdroj: [1], zpracování: vlastní).....	58
Obrázek 9-1 Logo společnosti [zdroj: vlastní] .....	90
Obrázek 10-1 Ortogonální mapa lokality (zdroj: [22], zpracování: vlastní) .....	110
Obrázek 10-2 Mapa oblasti (zdroj:[22], zpracování: vlastní) .....	111
Obrázek 10-3 Půdorys prvního nadzemního podlaží (zdroj, zpracování: vlastní).....	113
Obrázek 10-4 Parcely s developerským potenciálem (zdroj, zpracování: [21]) .....	114
Obrázek 10-5 Severní pohled na obchodní centrum (zdroj, zpracování: vlastní) .....	115
Obrázek 10-6 Jižní pohled na obchodní centrum (zdroj, zpracování: vlastní).....	115
Obrázek 10-7 Celkový katastrální výpis parcel vlastněných obchodním závodem (zdroj, zpracování: [21]) .....	116
Obrázek 10-8 Uzemní plán (zdroj, zpracování: [23]) .....	117

**16 SEZNAM GRAFŮ**

Graf 9-1 Altmanovo Z score (zdroj, zpracování: vlastní) .....	105
---	-----

## 17 SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1 Rozvaha v plném rozsahu ke dni 31.12.2021
- Příloha č. 2 Rozvaha v plném rozsahu ke dni 31.12.2020
- Příloha č. 3 Rozvaha v plném rozsahu ke dni 31.12.2019
- Příloha č. 4 Rozvaha v plném rozsahu ke dni 31.12.2018
- Příloha č. 5 Rozvaha v plném rozsahu ke dni 31.12.2017
- Příloha č. 6 Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12.2021
- Příloha č. 7 Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12.2020
- Příloha č. 8 Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12.2019
- Příloha č. 9 Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12.2018
- Příloha č. 10 Výkaz zisku a ztráty ke dni 31.12.2017
- Příloha č. 11 Výpis katastru z nemovitostí ke dni 20.12.2022
- Příloha č. 12 Katastrální situační výkres
- Příloha č. 13 Projektová dokumentace 1. nadzemního podlaží
- Příloha č. 14 Projektová dokumentace 2. nadzemního podlaží
- Příloha č. 15 Pohledy
- Příloha č. 16 Ocenění OC Kavkaz v programu NEMExpress AC, verze: 3.12.6.