

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Bc. Nela Brázdová

2013



JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

**Ekonomická fakulta**

**Katedra účetnictví a financí**

Studijní program: B6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

# Stanovení tržní hodnoty podniku

Vedoucí diplomové práce

Ing. Zita Drábková, Ph.D.

Autor

Bc. Nela Brázdová

2013

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Fakulta ekonomická

Akademický rok: 2011/2012

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Nela BRÁZDOVÁ**  
Osobní číslo: **E11061**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**  
Název tématu: **Stanovení tržní hodnoty podniku**  
Zadávací katedra: **Katedra účetnictví a financí**

### Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cíl práce:

Na základě teoretických a praktických znalostí stanovit tržní hodnotu vybraného podniku dle zvolených oceňovacích metod.

Rámcová osnova:

1. Úvod
2. Literární rešerše
  - Definice podniku, účel ocenění podniku
  - Základní principy oceňování podniku
  - Metody ocenění podniku
3. Metodika
4. Praktická část
  - Představení podniku
  - Ocenění podniku jednotlivými metodami ocenění
5. Diskuse
6. Závěr
7. Summary
8. Přehled použité literatury
9. Přílohy
  - Summary + Keywords v AJ
  - Seznam literatury
  - Seznam obrázků, tabulek a grafů
  - Seznam příloh, přílohy

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: 50 - 60 stran

Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

Kislingerová, E. Oceňování podniku. Praha: C. H. Beck, 2001. 380 s. ISBN 80-7179-529-1

Krabec, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-80-247-2865-0

Marek, P. a kol. Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, 2006. 624 s. ISBN 80-86119-37-8

Mařík, M. a kol. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3

Mařík, M. a kol. Metody oceňování pro pokročilé. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4


Mařík, M., Maříková, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0

Mařík, M., Maříková, P. Diskontní míra pro oceňování podniku. Praha: IOM - VŠE, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6


Petřík, T. Ekonomické a finanční řízení firmy. Praha: Grada publishing, 2009. 736 s. ISBN 978-80-247-3024-0

Vedoucí diplomové práce: Ing. Zita Drábková, Ph.D.  
Katedra účetnictví a financí

Datum zadání diplomové práce: 1. března 2012  
Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013

  
doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.  
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
Studentská 13 (1)  
370 05 České Budějovice

  
doc. Ing. Milan Jílek, Ph.D.  
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 1. března 2012

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě; v úpravě vzniklé vypuštěním vyznačených částí archivovaných ekonomickou fakultou elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích, na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce.

Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb., zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích dne 15. 4. 2013

.....

Bc. Nela Brázdová



## **Poděkování**

Dovoluji si tímto poděkovat vedoucímu mé diplomové práce, Ing. Zitě Drábkové, Ph.D., za cenné rady, připomínky a vstřícnost při konzultacích.





# OBSAH

1 ÚVOD.....	3
2 LITERÁRNÍ REŠERŠE – TEORETICKÝ RÁMEC PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU .....	5
2.1 VYMEZENÍ ZÁKLADNÍ TERMINOLOGIE V OBLASTI OCEŇOVÁNÍ .....	5
2.1.1 Pojem podnik jako předmět ocenění .....	5
2.1.2 Rozlišení pojmu oceňování a ohodnocování .....	6
2.1.3 Hodnota podniku a cena podniku .....	6
2.1.4 Hladiny hodnoty podniku .....	7
2.2 KATEGORIE HODNOTY .....	8
2.2.1 Tržní hodnota .....	8
2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota.....	9
2.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	10
2.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy .....	10
2.3. ÚČEL A DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU .....	11
2.4 FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ HODNOTU PODNIKU .....	12
2.4.1 Faktor času .....	12
2.4.2 Faktor rizika .....	13
2.4.3 Diskontní míra, kalkulovaná úroková míra, náklady kapitálu .....	14
2.4.4 Tempo růstu .....	15
2.5 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....	15
2.5.1 Sběr vstupních dat .....	16
2.5.2 Strategická analýza podniku.....	16
2.5.3 Finanční analýza podniku.....	17
2.5.4 Aktiva provozně potřebná (operativní) a provozně nepotřebná (neoperativní) .....	20
2.5.5 Generátory hodnoty .....	22
2.5.6 Finanční plán .....	23
2.6 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU.....	24
2.6.1 Výnosové metody.....	24
2.6.2 Metody založené na analýze trhu .....	31
2.6.3 Metody založené na analýze majetku .....	33
2.6.4 Souhrnné ocenění podniku .....	39
3 CÍL A METODIKA PRÁCE.....	41
4 PRAKTICKÁ ČÁST .....	43
4.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI.....	43
4.2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI .....	43
4.3 SBĚR VSTUPNÍCH DAT .....	43

4.4 STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	44
4.4.1 Analýza vnějšího prostředí podniku .....	44
4.4.2 Analýza vnitřního prostředí .....	46
4.5 FINANČNÍ ANALÝZA .....	49
4.5.1 Analýza absolutních ukazatelů (horizontální a vertikální analýza) .....	50
4.5.2 Analýza rozdílových ukazatelů .....	53
4.5.3 Analýza poměrových ukazatelů .....	54
4.5.4 Syntetická analýza .....	57
4.6 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A PROVOZNĚ NENUTNÁ .....	58
4.7 FINANČNÍ PLÁN .....	59
4.7.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	60
4.7.2 Projekce výkazů účetní závěrky .....	62
4.7.3 Finanční analýza projektovaných (plánovaných) výkazů .....	68
4.8. OCENĚNÍ PODNIKU BRÁZDA-AUDIT A.S. ....	69
4.8.1 Volba metod pro ocenění podniku .....	69
4.8.2 Výnosové metody ocenění podniku .....	69
4.8.3 Ocenění provozně nepotřebných aktiv .....	79
4.8.4 Ocenění neúplnou substanční metodou na principu reprodukčních cen .....	79
4.8.5 Souhrnné ocenění (komparace jednotlivých výsledků ocenění) .....	81
5 ZÁVĚR .....	84
6 SUMMARY .....	86
7 SEZNAM LITERATURY A ZDROJŮ .....	87
8 SEZNAM TABULEK .....	1
9 SEZNAM GRAFŮ .....	3
10 PŘÍLOHY .....	4

# 1 ÚVOD

Proces oceňování podniku je nutné chápat jako širokosáhlou problematiku dotýkající se většiny ekonomických disciplín. Cílem procesu je vyjádření hodnoty podniku, kterému ale předchází rozsáhlé dílčí práce, jejichž syntéza je podmínkou pro výpočet hodnoty podniku s požadovanou vypovídací schopností. Aby mohl znalec či jiná odborná osoba stanovit hodnotu podniku, musí naprosto přesně pochopit a analyzovat nejen samotný oceňovaný podnik, ale i tržní prostředí, v němž daný subjekt působí. Rozsáhlost těchto analýz závisí na účelu ocenění a především na kategorii hodnoty, jež má být výsledkem ocenění.

Pokud je cílem ocenění stanovení tržní hodnoty podniku, je nezbytné, aby veškeré analýzy, prognózy a samotné výpočty byly provedeny objektivně s co nejvyšší mírou eliminace subjektivních názorů. Pro daný účel se jeví nejvhodnější metody založené na tržním porovnání, které se opírají o trhem zveřejňované údaje. Základnou je zde vysoce rozvinutý kapitálový trh, který se vyznačuje naprostou transparentností a dostatkem kvalitních informací. Na základě uvedených předpokladů je ovšem použitelnost metod tržního porovnání v České republice velice omezená a použitelná pro minimální množství podnikatelských subjektů. Z výše uvedených důvodů jsou zde nejvíce rozšířeny metody založené na analýze výnosů, které jsou celosvětově uznávané a při správné modifikaci postupů jsou vhodné pro vyjádření všech druhů kategorie hodnoty. Modifikace se musí týkat především vstupních údajů a vyjádření diskontní míry, která při stanovení tržní hodnoty musí odpovídat úrovni výnosnosti požadované trhem.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vybraného podniku. Na základě této kategorie hodnoty by měla být výstupem ocenění hodnota, která je dle Mezinárodních oceňovacích standardů vyjádřena jako odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi nezávislými partnery po náležitém marketingu. Obě strany musí jednat informovaně, rozumně a bez nátlaků. Přesto je nutné si uvědomit, že každé stanovení hodnoty je relevantní pouze pro účel, pro který je vypracován.

Teoretická část práce obsahuje teoretické vymezení problematiky oceňování podniku. Nejprve jsou definovány základní přístupy k oceňování a s tím související pojmy, faktory a kategorie hodnoty. Další úsek se věnuje oblasti samotného postupu

při oceňování podniku, který je rozdělen na tři základní oblasti. První oblast se zabývá strategickou analýzou neboli poznáním oceňovaného podniku a relevantního trhu spolu s analýzou konkurence. Druhá oblast vymezuje přípravné práce pro ocenění, především vypracování finančního plánu. Poslední část se věnuje samotným metodám ocenění – metodám založeným na analýze výnosů, trhu a majetku.

V praktické části je nejprve charakterizován vybraný podnik, u kterého bude provedeno ocenění. Kromě obecné identifikace společnosti je provedena analýza vnitřního a vnějšího potenciálu společnosti. V další části práce je zhodnoceno finanční zdraví společnosti a vypracována prognóza a analýza generátorů hodnoty, na kterou navazuje zpracování finančního plánu. V závěrečné části diplomové práce je provedeno ocenění vybranými relevantními metodami, jejichž výsledkem je určení tržní hodnoty podniku.

## **2 LITERÁRNÍ REŠERŠE – TEORETICKÝ RÁMEC PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU**

### **2.1 Vymezení základní terminologie v oblasti oceňování**

#### **2.1.1 Pojem podnik jako předmět ocenění**

„Pojem „tržní hodnota firmy“ směřuje dva pohledy. Označení „firma je v oblasti ekonomické teorie a teorie podnikových financí používáno jako zastřešující pro „podnik nebo „společnost“. V praxi je potřeba odlišovat mezi hodnotou firmy chápanou jako hodnota podniku, jako tržní kapitalizace jednotlivých akcií, nebo naopak hodnotou firmy ve smyslu hodnoty samotné obchodní firmy, respektive obchodní značky“ (Krabec, 2009).

Pojem „podnik“ je možno definovat dle jednotlivých teoretických rámců různě, což vede ke vzniku terminologických problémů. Je proto nutné myslet na fakt, že vymezujeme podnik pro účely ocenění.

„Podnik je i pro účely hodnotových analýz nutno zpravidla chápat jako věc hromadnou, vyznačující se primárním goodwillem (který zvyšuje hodnotu funkčního celku, vydělávajícího svým vlastníkům peníze nad realizační, respektive likvidační hodnotu jednotlivých aktiv)“ (Krabec, 2009).

Definice je podepřena i českou legislativou. „Pro oceňovatele mají největší význam definice uváděné v obchodním zákoníku, který definuje podnik v §5 jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná ...“ (Mařík, 2003).

„Hmotnými složkami podnikání jsou především věci používané k podnikání, osobní složkou je především lidská činnost – činnost zaměstnanců, osob v orgánech společnosti apod., jíž se realizuje podnikatelská činnost. Nehmotnými složkami podnikání jsou především pohledávky, práva z duševního a průmyslového vlastnictví, know-how“ (Mařík, 2003).

Z výše uvedených definic vyplývá, že je nutné nahlížet na podnik jako na funkční celek, jehož hlavním cílem je dosažení zisku. Hlavní funkce je opět

podepřena v literatuře. „Podnik je tedy funkčním celkem – entitou, která je nadána schopností přinášet určitý užitek, generovat určitý výnos v současnosti i budoucnosti“ (Kislingerová, 2001).

### 2.1.2 Rozlišení pojmu oceňování a ohodnocování

V českém prostředí často splývá pojem oceňování a ohodnocování. Oba pojmy by ovšem měly být rozlišované, aby bylo jejich použití korektní v souladu se světovou praxí.

„Ve světové praxi je možno odlišovat dvě terminologické roviny:

- **oceňování** – souvisí hlavně s daňovou regulací, oceňovatel skutečně určitým způsobem stanovuje cenu platnou pro daný účel, v České republice je situace obdobná;
- **ohodnocování** – míněno pro účely tržních transakcí, tzn. oceňovatel stanovuje hodnotu ve výši očekávané či očekávatelné ceny obchodu vycházející z podmínek zadání nebo zjišťuje kategorii hodnoty, která se změnou vlastnického práva nesouvisí“ (Krabec, 2009).

### 2.1.3 Hodnota podniku a cena podniku

S pojmem hodnota podniku je spojena řada problémů a nejasností, především v dále definovaném pojmu „tržní hodnota podniku“, která je tématem práce. Nejprve je nutné zdůraznit, že objektivní hodnota podniku neexistuje, vždy se jedná o určitý odhad, který je podložený metodami, zkušenostmi oceňovatele a dalšími faktory. Hodnota podniku bude vždy závislá na účelu ocenění a subjektech, kteří se daného oceňování (ohodnocování) účastní. „Provádí-li znalec ocenění majetku, určuje jeho hodnotu, a nikoliv cenu“ (Krabec, 2009).

Obvykle je rozlišována hodnota pro investora (vlastník, zájemce) a hodnota v obecnějším pojetí. „Hodnota pro vlastníka je dána prospěchem, který vlastník získává z držení určitého statku. Mluvíme v této souvislosti o užitné hodnotě – tedy schopnosti přinášet užitek“ (Marek, 2006).

**Hodnota podniku** závisí na budoucím užitku. „Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu“ (Mařík, 2003).

„**Cena** je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Prodejní cena je historickou skutečností, ať je zveřejněna nebo držena jako důvěrná. V důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů daného kupujícího a/nebo prodávajícího cena zaplacená za zboží nebo službu může nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní“ (Mařík, 2003).

Existuje mnoho teorií, které vysvětlují pojmy cena a hodnota různě. Pro účely oceňování je vhodné zdůraznit myšlenku marginalistické teorie, že nemá smysl srovnávat vnitřní hodnotu akcie a tržní cenu za účelem stanovení tržní hodnoty. Hledáním objektivní hodnoty se také zabývala Kolínská škola, která tuto hodnotu ovšem zcela odmítá a podporuje názor, že hodnota je vždy subjektivní kategorie. Existuje výhradně subjektivní hodnota podniku. Jejím základem je představa o budoucích výnosech podniku, jeho rizikách a alternativních možnostech investování.

„Důležitá je rovněž **teorie trhu**, či širěji tržního řádu, který je koordinován na principu konkurence. Ceny, které se vytvoří až na základě souhry nabídky a poptávky soutěžního trhu, se vyznačují určitými specifickými vlastnostmi, a mohou tak při splnění některých dalších kritérií sloužit jako východisko pro odhad tržní hodnoty dle definice Mezinárodních oceňovacích standardů a také ceny obvyklé dle zákona o oceňování majetku“ (Krabec, 2009).

#### **2.1.4 Hladiny hodnoty podniku**

„Podnik můžeme oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím“ (Mařík, 2003).

**Hodnotu brutto** neboli veškerý majetek podnikatele obchodní zákoník definuje v §6, odst. 1) jako obchodní majetek. **Hodnotu netto** zde najdeme v §6, odst. 3 definovanou jako čistý obchodní majetek nebo také v § 6, odst. 4) pod pojmem vlastní kapitál. „Obchodní majetek na straně jedné a závazky na straně druhé tvoří dohromady obchodní jmění. Odečteme-li závazky všeho druhu od obchodního majetku, dostáváme



čistý obchodní majetek. Tento pojem hraje v oceňování podniku klíčovou roli, protože cílem ocenění podniku je obvykle zjistit velikost čistého obchodního majetku“ (Marek, 2006).

„Pro oceňovatele je podstatné, že má-li za úkol určit obchodní majetek, pak je tím pouze řečeno, že jeho úkolem je zjistit celkovou (brutto) hodnotu podniku, zatímco má-li určit čistý obchodní majetek, pak zjišťuje čistou (netto) hodnotu podniku“ (Mařík, 2003).

## **2.2 Kategorie hodnoty**

„Zvolí-li oceňovatel kategorii hodnoty, musí být tato volba v souladu s účelem, pro který se ocenění provádí, protože kategorie hodnoty určuje vypovídací schopnost, interpretaci a použitelnost výsledku takového ocenění (přesněji ohodnocení“ (Krabec, 2009).

„Existují čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota;
- subjektivní hodnota;
- objektivizovaná hodnota;
- komplexní přístup na základě Kolínské školy“ (Mařík, 2003).

Dále je možné členění dle Mezinárodních účetních standardů, které rozděluje hodnoty na dvě základní skupiny:

- tržní hodnota (IVS 1);
- netržní hodnota (IVS 2).

### **2.2.1 Tržní hodnota**

Definice tržní hodnoty existuje více, shodují se však v jednom důležitém faktu, a to že se jedná se o hodnotu při směně na konkurenčním trhu mezi dvěma dobře informovanými subjekty jednajícími dobrovolně.

„Tržní cena představuje hodnotu na burze, kterou by majetek vynesl, kdyby byl nabídnut k prodeji na volném trhu v den odhadu a nebo za okolností, které akceptují požadavky definice tržní hodnoty“ (Kislingerová, 2001).

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku“ (Mařík, 2003).

K dané definici je ovšem v jiné odborné literatuře dodáno: „Je třeba říci, že pod definici obsaženou v této větě se schová opravdu široký interval hodnot. Ani v případě ocenění podniku v České republice nelze zapomínat na podmínku stanovenou v IVS, že odhad příslušné kategorie tržní hodnoty musí být v souladu s celým standardem IVS 1, který tuto kategorii normativně definuje. Nejedná se jen o tuto jednu větu a platnost odhadu tržní hodnoty je podmíněna řadou dalších nutných podmínek, především existencí likvidního trhu srovnatelného aktiva, které je vůči oceňovanému aktivu v soutěžním postavení. Tyto podmínky však již praxe velkoryse přehlíží“ (Krabec, 2009).

„Tržní ocenění je možné jen za určitých podmínek. Tržní hodnota jako odhad tržní ceny předpokládá, že existuje trh příslušné komodity, a že tento trh je dostatečně průhledný (transparentní)“ (Marek, 2006).

„Pojem tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relevantní průzkum trhu“ (Mařík, 2003).

Některé výše uvedené podmínky je na území České republiky u většiny obchodních společností problematické splnit, a to z důvodu poměrně malého trhu s podniky, který navíc není příliš transparentní. Výjimku tvoří společnosti, které se obchodují na kapitálovém trhu. Transakcí s podniky není mnoho, jsou rizikové, jedinečné a je složité získat úplný přehled o realizovaných transakcích.

### **2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

Při stanovení subjektivní hodnoty je kladen důraz především na jednotlivé postoje a názory účastníků transakce neboli na jejich představy ohledně budoucích užitků z majetku. Odraz této charakteristiky lze sledovat i v případě výpočtu diskontní míry, která je stanovena na základě alternativních možností investování. Tuto kategorii hodnoty lze aplikovat například pro zjištění výhodnosti koupi či prodeji podniku a pro rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Definici subjektivní hodnoty lze nalézt v Mezinárodních oceňovacích standardech pod pojmem investiční hodnota. „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérií. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku“ (Krabec, 2009).

„Budeme-li pročitat posudky českých odhadců a znalců, tak tam investiční hodnotu jako explicitní cíl takřka nenalezneme. Téměř výhradním cílem je hodnota tržní. Je však třeba si uvědomit, že velká část posudků, které si kladou za cíl nalézt tržní hodnotu, fakticky obsahuje pouze hodnotu investiční“ (Mařík, 2003).

### **2.2.3 Objektivizovaná hodnota**

Objektivní hodnota podniku neexistuje, lze se však setkat s pojem objektivizovaná hodnota. „Podle běžně zastoupených názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění“ (Mařík, 2003).

Hlavními zásadami je vhodný výběr metody, udržování substance, ocenění musí být založené na volném zisku, majetek je nutné rozdělit na nezbytně provozně nutný a nenutný, podnik by měl pokračovat v podnikání v rámci dosavadního konceptu a ponechat v podniku stávající management. Doporučuje se také vzít v potaz daně i na úrovni vlastníka.

„O objektivizované ocenění bychom se měli snažit tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, například:

- při poskytování úvěru;
- při zjišťování současné reálné bonity podniku apod.“ (Mařík, 2003).

### **2.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy**

Tento přístup klade důraz na subjektivní hodnotu. Důvody lze hledat v problematice stanovení opravdu relevantního, dostatečně velikého

a transparentního trhu podniku. Vychází z faktu, že pouze u akciových společností lze určit tržní hodnotu, v ostatních případech se jedná o subjektivní ocenění.

Kolínská škola klade důraz na funkce oceňování. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Co je cílem funkcí, lze vyvodit z názvů, nejdůležitější je však funkce poradenská. Poskytuje hraniční hodnoty oceňování, tj. ceny maximální a minimální, které ohraničují prostor pro jednání o ceně mezi jednotlivými subjekty ocenění.

Důležitá je také funkce rozhodčí, která by měla určit rozhodčí hodnotu, tj. konečnou hodnotu, která bere v potaz zájmy jednotlivých subjektů. Vhodné je využití při většině podnikových transformacích. Tuto hodnotu nelze ztotožnit s hodnotou objektivizovanou, která je nezávislá na subjektech.

### **2.3. Účel a důvody pro ocenění podniku**

„Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech, především na účelu ocenění, na zkušenostech oceňovatele, jakož i na množství a kvalitě dostupných informací, na časové dimenzi pro zpracování apod.“ (Kislingerová, 2001).

Je mnoho situací, kdy fyzické či právnické osoby potřebují využít činnost znalce a ocenit podnik či jeho část. Česká legislativa vymezuje situace, kdy je ocenění povinné, ale samozřejmě je možné využít služby oceňovatele i pro soukromé účely. Oceňováním se zabývají znalci či odhadci, mezi jejich postavením je však rozdíl.

„V zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku lze nalézt celou řadu situací, kdy je znalecký posudek (činnost znalce) explicitně vyžadován. Do této oblasti byl zařazen i zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev a zákon č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí a o změně některých dalších zákonů“ (Škopec, 2011).

V souvislosti s oceněním dochází k vlastnickým změnám či nikoliv. Dle těchto dvou základních směrů lze účel ocenění rozdělit do dvou skupin:

#### **a) Ocenění související se změnou vlastnických vztahů:**

- koupě či prodej podniku;
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku, dále ObchZ (vklad podniku);

- přijetí či vystoupení společníků (ocenění čistého obchodního majetku společnosti pro účely zjištění vypořádacího podílu jejího společníka dle §61 ObchZ);
- převod zastaveného obchodního podílu na úhradu dluhu (dle § 117 ObchZ);
- fúze sloučením či splynutím ( dle § 73 zákona o přeměnách, dále ZoP);
- rozdělení společností se vznikem nových společností ( dle § 253 ZoP) nebo při rozdělení odštěpením (dle § 254 ZoP);
- dědické řízení aj.

#### **b) Ocenění bez změn vlastnických vztahů**

- změna právní formy (dle § 367 ZoP);
- pro účely poskytnutí úvěru či pojistných smluv;
- rozhodování o při uvádění podniku na burzu;
- uvažování o sanaci či likvidaci podniku aj.

## **2.4 Faktory ovlivňující hodnotu podniku**

Před oceněním je nutné věnovat pozornost především faktoru času a rizika, jelikož významně ovlivňují diskontní míru, která je základním kamenem pro vzorce využívaných ve výnosových metodách.

### **2.4.1 Faktor času**

S tímto faktorem souvisí pojem „časová hodnota peněz“. Stejná částka dnes a v budoucnosti má jinou hodnotu. Z tohoto důvodu musíme při stanovení hodnoty podniku (či jiného aktiva) přepočítat budoucí příjmy k datu ocenění neboli určit jejich současnou hodnotu. Pro tento přepočet je využíván odúročitel, případně zásobitel v případě stanovení současné hodnoty annuity či vzorec pro výpočet současné hodnoty perpetuity.

## 2.4.2 Faktor rizika

„Při oceňování podniku hraje jednu z podstatných rolí riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Analýza rizika – jeho určení a měření – má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku“ (Kislingerová, 2001).

Obecně riziko znamená, že se očekávané výsledky budou lišit od budoucích, ať už negativně či pozitivně. V rámci analyzování rizika se předpokládá znalost pravděpodobnosti, se kterou očekávané výsledky nastanou. Pro měření rizika se využívá směrodatná odchylka a rozptyl.

### 2.4.3.1 Riziko obchodní a finanční

Riziko lze členit dvěma základními způsoby. První je členění na obchodní (provozní) a finanční riziko. „Výchozím bodem je kvalita vrcholového řízení, jejímž prostřednictvím lze ostatní rizika ovlivňovat“ (Mařík, 2003).

„**Obchodní riziko** je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena především proměnlivostí prodeje (prodejní riziko ovlivněné variabilitou tržeb) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko ovlivněné provozní pákou)“ (Mařík, 2003).

„Při praktickém použití bývá **finanční riziko** pro zjednodušení ztotožněno s tou částí volatility celkových výsledků hospodaření, která je způsobená placením fixních nákladových úroků“ (Mařík, 2003).

### 2.4.3.2 Riziko systematické a nesystematické (specifické)

V tomto případě je riziko členěno podle toho, zda je ho možné diverzifikovat či nikoliv. Cílem každého podniku by mělo být investování do takového portfolia cenných papírů, které bude „odolné“ proti výkyvům trhu. Pokud budou jednotlivá aktiva co nejvíce záporně korelovaná, lze dosáhnout nízkého rizika a stálých výnosů. V praxi se ovšem sebelepším investováním nelze riziku vyhnout úplně.

V tomto případě se jedná o **riziko systematické** neboli tržní, které je spojeno s vývojem ekonomiky (inflace, měnové kurzy, kurzy na burze, politická situace) a nelze snížit diverzifikací. Tržní riziko se měří koeficientem beta, který udává citlivost investice na změny na kapitálovém trhu.

**Riziko specifické** naopak lze diverzifikovat, jelikož se jedná o rizika spojená s fungováním podniku a jeho strategií (management podniku, využívání provozní či finanční páky).

### 2.4.3 Diskontní míra, kalkulovaná úroková míra, náklady kapitálu

**Diskontní míra** (kalkulovaná úroková míra) je součástí mnoha vzorců využívaných v metodách ocenění a výrazně ovlivňuje výsledky, proto je nutné jejímu stanovení věnovat patřičnou pozornost a opatrnost. „Úlohou diskontní míry je především převést budoucí výnosy na současnost, vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika“ (Kislingerová, 2001).

„Diskontní míru určujeme na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku. Toto očekávání by mělo být opřeno o reálnou možnost dosáhnout výnosnosti při alternativním využití téhož kapitálu“ (Mařík, 2003).

Důležitou roli při stanovení diskontní míry má inflace. Pokud je v budoucích výnosech zahrnuta, je nutné o ni upravit i diskontní míru, tj. využití nominální úrokové míry.

Pro výpočet diskontní míry, resp. kalkulované úrokové míry, existuje mnoho způsobů výpočtů. Výběr typu výpočtu se řídí dle formy budoucího výnosu, který může být ve tvaru FCFF (peněžní tok pro akcionáře a vlastníky), FCFE (peněžní tok pro vlastníky), EVA či dividendy.

Nejčastěji využívaným modelem pro FCFF a EVA je **WACC neboli průměrné náklady kapitálu**. „WACC pracuje jednak s úrokem – cenou za použití kapitálu věřitelů  $r_d$ , kde je zohledněn i faktor daní  $(1 - t)$ , a s požadovaným výnosem akcionářů  $r_e$ . Celkový výsledek je také závislý na struktuře kapitálu, tj. na poměru vlastního a cizího kapitálu; se změnou kapitálové struktury se mění i výsledná hodnota WACC“ (Kňápková, 2010).

#### **Postup při výpočtu WACC:**

- 1) Stanovení vah kapitálové struktury (podíl vlastního (E) a cizího kapitálu (D)).
- 2) Určení nákladů na cizí kapitál, kde zdrojem je výkaz rozvaha, ale je nutné zahrnout i mimobilanční položky a zároveň vyloučit neúročená pasiva (závazky z obchodních vztahů). „K syntéze pohledu na náklady spojené s užitím cizích zdrojů je možno využít vážený aritmetický průměr. Nejjednodušší je pohled na náklady cizích zdrojů přes cenu obvyklou, například průměrná úroková sazba pro střednědobé úvěry“ (Kislingerová, 2001).

3) Určení požadované míry výnosu vlastního kapitálu, který je nutné upravit o položku rezerv. Náklady zde vyjadřují výnos, který očekávají investoři. Pro výpočet této míry se využívá nejčastěji model CAPM, dále Gordonův růstový model či stavebnicové modely. *Pozn.* Tyto modely rovnou určují diskontní míru v případě výnosu ve formě dividendy a FCFE.

4) Zjištění průměrných nákladů na kapitál dle obecného vzorce:

$$\text{WACC} = r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C,$$

kde D = cizí kapitál,

C = celkový kapitál

E = vlastní kapitál.

#### **2.4.4 Tempo růstu**

Tempo růstu stejně jako diskontní míra ovlivňuje výslednou hodnotu ocenění při využití výnosových metod. Jeho hodnotu získáme ze závěrů strategické analýzy. „Jedná se o odvození parametru tempa růstu  $g$  od historických dat, od vnitřních parametrů fungování podniku nebo od kvalifikovaného názoru analytiků na vývoj podniku, odvětví a ekonomiky jako celku“ (Kislingerová, 2001).

### **2.5 Postup při oceňování podniku**

Při oceňování podniku musí být postupováno především v souladu s účelem ocenění a cílem práce (kategorií hodnoty). „Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale rovněž o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroprostředí a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří“ (Kislingerová, 2001).

**Doporučený postup lze sestavit do následujících kroků:**

- 1) Zadání práce a plán vypracování
- 2) Sběr vstupních dat (vnějších i vnitřních)
- 3) Analýza dat
  - Strategická analýza (3 – 5 let, provést vždy)
  - Finanční analýza (3 – 5 let, provést vždy)



- Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná (provést vždy, pokud je to možné)
- Generátory hodnoty a orientační ocenění na základě generátorů
- Finanční plán

#### 4) Analýza ocenění

- Volba metody pro ocenění
- Aplikace vybrané metody (doporučeno více metod)
- Souhrnné ocenění (stanovení výsledné hodnoty podniku)

#### 5) Závěrečné práce

- Příprava závěrečného výroku
- Výrok o tržní hodnotě podniku k datu ocenění
- Přílohy (metodologie oceňování, návrhy předpokladů a omezujících podmínek)

### **2.5.1 Sběr vstupních dat**

Komplexní ocenění podniku je závislé na kvalitních vstupních údajích. Oceňovatel musí sběru dat věnovat velikou pozornost a snahu za účelem získání co největšího povědomí o všech stránkách podniku.

Mezi důležitá data patří základní data o podniku, ekonomická data (účetní výkazy, plány, ...), informace o relevantním trhu a jeho konkurenční struktuře, marketingová data, ale i informace o výrobě, zaměstnancích, odběratelích a dodavatelích.

Mezinárodní účetní standardy IVS v rámci stanovení tržní hodnoty podniku kladou největší důraz na poznání relevantního trhu, což považují za základnu pro stanovení této kategorie hodnoty.

### **2.5.2 Strategická analýza podniku**

„Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje“ (Mařík, 2003). Jedná se o analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Oběma analýzám je nutné věnovat určitý prostor, aby bylo možné objektivně nahlížet na fungování podniku.

Mezi indikátory definující makroprostředí a výkonností podniku existuje souvislost. Jedná se především o vliv HDP, fiskální a monetární politiku, inflaci apod. Z hlediska mikroprostředí se zkoumá odvětví, ve kterém se podnik pohybuje, a to především citlivost odvětví na změny hospodářského cyklu, míra regulace, struktura a prognóza vývoje odvětví.

Při strategické analýze se využívá celá řada metod, od bodových metod po Porterův model či SWOT analýzu.

#### *2.5.2.1 Relevantní trh, jeho analýza a prognóza*

Relevantní trh je prostředím, kde jsou akcie, podnik či aktiva předmětem směny. „Způsob vymezení relevantního trhu může a často bude mít vliv na konečnou výši tržní hodnoty, protože různé segmenty trhu mohou vykazovat různé úrovně hodnoty. Z ekonomického hlediska se jedná o trh se stranou nabídky, stranou poptávky a obchodovaným aktivem“ (Krabec, 2009).

„Volba relevantního trhu by měla být taková, aby umožnila získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu“ (Mařík, 2003). Mezi důležitá data patří především tempo rozvoje trhu. Dále by měla být provedena analýza atraktivity trhu, která umožní definovat šance a rizika podniku, a s tím spojenou rizikovou přírážku pro diskontní míru.

#### *2.5.2.2 Analýza konkurenční síly podniku*

Zde jsou analyzovány především výhody či nevýhody podniku oproti konkurenci. Důležitá je fáze životního cyklu podniku, management, marketing, inovace, výzkum a vývoj a investice.

Na základě analýzy relevantního trhu a konkurenční síly podniku se zhodnotí perspektivnost podniku do budoucna.

### **2.5.3 Finanční analýza podniku**

#### *2.5.3.1 Podklady pro finanční analýzu a její účel*

Finanční analýza je využívána ke komplexnímu zhodnocení finančního zdraví podniku a jejím účelem je podat informace o stavu podniku k okamžiku ocenění.

Informace pro finanční analýzu jsou zjišťovány především z výkazů vznikajících při účetní závěrce, tj. rozvaha, výkaz zisků a ztrát, příloha a také výkaz peněžních toků (cash flow). Problémem těchto výkazů bývá jejich omezená vypovídající schopnost.

„Za nedostatek „účetních“ ukazatelů jsou považovány zejména tyto skutečnosti:

- možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku i pomocí legálních účetních postupů,
- účetní ukazatele nezohledňují časovou hodnotu peněz a především riziko“ (Maříková, 2001).

Nestačí tedy pouze numericky vypočítat ukazatele, je nutné dívat se na výsledky komplexně, případně je srovnat s podobnými podniky. Kvalitu těchto výkazů si lze ověřit na základě písemného výroku auditora, který má za úkol výkazy prověřit a zhodnotit jejich věrné a poctivé zobrazení.

#### 2.5.3.2 *Metody finanční analýzy*

Metody finanční analýzy lze rozdělit na analýzu:

- stavových (absolutních) ukazatelů – vertikální a horizontální analýza,
- tokových ukazatelů – cash flow,
- rozdílových ukazatelů,
- poměrových ukazatelů,
- soustav ukazatelů – pyramidové rozklady, Du Pontův rozklad,
- syntézy poměrových ukazatelů – bonitní a bankrotní modely.

„*Absolutní ukazatele* se využívají zejména k analýze vývojových trendů (srovnání vývoje v časových řadách – horizontální analýza) a k procentnímu rozboru komponent (jednotlivé položky výkazů se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent – vertikální analýza)“ (Knápková, 2010).

„*Rozdílové ukazatele* slouží pro stanovení optimální výše jednotlivých položek aktiv, pro stanovení jejich optimální struktury a celkové potřeby a pro výběr vhodného způsobu financování oběžných aktiv“ (Rosochatecká, 2006). „K nejvýznamnějším rozdílovým ukazatelům patří čistý pracovní kapitál neboli provozní kapitál, který je definován jako rozdíl mezi oběžným majetkem a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku“ (Knápková, 2010).

Nejrozšířenější jsou *ukazatele poměrové*, jelikož nám jsou schopny podat rychlé informace o finanční situaci podniku. U mnoha ukazatelů lze nalézt doporučené hodnoty, které není ale možné chápat jako zavazující a definitivní. Ukazatele je nutné vždy hodnotit specificky pro daný podnik a odvětví.

Poměrové ukazatele se dělí na ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu. V dnešní době je kladen stále větší důraz na nová finanční měřítká výkonnosti. Jedná se například o *balanced scorecard*.

„*Ukazatele rentability* poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní kapitál) nebo k tržbám“ (Kislingerová, 2001). Mezi nejvyužívanější ukazatele patří rentabilita vlastního kapitálu, vloženého kapitálu, celkových aktiv a tržeb.

„*Ukazatele aktivity* informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Zde lze pracovat s ukazateli dvojího typu, a sice s ukazateli počtu obrátů nebo dobou obrátu. Jinak řečeno, jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech“ (Kislingerová, 2001). „S pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, zda je velikost jednotlivých druhů aktiv v rozvaze v poměru k současným nebo budoucím hospodářským aktivitám podniku přiměřená, tj. zda ukazatele aktivity měří schopnost podniku využívat vložené prostředky“ (Knápková, 2010). Patří sem například výpočty obrátu aktiv, dlouhodobého majetku, doba obrátu zásob, pohledávek či závazků.

„*Ukazatele zadluženosti* slouží jako indikátory výše rizika, jež podnik nese při daném podniku a struktuře vlastního kapitálu a cizích zdrojů“ (Knápková, 2010). Každý podnik má jiný optimální poměr mezi výší vlastních a cizích zdrojů, který je závislý na předmětu podnikání, na nákladech těchto zdrojů a na ochotě a schopnosti pracovat s rizikem. Nejčastěji využívaným ukazatelem je celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí či doba splácení majetku.

*Ukazatele likvidity* se zabývají platební schopností podniku. „Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Ukazatele likvidity v podstatě poměřují to, čím je možno platit (čítatel), s tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel)“ (Knápková, 2010). Existují tři základní ukazatele (stupně) likvidity – běžná, pohotová a okamžitá.

*Ukazatele kapitálového trhu* se využívají v případě, že je podnik obchodován na kapitálovém trhu. „Součástí finanční analýzy v podmínkách tržní ekonomiky je analýza poměrových ukazatelů opírajících se o informace kapitálového trhu. O tuto

část se zajímají všichni potencionální investoři do podniku, zejména akcionáři“ (Kislingerová, 2001). Obrací se na ukazatele typu EPS (zisk na akcii), P/E Ratio (price-earnings ratio), dividendový výnos apod.

Z definic jednotlivých ukazatelů jsou zřejmé určité vazby mezi nimi. „Izolované hodnocení jednotlivých ukazatelů může vést k scestným závěrům“ (Mařík, 2003). Pyramidové rozklady zkoumají vliv dílčích ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele. „V pyramidové soustavě je vždy jeden ukazatel zvolen jako nejdůležitější a analýza pak slouží k tomu, aby jednak identifikovala a jednat kvantifikovala činitele mající vliv na zvolený vrchol“ (Kislingerová, 2001). V současné době je využívána Du Pontova analýza či pyramidový rozklad INFA.

Využitím vybraných poměrových ukazatelů a jejich následnou syntézou lze shrnout finanční situaci podniku jednou hodnotou a dle ní hodnotit zdraví podniku a jeho budoucí existenci. „Informace z výkazů účetních závěrek používají i tzv. modely, většinou založené na matematicko-statistických analýzách, které slouží pro rychlé zhodnocení ekonomické situace firmy. K tomuto účelu se formulují funkce obsahující optimální kombinace většinou poměrových ukazatelů, včetně jejich vah pro celkové vyhodnocení výkonnosti firmy. Výsledek jsou tzv. *bonitní a bankrotní indexy neboli modely*“ (Bařinová, 2005). Existuje mnoho modelů, za nejvyužívanější lze považovat Altmanův bankrotní model. Tato část finanční analýzy je v případě stanovení hodnoty podniku velice podstatná. „Pokud vyhlídky na další existenci nejsou valné, mělo by se ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty“ (Mařík, 2003).

#### **2.5.4 Aktiva provozně potřebná (operativní) a provozně nepotřebná (neoperativní)**

Každý podnik má jedno či více podnikatelských zaměření, jeho činnost může však tyto aktivity přesahovat. Aktiva, která jsou využívána pro základní podnikatelský účel (předmět podnikání) jsou označována jako aktiva provozně nutná neboli operativní. Ostatní aktiva by měla být považována za aktiva provozně nepotřebná, neoperativní. V případě, že se podnik věnuje více základním podnikatelským činnostem, je vhodné každou oblast posuzovat a oceňovat samostatně. Rozdělení či nerozdělení aktiv výrazně ovlivňuje samotné ocenění podniku, je významnou součástí výnosových metod.

#### *2.5.4.1 Důvody rozdělení na aktiva provozně potřebná a nepotřebná*

„Jedním z hlavních důvodů pro vydělování neprovozních činností je obvykle různá výše podnikatelského rizika a v důsledku toho i potřeba použít rozdílné diskontní míry pro výnosy z provozní a neprovozní činnosti. Z toho pak vyplývá potřeba vydělit z aktiv neoperativní položky a z hospodářského výsledku neoperativní náklady a výnosy (tj. náklady a výnosy, které nesouvisí s aktivy potřebnými pro hlavní provozní činnost podniku)“ (Maříková, 2001).

Při členění aktiv musí být brána v potaz souvislost mezi majetkem a s ním spojenými náklady či výnosy, případně závazky. Jinými slovy pokud z rozvahy vyčleníme majetek jako provozně nepotřebný, pro výpočty v rámci ocenění je nutné upravit výsledek hospodaření o náklady či výnosy spojené s danou položkou rozvahy.

#### *2.5.4.2 Vyloučení neoperativních aktiv*

Provozně nepotřebná aktiva většinou vznikají z přebytku finančních prostředků či se jedná o nevyužívaný majetek. Aktiva tohoto druhu by měla být oceňována samostatně, nejlépe dle jednotlivých položek, kterým se uzpůsobí způsob ocenění. Zjištěné hodnoty se následně přičtou k hodnotě provozní části podniku.

##### *Krátkodobý finanční majetek*

V tomto případě se jedná o krátkodobý finanční majetek zařazovaný v českém účetnictví do 2. skupiny. Do neoperativních aktiv zde spadají cenné papíry nakoupené za účelem uložení volných peněžních prostředků. Zde je nutné zdůraznit, že každý podnik by měl udržovat peněžní prostředky v provozně nutné výši, jejíž výši lze stanovit poměrovým ukazatelem okamžité likvidity s doporučenou hladinou 20%. Případné přebytky by se měly převést do provozně nepotřebných aktiv.

##### *Dlouhodobý finanční majetek*

Do uvedené skupiny jsou zahrnovány finanční investice objevující se ve skupině 0 v rámci českého účetnictví. „Kritériem pro rozhodnutí by zde měl být účel těchto investic a charakter spojení mezi podniky, které se pomocí finančních investic vytvořilo. Pokud mají finanční investice portfoliový charakter (tj. pouze uložení peněz) a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku, pak by měly být z provozně nutných aktiv vyčleněny. Pokud nejsou k dispozici dostupné informace o charakteru investic, pak je také doporučujeme nezahrnovat“ (Mařík, 2003).

### *Ostatní případy provozně nepotřebných aktiv*

Mezi další případy nepotřebně nutných aktiv mohou patřit:

- vlastní akcie – vždy by měly být vyřazeny z operativních aktiv;
- nemovitosti nesloužící pro podnikatelskou činnost (pronajímané pozemky, budovy);
- nedokončené investice – doporučeno vyloučení z operativních aktiv;
- pohledávky, které vznikly mimo hlavní činnost;
- aktiva, která způsobují nadhodnocení aktiv (nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky).

#### *2.5.4.3 Operativní aktiva nevykázaná v účetnictví*

Stejně jako se v účetnictví objevuje mnoho aktiv, která je nutné vyloučit, je žádoucí naopak zařadit určitá mimobilanční aktiva. Do této skupiny lze zařadit:

- finanční leasing – ovlivněn způsobem vykazování leasingu, je žádoucí zahrnout do operativních aktiv;
- operativní leasing – „žádoucí aktivovat, a to na bázi hodnoty závazků plynoucích z využívání těchto objektů“ (Maříková, 2001),
- ekvivalenty vlastního kapitálu – úprava na straně pasiv; otázka oceňovacích rozdílů u pohledávek, zásob, dlouhodobého majetku a opravné položky k nabytému majetku; úprava o položky nevykázané v aktivech (různá nehmotná aktiva).

#### **2.5.5 Generátory hodnoty**

„Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku“ (Mařík, 2003). Jedná se o hodnotu předběžnou, ale poskytne oceňovateli první obraz o postavení podniku. Využívá se zde různých variant prognóz (pesimistická, střední, optimistická), které lze navíc rozšířit o analýzu citlivosti.

Generátory hodnoty jsou úzce propojeny s finančním plánem, jelikož jejich správné stanovení by mělo tvořit základní kostru plánu. Klíčovými generátory jsou *tržby a provozní zisková marže*, jelikož zásadním způsobem ovlivňují příjmy podniku a

tedy jeho hodnotu. Hodnota generátorů stojí především na konkurenční struktuře a její intenzitě. Zde by se oceňovatel mohl opřít například o *Porterův model* pěti konkurenčních sil.

Dalším generátorem je *pracovní kapitál*, jehož podstata se ovšem liší od obvyklého tvaru využívaného ve finanční analýze. „Vlastní postup je založen na tom, aby oceňovatel dokázal zjistit náročnost růstu výkonů podniku na pracovní kapitál“ (Mařík, 2003). Nejsložitějším generátorem je *náročnost investic do dlouhodobého majetku*, které jsou provozně nezbytné. Pojem investic je zde chápán v širším pojetí, tj. včetně investic do výzkumu a vývoje a do lidského kapitálu. Dále se mezi generátory zahrnuje *diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku* (ve většině ocenění se předpokládá neomezená doba trvání podniku neboli termín „going concern“). „Rozhodující pro dlouhodobou životnost podniku je, zda si dokáže vydělat na investice, které jsou nutné pro jeho přežití. Takže jádrem rozboru generátorů hodnoty je analýza a prognóza tržeb a k tomu potřebných investic“ (Mařík, 2003).

Pro komplexní posouzení výkonnosti podniku s využitím hlavních generátorů hodnoty je stále více využívána metoda *Balanced scorecard*, která se skládá z pohledu zákazníka, z perspektivy růstu a perspektivy vnitropodnikové a finanční.

## 2.5.6 Finanční plán

„Pokud se oceňovatel rozhodne použít pro ocenění podniku některou z výnosových metod, měl by pro oceňovaný podnik sestavit kompletní finanční plán“ (Mařík, 2003). V tomto případě je možné vycházet z generátorů hodnoty a z podnikatelského plánu, který by finanční plán měl obsahovat, ale je nutné překontrolování samotným oceňovatelem. „Reálnost uvedených hodnot se pozná především podle toho, jakým způsobem jsou dodržovány zásady finančního plánování: systematičnosti, úplnosti, přehlednosti, periodičnosti, pružnosti a klouzavosti“ (Marek, 2006).

Existují tři základní metody pro výpočet hodnot do finančního plánu: metoda intuitivní, statistická a kauzální. Výběr techniky plánování záleží na oceňovateli.

Finanční plán se doporučuje stanovit pro nadcházejících 5 let a obsahuje rozvahu, výkaz zisků a ztrát a výkaz peněžních toků (cash flow). „Jednotlivé výkazy obvykle postačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se používá například



v účetním výkaznictví nebo při krátkodobějším plánování v podniku“ (Mařík, 2003).  
Ve velmi zjednodušené podobě je sestavován hlavně výkaz cash flow.

## 2.6 Metody oceňování podniku

V současné době existuje mnoho metod ocenění podniku, při výběru je nutné přihlížet k oceňovanému podniku a účelu ocenění.

Metody oceňování podniku lze rozčlenit na:

1) metody výnosové:

- metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF entity, DCF equity, DCF APV),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metody založené na ekonomické přidané hodnotě (EVA entity, EVA equity, EVA APV),
- kombinované výnosové metody (Schalenbachova metoda - metoda střední hodnoty, metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů),

2) metody založené na analýze trhu:

- metoda přímého ocenění na základě dat kapitálového trhu,
- metoda tržního porovnání (metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí),

3) metody založené na analýze majetku:

- metoda účetní hodnoty,
- metoda substanční (na principu reprodukčních cen; na principu úspory nákladů),
- metoda likvidační hodnoty,

4) souhrnné ocenění podniku.

### 2.6.1 Výnosové metody

„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým

patří i podnik, jsou tímto užitek očekávané výnosy“ (Mařík, 2003). Otázkou stanovení těchto očekávaných výnosů se zabývají jednotlivé výnosové metody ocenění, kdy kritériem pro výběr určité metody je především kategorie hledané hodnoty. Je nutné dále vzít v úvahu způsob kalkulace cen (stálé ceny, běžné ceny) a způsob kalkulace daní, kde se obecně spíše nedoporučuje nekalkulovat s žádnými daněmi z příjmů.

Vzhledem k faktu, že zmiňované metody vycházejí ze současné hodnoty, jsou do vysoké míry ovlivňovány diskontní mírou. Je tedy obzvlášť žádoucí věnovat jejímu stanovení specifickou pozornost. Tato diskontní míra musí především odrážet riziko ovlivňující očekávané výnosy.

#### *2.6.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow (DCF)*

„Tato metoda vychází z toho, že investor měří budoucí užítky z drženého statku (podniku) peněžními toky, tj. veličinou, která skutečně nejreálněji odráží finanční užítky pro investora“ (Mařík, 2011). Podle způsobu stanovení těchto peněžních toků se dělí na tři základní techniky, tj. na metodu entity (podnik jako celek), metodu equity (metoda vlastního kapitálu) a metodu APV neboli metodu upravené současné hodnoty.

##### *Metoda DCF entity (DCF – WACC)*

V běžné praxi je nejpoužívanější metodou DCF entity, někdy nazývaná též DCF – WACC. Peněžní toky jsou zde stanovovány na úrovni pro vlastníky i věřitele, značené jako FCFF – *free cash flow to firm*. „Zcela nezastupitelnou roli má metoda DCF entity v situacích, kdy má být oceněna pouze část podniku, na kterou není alokován žádný konkrétní úročený cizí kapitál“ (Mařík, 2011). Nevýhodou naopak je, že tato metoda pracuje při výpočtu diskontní míry se strukturou kapitálu, jejíž případné špatné stanovení vede k výrazným rozdílům samotného ocenění. Zdroji pro výpočty jsou rozvaha, výkaz zisků a ztrát a finanční plán

V případě ocenění je vhodné použít následující postup:

1) Stanovení volných peněžních toků FCFF nepřímou metodou:

- rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná (zdroj rozvaha),
- úprava nákladů a výnosů na základě rozčlenění aktiv,
- stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění; „jedná se o výsledek hospodaření generovaný hlavním provozem podniku, očištěný o jednorázové položky“ (Mařík, 2011),

- úprava o odpisy a ostatní náklady, které nejsou výdaji v běžném období,
- úprava (odečtení) investic (brutto) do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. „FCFF je tak zároveň peněžní tok generovaný provozně nutným investovaným kapitálem“ (Mařík, 2011).

2, Výpočet diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu WACC (viz. Kapitola 2.4.3).

3, Stanovení hodnoty podniku brutto:

- výběr standardní metody dvoufázové (fáze růstu a stability) či třífázové (fáze rychlého růstu, přechodná a období stability),
- výpočet peněžních toků pro jednotlivé roky první (případně druhé) fáze a stanovení pokračující neboli reziduální hodnoty (Gordonův vzorec, parametrický vzorec),
- výpočet celkové hodnoty podniku (brutto) diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavní provozní činnosti podniku. „Základním znakem metody DCF entity je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž právě na úrovni investovaného kapitálu“ (Mařík, 2003).

4, Stanovení hodnoty podniku netto (přeceněná hodnota vlastního kapitálu):

- snížení hodnoty podniku brutto o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. „Nové dluhy neuvažujeme. Metoda DCF totiž implicitně počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů“ (Mařík, 2003).

5, Stanovení hodnoty podniku k datu ocenění:

- k netto hodnotě přičteme tržní hodnotu provozně nepotřebného majetku, který byl pro předchozí výpočty vyčleněn.

Během výpočtů je důležité dbát především na správné stanovení diskontní míry a pokračující hodnoty. „Pokračující hodnotou tedy rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze“ (Mařík, 2003). Odhad této hodnoty se opírá o řadu předpokladů, například o ziskovou marži, tempo růstu, rentabilitu

kapitálu a o stabilitu růstu a výnosnost podniku. Délka první fáze se doporučuje kolem 3 až 6 let, ale měla by být jednoduše tak dlouhá, dokud podnik nedosáhne určité stability.

#### *Metoda DCF equity*

Metoda DCF equity využívá peněžních toků na úrovni vlastníků, značené FCFE – *free cash flow to equity*. „Volné peněžní toky zde v podstatě představují teoretické dividendy“ (Mařík, 2011). Vzhledem k FCFE je zde počítána diskontní míra pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. „Diskontní míra pro FCFE musí odrážet požadovanou míru výnosu vlastníků a odráží rizikovost peněžního toku v čitateli“ (Kislingerová, 2001). Tato metoda se nejčastěji využívá pro výnosové ocenění bank či jiných finančních institucí.

*Metoda DCF APV (metoda adjusted present value = „upravená současná hodnota“)*

Metoda DCF APV je celosvětově nejméně využívaná. Od výše uvedených metod se liší tím, že hodnota brutto je složena z výnosové hodnoty nezadlužené firmy (peněžní toky na úrovni FCFF) a hodnoty daňového štítu (úspory na daních) v případě využití úročeného cizího kapitálu. Po odečtení cizího kapitálu poté dostaneme hodnotu netto.

Dalším specifikem je počítání diskontní míry. Využíváme zde diskontní míru na úrovni nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení a dále diskontní míru na úrovni nákladů cizího kapitálu.

Mezi hlavní výhody metody APV patří absence práce s kapitálovou strukturou. „Tato metoda je považována za metodu referenční, se kterou jsou porovnávány ostatní varianty metody DCF“ (Mařík, 2011).

#### *2.6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů*

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů vychází ze stejných peněžních toků jako v případě metody DCF equity, tzn. jsou na úrovni výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu. Výsledkem metody je přímé zjištění hodnoty vlastního kapitálu. „Metoda kapitalizace zisku je založena na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku“ (Kislingerová, 2001).

Daná metoda je využívána především v německy mluvících zemích, kde byly zpracovány hlavní zásady. Za nejdůležitější je považován účel ocenění a kategorie hodnoty. Stejně jako u jiných výnosových metod je nutné rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná. U provozního majetku byly definovány další zásady pro jeho oceňování, například předpoklad setrvání managementu, využívání pouze nepravých synergií a především práce se zisky k rozdělení mezi vlastníky. „Stanovení jejich výše nebude obvykle probíhat přes stanovení konkrétní dividendové politiky, ale mělo by být dáno především zákonnými omezeními pro výplatu podílů na zisku potřebou investic a s tím souvisejícího financování“ (Mařík, 2011). Neprovozní majetek je oceňován zvláště na základě jeho povahy.

Postup při samotném ocenění uvedenou metodou je velice obdobný jako v případě metod DCF, opět se v případě výpočtu peněžních toků vychází z korigovaného výsledku hospodaření. Dalším krokem je prognóza budoucích výsledků hospodaření, kdy zdrojem je finanční plán. Pro stanovení nákladů na kapitál se využívá kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu. „Východiskem bude v zemi obvyklá úroková míra pro relativně bezrizikovou investici na kapitálovém trhu zvýšená o přiměřenou rizikovou přírážku“ (Mařík, 2003).

Samotný propočet výnosové hodnoty lze provést analytickou či paušální metodou. Za základ je považována metoda analytická. „Jedná se o takový postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování“ (Mařík, 2003).

Paušální metoda se vyznačuje odlišným způsobem výpočtu než běžné výnosové metody a je vhodná v případech, kdy je prognóza výsledků hospodaření obtížná. V tomto případě počítáme se stálými cenami, a proto je navíc nutné kalkulovanou úrokovou míru očistit o inflaci. Výsledek paušální metody je vhodné použít jako dolní hranici výnosové hodnoty.

#### *2.6.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)*

Metoda EVA patří mezi často využívané modely a to z důvodu, že kromě ocenění podniku ji lze zároveň využít pro hodnocení výkonnosti podniku v rámci finanční analýzy a také slouží jako nástroj řízení a motivování pracovníků. Metoda je v základu velmi podobná metodě DCF, rozdíl spočívá v tom, že nelze využít jako nástroj řízení a její vypovídací schopnost je omezena pouze na ocenění podniku.

„Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu“ (Maříková, 2001). K výpočtu EVA jde dojít dvěma základními způsoby, tj. pomocí vzorce nákladů na kapitál (operativní zisk snížený o celkové náklady na kapitál) nebo pomocí vzorce hodnotového rozpětí (operativní rentabilita snížená o průměrné náklady kapitálu WACC vynásobená operativními aktivy).

Metoda ekonomické přidané hodnoty je modelem ekonomickým. Pro výpočty je ovšem čerpáno z dat účetních, která je tedy nutné transformovat na data lépe vyjadřující „realitu“ neboli na data ekonomická. V tomto případě se postupuje obdobně jako u jiných ekonomických metod – vylučují se aktiva neoperativní a s nimi související náklady a výnosy, a zároveň se do dat zahrnují určitá v rozvaze nezahrnutá aktiva. „Hlavní odlišnost spočívá v tom, že koncept EVA navíc obsahuje silnější požadavek převodu účetních dat na „ekonomická data“ (Mařík, 2003).

Při samotném výpočtu se jedná o stanovení operativních aktiv – NOA. Dále se určuje velikost operačního výsledku hospodaření – NOPAT. V případě NOPAT je možno vycházet z výsledku hospodaření za běžnou činnost nebo provozního výsledku hospodaření. Další kroky se přizpůsobí výběru, je ovšem nutné myslet na symetrii mezi NOA a NOPAT.

Posledním krokem je stanovení nákladů na kapitál. Při výpočtu nákladů se vychází z typu metody EVA. Zde je důležité zmínit, že i v případě modelu EVA existují tři základní modely: *model EVA entity*, *model EVA equity* a *model EVA APV*. „Všechny varianty poskytují shodné ocenění podniku za podmínky, že je u metody entity a equity vzájemně sladěna kapitálová struktura. Varianta EVA APV nepracuje s kapitálovou strukturou, což je její výhodou“ (Mařík, 2011).

Za základní a nejpoužívanější model je považován model *EVA entity*. NOPAT je na úrovni výnosů akcionářů i věřitelů (úroky z cizího kapitálu). Náklady na kapitál se zde počítají na úrovni WACC.

*EVA equity* stanovuje NOPAT na úrovni vlastníků (nutné snížení o placené úroky) a tedy i náklady na kapitál jsou na úrovni vlastního kapitálu. NOA se snižují o hodnotu cizího kapitálu, tj. NOA je také na úrovni vlastního kapitálu.

Při metodě *EVA APV* se postupuje ve dvou krocích – stanovení hodnoty podniku při nulovém zadlužení a zároveň současné hodnoty daňových úspor z nákladů cizího kapitálu (stejný postup viz DCF APV).

Jak lze vidět, všechny uvedené metody jsou provázané zároveň s metodami DCF. „Ocenění metodou DCF a metodou založenou na hospodářském výsledku vede ke stejným výsledkům. Způsob, kterým se oba výsledky vyrovnají, spočívá v použití kalkulované úrokové míry“ (Maříková, 2001).

V případě výpočtu hodnoty EVA pro účely ocenění je nutné ve výpočtu pokračovat. Metoda je v některé literatuře uváděna jako *EVA-MVA*. Tržní hodnota operačních aktiv se stanoví součtem NOA a tržní přidané hodnoty MVA. MVA je současná hodnota budoucích EVA, jedná se o jakýsi provozní goodwill. „Eva měří úspěch společnosti během minulého roku, MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti“ (Mařík, 2003). MVA lze vypočítat ex post „jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv“ (Mařík, 2003) nebo ex ante diskontováním budoucích EVA. „Odhad budoucích EVA je účelné postavit na prognóze klíčových proměnných – tzv. generátory hodnoty. Podíl pokračující hodnoty je zde menší u metody DCF“ (Mařík, 2003). Diskontní míra je zde opět na úrovni nákladů na kapitál. V určité literatuře je však navrhována diskontní míra vztažená k polovině roku. Vzorce pro samotné výpočty metod EVA se liší dle přístupu entity, equity a APV.

Závěrečným krokem pro stanovení hodnoty podniku netto je snížení tržní hodnoty operačních aktiv o tržní hodnotu úročených závazků. Následným připočtením tržní hodnoty neoperativních aktiv získáme výslednou hodnotu podniku.

Je ještě dobré zdůraznit, že velikost NOA v konečném výsledku neovlivňuje výsledné ocenění podniku. V praxi mu tedy není nutné věnovat přílišnou pozornost. Pokud je ale výpočet EVA prováděn i za účelem jejího využívání jako nástroje řízení, dané tvrzení neplatí.

#### *2.6.1.4 Kombinované výnosové metody*

Kombinované výnosové metody, někdy též nazývané korigované výnosové metody, se snaží propojit ocenění majetkové a kombinované. „Tyto metody, které pracují s výsledky dříve uvedených metod, jsou zpravidla užívány k syntéze výsledků ocenění“ (Kislingerová, 2001).

##### *Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)*

Tato metoda je stavěna na myšlence, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony, tak i budoucím výnosem. Při výpočtu se sečte výnosová

hodnota podniku (obvykle vychází z metody kapitalizovaných čistých výnosů) a substanční hodnota (netto), která se poté vydělí dvěma.

Metoda nemá teoretické zdůvodnění, v praxi ovšem bývá často využívána. Při její aplikaci je nutné myslet na fakt, že existuje omezení, pro jaké firmy lze využít. „Metodu lze bez problémů využít tam, kde platí podmínky aplikace, tj. vzájemná podmíněnost majetkové a výnosové hodnoty (strojírenství, zpracovatelský průmysl, nikoliv pro leasing, poradenství apod.)“ (Kislingerová, 2001). „Navíc by mělo platit, že tuto metodu lze použít jen v případě, že se obě hodnoty od sebe příliš neliší (rozdíl činí orientačně 5 až 10 %)“ (Mařík, 2003).

#### *Metoda vážené střední hodnoty*

„Metoda kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Váhy lze určit také například podle rozdílu mezi hodnotou substance a výnosu“ (Mařík, 2003). Dále se pro stanovení vah využívá Naegeliho metodika či Retailova metoda.

#### *Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů*

Tato metoda není v praxi příliš využívána, na rozdíl od metod střední hodnoty má určité teoretické odůvodnění. Základní úhel pohledu této metody je velmi podobný metodě ocenění podniku založené na EVA.

Celková hodnota firmy je zde složena z metody substance a z hodnoty podniku – tj. rozdílem mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. „Pod pojmem mimořádný čistý výnos chápeme rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu“ (Bařinová, 2005). Zde je poté využívána kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu. „Pokud podnik dosáhne vyššího zisku, než jsou náklady kapitálu, vzniká mimořádný zisk a ten je právě zdrojem goodwillu“ (Mařík, 2003).

### **2.6.2 Metody založené na analýze trhu**

Metody založené na analýze trhu jsou často oblíbené z důvodu, že obcházejí množství nevýhod výnosových metod, a to díky využívání tržních dat. V našem prostředí je však jejich využití velmi omezené. „Využití předností metod tržního porovnání je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky



a dostatek spolehlivých dat. V našich podmínkách ovšem stále chybí dostatečná datová základna“ (Mařík, 2003).

#### *2.6.2.1 Metoda založená na přímém ocenění z dat kapitálového trhu*

Metodu lze využít u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na trhu, jedná se tedy o akciové společnosti. „To znamená, že je k dispozici tržní cena akcií. Zdánlivě stačí vynásobit aktuální cenu počtem akcií. Získáme tzv. tržní kapitalizaci, která bývá často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti se však obě veličiny zpravidla liší“ (Mařík, 2003). „Nesmíme zapomínat na fakt, že na burze se obchodují akcie a trh akcie a trh podniku jsou zcela jiné relevantní trhy z pohledu směřovaného aktiva, místa, času, trvání i strany nabídky a poptávky. Je to ostatně také důvodem, proč tržní kapitalizace akcií nevyjadřuje tržní hodnotu podniku“ (Krabec, 2009).

Odlišnosti vznikají z několika důvodů. Jedná se o cenu akcie, kdy se nejčastěji vychází z průměrné ceny za poslední období. Dále bylo zjištěno, že pokud je kupován větší objem akcií, cena se obvykle zvyšuje o 20 – 50%. Odlišnost je kladena za vinu i nákladům zastoupení (důsledek oddělení vlastnictví a řízení podniku).

#### *2.6.2.2 Metoda tržního porovnání*

„Možnost opřít ocenění podniku o srovnatelné údaje je velice lákavá, o to však méně reálná. Vše závisí na četnosti prodeje obdobných subjektů, a ta je v podmínkách ČR nepochybně velmi malá, především v případě velkých podniků“ (Mlčoch, 1998). Z toho vyplývá, že využití této metody v České republice je velice problematické. Důvodem je malý trh a hlavně fakt, že podnik je do určité míry zcela jedinečné aktivum a navíc je problematické získat úplný přehled o provedených transakcích. Zdrojem informací je veřejný akciový trh, akviziční trh a další dřívější transakce.

„Metoda tržního porovnání je uplatňována ve třech rovinách:

- a) *Metoda srovnatelných podniků* – jde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá cena jejich obchodovatelných akcií.
- b) *Metoda srovnatelných transakcí* – srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu.
- c) *Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu*“ (Mařík, 2003).

„V rámci tržního přístupu musí existovat rozumná a spolehlivá báze pro srovnání. Srovnatelné podniky by měly být ve stejném odvětví jako podnik oceňovaný nebo alespoň v odvětví reagujícím na stejné ekonomické proměnné“ (Krabec, 2009).

Je zřejmé, že nejdůležitějším a zároveň nejobtížnějším bodem v případě metod tržního porovnání bude výběr srovnatelných podniků. Doporučuje se vybrat 5 až 8 podniků, aby bylo možné zjistit, který podnik má ke srovnávanému podniku opravdu nejbližší. Dalším krokem je výběr vhodných násobitelů. Násobitel je poměr tržní ceny (hodnoty) k vybrané vztahové veličině. „Podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie v násobiteli, můžeme použít *varianty Equity value*, tedy hodnotu vlastního kapitálu na akcii, nebo *Enterprise value*, tedy hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto, varianta entity)“ (Mařík, 2003). Jedním z nejvyužívanějších násobitelů je ukazatel P/E. „Problém je však v tom, že analytici často přehlížejí vazbu P/E na finanční charakteristiku podniku“ (Mařík, 2003).

### **2.6.3 Metody založené na analýze majetku**

„Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou často označujeme jako substanci, neboli substanční hodnotu, a to substanční hodnotu v širším slova smyslu“ (Mařík, 2003). Metody jsou založeny na tom základu, že hodnota podniku je tvořena souhrnem individuálně oceněných položek majetku.

Při použití těchto metod je nejprve důležité určit, zda se jedná o podnik „going concern“ neboli je předpokládáno další pokračování podniku. V tomto případě je využívána metoda účetní či reprodukční hodnoty. Pokud není plánováno pokračování podniku, je nutné použít metodu likvidační hodnoty.

#### *2.6.3.1 Likvidační hodnota*

Likvidační hodnota je tvořena příjmy z prodeje majetku snižená o případné náklady spojené se samotnou likvidací. „Jedná se tedy o sumu prodejních cen jednotlivě prodávaných aktiv sniženou o odměnu likvidátora. Podstata metody tedy spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost“ (Kislingerová, 2001). Likvidační hodnota je do určité míry ovlivňována rychlostí a intenzitou likvidace. Čím na ni bude kladen větší tlak,

tím tato hodnota bude nižší. Dále je třeba určit, jak rychle bude možné majetek na trhu prodat (velice problematické u specializovaného majetku).

Použití této metody je nevyhnutelné v případě omezené životnosti podniku a především u podniků ztrátových. U výnosných podniků je využívána pro stanovení dolní hranice ocenění. Dále může sloužit jako podklad při rozhodování mezi likvidací a sanací či jako měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku. Využití likvidační hodnoty je též doporučováno pro ocenění jednotlivých položek provozně nepotřebného majetku.

#### *2.6.3.2 Účetní hodnota*

„Konkrétní podobou tohoto ocenění podniku je ocenění podle zásad platných v účetnictví. Na jejich základě je sestavena rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Jako hodnota netto zde slouží vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál“ (Mařík, 2003).

Vzhledem k faktu, že metoda čerpá z účetnictví podniku, vstřebává do sebe všechny nedostatky účetnictví. Mezi hlavní problémy účetnictví patří především využívání historických cen, které jsou často velmi vzdálené ekonomické realitě. Účetnictví je také do značné míry ovlivňováno různými účetními technikami (kreativním účetnictvím), čímž je snižována vypovídací schopnost jednotlivých výkazů. Metoda účetní hodnoty by proto měla mít pouze doplňkovou úlohu. Je zřejmé, že tato metoda nemůže v žádném případě vést ke stanovení tržní hodnoty podniku.

#### *2.6.3.3 Substanční hodnota*

„Podstata substanční hodnoty spočívá v tom, že svým způsobem reaguje na nedostatky účetní hodnoty. Těžiště metody substanční spočívá ve stálých aktivech. Zároveň jde o reálné vyjádření závazků“ (Kislingerová, 2001)

##### *Substanční hodnota na principu reprodukčních cen*

„Substanční hodnotu brutto získáme, zjistíme-li aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Je to tedy hodnota znovupořízení aktiv podniku. Pokud od této hodnoty odečteme dluhy, zjistíme substanční hodnotu netto, tedy ocenění vlastního kapitálu“ (Mařík, 2003).

Dále je rozlišována substanční metoda úplná a neúplná. Úplná substanční metoda obsahuje ocenění všech hmotných i nehmotných aktiv. V případě nehmotných

aktiv jsou zahrnuta i ta aktiva, která nejsou zachycena v účetnictví – management, dobré jméno podniku aj. „Pokud do výpočtu zahrneme pouze samostatně vymežitelný a manipulovatelný majetek, a to jak hmotný, tak nehmotný, mluvíme o neúplné substanční hodnotě. Tento případ v praxi převažuje“ (Mařík, 2003).

Metoda je využívána pro provozně nutný majetek. Majetek provozně nenutný je oceňován jiným způsobem, především likvidační hodnotou.

Tato metoda je opět vhodná jako doplněk k výnosovému ocenění, případně se využívá v rámci kombinovaných výnosových metod (viz. metoda střední hodnoty aj.). Mezi specifické případy jejího využití patří například oceňování podílů na kapitálových společnostech, oceňování soukromých praxí, odhad goodwillu. Úplná substanční hodnota také slouží jako horní mez ocenění podniku.

#### *Substanční hodnota na principu úspory nákladů*

Tato metoda je vodítkem pro firmy, které se rozhodují mezi koupí podniku a vybudováním nového podniku. „Pokud můžeme vycházet z předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota podniku uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. Substanční hodnota uspořené nákladů je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty“ (Mařík, 2003).

#### *2.6.3.4 Ocenění nehmotného majetku*

Do nehmotného majetku dle účtové osnovy spadají zřizovací výdaje, výsledky výzkumu a vývoje, software, ocenitelná práva, goodwill, jiný a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek. Daný pohled je však nezdědka velmi omezený, protože v podniku mnohdy existuje nehmotný majetek, který nelze zachytit v účetnictví, přestože často právě ten tvoří významnou konkurenční výhodu. Jedná se především o know-how, který je nejčastěji interpretován jako souhrn veškerých postupů, poznatků, zkušeností a dalších činností podniku, které v podniku existují, ať jsou zachyceny písemně či nikoliv.

Při oceňování nehmotného majetku se využívají nejčastěji tři metody – metoda tržní, výnosová a nákladová. „Tržní přístup klade důraz na srovnávací charakteristiky nehmotných statků a je použitelný pouze v případě, je-li k dispozici dostatečné množství údajů o otevřeném trhu srovnatelných nehmotných statků“ (Mařík, 2003). Nejvyužívanější je zde metoda výnosová, která se využívá hlavně při oceňování

průmyslových práv a jiného duševního vlastnictví. Je možno využít více variant metody, kdy jako nejideálnější se jeví metoda licenční analogie, která čerpá z úvahy prodeje nehmotného majetku třetí osobě úplatně prostřednictvím licenčních poplatků. „Její podstatnou výhodou je skutečnost, že se opírá o údaje z trhu s právy k využívání nehmotných statků“ [6].

Pokud je nehmotný majetek oceňován z důvodů především daňových, postupuje se dle zákona č. 151/1997 Sb. Zákon uplatňuje využití výnosové metody, kdy definuje stanovení ročního čistého výnosu užívání a počet let užívání. Není-li možné tuto metodu využít, nehmotný majetek se ocení cenou obvyklou.

Při oceňování nehmotného majetku se nesmí opomínat faktor času a faktor rizika. Faktor času se zachycuje prostřednictvím koeficientu zastarání či zhodnocení. Riziko je možno do ocenění promítnout koeficientem či mírou kapitalizace.

#### *2.6.3.5 Ocenění nemovitostí*

Nemovitosti zahrnují pozemky a stavby. Základní podstatou nemovitostí je nemožnost manipulace ve smyslu přenášení z místa na místo. „Pozemkem se rozumí část přirozeného zemského povrchu oddělená od sousedních částí trvalým rozhraněním. Stavba je výsledkem stavební činnosti, který lze rozlišit podle druhu, účelu a využití. Jde o jednotlivý stavební objekt, nikoliv o soubor objektů“ (Mařík, 2003).

Veškeré nemovitosti účetní jednotky musí být zachyceny v rozvaze na straně aktiv v rámci dlouhodobého majetku. Dále jsou zachyceny v katastru nemovitostí, včetně informací o vlastnických a jiných věcných právech. Nemovitosti jsou v účetnictví zachycovány principem historických cen. Ocenění nemovitostí pro účely účetnictví je možné provést pořizovací cenou, reprodukční pořizovací cenou či vlastními náklady.

Při ocenění nemovitostí oceňovatel vychází z osobně provedeného místního šetření a dále z relevantních podkladů (katastr nemovitostí, geometrické plány, smlouvy). „Objektivní stanovení hodnoty nemovitosti je možné právě jen při zohlednění všech jejích technických, ekonomických a právních vlastností, jakož i relevantních informací o trhu nemovitostí“ (Mařík, 2003). V rámci stanovení hodnoty nemovitostí musí brát oceňovatel v úvahu všechny faktory ovlivňující jejich hodnotu. U pozemků jde zejména o polohu, celkovou výměru, způsoby a míru využití, inženýrské sítě či tvar

pozemku. U staveb je důležitá opět poloha, konstrukce, vybavení, parkovací místa a možnosti využití.

„Účel ocenění má přímý vliv na obsah pojmu hodnoty nemovitosti, kterému musí odpovídat i použitá metodika ocenění“ (Mařík, 2003). Může se jednat o ocenění provozně potřebných nemovitostí v rámci ocenění podniku jako celku, oceňování nemovitostí pro účely převodu jejich vlastnického práva, oceňování dle zákona o oceňování (tzv. administrativní neboli vyhláškovaná cena), případně o ocenění nemovitosti coby zajišťovacího instrumentu úvěru. Základními metodami ocenění nemovitostí je metoda porovnávací, věcná a výnosová.

Vzhledem k tématu práce bude dále blíže popsán první účel ocenění – ocenění provozně potřebných nemovitostí v rámci ocenění podniku jako celku. „V teorii oceňování nemovitostí v této souvislosti zpravidla hovoříme o tzv. věcné hodnotě. Metoda je založena na hodnotě substance, složené z hodnoty pozemku a hodnoty staveb“ (Mařík, 2003). Reprodukční hodnota stavby se stanoví na základě rozpočtové metody, technicko-hospodářských ukazatelů či pomocí rozpočtů nákladů na konkrétní stavby, které zveřejňuje Ústav pro racionalizaci ve stavebnictví. Výše zjištěná hodnota se poté upraví o amortizaci a přepočítá na současnou hodnotu. U pozemků je nutný lehce odlišný způsob, protože zde nedochází k opotřebení. Je možné využít porovnávací metodu, cenové mapy, indexové metody, Naegeliho metodu či reziduální metodu. „Metody jsou vesměs přímo nebo zprostředkovaně založeny na principu tržního porovnávání“ (Mařík, 2003). Metody většinou vycházejí ze srovnání obdobných pozemků, kdy se zohledňují případné odlišnosti v rámci ocenění. Problém může být častý individuální charakter podnikových nemovitostí, který aplikaci metod omezuje.

Některé výše uvedené metody jsou opět významně ovlivňovány diskontní mírou. Je tedy žádoucí jejímu stanovení věnovat pozornost. Jednou z možností, která je v případě stanovení tržní hodnoty nejlepší, je stanovení na základě dat získaných z trhu nemovitostí. Další možnost je odvození výnosové míry od míry bezrizikových aktiv, která se zvýší o prémii za riziko nemovitosti.

#### *2.6.3.6 Ocenění samostatných movitých věcí, stroje a zařízení*

Legislativní rámec České republiky v současnosti nestanovuje pro žádnou kategorii movitého majetku závazný postup pro stanovení jeho hodnoty. Výjimkou bylo v minulosti oceňování motorových vozidel, když se stal v roce 1990 závazným

metodickým předpisem znalecký standard č. I – oceňování motorových vozidel. Tato závaznost pro kategorii motorových vozidel nicméně byla zrušena již v roce 1995. Ačkoliv neexistují pro znalce v oboru oceňování movitých věcí žádné závazné předpisy, v průběhu času se přinejmenším vytvořily uznávané postupy jak hodnotu movitého majetku stanovovat.

„Oceňování strojů a strojního zařízení je specifickou disciplínou v rámci oceňování podniku, která je doménou odborníků s příslušným technickým vzděláním doplněným o příslušné znalosti z oblasti ekonomiky a oceňování“ (Bařinová, 2005). I v tomto případě je nejprve nutné rozdělit majetek na provozně nutný a nenutný.

Při oceňování samostatných movitých věcí provozně nutných je nejprve potřebná přesná identifikace věci a technická prohlídka stroje. Další kroky vedou k určení technické hodnoty stroje, která je „vyjádřením zbytkové technické životnosti stroje na základě odhadu a posouzení oceňovatele. Časová cena jako vyjádření substanční hodnoty stroje nebo zařízení se určí vynásobením výchozí ceny stroje a jeho technické hodnoty“ (Mařík, 2003).

V případě oceňování provozně nepotřebného majetku se musí stanovit cena obvyklá. „Obvyklou se rozumí cena, která by byla dosažena při prodeji stejného, popř. obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby“ (Kislingerová, 2001). Nejčastěji se vypočítá vynásobením časové ceny a koeficientu prodejnosti.

#### *2.6.3.7 Ocenění oběžného majetku – zásoby, pohledávky*

##### *Zásoby*

Zásoby zahrnují materiál, zásoby vlastní výroby a zboží. „Výchozím údajem pro oceňovatele je ocenění zásob v účetnictví. Oceňují se na bázi historických cen v pořizovacích cenách, na úrovni vlastních nákladů nebo na základě reprodukční pořizovací ceny“ [6]. Reprodukční pořizovací cenu lze odvodit z trhu, úpravou historické ceny inflačním indexem či z ceny obdobných materiálů. Kromě tohoto způsobu se využívá čistá realizační cena, která lze využít v případě zásob vlastní výroby a zboží. Zásoby provozně nepotřebné, jakož i zásoby nadbytečné či nevyužitelné, se ocení likvidační cenou.

### *Pohledávky*

Pohledávky představují právo věřitele na plnění od dlužníka. Základní postup je obdobný při oceňování krátkodobých i dlouhodobých pohledávek s rozdílem, že dlouhodobé pohledávky je nutné diskontovat k datu ocenění. Diskontní míru se doporučuje stanovit na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu podniku.

„Oceňování pohledávky pro účely postoupení bude vyžadovat podrobnější analýzu, zatímco pro ocenění pohledávek běžného charakteru v rámci oceňování podniku jako celku postačí jednodušší odhady“ (Mařík, 2003). V rámci oceňování pohledávek vycházíme z jejich účetní hodnoty. Hodnotu dále upravujeme o riziko nesplacení pohledávky a o faktor času. Krátkodobé pohledávky oceňujeme často skupinově do kategorií dle pravděpodobnosti splacení. Jednotlivé kategorie se poté vynásobí koeficientem vyjadřující riziko nesplacení. Metoda slouží pro určování substanční hodnoty podniku, kdy je předpokládáno další pokračování v jeho činnosti.

V případě oceňování likvidační hodnotou se postupuje dle časového nátlaku. V případě, že nátlak je minimální, je vhodné využít výše uvedený postup. V opačném případě se doporučuje pohledávky ocenit postupem pro ocenění pohledávek pro účely postoupení.

#### *2.6.3.8 Časové rozlišení*

Pokud jsou částky časového rozlišení nízké či nevýznamné, doporučuje se je ocenit v účetních hodnotách. Při větších částkách je vhodné přepočítat je na současnou hodnotu pomocí diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.

### **2.6.4 Souhrnné ocenění podniku**

„Při ocenění podniku zpravidla používáme více metod. Jednotlivé metody však mohou poskytovat značně rozdílné výsledky“ [6]. Existují různá doporučení, jak z několika výsledků vyvodit výsledek souhrnný. Základem je zohlednění kategorie hodnoty v rámci ocenění podniku. „Pro vyvození výsledné hodnoty je proto spíše potřeba zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat a na základě toho přisoudit každé použité metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění“ [6]. Při zjištění výsledné hodnoty podniku by se oceňovatel měl vyhnout použití mechanicky spočítaného průměru jednotlivých výsledků.



V rámci ocenění podniku je vhodné zvolit interval hodnot. Jako dolní mez hodnoty podniku může sloužit likvidační hodnota, jako horní mez se často využívá úplná substanční hodnota. Při ocenění perspektivních podniků by hlavní váhu měly mít metody DCF, případně EVA. V případě podniků bez růstových tendencí či u podniků s těžce predikovatelnou budoucností se doporučuje metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Ve výjimečných případech lze využít metodu střední hodnoty, ale substanční a výnosová hodnota by se neměly příliš lišit. V případě metod založených na tržním principu je nutné myslet na jejich značnou omezenost v našich podmínkách a považovat je za doplňkový nástroj v rámci ocenění. Je také důležité zdůraznit, že pokud výnosová hodnota vyjde nižší než hodnota likvidační, podnik se oceňuje na úrovni likvidační hodnoty.

„Nezávislý oceňovatel, který má stanovit tržní hodnotu, musí odhadnout přístup možných „průměrných“ zájemců na trhu. Přednost by zde měly mít opět výnosové metody naplněné „tržními“ daty, nejlépe doplněné pro kontrolu některou metodou tržního porovnání“ (Mařík, 2003).

### 3 CÍL A METODIKA PRÁCE

Cílem diplomové práce je na základě teoretických a praktických poznatků ocenit vybraný podnik pro vnitřní potřeby společnosti, a to na úrovni tržní hodnoty podniku. Pro daný účel byla vybrána akciová společnost BRÁZDA-AUDIT a. s., která se zabývá znaleckou činností v oboru ekonomika.

Přesnému stanovení tržní hodnoty předchází mnoho dílčích činností. Vlastní postup ocenění není přesně definován, je však do jisté míry ustálen na základě dostupné literatury a všeobecných zvyklostí. Při plánování postupu je nezbytné dodržovat příslušné právní normy a zároveň brát ohled na stanovenou kategorii hodnoty.

Mezi hlavní normy upravující oceňování podniku patří zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů a vyhláška č. 3/2008 Sb., o provedení některých ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů (oceňovací vyhláška). Teoretickou základnu pro oceňování podniku v prostředí České republiky vytvořil zejména prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., praktické výpočty často čerpají z údajů zveřejňovaných A. Damodaranem.

Prvním krokem v rámci ocenění je sběr vstupních informací, ze kterých je nutno čerpat pro jednotlivé analýzy, prognózy a metody ocenění. Podkladem pro získání dat o samotném podniku jsou především účetní závěrky společnosti BRÁZDA-AUDIT a. s. za účetní období 2008 - 2012. Pro detailnější analýzy je čerpáno z odpisového, investičního a marketingového plánu oceňované společnosti. Údaje čerpané z interních zdrojů je nezbytné doplnit o data externí, která se týkají jak přímých konkurentů a segmentu odbytu, tak celého tržního prostředí, ve kterém podnik působí. V těchto případech jsou informace čerpány z Českého statistického úřadu, Ministerstva financí České republiky a jiných ekonomických periodik.

V rámci každého ocenění by měla být provedena strategická analýza opřená o kvalitní vstupní údaje, která umožní znalci první náhled na postavení podniku, jeho možnosti a především posouzení principu „going concern“ neboli předpokladu nepřetržitého pokračování podniku. Pro hlubší seznámení se s finančním zdravím podniku je provedena finanční analýza podniku. Souhrnné ohodnocení finanční situace společnosti je provedeno syntézou poměrových ukazatelů s využitím Altmanova bankrotního modelu.

Dalším krokem, který je základnou pro výnosové ocenění podniku, je vypracování finančního plánu neboli projekce rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu cash-flow (výkaz peněžních toků) ve zjednodušené podobě pro roky 2013 - 2016. Finanční plán mimo jiné čerpá z analýzy a prognózy základních generátorů hodnoty.

V závěrečné části práce je provedeno samotné ocenění podniku vybranými metodami. Pro stanovení tržní hodnoty podniku je vybrána metoda diskontovaných peněžních toků (DCF entity) a metoda ekonomické přidané hodnoty EVA / MVA. Z metod založených na analýze výnosů je dále aplikována metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Diskontování peněžních toků je provedeno průměrnými náklady kapitálu WACC.

Doplňkovou funkci má provedení ocenění neúplnou substanční metodou na principu reprodukčních cen, které umožní hlubší pohled na stanovenou tržní hodnotu podniku.

## 4 PRAKTICKÁ ČÁST

### 4.1 Základní údaje o společnosti

Název společnosti:	BRÁZDA-AUDIT, a. s.
Sídlo společnosti:	České Budějovice, Klavíkova 1828/10, PSČ 370 04
Sídlo provozovny:	České Budějovice, Dr. Stejskala 12, PSČ 370 01
IČO:	26031787
Obchodní rejstřík:	oddíl B, vložka 1241, Krajský soud České Budějovice
DPH:	čtvrtletní plátce
Základní kapitál:	2 000 000 Kč
Akcie:	4 ks kmenové akcie na jméno se jmenovitou hodnotou 400 tis. Kč, 10 ks kmenové akcie na jméno se jmenovitou hodnotou 40 tis. Kč
WWW:	<a href="http://www.brazda-audit.cz">www.brazda-audit.cz</a>

### 4.2 Charakteristika společnosti

Společnost BRÁZDA-AUDIT a. s. vznikla v roce 2002 a to přeměnou ze společnosti BRÁZDA-AUDIT s.r.o. Společnost BRÁZDA-AUDIT a. s. je zapsána do prvního oddílu seznamu ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost v oboru ekonomika. Odpovědnými znalci jsou Ing. Jan Brázda, JUDr. Bohuslav Petr a Ivana Volková.

Společnost se zabývá oceňováním movitých věcí, oceňováním podniku jako celku a obchodních podílů, oceňováním nehmotného majetku a majetkových práv, pohledávek a závazků, nepeněžitých vkladů, účetnictví a cash-flow a dále přezkoumáváním a posuzováním přeměn obchodních společností, vztahů, smluvních cen a dalších skutečností z ekonomického hlediska. Dále společnost provádí poradenskou činnost v oblasti auditu, účetnictví a přeměn obchodních společností.

### 4.3 Sběr vstupních dat

Tržní hodnota společnosti BRÁZDA-AUDIT a. s. bude určena k 31. 12. 2012. Vzhledem ke kategorii hodnoty je nezbytné výsledkem ocenění podložit dostatkem faktů, důkazů a argumentů o současném stavu a budoucím vývoji podniku.

Pro účely ocenění jsou data čerpána především z účetních závěrek pro účetní období 2008 – 2012. Pro účely strategické analýzy je z převážné části čerpáno z údajů Českého statistického úřadu (klasifikace CZ-NACE).

## **4.4 Strategická analýza**

Strategická analýza je rozdělena na analýzu vnitřního a vnějšího prostředí a jejím cílem je prvotní náhled na oceňovaný subjekt a určení jeho celkových výnosových možností.

### **4.4.1 Analýza vnějšího prostředí podniku**

#### *4.4.1.2 Konkurenční struktura relevantního trhu – Porterova analýza*

Konkurence je jedním z nejdůležitějších aspektů v rámci podnikání, a proto musí být pečlivě provedena její analýza. Pro dané účely byla provedena Porterova analýza pěti konkurenčních sil.

##### Současná konkurence

Konkurence je v současné době poměrně vysoká, jelikož v České republice provozuje činnost kolem 140 znaleckých ústavů v oddílu I. V Českých Budějovicích působí dva konkurenční znalecké ústavy, a to Bohemian Appraisal a. s. a Expert Group s. r. o.

##### Ohrožení ze strany nových konkurentů

Vzhledem ke složitosti k přístupu získání znalostního kapitálu, především náležitých oprávnění, je vstup nových konkurentů velmi obtížný. Vypracovávání znaleckých posudků je navíc velmi individuální záležitost, proto je zde oproti jiným odvětvím minimální možnost odcizení znalostního know-how. Investice do potřebných stálých aktiv jsou na druhou stranu značně nízké.

##### Ohrožení substituty

Znalecká činnost je obor, vůči kterému neexistují žádné substituty. Jsou přesně definovány případy, kdy musí být vypracován znalecký posudek a není ho možné nahradit jiným dokumentem.

### Vyjednávací síla dodavatelů

Vzhledem k činnosti společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. neexistuje závislost na dodavatelích. Movitá aktiva potřebná pro činnost ústavu je možné zakoupit v běžných obchodních řetězcích.

### Vyjednávací síla odběratelů

Nejprve je nutné zdůraznit, že znalecké ústavy povinně vypracovávají posudky pro státní orgány. Finanční odměna za tyto posudky je přesně určena, vyjednávací síla odběratelů ze strany státu je tedy absolutní. Na druhou stranu posudky znamenají pro společnost jistý zdroj bezrizikových příjmů.

Jiná situace nastává v případě posudků pro soukromé účely. Zákazníky jsou převážně obchodní společnosti, v menší míře pak soukromé fyzické osoby. Společnost má volnost v určení cen, je ovšem omezována značnou konkurencí v oblasti znalecké činnosti. Ceny za tyto znalecké posudky jsou mnohem vyšší, než ceny za posudky pro státní orgány, jejich vlastností je ovšem určitá rizikovost, která je v poslední době spojena s častým neuhrazováním faktur.

#### 4.4.1.2 Prognóza vývoje trhu

Vzhledem k faktu, že cílem práce je určení tržní hodnoty, prognózování vývoje trhu musí být též opřeno o objektivní data. Je tedy žádoucí propojit prognózu relevantního trhu s prognózou makroekonomických ukazatelů (HDP). Pro zvolený účel bude použita analýza časových řad a jejich prognóza.

**Tabulka 1: Analýza a prognóza vývoje trhu (v běžných cenách)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	minulost					prognóza**)			
Hrubý domácí produkt (růst v %)	3,1	-4,5	2,5	1,9	-0,9	0,1	1,4	2,4	2,6
Tržby CZ-NACE 69 (růst v %) *)	5,7	-8,5	-2,9	1,5	-3,3	-2,0	-0,1	1,4	1,7

\*) CZ-NACE 69 ... tržby v právních a účetnických činnostech

\*\*\*) Prognóza podle lineární regresní funkce:  $y = 1,4543 \cdot x + (-2,1025)$ ; (y - tržby CZ-NACE, x - HDP)

Zdroj: Internetové zdroje [2E], [3E], [4E], [10E]

#### Závěr:

- po recesi ve vývoji HDP lze očekávat postupné velmi mírné a postupné ožívování ekonomiky od roku 2013, přičemž průměrné roční tempo růstu HDP dle Patria Finance pro prognózované období v letech 2013 až 2016 je 1%;

- v případě tržních služeb ve vybraném odvětví se nejprve očekává opětovný pokles a tento trend je přelomen až v roce 2015, přičemž průměrné roční tempo růstu tržeb v letech 2013 až 2016 je 0,7 %;
- z výše uvedených závěrů vyplývá, že ekonomická situace by neměla činit výraznější ohrožení pro společnost BRÁZDA-AUDIT a.s., nelze ovšem v následujících dvou letech očekávat nárůst tržeb. Zlepšení situace v rámci tržního odvětví je predikováno až v roce 2015.

#### **4.4.2 Analýza vnitřního prostředí**

##### *4.4.2.1 SWOT analýza*

SWOT analýza umožňuje posoudit silné a slabé stránky podniku a zároveň analyzuje případné příležitosti a ohrožení. Východiskem analýzy by měla být strategie, jak využitím silných stránek a příležitostí zlepšit svoji pozici na trhu.

##### Silné stránky společnosti

Nespornou výhodou společnosti je rozsáhlé množství znaleckých oprávnění, které zajišťují zákazníkům komplexní servis na jednom místě. Kvalita vytvořených posudků je opřena o dlouhodobou existenci a dobré jméno společnosti.

##### Slabé stránky společnosti

Za slabou stránku společnosti lze bezpochyby považovat malé množství pracovníků ve znaleckém ústavu a poměrně mladý věk předsedy představenstva Ing. Jana Brázdy, který může být vnímán z pohledu některých potencionálních zákazníků negativně. Další slabou stránkou je propagace v médiích, která v podstatě neexistuje.

##### Příležitosti

Společnost má vysoký potencionál získat nové klienty v případě, že výrazně zlepší úroveň propagace a marketingu. Její snaha by se měla zaměřit na rozšíření povědomí o znaleckém ústavu v rámci jižních Čech, jelikož konkurence je silná, ačkoliv samotných znaleckých ústavů se zde mnoho nenachází.

## Ohrožení

V současné době představuje hlavní ohrožení případná změna preferencí zákazníků, přechod k silné konkurenci a především těžce předvídatelná poptávka ze strany soukromé klientely.

### *4.4.2.2 Analýza vnitřního potenciálu společnosti*

Tato analýza by měla posoudit to, jak je společnost schopna využít výše uvedených příležitostí a jak je naopak schopna reagovat na potenciaální ohrožení. Výsledky analýzy by se měly využít pro následné posouzení perspektivnosti podniku a vývoje tržeb, dále pak při stanovení diskontní míry v rámci promítání rizik podniku.

Nejdůležitější složkou ovlivňující vnitřní potenciál je management společnosti BRÁZDA-AUDIT, a.s., který je reprezentován předsedou představenstva Ing. Janem Brázdou, jenž je kvalifikovanou osobou s výbornými schopnosti tvorby strategie a neustálého prohlubování znalostí, která je schopna plně ocenit a využít šance s ohledem na rizika a ohrožení společnosti.

**Tabulka 2: Analýza a prognóza vnitřního potenciálu (v běžných cenách)**

Položka	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	minulá období						prognóza			
<b>CZ-NACE 69 (index velikost trhu) *</b>	1,00	1,06	0,97	0,94	0,95	0,92	0,90	0,90	0,92	0,93
<b>Tržní podíl (index velikosti podílu) *</b>	1,00	1,16	1,00	1,50	0,89	1,02	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Výkony (tržby) (tis. Kč) **</b>	1 362	1 667	1 526	2 217	2 011	1 979	1940	1939	1966	1999
<b>Výkonová spotřeba (tis. Kč) ***</b>	505	520	784	1134	856	816	800	799	811	824

\*) rok 2007 = 1,00

\*\*) prognóza tržeb stanovena za předpokladu stejné situace v letech 2013 až 2016 (index podílu na trhu = 1,00)

\*\*\*) prognóza výkonové spotřeby vychází z podílu výkonové spotřeby na výkonech z roku 2012

Zdroj: Tabulka č. 1, Příloha č. 1



**Graf 1: Analýza a prognóza výkonů a výkonové spotřeby**



Zdroj: Tabulka č. 2

Závěr:

- vzhledem ke složitosti získání oprávnění pro znaleckou činnost prognóza vychází ze stejného tržního podílu jako v roce 2012 neboli se nepředpokládá změna konkurenční síly;
- v návaznosti na vývoj ekonomiky a vývoj tržeb v daném odvětví nelze v minimálně následujících dvou letech očekávat výraznější nárůst tržeb, naopak lze očekávat mírný pokles. Prognóza má ovšem optimistický trend a od roku 2016 očekává nárůst tržeb;

Celkové zhodnocení vnitřního potenciálu společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. bude provedeno bodovým hodnocením s využitím tabulky dle prof. Miloše Maříka.

**Tabulka 3: Konkurenční síla společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s.**

Kritérium	Hodnocení						
	Převaha konkurence			Průměr		Převaha	
	0	1	2	3	4	5	6
Kvalita služeb						x	
Cenová úroveň				x			
Intenzita reklamy		x					
Výhody místa				x			
Image firmy					x		
Servis						x	
Management						x	
Výkonný personál			x				
Majetek a investice			x				
Finanční situace						x	
Četnost bodů	0	1	2	2	1	4	0
Body x četnost	0	1	4	6	4	20	0

Zdroj: vlastní tvorba

#### Vyhodnocení:

Počet dosažených bodů = 0 + 1 + 4 + 6 + 4 + 20 + 0 = 35 bodů

Maximální počet bodů = 10 \* 6 = 60 bodů

Hodnocení = 35/60 = 58,33 %

#### Závěr:

- z tabulky vyplývá, že konkurenční síla společnosti se pohybuje lehce nad průměrem (58,33%), k čemuž přispívá především management, kvalita služeb, servisu a dobrá finanční situace.

## 4.5 Finanční analýza

Finanční analýza tvoří v procesu ocenění podniku neoddělitelnou složku. Využívá se nejenom k posouzení finančního zdraví podniku, ale zároveň bude sloužit jako podklad pro vyhotovení finančního plánu, který je nezbytný pro výnosové ocenění podniku. Oceňovatel by si měl na základě dále uvedených analýz vytvořit názor, jaká je perspektivnost společnosti a zda je, či není ohrožena její samotná existence.

Vzhledem k významným změnám v uspořádání společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. po roce 2008 bude finanční analýza provedena pro účetní období 2009 – 2012.

#### 4.5.1 Analýza absolutních ukazatelů (horizontální a vertikální analýza)

Tabulka 4: Vertikální a horizontální aktiv

znak	AKTIVA	Vertikální analýza (% podíl z aktiv)				Horizontální analýza (+/-)		
		Účetní stav netto na konci roku				12/11	11/10	10/09
a	b	2012	2011	2010	2009	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>3 084</b>	<b>2 858</b>	<b>3 140</b>	<b>10 297</b>			
		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	226	-282	-7 157
		<b>1 715</b>	<b>1 696</b>	<b>1 916</b>	<b>8 737</b>			
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	55,61%	59,34%	61,02%	84,85%	19	-220	-6 821
<b>B. I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>1 273</b>	<b>1 432</b>	<b>1 591</b>	<b>1 750</b>			
		41,28%	50,10%	50,67%	17,00%	-159	-159	-159
<b>B. II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>442</b>	<b>264</b>	<b>325</b>	<b>6 987</b>			
		14,33%	-72,58%	-61,61%	-59,18%	178	-61	-6 662
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 366</b>	<b>1 159</b>	<b>1 220</b>	<b>1 556</b>			
		44,29%	40,55%	38,85%	15,11%	207	-61	-336
<b>C. III</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>347</b>	<b>355</b>	<b>411</b>	<b>395</b>			
		11,25%	12,42%	13,09%	3,84%	-8	-56	16
<b>C. IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>1 019</b>	<b>804</b>	<b>809</b>	<b>1 161</b>			
		33,04%	28,13%	25,76%	11,28%	215	-5	-352
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>			
		0,10%	-0,05%	-0,05%	-0,07%	0	-1	0

Zdroj: Příloha č. 1

Z hlediska majetkové struktury společnosti můžeme pozorovat zřejmý výrazný pokles celkových aktiv mezi lety 2009 a 2010 o 6 662 tis. Kč, což bylo způsobeno snížením dlouhodobého hmotného majetku společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. v důsledku odštěpení části jmění do nově vzniklé společnosti JANELA s.r.o..

Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech se od roku 2010 neustále snižuje. Výjimku tvoří rok 2012, kdy narostl v souvislosti s pořízením osobního automobilu o 178 tis. Kč. Vzhledem k předmětu podnikání společnosti se jedná o pozitivní jev, jelikož přílišné vybavení dlouhodobým majetkem by pouze vázalo kapitál a bylo kontraproduktivní. Uvedená skutečnost vede naopak k neustálému zvyšování podílu oběžného majetku, přestože v absolutním vyjádření jeho hodnota spíše klesá.

Oběžný majetek je z většiny tvořen krátkodobým finančním majetkem a krátkodobými pohledávkami z obchodních vztahů. Je zřejmé, že společnost má přebytek krátkodobého finančního majetku, což je dále potvrzeno analýzou likvidity.

**Tabulka 5: Vertikální a horizontální analýza pasiv**

znak	PASIVA	Vertikální analýza (% podíl z pasiv)				Horizontální analýza (+/-)		
		Účetní stav na konci roku				12/11	11/10	10/09
a	b	2012	2011	2010	2009	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 084</b>	<b>2 858</b>	<b>3 140</b>	<b>10 297</b>			
		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	226	-282	-7 157
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>2 834</b>	<b>2 637</b>	<b>2 613</b>	<b>4 913</b>			
		91,89%	92,27%	83,22%	47,71%	197	24	-2 300
<b>A. I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>			
		64,85%	69,98%	63,69%	19,42%	0	0	0
<b>A. II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0	0	0
<b>A. III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a jiné fondy ze zisku</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>250</b>	<b>250</b>			
		12,97%	14,00%	7,96%	2,43%	0	150	0
<b>A. IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>237</b>	<b>213</b>	<b>46</b>	<b>1 901</b>			
		7,68%	7,45%	1,46%	18,46%	24	167	-1 855
<b>A. V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	<b>197</b>	<b>24</b>	<b>317</b>	<b>762</b>			
		6,39%	0,84%	10,10%	7,40%	173	-293	-445
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>250</b>	<b>221</b>	<b>527</b>	<b>5 285</b>			
		8,11%	7,73%	16,78%	51,33%	29	-306	-4 758
<b>B. I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0	0	0
<b>B. II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4 700</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	45,64%	0	0	-4 700
<b>B. III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>250</b>	<b>221</b>	<b>527</b>	<b>585</b>			
		8,11%	-4,43%	-7,54%	-8,42%	29	-306	-58
<b>B. IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>99</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	0,96%	0	0	-99

Zdroj: Příloha č. 2

Celková výše pasiv vykazuje opět klesající tendence, přičemž největší rozdíl nastal mezi lety 2009 a 2010 a to o 7 157 tis. Kč. Opět se jedná o dopad z titulu rozdělení odštěpením, zároveň však docházelo k poklesu výsledku hospodaření běžného období a k rozpuštění výsledku hospodaření minulých let. V roce 2011 došlo k navýšení rezervního fondu o 150 tis. Kč, kdy částka 400 tis. Kč odpovídá povinné výši základního kapitálu dle pravidel pro akciové společnosti.

Pasiva společnosti jsou v od roku 2010 tvořena převážně vlastním kapitálem, přičemž podíl cizích zdrojů s výjimkou roku 2012 neustále klesá. Podíl vlastního kapitálu dosáhl v roce 2012 91,89%, cizí kapitál 8,11%. Cizí kapitál je od roku 2010 tvořen výhradně krátkodobými závazky

**Tabulka 6: Vertikální a horizontální analýza nákladů a výnosů**

znak	TEXT	Vertikální analýza (% podíl z výkonů)				Horizontální analýza (+/-)		
		Skutečnost v účetním období za rok				12/11	11/10	10/09
a	b	2012	2011	2010	2009	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
II	<b>Výkony</b>	<b>1 979</b>	<b>2 011</b>	<b>2 217</b>	<b>1 526</b>			
		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-32	-206	691
	<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	<b>1 979</b>	<b>2 011</b>	<b>2 217</b>	<b>1 526</b>			
		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-32	-206	691
B	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>816</b>	<b>856</b>	<b>1134</b>	<b>784</b>			
		41,23%	42,57%	51,15%	51,38%	-40	-278	350
	<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	<b>240</b>	<b>248</b>	<b>293</b>	<b>78</b>			
		12,13%	12,33%	13,22%	5,11%	-8	-45	215
	<b>Služby</b>	<b>576</b>	<b>608</b>	<b>841</b>	<b>706</b>			
		29,11%	30,23%	37,93%	46,26%	-32	-233	135
+	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 163</b>	<b>1 155</b>	<b>1 083</b>	<b>742</b>			
		58,77%	57,43%	48,85%	48,62%	8	72	341
C	<b>Osobní náklady</b>	<b>573</b>	<b>795</b>	<b>404</b>	<b>874</b>			
		28,95%	39,53%	18,22%	57,27%	-222	391	-470
	<b>Mzdové náklady</b>	<b>511</b>	<b>758</b>	<b>385</b>	<b>794</b>			
		25,82%	37,69%	17,37%	52,03%	-247	373	-409
	<b>Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění</b>	<b>62</b>	<b>37</b>	<b>19</b>	<b>68</b>			
		3,13%	1,84%	0,86%	4,46%	25	18	-49
	<b>Sociální náklady</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>12</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	0,79%	0	0	-12
D	<b>Daně a poplatky</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>13</b>			
		0,96%	0,90%	1,22%	0,85%	1	-9	14
	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
		1,01%	0,00%	0,00%	0,00%	20	0	0
	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>			
		0,76%	0,00%	0,00%	0,00%	15	0	0
E	<b>Odpisy dlouh. nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>284</b>	<b>220</b>	<b>241</b>	<b>284</b>			
		14,35%	10,94%	10,87%	18,61%	64	-21	-43
G	<b>Změna stavu rezerv, oprav. položek, nákladů př. obd. (+/-)</b>	<b>15</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>-94</b>			
		0,76%	-0,50%	0,00%	-6,16%	25	-10	94
IV	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>503</b>			
		1,01%	0,00%	0,05%	32,96%	20	-1	-502
H	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>31</b>	<b>114</b>			
		2,43%	4,08%	1,40%	7,47%	-34	51	-83
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>249</b>	<b>50</b>	<b>381</b>	<b>54</b>			
		12,58%	2,49%	17,19%	3,54%	199	-331	327
X	<b>Výnosové úroky</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>4</b>			
		0,30%	0,40%	0,18%	0,26%	-2	4	0
N	<b>Nákladové úroky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>42</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	2,75%	0	0	-42
O	<b>Ostatní finanční náklady</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>10</b>			
		0,20%	0,40%	0,27%	0,66%	-4	2	-4
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-48</b>			
		0,10%	0,00%	-0,09%	-3,15%	2	2	46
Q	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>54</b>	<b>26</b>	<b>62</b>	<b>-756</b>			
		2,73%	1,29%	2,80%	-49,54%	28	-36	818
	<b>- splatná</b>	<b>54</b>	<b>26</b>	<b>62</b>	<b>3</b>			
		2,73%	1,29%	2,80%	0,20%	28	-36	59
	<b>- odložená</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-759</b>			
		0,00%	0,00%	0,00%	-49,74%	0	0	759
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>197</b>	<b>24</b>	<b>317</b>	<b>762</b>			
		9,95%	1,19%	14,30%	49,93%	173	-293	-445
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	<b>251</b>	<b>50</b>	<b>379</b>	<b>6</b>			
		12,68%	2,49%	17,10%	0,39%	201	-329	373

Zdroj: Příloha 3

Výkony vykazují od roku 2010 mírně klesající tendence, což je způsobeno poklesem celé ekonomiky a tržeb v daném odvětví, příčinu nelze hledat ve větším konkurenčním boji. Současně s mírně klesající výkonovou spotřebou roste přidaná hodnota.

Z titulu nákladů tvoří největší položku osobní náklady. Odpisy dlouhodobého majetku v roce 2012 mírně vzrostly z důvodu pořízení osobního automobilu.

Provozní výsledek hospodaření má velice kolísavou tendenci, což je způsobeno kolísavými hodnotami osobních nákladů. Celkový výsledek hospodaření díky nepříznivé situaci na trhu od roku 2009 neustále klesal. I přes pokles výkonů lze však v roce 2012 sledovat nárůst zisku před zdaněním o 201 tis. Kč, což lze hodnotit velice pozitivně.

#### 4.5.2 Analýza rozdílových ukazatelů

**Tabulka 7: Rozdílové ukazatele**

Ukazatel	Účetní období (tis. Kč)				Index změny ukazatele		
	2012	2011	2010	2009	12/11	11/10	10/09
<b>Čistý pracovní kapitál (pracovní kapitál)</b>	1 116	938	693	971	1,19	1,35	0,71
= oběžná aktiva – krátkodobé závazky							
<b>Čisté pohotové prostředky</b>	1010	804	583	1124	1,26	1,38	0,52
= finanční majetek – okamžité splatné krátkodobé závazky (závazky z obchodních vztahů)							

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2

Hodnoty ukazatelů se ve všech letech pohybují v kladných hodnotách. Tato skutečnost poukazuje na konzervativní způsob financování podniku, kdy je podnik vždy schopen dostát svým krátkodobým závazkům a navíc má poměrně vysoké množství relativně volného kapitálu.

Čistý pracovní kapitál a čisté pohotové prostředky od roku 2010 rostou, což ukazuje na výbornou platební morálku společnosti a je možné ji označit za zcela likvidní a solventní.

## 4.5.3 Analýza poměrových ukazatelů

### 4.5.3.1 Analýza rentability

**Tabulka 8: Ukazatele rentability**

Ukazatel	Účetní období				Index změny ukazatele		
	2012	2011	2010	2009	12/11	11/10	10/09
<b>Rentabilita celkového kapitálu (nezdaněná)</b>	8,14%	1,75%	12,07%	0,47%	4,65	0,14	25,89
= (zisk před daní + placené úroky) / celková aktiva * 100							
<b>Rentabilita vlastního kapitálu</b>	6,95%	0,91%	12,13%	15,51%	7,64	0,08	0,78
= čistý zisk / vlastní kapitál * 100							
<b>Rentabilita tržeb</b>	9,85%	1,19%	14,29%	37,56%	8,26	0,08	0,38
= čistý zisk / tržby * 100							
<b>Rentabilita nákladů</b>	10,87%	1,20%	16,64%	59,95%	9,03	0,07	0,28
= čistý zisk / náklady celkem * 100							
<b>Nákladovost tržeb</b>	90,70%	99,20%	85,89%	62,64%	0,91	1,16	1,37
= náklady celkem / tržby							
<b>Rentabilita celkov. investovaného kapitálu</b>	6,95%	0,91%	12,13%	7,93%	7,64	0,08	1,53
= [zdaněný zisk+placené úroky*(1-sazba daně)] / (vlastní kapitál + dlouhodobé závazky)*100							

\*) sazba daně z příjmů právnických osob 2010 – 2012 19%, v roce 2009 20%

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2, č. 3

Rentabilita celkového kapitálu v roce 2012 výrazně vzrostla a dosáhla úrovně 8,14% oproti slabému roku 2011 s hodnotou 1,75%, což byl důsledek velmi nízké výše výsledku hospodaření.

Rentabilita vlastního kapitálu od roku 2009 postupně klesala až na úroveň 0,91% v roce 2011. V roce 2012 lze sledovat nárůst hodnoty ukazatele na 6,95%, kdy se již jedná o uspokojivou úroveň, která byla vytvořena zvýšenou hodnotou výsledku hospodaření a také vlastního kapitálu.

Podobný průběh lze vidět u rentability tržeb a rentability nákladů, kdy oba ukazatele od roku 2009 výrazně klesaly, přičemž ke zlepšení došlo opět až v roce 2012. Rentabilita tržeb klesala z důvodu celkového poklesu tržeb, kdy byl tento trend v roce 2012 zastaven současným snížením nákladů.

Rentabilita celkového investovaného kapitálu má velmi kolísavý průběh, který je způsoben změnami ve výši vlastního kapitálu, jelikož daná společnost kromě roku 2009 nemá žádné dlouhodobé závazky. Na ukazatel má dále mírný vliv sazba daně z příjmů, která od roku 2010 činí 19%, v roce 2009 byla její úroveň 20%.

#### 4.5.3.2 Analýza zadluženosti

**Tabulka 9: Ukazatele zadluženosti**

Ukazatel	Účetní období				Index změny ukazatele		
	2012	2011	2010	2009	12/11	11/10	10/09
<b>Koeficient samofinancování</b>	91,89%	92,27%	83,22%	47,71%	1,00	1,11	1,74
= vlastní kapitál / celková aktiva * 100							
<b>Celková zadluženost</b>	8,11%	7,73%	16,78%	51,33%	1,05	0,46	0,33
= cizí zdroje / celková aktiva * 100							
<b>Míra zadluženosti</b>	8,82%	8,38%	20,17%	107,57%	1,05	0,42	0,19
= cizí zdroje / vlastní kapitál * 100							
<b>Úrokové zatížení</b>	0,00%	0,00%	0,00%	77,78%	x	x	x
= nákladové úroky / provozní zisk * 100							
<b>Doba splácení dluhů (roky)</b>	0,52	0,91	0,94	5,05	0,57	0,96	0,19
= (cizí zdroje – rezervy) / (zisk po zdanění + odpisy)							

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2, č. 3

Celková zadluženost společnosti je na minimální úrovni, v roce 2012 činí 8,11%. Vysoká hodnota v roce 2009 byla tvořena závazkem vůči společníkům ve výši 4 mil. Kč, který byl ještě v témže roce splacen. Tato skutečnost je podepřena stále klesající mírou zadluženosti, která je na velmi nízké úrovni.

Koeficient samofinancování neustále roste, v roce 2012 dosahuje 91,89%, společnost je tedy z většiny tvořena vlastním kapitálem. Vzhledem k faktu, že společnost nevyužívá žádný krátkodobý ani dlouhodobý bankovní úvěr, úrokové zatížení je v posledních 3 letech na nulové úrovni.

#### 4.5.3.3 Analýza aktivity

**Tabulka 10: Ukazatele aktivity**

Ukazatel	Účetní období				Index změny ukazatele		
	2012	2011	2010	2009	12/11	11/10	10/09
<b>rychlost obratu pohledávek</b>	5,76	5,66	5,40	5,14	1,02	1,82	0,74
= tržby / pohledávky							
<b>doba obratu pohledávek (dny)</b>	63	64	68	71	0,95	0,95	0,95
= pohledávky / tržby * 365							
<b>rychlost obratu krátkodobých závazků</b>	8,00	9,1	4,21	3,47	0,88	2,16	1,21
= tržby / krátkodobé závazky							
<b>doba obratu krátkodobých závazků (dny)</b>	46	40	87	105	1,14	0,46	0,82
= krátkodobé závazky / tržby * 365							
<b>doba obratu aktiv (roky)</b>	1,54	1,42	1,42	5,07	1,09	1,00	0,28
= celková aktiva / tržby							
<b>obrat aktiv</b>	0,65	0,70	0,71	0,20	0,92	1,00	3,58
= tržby / celková aktiva							

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2, č. 3



Doba obratu pohledávek neustále klesá, což je pro podnik pozitivní, přesto je tento ukazatel poměrně vysoký a společnost by měla zkusit zlepšit platební morálku svých odběratelů. Ukazatel v roce 2012 vychází 63 dní, což je nad průměrem odvětví služeb, kde je hodnota stanovena ve výši 59 dní.

Doba obratu závazků má s výjimkou roku 2012 klesající tendence, což ukazuje na dobrou platební morálku společnosti. Ukazatel vykazuje hodnoty nižší než ukazatel doby obratu pohledávek. Obecně se doporučuje opačný trend, aby se společnost nedostala do problému s likviditou. Ovšem v kontextu s výbornými výsledky analýzy likvidity nelze označit tuto dobu splácení závazků za problematickou.

Obrat aktiv od roku 2010 mírně klesá, což je způsobeno poklesem tržeb v celém odvětví. Ukazatel celkově vykazuje velmi nízkých hodnot, což je obecně hodnoceno negativně.

#### 4.5.3.4 Analýza likvidity

**Tabulka 11: Ukazatele likvidity**

Ukazatel	Účetní období				Index změny ukazatele		
	2012	2011	2010	2009	12/11	11/10	10/09
<b>likvidita I. stupně (okamžitá)</b>	4,08	3,64	1,54	1,98	1,12	2,37	0,77
= finanční majetek / krátkodobé závazky							
<b>likvidita II. stupně (pohotová, provozní)</b>	5,46	5,24	2,31	2,66	1,04	2,27	0,87
= (finanční majetek + krátkodobé pohledávky) / krátkodobé závazky							

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2

Oběžný majetek je ve společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. tvořen krátkodobým finančním majetkem a pohledávkami, proto je relevantní stanovit pouze likviditu I. a II. stupně.

Okamžitá likvidita vykazuje s výjimkou roku 2010 rostoucí trend, přičemž v roce 2012 je hodnota 4,08. Podnik má velmi mnoho krátkodobého finančního majetku a zároveň nízkou hodnotu krátkodobých závazků. Vysoké hodnoty ukazují na výbornou likvidní schopnost společnosti, ale zároveň na neefektivní využívání finančních prostředků. Společnost by měla zvážit možnosti investic těchto volných finančních prostředků.

Stejný trend lze pozorovat i v případě pohotové likvidity. Opět ukazatele dosahují velmi vysokých hodnot.

#### 4.5.4 Syntetická analýza

Pro souhrnné hodnocení finančního zdraví podniku bude použit Altmanův bankrotní model, a to z důvodu, že je považován za predikční model. Posuzuje ukazatele, které jsou schopny s předstihem objevit anomálie, které by poukazovaly na případný hrozící bankrot. Analýza umožní dobře posoudit důležitý předpoklad pro ocenění podniku, a to předpoklad „going concern“.

Altmanův bankrotní model je tvořen syntézou pěti ukazatelů, jež jsou vynásobeny příslušným koeficientem. Suma všech ukazatelů umožňuje posoudit, zda se podnik nachází v pásmu prosperity, pásmu šedé zóny neboli nevyhraněné finanční situace či v pásmu bankrotu.

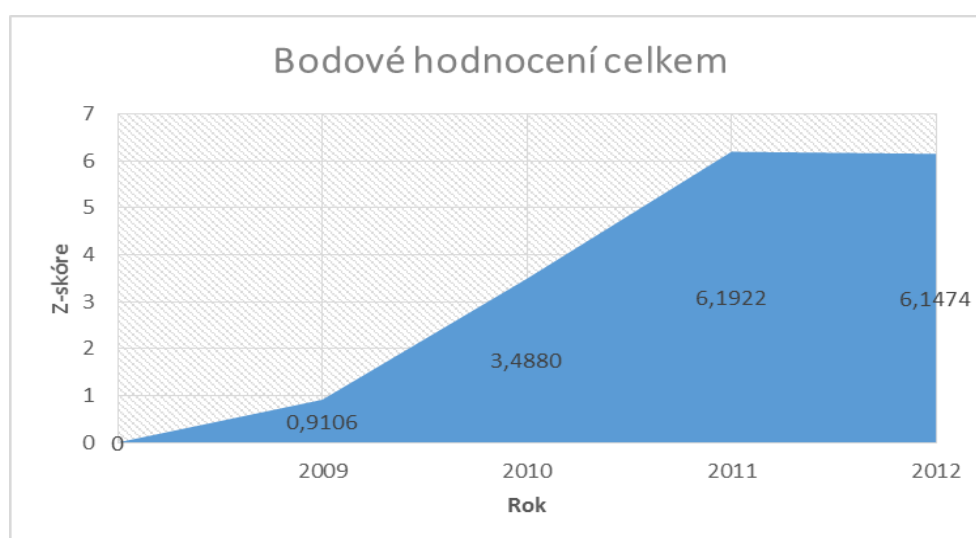
**Tabulka 12: Altmanův bankrotní model (Z-skóre)**

Ukazatel	* koeficient	Bodové hodnocení účetního období			
		2012	2011	2010	2009
Čistý pracovní kapitál / aktiva celkem	0,717	0,2595	0,2353	0,1582	0,0676
Nerozdělené zisky / aktiva celkem	0,847	0,2291	0,1888	0,1654	0,2396
EBIT / aktiva celkem	3,107	0,2509	0,0544	0,3770	0,0163
Vlastní kapitál / cizí zdroje	0,42	4,7611	5,0115	2,0825	0,3904
Tržby / aktiva celkem	0,998	0,6469	0,7022	0,7050	0,1967
<b>Bodové hodnocení celkem</b>		<b>6,1474</b>	<b>6,1922</b>	<b>3,4880</b>	<b>0,9106</b>
<b>Pásmo podniku</b>		<b>prosperita</b>	<b>prosperita</b>	<b>prosperita</b>	<b>bankrot</b>

\*) Hodnocení pásma podniku: je-li  $Z < 1,20$  ... pásmo bankrotu, je-li  $1,20 < Z < 2,90$  ... pásmo šedé zóny, je-li  $Z > 2,90$  ... pásmo prosperity

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2, č. 3

**Graf 2: Altmanův bankrotní model pro účetní období 2009 – 2012**



Zdroj: Tabulka č. 12

Na základě Altmanova bankrotního modelu se firma od roku 2010 nachází ve fázi prosperity, přičemž hodnota Z-skóre neustále roste. V roce 2012 dosáhlo Z-skóre úrovně 6,1474. V roce 2009 se společnost nacházela ve fázi bankrotu, což bylo způsobeno především výrazně jinou finanční strukturou společnosti a vysokým dlouhodobým závazkem vůči společníkům. Všechny ukazatele vykazují pozitivní tendenci s výjimkou ukazatele „Tržby / aktiva celkem“, který mírně klesl. Toto snížení je způsobeno poklesem úrovně tržeb.

Souhrnně lze říci, že výsledné Z-skóre poukazuje na dobré finanční zdraví, důvěryhodnost a prosperitu společnosti, která by neměla být ohrožena ani v nejbližší budoucnosti.

#### 4.6 Rozdělení aktiv na provozně nutná a provozně nenutná

V případě ocenění podniku je nutné oceňovat zvlášť aktiva, která nesouvisí s hlavní činností podniku, případně jsou v nadbytečném, nepotřebném množství. Vybraná aktiva je nutné vyloučit a zároveň upravit provozní výsledek hospodaření o náklady či výnosy, které mají souvislost s těmito provozně nepotřebnými aktivy.

V rámci analýzy dlouhodobého majetku nebyl zjištěn žádný provozně nepotřebný majetek, byl tedy ponechán v původní výši.

Analýza likvidity společnosti poukázala na nadměrnou výši krátkodobého finančního majetku, který je nutné vyčlenit jako provozně nenutný. Finanční prostředky byly pro účely ocenění hlavní činnosti zredukovány na výši doporučené pohotové likvidity, a to na úrovni 20% krátkodobých závazků.

**Tabulka 13: Provozně nutný majetek pro účely ocenění hlavní činnosti**

Položka	Hodnota netto k 31. 12. 2012
	(tis. Kč)
Dlouhodobý nehmotný majetek	1 273
Dlouhodobý hmotný majetek	442
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>1 715</b>
Zásoby	0
Pohledávky	347
Časové rozlišení aktivní	3
Krátkodobé závazky	250
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	0
Krátkodobý finanční majetek	1 019
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	4,08
Provozně nutná likvidita	0,20
Provozně nutný finanční majetek	50
<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>150</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>1 865</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 1, č. 2

Pracovní kapitál po úpravě provozně potřebných finančních prostředků činí 150 tis. Kč. Investovaný kapitál provozně nutný stanovený jako součet dlouhodobého majetku provozně nutného a pracovního kapitálu provozně nutného činí 1 865 tis. Kč.

**Tabulka 14: Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

Položka	Hodnota netto k 31. 12. 2012
	(tis. Kč)
Provozní výsledek hospodaření v původní výši	249
Vyloučení VH z prodeje majetku	-5
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>244</b>

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT a.s. 2009 – 2012, Příloha č. 3

Stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření vychází z provozního výsledku hospodaření uvedeného ve výkazu zisků a ztrát, který musí být upraven o náklady a výnosy nesouvisející s hlavní činností podniku. V roce 2012 společnost BRÁZDA-AUDIT, a.s. odprodala osobní automobil za 20 tis. Kč a zůstatková cena činila 15 tis. Kč, výsledek hospodaření z prodeje poté dosahuje částky 5 tis. Kč. Korigovaný provozní výsledek hospodaření po snížení o výsledek hospodaření z prodeje majetku činí 244 tis. Kč.

## 4.7 Finanční plán

Finanční plán je nezbytným podkladem pro stanovení hodnoty podniku, především v případě využití výnosových metod. Pro dané účely bude stanoven finanční plán zahrnující plánovanou rozvahu, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow ve zjednodušené agregované podobě. Vypracované výkazy budou podrobeny finanční analýze, která umožní posouzení očekávaného finančního zdraví společnosti.

Vytvoření finančního plánu předchází analýza a prognóza generátorů hodnoty neboli vybraných veličin, které významně ovlivňují hodnotu podniku. Jako podklad pro sestavení finančního plánu bude stanovena prognóza tržeb, provozní ziskové marže, pracovního kapitálu a investice do dlouhodobého majetku. Diskontní míra jako jeden z generátorů hodnoty bude stanovena v rámci výnosového ocenění a je předpokládána neomezená doba existence podniku.

## 4.7.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

### 4.7.1.1 Analýza a prognóza generátoru „tržby“

Analýza a prognóza tržeb pro roky 2013 až 2016, včetně prognózy pro druhou fázi existence podniku po roce 2016, vychází ze strategické analýzy, přesně analýzy vnitřního potenciálu v Tabulce č. 2, kde byly stanoveny předpokládané výkony (tržby). Očekávané průměrné tempo růstu pro prognózované období 2013 – 2016 činí 0,74%.

**Tabulka 15: Generátor „tržby“**

Období	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	minulá období						prognóza			
<b>Roční tempo růstu</b>	x	22%	-8%	45%	-9%	-2%	-2%	0%	1%	2%
<b>Průměrné tempo růstu *)</b>	7,76%						0,74%			
<b>Tržby</b>	1 362	1 667	1 526	2 217	2 011	1 979	1 940	1 939	1 966	1 999

\*) Průměrné tempo růstu stanoveno dle vzorce pro geometrický průměr

Zdroj: vlastní zpracování dle účetní závěrky BRÁZDA-AUDIT, a.s. 2009 – 2013, Tabulka č. 2

### 4.7.1.2 Analýza a prognóza generátoru „provozní zisková marže“

**Tabulka 16: Provozní zisková marže**

Položka	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	minulá období						prognóza			
<b>Roční tempo růstu tržeb</b>	x	22%	-8%	45%	-9%	-2%	-2%	0%	1%	2%
<b>Průměrné tempo růstu tržeb</b>	7,76%						0,74%			
<b>Tržby</b>	1 362	1 667	1 526	2 217	2 011	1 979	1 940	1 939	1 966	1 999
<b>Korigovaný provozní VH před odpisy*)</b>	x	1 124	338	622	270	528	518	517	525	533
<b>Průměrné tempo růstu VH</b>	x	-14%					0,74%			
<b>Zisková marže (z KPVH před odpisy)**)</b>	x	67%	22%	28%	13%	27%	27%	27%	27%	27%

\*) Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy pro minulá období = Provozní výsledek hospodaření – Tržby z prodeje dlouhodobého majetku + Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku + Odpisy

\*) Korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy v letech 2013 – 2016 = Tržby daného roku \* Provozní zisková marže

\*\*\*) Provozní zisková marže pro minulá období = Korigovaný provozní VH / Tržby

Zdroj: Tabulka č. 15, Příloha č. 3

Provozní zisková marže musí vycházet z korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy, které jsou stanoveny až v rámci generátoru „Investice do dlouhodobého majetku“.

Provozní zisková marže pro prognózovaná období 2013 až 2016 je ponechána na úrovni 27% z roku 2012, jelikož v daném roce společnost vykazuje na základě Porterovy analýzy stabilní konkurenční strukturu a nepředpokládá se její výrazná změna.

#### 4.7.1.3 Analýza a prognóza generátoru „pracovní kapitál“

**Tabulka 17: Pracovní kapitál provozně nutný**

Položka	Účetní období - hodnota v tis. Kč				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	347	337	337	341	347
Doba obratu pohledávek (dny)	63	63	63	63	63
Okamžitá likvidita (= kr. finanční majetek / oběžný majetek)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Provozně potřebný finanční majetek</b>	50	49	48	49	50
<b>Časové rozlišení aktivní</b>	3	3	3	3	3
<b>Krátkodobé závazky</b>	250	243	242	246	250
Doba obratu závazků (dny)	46	46	46	46	46
<b>Časové rozlišení pasivní</b>	0	0	0	0	0
<b>Pracovní kapitál</b>	150	146	146	148	150

\*) výše krátkodobých pohledávek a závazků je stanovena na základě doby obratu a tržeb (vzorec = prognóza tržeb / 365 / doba obratu)

\*\*) Doba obratu pohledávek a závazků pro roky 2013 – 2016 je na úrovni ukazatelů z roku 2012

\*\*\*) Provozně potřebný finanční majetek stanoven ve výši okamžité likvidity z krátkodobých závazků

Zdroj: Tabulka č. 10, č. 22

Pojetí generátoru „pracovní kapitál“ se výrazně liší od běžného pojetí ukazatele pracovního kapitálu v rámci výpočtů finanční analýzy. Zásadním rozdílem je, že se zde jednotlivé položky uvádějí pouze v rozsahu provozně nutném. Z tohoto důvodu bylo nutné snížení hodnoty krátkodobého finančního majetku, a to na úroveň doporučené okamžité likvidity ve výši 0,2.

Generátor je stanoven jako suma krátkodobých pohledávek, krátkodobého finančního majetku provozně nutného a časového rozlišení aktivního snížená o sumu krátkodobých závazků a časového rozlišení pasiv. V letech 2013 a 2014 lze pozorovat mírné snížení pracovního kapitálu, od roku 2015 se předpokládá zvýšení potřeby pracovního kapitálu.

#### 4.7.1.4 Analýza a prognóza generátoru „investice do provozně nutného dlouhodobého majetku“

Při stanovení generátoru „investice do provozně nutného dlouhodobého majetku“ se vychází z konkrétního investičního a odpisového plánu oceňované společnosti. Vzhledem k faktu, že se jedná o malou společnost, která má v současné době zajištěný potřebný dlouhodobý majetek, nepředpokládá se jeho změna ani v následujících 4 letech.

**Tabulka 18: Odpisy a investice do provozně nutného dlouhodobého majetku**

Položka	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
Účetní odpisy	284	244	244	228	228
Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku	15	0	0	0	0
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	0	0	0	0
Investice do dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0

Zdroj: Investiční a odpisový plán BRÁZDA-AUDIT a.s., Příloha č. 5

## 4.7.2 Projekce výkazů účetní závěrky

### 4.7.2.1 Projekce výkazu zisků a ztrát pro roky 2013 – 2016 v agregované podobě

**Tabulka 19: Projekce výkazu zisků a ztrát (2013 – 2016)**

Znak	Položka	Účetní stav za rok (v tis. Kč)				
		2012	2013	2014	2015	2016
a	b					
II	Výkony	1979	1940	1939	1966	1999
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1979	1940	1939	1966	1999
B	Výkonová spotřeba	816	800	799	811	824
+	Přidaná hodnota	1163	1140	1139	1155	1175
C	Osobní náklady	573	585	596	607	614
D	Daně a poplatky	19	19	19	19	19
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	284	244	244	228	228
	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	0	0	0	0
F	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	15	0	0	0	0
G	Změna stavu rezerv, oprav. položek, nákladů příštího období (+/-)	15	0	0	0	0
IV	Ostatní provozní výnosy	20	0	0	0	0
H	Ostatní provozní náklady	48	47	47	48	48
*	Provozní výsledek hospodaření	249	245	234	253	265
X	Výnosové úroky	6	5	5	5	5
N	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
O	Ostatní finanční náklady	4	4	4	4	4
*	Finanční výsledek hospodaření	2	1	1	1	1
Q	Daň z příjmů za běžnou činnost	54	47	45	48	51
	– splatná	54	47	45	48	51
	– odložená	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	197	199	190	206	216
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	197	199	190	206	216
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	251	246	235	254	266

Zdroj: Tabulka č. 2, č. 15, č. 18, č. 20, č. 21, Příloha č. 3

### Způsob stanovení položek v projekci výkazu zisků a ztrát:

- položka „Výkony“ je vzhledem k činnosti podniku tvořena pouze tržbami z prodeje a je stanovena na základě generátoru „Tržby“, který vychází ze strategické analýzy vnitřního potenciálu podniku v Tabulce č. 2;

- položka „*Výkonová spotřeba*“ vychází ze strategické analýzy vnitřního potenciálu podniku v Tabulce č. 2;
- položka „*Přidaná hodnota*“ je stanovena jako rozdíl plánovaných Výkonů a Výkonové spotřeby;
- položka „*Osobní náklady*“ (Tabulka č. 20), tvořena zejména mzdovými náklady, vychází z hodnoty z roku 2012 a je navyšována o hodnotu predikované inflace. Mzdové náklady jsou tvořeny převážně dohodami o provedení činnosti, proto zde není relevantní stanovit náklady na sociální a zdravotní pojištění ve výši 34%;

**Tabulka 20: Projekce položky „Osobní náklady celkem“**

Položka	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Míra inflace</i>	3,3%	2,1%	1,8%	2,0%	1,1%
<b>Osobní náklady celkem</b>	573	585	596	607	614

Zdroj: Výkaz zisků a ztrát BRÁZDA-AUDIT a. s., Příloha č. 2 Internetový zdroj [9E]

- položka „*Daně a poplatky*“ byla ponechána v konstantní výši z roku 2012;
- položka „*Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku*“ vychází z Investičního a odpisového plánu uvedeného v rámci generátoru „Investice do dlouhodobého majetku“ v Tabulce č. 18;
- položka „*Změna stavu rezerv, opravných položek a nákladů příštích období*“ je vzhledem k minimální výši v minulých letech, která nevyjadřuje žádný trend, ponechána v nulové hodnotě;
- položka „*Ostatní provozní výnosy*“ je vzhledem k neočekávanému charakteru a neexistenci závislosti na provozních tržbách ponechána v nulové hodnotě;
- položka „*Ostatní provozní náklady*“ je prognózována na základě procentního podílu k tržbám, který v roce 2012 dosahuje výše 2,43%;
- položka „*Výnosové úroky*“ byla pro následující prognózovaná období snížena o jednotku z důvodu neustálého poklesu úrokových měr bankovních účtu a dále ponechána v konstantní výši;
- položka „*Nákladové úroky*“ byla vzhledem k neexistenci úročených cizích zdrojů a nepředpokladu jejich vzniku ponechána v nulové výši;



- položka „*Ostatní finanční náklady*“ zahrnuje náklady na vedení bankovního účtu, u nichž se nepředpokládá výraznější změna, a proto byla ponechána v konstantní výši z roku 2012;

- položka „*Daň z příjmů*“ (Tabulka č. 21) byla prognózována na základě projekce daňové sazby pro roky 2013 – 2016, na základě které se předpokládá v konstantní výši 19%.

**Tabulka 21: Projekce daně z příjmů v letech 2013 – 2016**

Položka	Účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
Daň z příjmů právnických osob	19%	19%	19%	19%	19%

Zdroj: Internetový zdroj [1E]

#### 4.7.2.2 Projekce bilance (rozvahy) pro roky 2013 – 2016 v agregované podobě

**Tabulka 22: Projekce bilance (2013 – 2016)**

Znak	Položka	Účetní stav za rok (v tis. Kč)				
		2012	2013	2014	2015	2016
	<b>AKTIVA CELKEM (A + B + C + D)</b>	<b>3 084</b>	<b>3 276</b>	<b>3 466</b>	<b>3 675</b>	<b>3 895</b>
<b>B.</b>	Dlouhodobý majetek	1 715	1 471	1 227	999	771
<b>C.</b>	Oběžná aktiva	1 366	1 802	2 236	2 673	3 121
C. II.	Krátkodobé pohledávky	347	337	337	341	347
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	1019	1 465	1 900	2 332	2 774
	Krátkodobý finanční majetek provozně nutný	50	49	48	49	50
	Krátkodobý finanční majetek provozně nenutný	969	1417	1851	2283	2724
<b>D.</b>	Časové rozlišení celkem	3	3	3	3	3
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 084</b>	<b>3 276</b>	<b>3 466</b>	<b>3 675</b>	<b>3 895</b>
<b>A.</b>	Vlastní kapitál	2 834	3 033	3 224	3 429	3 645
A. I.	Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
A. II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy	400	400	400	400	400
A. IV.	Nerozdělený zisk minulých let	237	434	633	824	1 029
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	197	199	190	206	216
<b>B.</b>	Cizí zdroje	250	243	242	246	250
B. I.	Rezervy	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	250	243	242	246	250
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	Časové rozlišení	0	0	0	0	0

Zdroj: Tabulka č. 17, č. 18, č. 21, č. 23, Příloha č. 1, č. 2

#### Způsob stanovení položek v projekci výkazu bilance na straně aktiv:

- položka „*Dlouhodobý hmotný majetek*“ je stanovena na základě generátoru „Investice do dlouhodobého hmotného majetku“ (Tabulka č. 18), kdy jeho výše je stanovena snížením původní hodnoty o plánovanou korekci ve výši odpisů;
- položka „*Krátkodobé pohledávky*“ je převzata z generátoru „Pracovní kapitál“ v Tabulce č. 17, kde je výše pohledávek určena na základě předpokládané doby obratu pohledávek;
- položka „*Krátkodobý finanční majetek*“ je převzata z Projekce výkazu cash flow (výkaz peněžních toků) z položky „Konečný stav peněžních prostředků“ pro daný rok;
- položka „*Krátkodobý finanční majetek provozně nutný*“ je vzata z výpočtů v rámci generátoru „Pracovní kapitál“ v Tabulce č. 17, kde je jeho výše naplánována ve výši okamžité likvidity 0,2;
- položka „*Krátkodobý finanční majetek provozně nenutný*“ je určena jako přebytek nad výši provozně nutného finančního majetku;
- položka „*Časové rozlišení aktivní*“ zahrnuje pravidelně se opakující náklady příštích období a z tohoto důvodu byla ponechána pro následující roky ve výši roku 2012.

#### Způsob stanovení položek v projekci výkazu bilance na straně pasiv:

- položka „*Základní kapitál*“ je pro následující roky 2013 – 2016 ponechána ve výši 2 mil. Kč, jelikož společnost neplánuje snížení či snížení této položky;
- položka „*Kapitálové fondy*“ je stejně jako v minulých letech v nulové hodnotě;
- položka „*Zákonný rezervní fond*“ je ponechána ve stejné hodnotě, jelikož jeho výše splňuje nařízení o tvorbě zákonného rezervního fondu akciových společností;
- položka „*Nerozdělený zisk minulých let*“ je navyšována o celou hodnotu výsledku hospodaření běžného účetního období, jelikož vzhledem ke strategii společnosti se nepředpokládá výplata dividend;

- položka „Výsledek hospodaření běžného účetního období“ je převzatý z Projekce výkazu zisků a ztrát pro daný rok;
- položky „Rezervy“ a „Dlouhodobé závazky celkem“ jsou stejně jako v minulých letech v nulové hodnotě;
- položka „Krátkodobé závazky“ je převzata z generátoru „Provozní kapitál“ v Tabulce č. 17, kde je výše závazků stanovena na základě předpokládané doby obratu závazků;
- položka „Bankovní úvěry a výpomoci“ dosahují ve všech letech nulových hodnot, jelikož společnost nepředpokládá čerpání těchto cizích zdrojů;
- položka „Časové rozlišení pasivní“ je taktéž ponechána v nulové hodnotě.

#### 4.7.2.3 Projekce cash-flow (výkaz peněžních toků) pro roky 2013 – 2016 ve zjednodušeném vyjádření

**Tabulka 23: Projekce výkazu cash-flow (2013 – 2016)**

Položka	Účetní stav za rok (v tis. Kč)				
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Stav peněžních prostředků na začátku období</b>		<b>1 019</b>	<b>1 465</b>	<b>1 900</b>	<b>2 332</b>
<b>Zisk za účetní období před zdaněním</b>		<b>246</b>	<b>235</b>	<b>254</b>	<b>266</b>
Úprava o nepeněžní operace		0	0	0	0
Odpisy dlouhodobého majetku		244	244	228	228
Změna stavu krátkodobých pohledávek		10	0	-5	-6
Změna stavu krátkodobých závazků		-7	0	3	4
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost		-47	-45	-48	-51
<b>Provozní peněžní tok</b>		<b>446</b>	<b>434</b>	<b>433</b>	<b>442</b>
Investiční výdaje spojené s pořízením stálých aktiv		0	0	0	0
Zůstatková cena z prodeje stálých aktiv		0	0	0	0
<b>Investiční peněžní tok</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Zvýšení (snížení) střednědobých a dlouhodobých úvěrů		0	0	0	0
Zvýšení (snížení) ostatních dlouhodobých závazků		0	0	0	0
Zvýšení (snížení) vlastního kapitálu		0	0	0	0
<b>Finanční peněžní tok</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Čisté zvýšení (snížení) peněžních prostředků (+/-)</b>		<b>446</b>	<b>434</b>	<b>433</b>	<b>442</b>
Dividendová strategie (plánované výplaty dividend)		0	0	0	0
<b>Konečný stav peněžních prostředků</b>	<b>1 019</b>	<b>1 465</b>	<b>1 900</b>	<b>2 332</b>	<b>2 774</b>

Zdroj: Tabulka č. 17, č. 18, č. 19, č. 22

#### Způsob stanovení položek v projekci výkazu cash flow (výkaz peněžních toků):

- položka „Stav peněžních prostředků na začátku roku“ je převzata z Projekce bilance z položky „Krátkodobé finanční zdroje“, pro roky 2013 – 2016 odpovídá vždy konečnému stavu peněžních prostředků v předcházejícím roce;

- položka „*Výsledek hospodaření za běžné účetní období před zdaněním*“ je převzat z Projekce výkazu zisků a ztrát;
- položka „*Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku*“ odpovídá generátoru „Investice do dlouhodobého hmotného majetku“ v Tabulce č. 18, kde jsou stanoveny na základě Investičního a odpisového plánu společnosti;
- položka „*Úpravy o nepeněžní operace*“ vychází z projekce bilance a je stanovena jako součet změny stavu rezerv, změny časového rozlišení pasivního, změny stavu opravných položek snížený o změny stavu časového rozlišení aktivního;
- položky „*Změna stavu pohledávek*“ a „*Změna stavu závazků*“ vychází z generátoru „Pracovní kapitál“ v Tabulce č. 17 jako meziroční změna jejich výše s ohledem na přírůstek či úbytek finančních prostředků generovaných danou změnou;
- položka „*Zaplacená daň z příjmů z běžné činnosti*“ je vzata z Projekce výkazu zisků a ztrát, kde je vypočítána na základě predikované daně z příjmů právnických osob;
- suma výše uvedených položek tvoří „*Provozní peněžní tok*“;
- položka „*Investiční provozní tok*“ vychází z „*Výdajů spojených s pořízením stálých aktiv*“ a ze „*Zůstatkové ceny z prodeje stálých aktiv*“, kde jsou údaje vyplněny v souladu s Investičním a odpisovým plánem oceňované společnosti;
- položka „*Finanční peněžní tok*“ je v souladu se strategií oceňované společnosti ve všech letech v nulové hodnotě;
- položka „*Dividendová strategie*“ je ve všech letech v nulové výši, jelikož společnost neplánuje žádné vyplácení dividend;
- položka „*Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků*“ je stanovena jako suma cash flow z provozní, investiční a finanční činnosti;
- položka „*Konečný stav peněžních prostředků*“ je dopočtena jako součet položky „Stav peněžních prostředků na počátku roku“ a „Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků“ snížená o výplatu plánovaných dividend.

### 4.7.3 Finanční analýza projektovaných (plánovaných) výkazů

Vzhledem k rozsáhlosti tradičních ukazatelů finanční analýzy bude pro hodnocení finančního zdraví projektovaných výkazů provedena souhrnná analýza syntézou vybraných poměrových ukazatelů s využitím Altmanova bankrotního modelu, který umožní posoudit finanční perspektivu podniku či naopak ohrožení bankrotem.

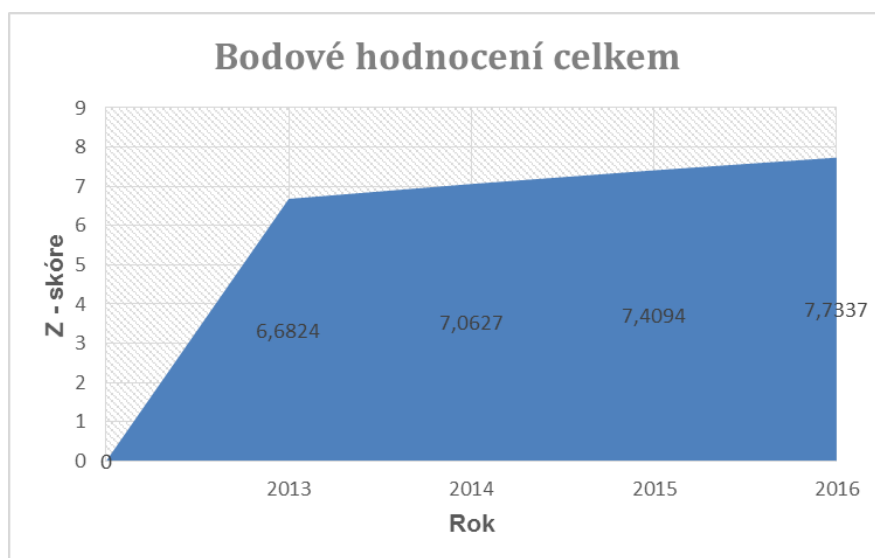
**Tabulka 24: Altmanův bankrotní model pro účetní období 2013 – 2016 (Z - skóre)**

Ukazatel	* koeficient	Bodové hodnocení účetního období			
		2013	2014	2015	2016
Čistý pracovní kapitál / aktiva celkem	0,717	0,3413	0,4124	0,4736	0,5285
Nerozdělené zisky / aktiva celkem	0,847	0,2672	0,2990	0,3294	0,3577
EBIT / aktiva celkem	3,107	0,2325	0,2097	0,2140	0,2114
Vlastní kapitál / cizí zdroje	0,42	5,2503	5,5833	5,8586	6,1239
Tržby / aktiva celkem	0,998	0,5911	0,5583	0,5338	0,5122
<b>Bodové hodnocení celkem</b>		<b>6,6824</b>	<b>7,0627</b>	<b>7,4094</b>	<b>7,7337</b>
<b>Pásmo podniku</b>		<b>prosperita</b>	<b>prosperita</b>	<b>prosperita</b>	<b>prosperita</b>

\*) Hodnocení pásma podniku: je-li  $Z < 1,20$  ... pásmo bankrotu, je-li  $1,20 < Z < 2,90$  ... pásmo šedé zóny, je-li  $Z > 2,90$  ... pásmo prosperity

Zdroj: vlastní zpracování dle projekce výkazů BRÁZDA-AUDIT a.s. 2013 – 2016, Tabulka č. 19, č. 22

**Graf 3: Altmanův bankrotní model pro účetní období 2013 – 2016**



Na základě Altmanova bankrotního modelu lze vypočítat trend neustálého zvyšování Z-skóre společnosti, což ukazuje na dobré budoucí výsledky společnosti. Společnost se ve všech letech nachází v pásmu prosperity a vzhledem k rostoucí tendenci bodového hodnocení se neočekávají problémy s finančním zdravím společnosti. V následujících letech se tedy není nutné obávat ohrožení nepřetržité existence podniku, což je důležitý předpoklad pro ocenění podniku.

## **4.8. Ocenění podniku BRÁZDA-AUDIT a.s.**

### **4.8.1 Volba metod pro ocenění podniku**

Kategorie tržní hodnoty si žádá velmi objektivní přístup, který vede k vymezení vhodných použitelných metod pro stanovení této hodnoty. Nejvhodnější metodou pro tuto kategorii je využití metod tržního porovnání, které jsou ovšem vzhledem k velikosti oceňované společnosti a omezené velikosti a transparentnosti trhu České republiky téměř nepraktikovatelné.

Stanovení tržní hodnoty podniku bude pro účely diplomové práce provedeno metodami založenými na analýze výnosů. Pro doplnění informací o hodnotě podniku bude provedena neúplná substanční metoda. V závěru bude provedeno souhrnné ocenění neboli porovnání výsledků jednotlivých metod a určení tržní hodnoty podniku.

### **4.8.2 Výnosové metody ocenění podniku**

Výnosové metody ocenění jsou založeny na úvaze, že tržní hodnotu podniku je možno určit diskontováním očekávaných výnosů neboli reálných příjmů.

Z výnosových metod bude použita metoda ocenění DCF entity dvoufázová neboli metoda diskontovaných peněžních toků pro vlastníky i věřitele a metoda ekonomické přidané hodnoty EVA. Pro stanovení dolní meze ocenění bude provedena metoda kapitalizovaných čistých výnosů pomocí paušální metody. Tato hodnota však bude mít pouze doplňkový charakter, výsledná tržní hodnota bude vymezena ve výši ocenění metodou DCF entity.

#### 4.8.2.1 Ocenění metodou DCF entity (diskontovaných peněžních toků)

##### *4.8.2.1.1 Stanovení volných peněžních toků FCFE (peněžní toky pro vlastníky a věřitele)*

Nejprve jsou stanoveny volné peněžní toky FCFE pro jednotlivá období první čtyřleté fáze (roky 2013 – 2016). Dalším krokem je stanovení pokračující hodnoty, též známé jako reziduální hodnoty, která se určuje od konce první fáze do nekonečna. Pokračující hodnota je stanovena použitím parametrického vzorce.

**Tabulka 25: Stanovení průměrného tempa růstu**

Položka	Účetní období			
	2013	2014	2015	2016
Prognózované výkony (tržby)	1 940 tis. Kč	1 939 tis. Kč	1 966 tis. Kč	1 999 tis. Kč
Růst výkonů (tržeb)	-1,96%	-0,07%	1,39%	1,68%
<b>Průměrné tempo růstu *)</b>	<b>0,74%</b>			

\*) vypočteno geometrickým průměrem výkonů (tržeb) za období 2013 až 2016

Zdroj: Tabulka č. 15

Průměrné tempo růstu vychází z analýzy a prognózy generátoru „Tržby“, který umožňuje stanovit meziroční růst prognózovaných tržeb pro roky 2013 – 2016. Na základě těchto změn je vypočítáno geometrickým průměrem průměrné tempo růstu, které je nezbytné pro výpočet pokračující (reziduální hodnoty).

**Tabulka 26: Podklady pro stanovení volných peněžních toků FCFF**

Položka	Účetní období				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	
Dlouhodobý majetek	1471	1227	999	771	777
Upravený pracovní kapitál	146	146	148	150	151
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>1617</b>	<b>1373</b>	<b>1147</b>	<b>921</b>	<b>928</b>
Korigovaný provozní VH	252	241	260	272	274
<b>Korigovaný provozní VH po zdanění (NOPAT)</b>	<b>204</b>	<b>195</b>	<b>211</b>	<b>220</b>	<b>222</b>

Zdroj: Tabulka č. 17, č. 22

Při stanovení volných peněžních toků FCFF se vychází z korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění, který zároveň odpovídá výsledku hospodaření NOPAT používaného v metodě ekonomické přidané hodnoty EVA.

**Tabulka 27: Volné peněžní toky FCFF pro 1. fázi (roky 2013 - 2016) v tis. Kč**

Položka	Účetní období			
	2013	2014	2015	2016
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>252</b>	<b>241</b>	<b>260</b>	<b>272</b>
Daň z příjmů právnických osob	48	46	49	52
<b>Korigovaný provozní VH po zdanění (NOPAT)</b>	<b>204</b>	<b>195</b>	<b>211</b>	<b>220</b>
Odpisy dlouhodobého majetku	244	244	228	228
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	0	0	0	0
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-4	0	2	2
<b>Volný peněžní tok FCFF</b>	<b>444</b>	<b>439</b>	<b>441</b>	<b>451</b>

Zdroj: Tabulka č. 20, č. 21, č. 23, č. 28

Postup stanovení volných peněžních toků FCFF pro 1. fázi:

- položka „*Daň z příjmů právnických osob*“ vychází z prognózované sazby daně z příjmů právnických osob v Tabulce č. 21;

- položka „Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění“ je dopočten jako rozdíl Korigovaného provozního výsledku hospodaření a daně z příjmů právnických osob;
- položka „Úpravy o nepeněžní operace“ vychází ze změny rezerv, které jsou v oceňovaném podniku ve všech prognózovaných letech v nulové hodnotě;
- položky „Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku“ a „Investice do provozně nutného pracovního kapitálu“ je stanoven jako meziroční změna daných položek na základě Tabulky č. 26;
- položka „Volný peněžní tok FCFF“ vychází z Korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění, který se zvýší o plánované odpisy a zvýší či sníží o meziroční změny v položkách „Úpravy o nepeněžní operace“, „Investice do provozně nutného pracovního kapitálu“ a „Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku“.

**Tabulka 28: Pokračující hodnota pro 2. fázi (reziduální hodnota)**

Položka	Hodnota
Průměrné tempo růstu *)	0,74%
Míra investic netto do dlouhodobého majetku a prac. Kapitálu **)	3,08%
Rentabilita investic netto ***)	24,11%
<b>FCFF 2017</b>	<b>215 tis. Kč</b>
<b>Pokračující hodnota - parametrický vzorec</b>	<b>1 640 tis. Kč</b>

\*) průměrné tempo růstu je stanoveno v Tabulce č. 25

\*\*\*) míra investic = (investovaný kapitál pro 2. fázi – investovaný kapitál r. 2016) / korigovaný provozní VH po zdanění

\*\*\*) rentabilita investic netto = průměrné tempo růstu / míra investic netto

Zdroj: Tabulka č. 23, č. 24

Postup stanovení výpočtu pokračující hodnoty:

- položka „FCFF pro rok 2017“ je vypočtena z Korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění, který je upraven o změny v provozně nutném investovaném kapitálu (hodnota pro 2. fázi – hodnota pro rok 2016);
- položka „Pokračující hodnota“ je stanovena prostřednictvím parametrického vzorce pro stanovení reziduální hodnoty =  $[KPV_{t+1} * (1 - \text{tempo růstu} / \text{rentabilita investic netto})] / (\text{WACC} - \text{tempo růstu})$ .



#### 4.8.2.1.2 Stanovení diskontní míry pomocí průměrných vážených nákladů na kapitál WACC

Volné peněžní toky FCFF je nutné diskontovat na současnou hodnotu pomocí diskontní míry. Díky tomu je stanovení diskontní míry jedním z nejdůležitějších kroků v přípravě samotného ocenění, jelikož do výrazné míry ovlivňuje konečnou hodnotu podniku.

Stanovení nákladů na kapitál WACC probíhá v několika krocích. Nejprve je nutné určit náklady na vlastní kapitál a poté náklady na cizí kapitál, kdy výsledkem těchto dvou typů nákladů získáme průměrné vážené náklady na kapitál WACC.

Váhy vlastního a cizího kapitálu jsou stanoveny na základě odhadu poměru úročeného cizího kapitálu a tržní hodnoty vlastního kapitálu, který se přesně stanovuje až v souvislosti s oceněním. Pro určení nákladů na vlastní kapitál bude použita metoda CAPM neboli model oceňování kapitálových aktiv. Zde se opět setkáváme s problémem kapitálového trhu, kdy je v České republice velmi obtížné splnit podmínky pro stanovení CAPM. Z tohoto důvodu se některé položky stanovují na základě údajů pro USA a vycházejí z informací publikovaných na webových stránkách A. Damodarana.

Celosvětově využívaný model CAPM je založen na stanovení střední očekávané výnosnosti akcie, která je stanovena jako součet výnosnosti bezrizikových aktiv a očekávané výnosnosti kapitálového trhu, která se násobí koeficientem Beta.

**Tabulka 29: Náklady vlastního kapitálu metodou CAPM**

Položka	Účetní období				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	
Bezriziková úroková míra - rf (výnosnost 15-letých státních dluhopisů)	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%	4,70%
Beta koeficient (nezadlužený) pro dané odvětví	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Riziková prémie trhu České republiky	7,28%	7,28%	7,28%	7,28%	7,28%
Vliv inflace	2,10%	1,80%	2,00%	1,10%	1,10%
Riziková přírážka za menší společnost	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Riziková přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Riziková přírážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Poměr úročeného cizího kapitálu a tržní hodnoty vlastního kapitálu	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Sazba daně z příjmů právnických osob	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Beta koeficient (zadlužený) pro dané odvětví	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
<b>Náklady vlastního kapitálu (metoda CAPM)</b>	<b>14,86%</b>	<b>14,56%</b>	<b>14,76%</b>	<b>13,86%</b>	<b>13,86%</b>

Zdroj: Tabulka č. 20, č. 21, Internetové zdroje [5E], [6E], [8E]

### Způsob stanovení položek v modelu CAPM:

- položka „*Bezriziková úroková míra – rf*“ je ve výši výnosnosti 15-letých státních dluhopisů, která dle Ministerstva financí ČR činí 4,07%;
- položka „*Beta koeficient nezadlužený*“ je stanoven metodou analogie s využitím průměrného Beta pro odvětví finančních služeb na základě údajů A. Damodarana;
- položka „*Riziková prémie trhu*“ je stanovena dle údajů A. Damodarana vyjadřující Rating České republiky (A1) a celkovou rizikovost trhu na úrovni 7,28%;
- položka „*Inflace*“ vychází z makroekonomické predikce Ministerstva financí ČR uvedené v Tabulce č. 20;
- položka „*Riziková přirážka za malou společnost*“ je stanovena na základě vlastního odhadu na úrovni 2,5%, dle prof. Maříka se pohybuje v úrovni do 3%;
- položka „*Riziková přirážka pro společnosti s nejasnou budoucností*“ je ponechána v nulové hodnotě, jelikož finanční analýza projektovaných výkazů provedena Altmanovým bankrotním modelem označila oceňovanou společnost za perspektivní bez ohrožení budoucí existence;
- položka „*Riziková přirážka za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů*“ je dle vlastního uvážení stanovena ve výši 2%;
- položka „*Sazba daně z příjmů právnických osob*“ je stanovena na základě makroekonomické predikce uvedené v Tabulce č. 20;
- položka „*Beta koeficient zadlužený*“ vychází z nezadlužené bety, která se upravuje o poměr úročeného cizího kapitálu a tržní hodnoty vlastního kapitálu a sazbou daní z příjmů právnických osob;
- položka „*Náklady vlastního kapitálu CAPM*“ jsou vypočteny na základě vzorce:  
$$Nvk = rf + beta * (riziková\ prémie\ země + inflace + rizikové\ přirážky).$$

**Tabulka 30: Průměrné vážené náklady kapitálu WACC**

Položka	Účetní období			
	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál + rezervy	3 033 tis. Kč	3 224 tis. Kč	3 429 tis. Kč	3 645 tis. Kč
Náklady na vlastní kapitál CAPM	14,86%	14,56%	14,76%	13,86%
Úročený cizí kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
Sazba daně z příjmů právnických osob	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na cizí kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Celkový úročený kapitál	3 033 tis. Kč	3 224 tis. Kč	3 429 tis. Kč	3 645 tis. Kč
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>	<b>14,86%</b>	<b>14,56%</b>	<b>14,76%</b>	<b>13,86%</b>

Zdroj: Tabulka č. 22, č. 25, č. 29

#### Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu WACC:

- společnost BRÁZDA-AUDIT a.s. v prognózovaných obdobích 2013 – 2016 nepředpokládá existenci žádných úročených cizích závazků, závazky jsou tvořeny pouze krátkodobými závazky z obchodní činnosti, které považujeme za neúročené, položka „Náklady na cizí kapitál“ je z tohoto důvodu ve výši 0,00%;
- položka „Celkový úročený kapitál“ je stanoven jako suma položek „Vlastní kapitál + rezervy“ a „Cizí úročený kapitál“;
- položka „Průměrné vážené náklady kapitálu WACC“ tedy odpovídají výši položky „Náklady na vlastní kapitál“.

#### 4.8.2.1.3 Stanovení tržní hodnoty podniku metodou DCF

Na základě výpočtu volných peněžních toků FCFF a průměrných vážených nákladů kapitálu WACC je stanovena přímo tržní hodnota podniku, která se vypočte jako suma diskontovaných peněžních toků FCFF pro první fázi a pokračující hodnoty. K této hodnotě se dále připočítává hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění, jež jsou v oceňované společnosti tvořeny provozně nutnými finančními prostředky (peníze v pokladně a peníze na bankovním účtu).

**Tabulka 31: Stanovení tržní hodnoty podniku metodou DCF entity**

Rok	WACC	FCFF	Diskontní faktor*)	Současná hodnota FCFF
2012	14,86%	452	0,871	394
2013	14,56%	439	0,762	335
2014	14,76%	437	0,662	289
2016	13,86%	446	0,595	265
2. fáze	13,86%	1 640	0,595	976
<b>Celková hodnota obchodního jmění brutto</b>				<b>2259</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění				0
<b>Tržní hodnota obchodního jmění netto</b>				<b>2259</b>
Tržní hodnota provozně nenutných aktiv k datu ocenění				969
<b>Tržní hodnota podniku celkem</b>				<b>3228</b>

\*) Diskontní faktor dle vzorce =  $1 / (1 + WACC \cdot t)^n$   
 Diskontní faktor pro pokračující fázi = diskontní faktor pro 2016

Zdroj: Tabulka č. 27, č. 28, č. 30, č. 34

*Současná hodnota volných peněžních toků FCFF je vypočítána diskontováním FCFF pro jednotlivé roky prostřednictvím průměrných nákladů kapitálu WACC. WACC pro pokračující fázi jsou ponechány na úrovni z roku 2016. Celková hodnota obchodní jmění brutto se stanoví jako suma současných hodnot FCFF pro 1. a 2. fázi.*

Po snížení hodnoty brutto o hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění je získána tržní hodnota podniku netto, která činí 2 259 tis. Kč. Tuto hodnotu je dále nutné zvýšit o současnou hodnotu provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku ve výši 969 tis. Kč. Tržní hodnota podniku celkem poté činí 3 228 tis. Kč.

#### 4.8.2.2 Ocenění metodou ekonomické přidané hodnoty EVA / MVA

Metoda EVA entity čerpá z účetního výsledku hospodaření, přesto při dodržení určitých pravidel vede ke stejným výsledkům, které jsou dosaženy v rámci využití metody DCF entity neboli metody na bázi peněžních toků.

V rámci těchto pravidel musí platit, že u obou metod se vychází z korigovaného výsledku hospodaření NOPAT a ze stejných průměrných vážených nákladů kapitálu WACC. Net operating assets neboli NOA využívané v metodě EVA odpovídá hodnotě provozně nutného investovaného kapitálu v metodě DCF. Pokud jsou míněná pravidla splněna, je zřejmé, že EVA je v tomto případě pouze jiným způsobem výpočtu metody DCF a tržní hodnota podniku si je v obou metodách rovna.

**Tabulka 32: Podklady pro ocenění metodou EVA / MVA**

Položka	Účetní období					2. fáze
	2012	2013	2014	2015	2016	
Provozně nutný investovaný kapitál (NOA)	1 865	1 617	1 373	1 147	921	928
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	x	14,86%	14,56%	14,76%	13,86%	13,86%
WACC x NOA <sub>t-1</sub>	x	277	235	203	159	128
Korigovaný VH po zdanění (NOPAT)	197	204	195	211	220	222
Ekonomická přidaná hodnota (EVA) *)	x	-73	-40	8	61	94

\*)  $EVA = NOPAT_t - WACC_t * NOA_{t-1}$

Zdroj: Tabulka č. 26, č. 28, č. 30, č. 31

Postup stanovení ekonomické přidané hodnoty EVA:

- položka „*Provozně nutný investovaný kapitál (NOA)*“ odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu stanoveného v Tabulce č. 26 pro výpočet hodnoty metodou DCF entity;
- položka „*Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)*“ odpovídají WACC pro metodu DCF entity v Tabulce č. 30, přičemž WACC pro 2. fázi jsou ponechány na úrovni z roku 2016;
- položka „*WACC x NOA*“ je vypočtena vynásobením WACC daného roku a NOA předchozího roku;
- položka „*Korigovaný VH po zdanění (NOPAT)*“ odpovídá hodnotám korigovaného výsledku hospodaření pro výpočet hodnoty metodou DCF entity v Tabulce č. 27;
- položka „*Ekonomická přidaná hodnota (EVA)*“ je vypočtena dle vzorce:

$$EVA = NOPAT_t - WACC_t * NOA_{t-1}$$

**Tabulka 33: Stanovení pokračující hodnoty pro 2. fázi**

Položka	Hodnota
Tempo růstu*)	0,74%
Průměrné vážené náklady kapitálu WACC	13,86%
<b>EVA pro 2. fázi</b>	<b>94 tis. Kč</b>
<b>Pokračující hodnota</b>	<b>719 tis. Kč</b>

Zdroj: Tabulka č. 25, č. 30, č. 32

Položka „*Pokračující hodnota*“ vychází z hodnoty EVA pro 2. fázi, která je diskontována průměrnými váženými náklady kapitálu WACC pro 2. fázi sníženými o průměrné tempo růstu stanovené v Tabulce č. 25. Pokračující hodnota činí 719 tis. Kč.

**Tabulka 34: Stanovení tržní hodnoty podniku metodou EVA / MVA**

Rok	WACC	EVA	Diskontní faktor	Diskontovaná EVA
2012	14,86%	-73	0,871	-64
2013	14,56%	-40	0,762	-31
2014	14,76%	8	0,662	5
2016	13,86%	61	0,595	37
2. fáze	13,86%	719	0,595	447
<b>Tržní přidaná hodnota (MVA)</b>				<b>394</b>
<b>Provozně nutný investovaný kapitál v roce 2012 (NOA)</b>				<b>1 865</b>
<b>Výsledná tržní hodnota obchodního jmění (brutto)</b>				<b>2259</b>
<b>Úročený cizí kapitál k datu ocenění vztahující se k hlavní činnosti</b>				<b>0</b>
<b>Výsledná tržní hodnota čistého obchodního jmění (netto)</b>				<b>2259</b>
<b>Tržní hodnota provozně nenutných aktiv k datu ocenění</b>				<b>969</b>
<b>Tržní hodnota podniku celkem</b>				<b>3228</b>

Zdroj: Tabulka č. 30, č. 32, č. 33, č. 34

„*Diskontovaná EVA*“ neboli přepočtení hodnot EVA na současnou hodnotu byl proveden stejně jako v metodě DCF entity úpravou hodnoty EVA diskontními faktory. „*Pokračující hodnota*“, která byla stanovena v Tabulce č. 33, byla diskontována diskontním faktorem na úrovni roku 2016. „*Tržní přidaná hodnota (MVA)*“, která je dopočtena jako suma diskontovaných hodnot EVA pro jednotlivé roky 1. fáze a pokračující hodnoty, činí 2 259 tis. Kč.

„*Výsledná tržní hodnota obchodního jmění brutto*“ je součtem MVA a hodnoty NOA z roku 2012. Z výše uvedených hodnot lze vyčíst, že podnik očekává navýšení tržní hodnoty v budoucnosti o 394 tis. Kč. „*Výsledná tržní hodnota čistého obchodního jmění netto*“ činí 2 259 tis. Kč. Po navýšení o tržní hodnotu provozně nenutných aktiv k datu ocenění činí „*Tržní hodnota podniku celkem*“ 3 228 tis. Kč.

#### 4.8.2.2 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Při ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů je přímo stanovena hodnota obchodního jmění netto prostřednictvím diskontování tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu. Trvale odnímatelný výnos vyjadřuje část výsledku hospodaření, kterou je možno odebrat, aniž by bylo ohroženo majetkové jádro podniku. Podstatou metody je předpoklad, že v budoucnosti bude podnik schopen docílit stejného či vyššího trvale odnímatelného čistého výnosu jako v minulosti.

Výnosová hodnota podniku bude stanovena paušální metodou, kdy se neprovádí prognóza budoucích výsledků a neberou se v úvahu další růstové možnosti. V tomto

případě lze ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů brát jako dolní mez ocenění.

**Tabulka 35: Upravené výsledky hospodaření pro metodu KČV**

Položka	Účetní stav za rok (v tis. Kč)			
	2009	2010	2011	2012
Výsledek hospodaření před zdaněním	6	379	50	251
(+) Odpisy	284	241	220	284
(-) Finanční výnosy	-4	-4	-8	-6
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	0	0	0	-20
(+) Zůst. cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	15
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0
<b>Upravený výsledek hospodaření (UVH)</b>	<b>286</b>	<b>616</b>	<b>262</b>	<b>524</b>

Zdroj: Příloha č. 3

Upravený výsledek hospodaření vychází z výsledku hospodaření před zdaněním, který je navýšen o odpisy, ponížen o finanční výnosy a o výsledek hospodaření z prodeje dlouhodobého majetku.

**Tabulka 36: Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů**

Položka	Účetní stav za rok (v tis. Kč)				
	2009	2010	2011	2012	Celkem
Upravený výsledek hospodaření před zdaněním a odpisy	286	616	262	524	x
Cenový index řetězový *)	1,010	1,015	1,019	1,033	x
Cenový index bazický vztažený k roku 2012 **)	0,936	0,950	0,968	1,000	x
Upravený výsledek hospodaření o inflaci	306	648	271	524	x
Váhy pro jednotlivá období	1	2	3	4	10
Upravený výsledek hospodaření po inflaci * váhy (UVHi)	306	1 297	812	2 096	4 510
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní a odpisy (= UVHi / váhy celkem)					451
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní					167
Daň z příjmů právnických osob 19% ***)					32
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani					135
Kalkulovaná úroková míra snižená o předpokládanou dlouhodobou inflaci ****)					12,76%
<b>Výnosová hodnota vlastního kapitálu (netto)</b>					<b>1 060</b>
Hodnota provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění					969
<b>Hodnota vlastního kapitálu celkem</b>					<b>2 029</b>

\*) Cenový index řetězový vychází z inflace pro jednotlivé roky zveřejněné Českým statistickým úřadem, zdroj [4E]

\*\* Cenový index bazický vychází z indexů řetězových vztažených k roku ocenění 2012

\*\*\*) Sazba daně z příjmů vychází z predikce sazby daně z příjmů pro rok 2013

\*\*\*\*) Kalkulovaná úroková míra vychází z výpočtu WACC pro rok 2013, která je dále snižena o předpokládanou dlouhodobou inflaci na úrovni roku 2013

Zdroj: Tabulka č. 21, č. 29, č. 30, č. 37, Internetový zdroj [4E]

Trvale odnímatelný čistý výnos se stanoví jako vážený průměr upravených výsledků hospodaření a vah, které vyjadřují význam čistého výnosu daného roku při stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu.

Trvale odnímatelný čistý výnos před daní je pro výpočet daně nutné snížit o hodnotu odpisů ve výši vykázané v roce 2012, ze kterého se vypočítá daň z příjmu právnických osob ve výši 19%. Zdaněný trvale odnímatelný čistý výnos je diskontován pomocí kalkulované úrokové míry snížené o dlouhodobou inflaci prostřednictvím vzorce pro věčnou rentu.

Výnosová hodnota vlastního kapitálu netto dosahuje výše 1 060 tis. Kč. Po přičtení hodnoty provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění činí hodnota vlastního kapitálu celkem 2 029 tis. Kč.

#### 4.8.3 Ocenění provozně nepotřebných aktiv

Ve společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. se vyskytl pouze provozně nepotřebný krátkodobý finanční majetek, kdy se jedná o peněžní prostředky v pokladně a na bankovním účtu. Pro účely ocenění se peněžní prostředky započítávají v nominálních hodnotách, které jsou uvedeny v účetních výkazech.

**Tabulka 37: Ocenění provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku**

Položka	Hodnota ke dni ocenění
Krátkodobý finanční majetek	1019
Krátkodobý finanční majetek provozně nutný *)	50
<b>Krátkodobý finanční majetek provozně nenuitný</b>	<b>969</b>

\*) Krátkodobý finanční majetek provozně nutný = krátkodobé závazky k 31. 12. 2012 \* pohotová likvidita na úrovni 0,2

Zdroj: Tabulka č.13, č. 22

#### 4.8.4 Ocenění neúplnou substanční metodou na principu reprodukčních cen

Použití substanční metody v rámci stanovení tržní hodnoty u podniku BRÁZDA-AUDIT, a.s. zaujímá pouze doplňkový charakter, hlavní ocenění je provedeno výnosovými metodami. Pro daný účel je na základě předpokladu „going concern“ vybrána substanční metoda na principu reprodukčních cen.

Substanční hodnota podniku brutto je stanovena jako souhrn individuálních ocenění jednotlivých položek aktiv s využitím různých doporučených metod, především koeficientů upravujících účetní hodnotu. Pro zjištění substanční hodnoty



netto je nutné hodnotu brutto snížit o reálnou hodnotu závazků. Rozdíl mezi oceněním na základě výnosů a substanční hodnotou je přikládán vlivu goodwillu.

Někteří znalci využívají metodu střední hodnoty, kdy je hodnota podniku stanovena jako průměr výnosové metody a metody substanční. Tato metoda nebude v této diplomové práci použita, jelikož dle názoru autora tento postup nemůže vyjádřit skutečnou tržní hodnotu podniku, jedná se o ničím nepodložený mechanický výpočet.

**Tabulka 38: Substanční ocenění na principu reprodukčních cen**

AKTIVA CELKEM		31. 12. 2012			Tržní hodnota k 31. 12. 2012 (tis. Kč)
a	b	brutto	korekce	netto	
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>5 255</b>	<b>-2 171</b>	<b>3 084</b>	<b>1 825</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>3 871</b>	<b>-2 156</b>	<b>1 715</b>	<b>523</b>
<b>B. I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>3 182</b>	<b>-1 909</b>	<b>1 273</b>	<b>0</b>
	Ocenitelná práva	3 182	-1 909	1 273	0
<b>B. II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>689</b>	<b>-247</b>	<b>442</b>	<b>523</b>
	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	689	-247	442	523
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>1 381</b>	<b>-15</b>	<b>1 366</b>	<b>1 299</b>
<b>C. III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>362</b>	<b>-15</b>	<b>347</b>	<b>280</b>
<b>C.</b>					
<b>IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>1 019</b>	<b>0</b>	<b>1 019</b>	<b>1 019</b>
	Peníze	73	0	73	73
	Účty v bankách	946	0	946	946
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení aktivní</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
	Náklady příštích období	3	0	3	3
<b>CIZÍ ZDROJE A ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>				<b>31. 12. 2012</b>	Tržní hodnota k 31. 12. 2012 (tis. Kč)
a	b			netto	
	<b>CELKEM CIZÍ ZDROJE a ČASOVÉ ROZLIŠENÍ</b>			<b>250</b>	<b>250</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>			<b>250</b>	<b>250</b>
<b>B. I.</b>	<b>Rezervy</b>			<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B. III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>			<b>250</b>	<b>250</b>
<b>B.</b>					
<b>IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>			<b>0</b>	<b>0</b>
<i>Vlastní kapitál (metoda na bázi účetních cen)</i>				<b>2 834</b>	
<b>Tržní hodnota společnosti (substanční metoda)</b>					<b>1 575</b>

Zdroj: vlastní zpracování na základě výkazů společnosti BRÁZDA-AUDIT, a.s., Příloha č. 6, č. 7., č. 8

*Ocenění samostatných movitých věcí, které ve společnosti BRÁZDA-AUDIT a.s. zahrnuje 3 osobní automobily a další běžné kancelářské vybavení, je provedeno na základě uznávaných postupů mezi znaleckou obcí.*

V současné době neexistuje v České republice zákon, který by závazně vymezoval postup oceňování movitého majetku. Ocenění vychází z výchozí ceny samostatné movité věci, která je přeceněna s ohledem na technický stav a situaci

na trhu. Přecenění je provedeno s pomocí koeficientů vyjadřující základní amortizaci (kza), technický stav (kth), technické shodnosti (kts), inflace (kin), změny kurzu měny (kzk) a koeficientu prodejnosti (kpr). Použití těchto koeficientů je závislé na způsobu stanovení výchozí hodnoty, tj. zda znalec vychází z historické ceny věci či naopak z pořizovací ceny nového stroje. Ocenění samostatných movitých věcí je uvedeno v Příloze č. 6 a 7.

*Ocenění pohledávek* vychází z účetní hodnoty, jejíž výše je upravena pomocí diskontního faktoru, který zohledňuje případná rizika spojená se splacením pohledávky. Nejdůležitějšími faktory je doba po splatnosti pohledávky a bonita dlužnického subjektu, dle kterých jsou pohledávky rozříděny do hodnotících kategorií. Výsledná hodnota pohledávky může být dále ovlivněna právním stavem dokumentů či typem zajištění pohledávky. Substanční ocenění pohledávek je uvedeno v příloze č. 8.

*Přecenění krátkodobého finančního majetku*, který je v oceňované společnosti tvořen penězi na pokladně a bankovním účtu, se neprovádí, hodnoty jsou převzaty z účetních výkazů.

*Položky časového rozlišení* jsou ponechány v účetních hodnotách, jelikož se jedná o nízké, z pohledu podniku nevýznamné, částky.

Položky pasiv, resp. *cizích zdrojů*, zahrnují *krátkodobé závazky*, jejichž hodnoty byly též ponechány v účetních hodnotách.

#### **4.8.5 Souhrnné ocenění (komparace jednotlivých výsledků ocenění)**

Ocenění podniku je zpravidla založeno na více metodách, přičemž jednotlivé výsledky se mohou výrazně odlišovat. Hodnota podniku bývá zpravidla vyjádřena bodovým odhadem neboli jedinou hodnotou, ale někteří znalci využívají intervalového rozpětí, kdy je na základě subjektivně stanovené odchylky k výsledné hodnotě určena horní a dolní mez ocenění.

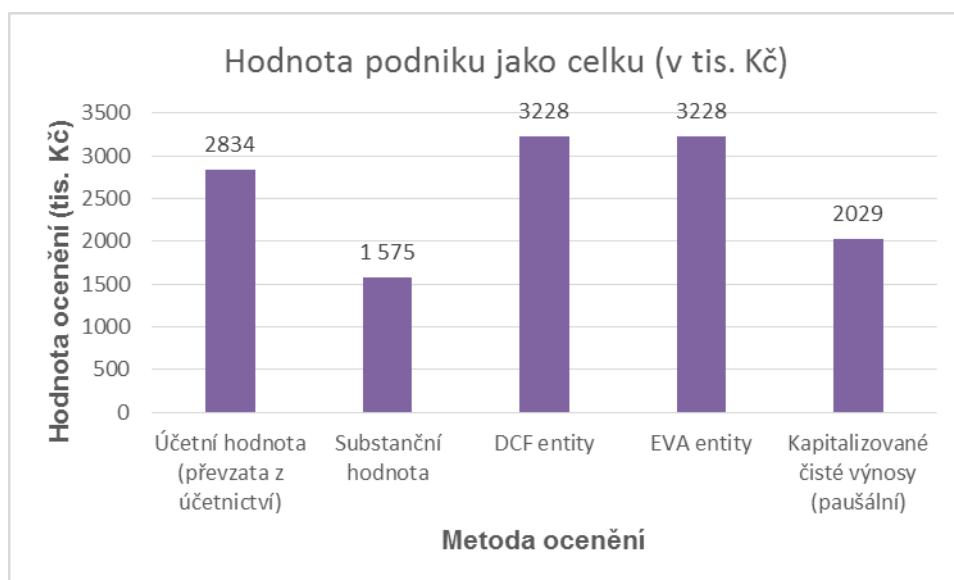
Při konečném stanovení hodnoty podniku je zásadní, aby určující skutečností pro vyjádření hodnoty byl účel ocenění a s tím související kategorie hodnoty. Výsledná hodnota ocenění pak zpravidla vychází z jedné metody a ostatní lze považovat za doplňující.

**Tabulka 39: Souhrnné ocenění společnosti BRÁZDA-AUDIT, a. s.**

Metoda ocenění	Hodnota podniku jako celku (tis. Kč)
<b>Metody založené na analýze majetku</b>	
Účetní hodnota (převzata z účetnictví)	2834
Substanční hodnota (na principu reprodukčních cen)	1 575
<b>Metody založené na analýze výnosů</b>	
Výnosové tržní ocenění metodou DCF entity	3228
Výnosové tržní ocenění metodou EVA entity	3228
Výnosové tržní ocenění metodou KČV (paušální)	2029

Zdroj: Tabulka č. 31, č. 34, č. 36, č. 35, č. 38

**Graf 4: Komparace výsledků ocenění dle metod založených na analýze výnosů a na analýze majetku**



Zdroj: Tabulka č. 39

**Tabulka 40: Výsledná tržní hodnota podniku a vyjádření goodwillu**

Položka	Hodnota (tis. Kč)
<b>Výsledná tržní hodnota na úrovni DCF entity</b>	<b>3228</b>
Růstové příležitosti *)	1199
Goodwill **)	1652

\*) Růstové příležitosti = hodnota podniku celkem metodou DCF entity – hodnota podniku celkem metodou Kapitalizovaných čistých výnosů

\*\*\*) Goodwill = hodnota podniku celkem metodou DCF entity - hodnota podniku celkem neúplnou substanční metodou na bázi reprodukčních cen

Zdroj: Tabulka č. 39

Tabulka č. 39 a tabulka č. 40 demonstruje výsledky ocenění jednotlivými metodami. Vzhledem k účelu ocenění a s tím souvisejícím vyjádřením tržní hodnoty podniku mají hlavní význam metody založené na analýze výnosů, z toho metoda DCF entity a metoda EVA entity. Vzhledem k faktu, že obě tyto metody jsou založené na podobné metodice, jejich výsledky jsou u oceňované společnosti totožné a **tržní hodnota podniku včetně neprovozních aktiv činí 3 228 tis. Kč.**

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů paušální není doporučena k vyjádření tržní hodnoty podniku, jelikož je do vysoké míry založena na minulých výsledcích hospodaření, nezabývá se prognózou budoucnosti a vyjadřuje pouze výnosové možnosti podniku k datu ocenění. Paušální metoda je doporučována jako doplňující informace k metodě DCF, jelikož slouží jako tzv. dolní limit ocenění a umožňuje vyjádřit a posoudit růstové možnosti oceňovaného podniku. Metodou kapitalizovaných čistých výnosů činí výše hodnoty čistého obchodního jmění 1 060 tis. Kč, po rozšíření o výši provozně nepotřebného majetku stanovuje hodnotu ocenění ve výši 2 029 tis. Kč. Rozdíl mezi hodnotou určenou metodou DCF entity a metodou kapitalizovaných čistých výnosů neboli výše růstových možností dosahuje částky 1 199 tis. Kč.

Metody založené na analýze majetku nemají při stanovení tržní hodnoty podniku téměř žádný samostatný význam, mohou ale umožnit bližší náhled na samotný podnik. Metoda založená na bázi účetních hodnot přímo vyjadřuje hodnotu netto neboli hodnotu účetního vlastního kapitálu ve výši 2 834 tis. Kč. Tato hodnota má však pouze vedlejší úlohu a slouží jako prvotní informace pro oceňovatele.

Substanční metoda na bázi reprodukčních cen vede ke zjištění substanční hodnoty brutto, kdy po odečtení závazků vzniká substanční hodnota netto. Zde dosahuje hodnota podniku celkem včetně provozně nenuťného majetku výše 1 575 tis. Kč.

Substanční hodnota na principu reprodukčních cen je vhodným doplňkovým údajem pro výnosové metody, jelikož vyjádřením rozdílu mezi výnosovou hodnotou metodou DCF, případně metodou EVA, a substanční hodnotou netto získá oceňovatel informaci o hodnotě ve smyslu goodwillu. Takto vymezený goodwill zde dosahuje výše 1 652 tis. Kč.

## 5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce je ocenění vybraného podniku jako celku pro vnitřní účely podniku, a to na úrovni tržní hodnoty podniku, která je nejčastěji definována jako odhadnutá částka pro směnu majetku k datu ocenění mezi dobrovolnými a nezávislými partnery. Stanovení tržní hodnoty je provedeno k 31.12.2012.

Pro účely ocenění byla vybrána společnost BRÁZDA-AUDIT, a. s., která se zabývá znaleckou činností v oboru ekonomika. Daná společnost disponuje k datu ocenění kvalitní klientelní základnou a nepředpokládá se ohrožení její konkurenceschopnosti.

Vzhledem ke kategorii hodnoty je nezbytné výsledek ocenění podložit dostatkem objektivních faktů, důkazů a tvrzení o současném stavu a budoucím vývoji podniku. Prvotním krokem v procesu oceňování je strategická analýza, která slouží k poznání vnějšího a vnitřního prostředí oceňovaného subjektu. Východiskem strategické analýzy musí být uvědomění o postavení společnosti na relevantním trhu a vliv celkového hospodářského vývoje ekonomiky na daný subjekt, především na tržby. Tato analýza poukázala na dobrou konkurenční pozici, přesto je nutné s ohledem na ekonomickou recesi v následujících letech počítat s mírným poklesem tržeb, případně s jejich stagnací.

Pro posouzení finančního zdraví podniku je provedena finanční analýza tradičními metodami. Výsledky finanční analýzy se pohybují v uspokojivých hodnotách a nepoukázaly na žádné významné finanční problémy společnosti.

Výsledky výše uvedených analýz slouží jako podklad pro vypracování hlavních generátorů hodnoty, především naplánování tržeb, ziskové marže a investic do dlouhodobého provozně nutného majetku a pracovního kapitálu.

Na základě generátorů hodnoty a dalších prognózovaných veličin je sestaven finanční plán zahrnující plánovanou rozvahu, výkaz zisků a ztrát a výkaz peněžních toků pro následující 4-leté období (účetní období 2013 až 2016). Následně provedená finanční analýza s využitím syntetického Altmanova bankrotního modelu předpokládá v budoucích letech neohroženou finanční situaci neboli období prosperity. Předpoklad prosperity v budoucím prognózovaném období umožňuje zařazení podniku ve smyslu „going concern“ neboli definuje předpoklad nepřetržité existence podniku.

Stanovení tržní hodnoty podniku vymezuje použití vhodných oceňovacích metod. Za nejrelevantnější jsou považovány metody čerpající z dat kapitálového trhu. Jejich použití je však v podmínkách České republiky z důvodu absence dostatečné datové základy a transparentnosti informací značně omezené.

S ohledem na vlastnosti oceňované podniku jsou pro určení tržní hodnoty aplikovány metody založené na analýze výnosů, kdy hodnota podniku odpovídá současné hodnotě v budoucnu generovaných skutečných příjmů. Pro přepočítání na současnou hodnotu je použita diskontní míra na úrovni průměrných nákladů kapitálu WACC. Určení diskontní míry předcházela zvláštní opatrnost, jelikož je jednou z nejvýznamnějších determinant výsledné hodnoty podniku.

Tržní hodnota čistého obchodního jmění je stanovena metodou DCF entity neboli metodou diskontovaných peněžních toků na úrovni vlastníků a věřitelů společnosti. Tržní hodnota obchodního jmění netto činí 2 259 tis. Kč. Po rozšíření stanovené částky o hodnotu provozně nepotřebného majetku ve výši 969 tis. Kč činí **hodnota podniku celkem k datu ocenění 3 228 tis. Kč.**

Pro doplnění informací o hodnotě podniku byla provedena metoda kapitalizovaných čistých výnosů, která je doporučována pro stanovení dolního limitu ocenění a umožňuje posoudit růstové možnosti oceňovaného podniku. Hodnota růstového potenciálu v oceňované společnosti činí 1 199 tis. Kč.

V poslední části práce je provedeno majetkové ocenění společnosti. Metody založené na analýze majetku nemají při stanovení tržní hodnoty oceňovaného podniku téměř žádný samostatný význam, mohou ale umožnit bližší náhled na samotný podnik. Substanční hodnota na bázi reprodukčních cen je vhodným doplňkovým údajem pro výnosové metody, jelikož vyjádřením rozdílu mezi hodnotou podniku netto metodou DCF entity a substanční hodnotou netto získá oceňovatel informaci o hodnotě ve smyslu goodwillu. Takto vymezený goodwill v oceňované společnosti činí 1 652 tis. Kč.

## 6 SUMMARY

The aim of diploma thesis is to evaluate selected company as a whole for its inner purpose. This purpose allocate category value, respectively determination of venture's market value, which is most often defined as estimated amount for shift assets to the date of evaluation among optional and independent partners.

Theoretical part of thesis qualify theoretical problem frame of company valuation. In this part of thesis essential key words, factors and value categories are defined. Part of the problem is also strategic and financial analysis and projection of future reports or financial plan. Last part deals with methods of valuation itself – methods based on revenue analysis, market and assets.

For evaluation purpose has been chosen company BRÁZDA-AUDIT, a. s., which deals with experts activities in field of economics. Before evaluation itself, strategic analysis has been done for purpose of evaluation inner and outer company environment. By using of essential value generators the financial plan is made. Market value of company is stated by application of DCF entity method, therefore 3 228 thousand Czech Crowns.

### Key words:

company, market value, evaluation methods, DCF entity method, EVA / MVA method, Method of net income capitalization, substant method on base of reproductive prices.

## 7 SEZNAM LITERATURY A ZDROJŮ

### Literatura

- [1] BAŘINOVÁ, Dagmar, 2005. *Vyhodnocení a využití účetních výkazů pro manažery, společníky a akcionáře*. Vyd. 1. Praha: Grada, 99 s. ISBN 80-247-1115-X.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva, 2011. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- [3] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [4] KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [5] MAREK, Petr, 2006. *Studijní průvodce financemi podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 624 s. ISBN 80-861-1937-8.
- [6] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy, 2003*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 402 s. ISBN 80-861-1957-2.
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy, 2011*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [8] MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, 2001*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [9] MAŘÍKOVÁ, Pavla, 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- [10] MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku. Ekonomické aspekty, 1988*. 1. vyd. Praha: Linde, 159 s. ISBN 80-720-1145-6.
- [11] ROSOCHATECKÁ, Eva. *Ekonomika podniků, 2006*. 7. vyd. Praha: Česká zemědělská univerzita, Provozně ekonomická fakulta, 196 s. ISBN 80-213-1482-6.

### Právní předpisy

- [1P] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku), ve znění pozdějších předpisů
- [2P] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
- [3P] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v úplném znění k 1.1.2013



## Periodika

[1N] ŠKOPEC, Jiří a Tomáš SUTNAR. Kdy potřebujeme znalecký posudek. *Auditor*. Praha: Infomedia, 2011, roč. XVIII., 4. ISSN 1210-9096.

## Internetové zdroje

[1E] Burian partner consulting. *Daňová reforma 2014 / 2014 - daň z příjmů a pojištění* [online]. [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <<http://www.burianpartner.cz/clanek.php?id=34&pravo=2>>.

[2E] Český statistický úřad. *Indexy tržeb bez DPH ve vybraných službách (stejně období předchozího roku = 100)* [online]. 7.2.2013 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/trs\\_micr2005](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/trs_micr2005)>.

[3E] Český statistický úřad. *Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE)*. [online]. 1.7.2009 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))>.

[4E] Český statistický úřad. *Průřezové statistiky - makroekonomické údaje* [online]. 1.2.2013 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:\\_makroekonomicke\\_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls)>.

[5E] Damodaran online. *Betas by sector* [online]. January 2013 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)>.

[6E] Damodaran online. *Country Risk Premium Update: Updated country equity risk premiums in June 2012* [online]. June 2012 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

[7E] Justice.cz. *Seznam ústavů kvalifikovaných pro znaleckou činnost* [online]. [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://datalot.justice.cz/justice/znuust.nsf/\\$\\$Search?OpenForm&Seq=1](http://datalot.justice.cz/justice/znuust.nsf/$$Search?OpenForm&Seq=1)>.

[8E] Ministerstvo financí. *Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů - leden 2013* [online]. 12.12.2012 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_emise\\_sdd\\_74666.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_emise_sdd_74666.html)>.

[9E] Ministerstvo financí. *Makroekonomická predikce* [online]. 10.1.2013 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html)>.

[10E] Patria online. *MF snižuje odhad růstu HDP, po mělké recesi čeká letos jen mírný růst* [online]. 31.1.2013 [cit. 2013-02-27]. Dostupné z: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2256162/mf-snizuje-odhad-rustu-hdp-po-melke-recesi-ceka-letos-jen-mirny-rust.html>>.

## 8 SEZNAM TABULEK

TABULKA 1: ANALÝZA A PROGNÓZA VÝVOJE TRHU (V BĚŽNÝCH CENÁCH).....	45
TABULKA 2: ANALÝZA A PROGNÓZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU (V BĚŽNÝCH CENÁCH) .	47
TABULKA 3: KONKURENČNÍ SÍLA SPOLEČNOSTI BRÁZDA-AUDIT A.S.....	49
TABULKA 4: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ AKTIV .....	50
TABULKA 5: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV .....	51
TABULKA 6: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA NÁKLADŮ A VÝNOSŮ .....	52
TABULKA 7: ROZDÍLOVÉ UKAZATELE.....	53
TABULKA 8: UKAZATELE RENTABILITY .....	54
TABULKA 9: UKAZATELE ZADLUŽENOSTI.....	55
TABULKA 10: UKAZATELE AKTIVITY.....	55
TABULKA 11: UKAZATELE LIKVIDITY .....	56
TABULKA 12: ALTMANŮV BANKROTNÍ MODEL (Z-SKÓRE).....	57
TABULKA 13: PROVOZNĚ NUTNÝ MAJETEK PRO ÚČELY OCENĚNÍ HLAVNÍ ČINNOSTI.....	58
TABULKA 14: KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ .....	59
TABULKA 15: GENERÁTOR „TRŽBY“.....	60
TABULKA 16: PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE.....	60
TABULKA 17: PRACOVNÍ KAPITÁL PROVOZNĚ NUTNÝ .....	61
TABULKA 18: INVESTICE DO PROVOZNĚ NUTNÉHO DLOUHODOBÉHO MAJETKU .....	62
TABULKA 19: PROJEKCE VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT (2013 – 2016).....	62
TABULKA 20: PROJEKCE POLOŽKY „OSOBNÍ NÁKLADY CELKEM“ .....	63
TABULKA 21: PROJEKCE DANĚ Z PŘÍJMŮ V LETECH 2013 – 2016.....	64
TABULKA 22: PROJEKCE BILANCE (2013 – 2016).....	64
TABULKA 23: PROJEKCE VÝKAZU CASH-FLOW (2013 – 2016).....	66
TABULKA 24: ALTMANŮV BANKROTNÍ MODEL PRO ÚČETNÍ OBDOBÍ 2013 – 2016.....	68
TABULKA 25: STANOVENÍ PRŮMĚRNÉHO TEMPA RŮSTU.....	70
TABULKA 26: PODKLADY PRO STANOVENÍ VOLNÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ FCFF .....	70
TABULKA 27: VOLNÉ PENĚŽNÍ TOKY FCFF PRO 1. FÁZI (ROKY 2013 - 2016) V TIS. KČ .....	70
TABULKA 28: POKRAČUJÍCÍ HODNOTA PRO 2. FÁZI (REZIDUÁLNÍ HODNOTA).....	71

TABULKA 29: NÁKLADY VLASTNÍHO KAPITÁLU METODOU CAPM.....	72
TABULKA 30: PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU WACC .....	74
TABULKA 31: STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF ENTITY .....	75
TABULKA 32: PODKLADY PRO OCENĚNÍ METODOU EVA / MVA.....	76
TABULKA 33: STANOVENÍ POKRAČUJÍCÍ HODNOTY PRO 2. FÁZI.....	76
TABULKA 34: STANOVENÍ TRŽNÍ HODNOTY PODNIKU METODOU EVA / MVA .....	77
TABULKA 35: UPRAVENÉ VÝSLEDKY HOSPODAŘENÍ PRO METODU KČV.....	78
TABULKA 36: OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ.....	78
TABULKA 37: OCENĚNÍ PROVOZNĚ NEPOTŘEBNÉHO KRÁTKODOBÉHO FINANČNÍHO MAJETKU.....	79
TABULKA 38: SUBSTANČNÍ OCENĚNÍ NA PRINCIPU REPRODUKČNÍCH CEN .....	80
TABULKA 39: SOUHRNNÉ OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI BRÁZDA-AUDIT, A. S.....	82
TABULKA 40: VÝSLEDNÁ TRŽNÍ HODNOTA PODNIKU A VYJÁDŘENÍ GOODWILLU .....	82

## 9 SEZNAM GRAFŮ

GRAF 1: ANALÝZA A PROGNÓZA VÝKONŮ A VÝKONOVÉ SPOTŘEBY .....	48
GRAF 2: ALTMANŮV BANKROTŇÍ MODEL PRO ÚČETNÍ OBDOBÍ 2009 – 2012 .....	57
GRAF 3: ALTMANŮV BANKROTŇÍ MODEL PRO ÚČETNÍ OBDOBÍ 2013 – 2016 .....	68
GRAF 4: KOMPARACE VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ DLE METOD ZALOŽENÝCH NA ANALÝZE VÝNOSŮ A NA ANALÝZE MAJETKU .....	82

## **10 PŘÍLOHY**

PŘÍLOHA 1: KUMULOVANÝ VÝKAZ ROZVAHA – AKTIVA BRÁZDA-AUDIT, A.S. 2009 – 2012

PŘÍLOHA 2: KUMULOVANÝ VÝKAZ ROZVAHA – PASIVA BRÁZDA-AUDIT, A.S. 2009 – 2012

PŘÍLOHA 3: KUMULOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT BRÁZDA-AUDIT, A.S. 2009 – 2012

PŘÍLOHA 4: KUMULOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ BRÁZDA-AUDIT, A.S. 2009 – 2012

PŘÍLOHA 5: ODPISOVÝ PLÁN BRÁZDA-AUDIT, A.S.

PŘÍLOHA 6 OCENĚNÍ SAMOSTATNÝCH MOVITÝCH VĚCÍ (OSOBNÍCH AUTOMOBILŮ)

PŘÍLOHA 7: OCENĚNÍ DROBNÉHO HMOTNÉHO MAJETKU

PŘÍLOHA 8: OCENĚNÍ POHLEDÁVEK

PŘÍLOHA 9: SOUHLAS SPOLEČNOSTI BRÁZDA-AUDIT, A.S. S UVEŘEJNĚNÍM DAT

PŘÍLOHA 10: ROZSAH ZNALECKÉHO OPRÁVNĚNÍ BRÁZDA-AUDIT, A.S.

**Příloha 1: Kumulovaný výkaz rozvaha – aktiva BRÁZDA-AUDIT, a.s. 2009 – 2012**

Znak a	AKTIVA b	Účetní období - hodnota netto (tis. Kč)			
		2012	2011	2010	2009
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	3084	2858	3140	10297
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	1715	1696	1916	8737
<b>B. I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	1273	1432	1591	1750
	Ocenitelná práva	1273	1432	1591	1750
<b>B. II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	442	264	325	6987
	Pozemky	0	0	0	1369
	Stavby	0	0	0	5618
	Samostatné movité věci soubory SMV	442	264	325	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	1366	1159	1220	1556
<b>C. III</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	347	355	411	395
	Pohledávky z obchodních vztahů	317	282	323	353
	Stát - daňové pohledávky	2	25	46	0
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	28	48	42	42
<b>C. IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	1019	804	809	1161
	Peníze	73	17	235	591
	Účty v bankách	946	787	574	570
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	3	3	4	4
	Náklady příštích období	3	3	4	4

*Zdroj: BRÁZDA-AUDIT, a.s. – účetní závěrka 2009 - 2012*

**Příloha 2: Kumulovaný výkaz rozvaha – pasiva BRÁZDA-AUDIT, a.s. 2009 – 2012**

Znak a	PASIVA b	Účetní období (tis. Kč)			
		2012	2011	2010	2009
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>3 084</b>	<b>2 858</b>	<b>3 140</b>	<b>10 297</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>2 834</b>	<b>2 637</b>	<b>2 613</b>	<b>4 913</b>
<b>A. I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>
	Základní kapitál	2 000	2 000	2 000	2 000
<b>A. II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A. III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělit. fond, fondy ze zisku</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	400	400	250	250
<b>A. IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>237</b>	<b>213</b>	<b>46</b>	<b>1 901</b>
	Nerozdělený zisk minulých let	237	213	46	1 901
<b>A. V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běž. účetního období</b>	<b>197</b>	<b>24</b>	<b>317</b>	<b>762</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>250</b>	<b>221</b>	<b>527</b>	<b>5 285</b>
<b>B. I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B. II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>700</b>
	Závazky ke společníkům	0	0	0	4000
	Jiné závazky	0	0	0	700
<b>B. III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>250</b>	<b>221</b>	<b>527</b>	<b>585</b>
	Závazky z obchodních vztahů	9	0	226	37
	Závazky ke společníkům	0	100	100	100
	Závazky k zaměstnancům	71	32	72	235
	Závazky soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	18	10	4	7
	Stát - daňové závazky a dotace	125	29	73	122
	Dohadné účty pasivní	27	50	52	84
<b>B. IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>99</b>
	Výnosy příštích období	0	0	0	99

*Zdroj: BRÁZDA-AUDIT, a.s. – účetní závěrka 2009 - 2012*



**Příloha 3: Kumulovaný výkaz zisků a ztrát BRÁZDA-AUDIT, a.s. 2009 – 2012**

Znak a	TEXT b	Účetní období (tis. Kč)			
		2012	2011	2010	2009
<b>II</b>	<b>Výkony</b>	1 979	2 011	2 217	1 526
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 979	2 011	2 217	1 526
<b>B</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	816	856	1 134	784
	Spotřeba materiálu a energie	240	248	293	78
	Služby	576	608	841	706
<b>+</b>	<b>Přidaná hodnota</b>	1 163	1 155	1 083	742
<b>C</b>	<b>Osobní náklady</b>	573	795	404	874
	Mzdové náklady	511	758	385	794
	Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění	62	37	19	68
	Sociální náklady	0	0	0	12
<b>D</b>	<b>Daně a poplatky</b>	19	18	27	13
<b>E</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	284	220	241	284
	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	0	0	0
<b>F</b>	<b>Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku</b>	15	0	0	0
<b>G</b>	<b>Změna stavu rezerv, oprav. položek, nákladů př. obd. (+/-)</b>	15	-10	0	-94
<b>IV</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	20	0	1	503
<b>H</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	48	82	31	114
<b>*</b>	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	249	50	381	54
<b>X</b>	<b>Výnosové úroky</b>	6	8	4	4
<b>N</b>	<b>Nákladové úroky</b>	0	0	0	42
<b>O</b>	<b>Ostatní finanční náklady</b>	4	8	6	10
<b>*</b>	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	2	0	-2	-48
<b>Q</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	54	26	62	-756
	– splatná	54	26	62	3
	– odložená	0	0	0	-759
<b>**</b>	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	197	24	317	762
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	197	24	317	762
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)</b>	251	50	379	6

Zdroj: BRÁZDA-AUDIT, a.s. – účetní závěrka 2009 - 2012

**Příloha 4: Kumulovaný výkaz peněžních toků – cash flow BRÁZDA-AUDIT, a.s.  
2009 – 2012**

TEXT		Účetní období (tis. Kč)				
		2012	2011	2010	2009	
<b>P</b>	<b>Stav peněžních prostředků na začátku účet. období</b>	<b>804</b>	<b>809</b>	<b>1161</b>	<b>215</b>	
<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti</b>						
<b>Z.</b>	<b>Účetní hosp. výsledek z běžné činnosti před zdaněním</b>	<b>(+)</b>	<b>251</b>	<b>50</b>	<b>379</b>	<b>6</b>
<b>A. 1.</b>	Úpravy o nepeněžní operace		278	221	105	323
<b>A. 1. 1.</b>	Odpisy stál. aktiv s výjimkou ZC st. aktiv, odpis pohledávek	(+)	269	220	241	284
<b>A. 1. 2.</b>	Změna stavu opr. položek, rezerv a přechodných účtů	(+/-)	15	9	-132	1
<b>A. 1. 5.</b>	Vyúčtované náklad. úroky (+) a vyúčtované výnos. úroky (-)	(- /+)	-6	-8	-4	38
<b>A.*</b>	<b>Čistý peněžní tok (cash flow netto)</b>		<b>529</b>	<b>271</b>	<b>484</b>	<b>329</b>
<b>A. 2.</b>	Změna potřeby pracovního kapitálu	(+/-)	37	-250	-74	-238
<b>A. 2. 1.</b>	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	(+/-)	8	56	-16	-238
<b>A. 2. 2.</b>	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	(+/-)	29	-306	-58	0
<b>A.**</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním</b>		<b>566</b>	<b>21</b>	<b>410</b>	<b>91</b>
<b>A. 3.</b>	Výdaje z plateb úroků mimo kapitalizované úroky	(-)	0	0	0	-42
<b>A. 4.</b>	Přijaté úroky	(+)	6	8	4	4
<b>A. 5.</b>	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně	(-)	-54	-26	-62	756
<b>A.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>		<b>512</b>	<b>-5</b>	<b>348</b>	<b>847</b>
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>						
<b>B. 1.</b>	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	(-)	-297	0	0	0
<b>B.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>		<b>-297</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Peněžní toky z finanční činnosti</b>						
<b>C. 1.</b>	Změna stavu dlouhodobých popř. krátkodobých závazků	(+/-)	0	0	-700	100
<b>C. 2.</b>	Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	(+/-)	0	0	0	0
<b>C. 2. 1.</b>	Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení zákł. kapitálu	(+)	0	0	0	0
<b>C.***</b>	<b>Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-700</b>	<b>100</b>
<b>F.</b>	<b>Čisté zvýšení (snížení) peněžních prostředků</b>	(+/-)	<b>215</b>	<b>-5</b>	<b>-352</b>	<b>946</b>
<b>R.</b>	<b>Stav peněžních prostředků na konci účetního období</b>		<b>1 019</b>	<b>804</b>	<b>809</b>	<b>1 161</b>

Zdroj: BRÁZDA-AUDIT, a.s. – účetní závěrka 2009 - 2012

### Příloha 5: Odpisový plán BRÁZDA-AUDIT, a.s.

Osobní automobil	Pořizovací Cena (Kč)	Odpis	Odpis	Odpis	Odpis	Odpis	Odpis	Odpis	Zbytková hodnota
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
<b>Pořízení r. 2010</b>	<b>100%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>30%</b>
BMW	247 900	49 580 Kč	37 185 Kč	37 185 Kč	24 790 Kč	24 790 Kč	24 790 Kč	24 790 Kč	24 790 Kč
VW Golf	118 100	23 620 Kč	17 715 Kč	17 715 Kč	11 810 Kč	11 810 Kč	11 810 Kč	11 810 Kč	11 810 Kč
Renault *)	40 400	8 080 Kč	6 060 Kč	6 060 Kč	x	x	x	x	x
<b>Pořízení r. 2012</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>30%</b>
Mustang	322 595	x	x	64 519 Kč	48 389 Kč	48 389 Kč	32 260 Kč	32 260 Kč	96 778 Kč
<b>SMV celkem</b>	<b>728 995 Kč</b>	<b>81 280 Kč</b>	<b>60 960 Kč</b>	<b>125 479 Kč</b>	<b>84 989 Kč</b>	<b>84 989 Kč</b>	<b>68 860 Kč</b>	<b>68 860 Kč</b>	<b>36 600 Kč</b>
Ocenitelná práva	3 182 000	159 100 Kč	159 100 Kč	159 100 Kč	159 100 Kč	159 100 Kč	159 100 Kč	159 100 Kč	x
<b>Odpisy celkem</b>	<b>x</b>	<b>240 380 Kč</b>	<b>220 060 Kč</b>	<b>284 579 Kč</b>	<b>244 089 Kč</b>	<b>244 089 Kč</b>	<b>227 960 Kč</b>	<b>227 960 Kč</b>	<b>x</b>

\*) Osobní automobil Renault byl roku 2012 odprodán

Zdroj: Odpisový plán společnosti BRÁZDA-AUDIT, a.s.

## Příloha 6 Ocenění samostatných movitých věcí (osobních automobilů)

Popis majetku	Rok výroby	Pořizovací cena (Kč)	Zůstatková cena Kč	Vstupní cena (Kč)	Stáří (let)	Průměrná životnost	Kza	Kth	Kts	Kin	Kpr	Tržní hodnota (Kč)
OA BMW 735i, RV 2002, 210 tis.km	2002	247 900	123 950	1 950 000	11	10	0,10	1,00	0,85	1,00	0,95	157 500
OA Ford Mustang, RV 2005, 34 tis.km	2005	322 595	258 076	750 000	8	10	0,20	1,50	0,95	1,00	1,30	277 900
OA VW Golf 1.4i, RV 2004, 65 tis.km	2004	118 100	59 050	300 000	9	8	0,10	1,30	0,95	1,00	1,75	64 800
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>		<b>688 595</b>	<b>441 076</b>	<b>3 000 000</b>								<b>500 200</b>

**Výchozí cena** – Výchozí cena byla uvažována na úrovni veřejně dostupné nabídky srovnatelného nového automobilu (BMW 735i - BMW 320d nabízeného prodejcem ACR auto, a.s.).

**Kza** = koeficient základní amortizace, vyjadřuje subjektivní hodnocení míry opotřebení lineární metodou ve vztahu k předpokládané životnosti osobního automobilu. Mezi znalci se pro většinu movitých věcí používá krajní hodnota **kza = 0,1** (zbytková hodnota funkčního předmětu jakéhokoliv stáří činí minimálně 10%).

**Kth** = koeficient technického stavu, vyjadřuje korekci koeficientu základní amortizace stanoveného lineární metodou a vychází z porovnání odhadovaného průměrného počtu km najetého za životnost automobilu (300 000 km) ve vztahu ke stáří vozu a skutečně najetým kilometrům. Odpovídá-li **skutečný technický stav** věci výpočtu kza, pak kth = 1,0, je-li horší resp. více opotřebený nebo poškozený, pak kth je menší než 1,0, je-li technický stav lepší než odpovídá stáří, je kth větší než 1,0.

**Kts** = koeficient technické shodnosti, vyjadřuje shodnost se zvoleným srovnatelným novým automobilem nebo-li vyjadřuje její odlišnost oproti standardu, ze kterého vychází výše výchozí ceny. Koeficient kts by měl být zaveden v případě, že se odlišnost ekvivalentu pohybuje od 5 do 30 %. Stanovení výše kts závisí na **subjektivním hodnocení** odlišností oceňované věci oproti zvolenému standardu. (u BMW 320d, z hlediska standardní a doplňkové výbavy, byla přírážka stanovena zejména s ohledem na vyšší výkonnost oceňovaného automobilu 330d oproti automobilu 320d).

**Kin** = inflační index, který je s ohledem na využití aktuální nabídky srovnatelného automobilu roven 1,00.

**Kpr** = koeficient prodejnosti, vyjadřuje prodejnost oceňovaného automobilu ve vztahu k aktuální situaci na trhu s ojetými vozy, výpočet dle vzorce  $kpr = \text{prodejní cena srovnatelné movité věci} / \text{časová cena srovnatelné movité věci}$ .

Zdroj: vlastní zpracování

## Příloha 7: Ocenění drobného hmotného majetku

Popis majetku	Rok výroby	Ks	Vstupní cena Kč/ks	Vstupní cena celk. Kč	Stáří (let)	Předp. prům. živ.	Kza	Kth	Kts	Kin	Kpr	Tržní hodnota Kč
Pojízdná skříňka	2002	1	1 600	1 600	11	15	0,27	1,00	1,00	1,00	0,80	300
Fax Panasonic	2002	1	3 200	3 200	11	6	0,10	1,00	0,70	1,00	1,00	200
Jednací stůl	2004	1	2 650	2 650	9	15	0,40	1,00	1,00	1,00	0,90	1 000
Kávovar Tchibo	2011	2	1 500	3 000	2	6	0,67	1,00	1,00	1,00	0,75	1 500
Pojízdná židle s opěrkou	2008	3	1 750	5 250	5	6	0,17	1,00	1,00	1,00	1,40	1 200
Předsíňová stěna	2005	1	8 800	8 800	8	15	0,47	1,00	1,00	1,00	0,50	2 100
Mobilní telefon	2010	4	2 000	8 000	3	4	0,25	1,00	1,00	1,00	1,00	2 000
Notebook ACER	2008	2	7 500	15 000	5	4	0,10	1,00	0,80	1,00	1,80	2 200
Notebook SONY	2010	1	23 000	23 000	3	4	0,25	1,00	0,90	1,00	0,70	3 600
Kancelářská židle	2011	5	650	3 250	2	6	0,67	1,00	1,00	1,00	0,70	1 500
Psací stůl	2004	1	1 800	1 800	9	15	0,40	1,00	1,00	1,00	0,90	600
Trezor velký	2000	1	6 500	6 500	13	25	0,48	1,00	1,00	1,00	0,60	1 900
Kancelářská skříňka	2002	4	900	3 600	11	15	0,27	1,00	1,00	1,00	0,80	800
Tiskárna HP černobílá	2006	1	1 200	1 200	7	4	0,10	1,00	1,00	1,00	2,00	200
Tiskárna HP barevná	2011	1	4 500	4 500	2	4	0,50	1,00	1,00	1,00	0,80	1 800
Tiskárna Canon černobílá	2011	1	2 800	2 800	2	4	0,50	1,00	1,00	1,00	0,90	1 300
Tiskárna Canon černobílá	2012	1	1 200	1 200	1	4	0,75	1,00	1,00	1,00	0,50	500
<b>Drobný majetek</b>				<b>95 350</b>								<b>22 700</b>

Kza = koeficient základní amortizace

Kth = koeficient technického stavu

Kts = koeficient (index) technické shodnosti

Kin = inflační (index) koeficient

Kpr = koeficient prodejnosti

Zdroj: vlastní zpracování na základě evidence drobného hmotného majetku společnosti

BRÁZDA AUDIT, a.s.

## Příloha 8: Ocenění pohledávek

Pohledávky z obchodních vztahů	Jmenovitá hodnota pohledávky (Kč)	Hodnotící kategorie	Diskontní koeficient (K)	Počet měsíců po splatnosti (t)	Diskontní faktor (fsh)	Tržní hodnota (Kč)
Do splatnosti	109 640	A	0,00	0	1,00	109 640
1-30 dnů	15 000	B	20,00	1	0,98	14 774
31 - 90 dnů	1 200	C	50,00	3	0,90	1 084
91 - 180 dnů	154 000	C	50,00	6	0,82	125 740
181 dnů až rok	40 428	C	50,00	12	0,67	26 952
1 rok až 2 roky	3 373	D	100,00	24	0,25	843
2 roky až 3 roky	8 820	D	100,00	36	0,13	1 103
3 roky až 4 roky	0	D	100,00	36	0,13	0
4 roky a více (nedobytné)	0	D	500,00	60	0,00	0
<b>Pohledávky celkem</b>	<b>332 461</b>					<b>280 136</b>

### Hodnotící kategorie - Volatilita bonity dlužníka

stabilně bonitní dlužník	kategorie A
průměrný dlužník	kategorie B
rizikový dlužník	kategorie C
nedobytná pohledávka	kategorie D

### Referenční sazba (Rf)

referenční sazba (ČNB)	Rf min.	0,25	diskontní sazba ČNB
referenční sazba (bezriziková)	Rf anal.	2,75	výnosnost 3-letých st. dluhopisů
<b>referenční sazba (optimální)</b>	<b>Rf prům.</b>	<b>1,50</b>	<b>% p.a.</b>

### Riziková prémie (Rz)

riziková prémie minimum	Rz min.	0,10	140% Rf min. - Rf min.
riziková prémie maximum	Rz max.	12,25	15,0 (odhad) - RF anal.
<b>základní riziková prémie</b>	<b>Rf prům.</b>	<b>6,18</b>	<b>% p.a.</b>

### Délka diskontovaného období (t)

t =	počet měsíců po splatnosti
-----	----------------------------

### Diskontní koeficient (K)

$K = Rf + Rz + (V * P)$	Rf = referenční sazba, Rz = riziková prémie V = volatilita bonity, P = právní stav dokumentů
-------------------------	---

### Právní stav dokumentů (P)

pozitivní hodnocení faktoru	P	odhad pro konečnou hodnotu
-----------------------------	---	----------------------------

### Jmenovitá hodnota pohledávky

JhZP =	jmenovitá hodnota zůstatku pohledávky
--------	---------------------------------------

### Diskontní faktor (Fsh)

$Fsh = \frac{1}{(1 + K / 100)^{t/12}}$	K = diskontní koeficient t = délka diskontovaného období
--	---

Zdroj: vlastní zpracování na základě knihy pohledávek společnosti BRÁZDA-AUDIT, a.s.

## **Příloha 9: Souhlas společnosti BRÁZDA-AUDIT, a.s. s uveřejněním dat**


### **Souhlas společnosti BRÁZDA-AUDIT, a. s. s uveřejněním dat**

Společnost BRÁZDA-AUDIT a.s., IČ: 260 31 787 se sídlem České Budějovice, Klavíkova 1828/10, PSČ 370 04 tímto prohlašuje, že poskytla veškeré potřebné údaje ke svému ocenění a souhlasí s jejich uveřejněním v diplomové práci Bc. Nely Brázdové, dat. nar. 8. listopadu 1988, České Budějovice, Klavíkova 1828/10, PSČ 370 04 na téma:

#### **Tržní hodnota podniku**

V Českých Budějovicích dne 1. 4. 2013

**BRÁZDA-AUDIT a.s.**  
Klavíkova 1828/10  
370 04 České Budějovice  
DIČ: CZ26031767  
Tel./ fax: 386 359 383

  
Ing. Jan Brázda,  
předseda představenstva  
BRÁZDA-AUDIT, a. s.

## Příloha 10: Rozsah znaleckého oprávnění BRÁZDA-AUDIT, a.s.



### MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY

V Praze dne 25-01-2013  
Čj. 180/2012-OSD-SZN/6

#### Rozhodnutí

Ministerstvo spravedlnosti ČR rozhodlo podle § 21 odst. 2 zákona č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, ve znění pozdějších předpisů, ve věci žádosti ze dne 4. 12. 2012 účastníka - znaleckého ústavu - **BRÁZDA-AUDIT a.s.**, se sídlem Klavíkova 1828/10, 370 04 České Budějovice, IČ: 26031787, o změnu dosavadního rozsahu znaleckého oprávnění u jmenovaného znaleckého ústavu, aktuálně zapsaného v I. oddílu seznamu znaleckých ústavů pro obor ekonomika takto:

**Rozsah znaleckého oprávnění BRÁZDA-AUDIT a.s., se mění takto:**

#### I. oddíl

**v oboru ekonomika** s rozsahem znaleckého oprávnění:

- oceňování věcí movitých (strojů, přístrojů, zařízení, technologických celků, motorových vozidel a výpočetní techniky),
- oceňování podniku jako celku,
- přezkoumávání a posuzování přeměn obchodních společností (fúze, převod jmění na společníka, rozdělení, změna právní formy) z ekonomického hlediska,
- posuzování a přezkoumávání vztahů, smluv, cen a dalších skutečností dle obchodního zákoníku z ekonomického hlediska,
- oceňování cenných papírů a obchodování s nimi,
- oceňování nehmotného majetku a majetkových práv,
- oceňování pohledávek a závazků,
- oceňování podílů v obchodních společnostech,
- oceňování nepeněžních vkladů,
- účetnictví a cash-flow.



### Odůvodnění:

Podle ustanovení § 68 odst. 4 zákona č. 500/2004 Sb., správní řád, ve znění pozdějších předpisů, není odůvodnění rozhodnutí třeba, jestliže správní orgán prvního stupně všem účastníkům v plném rozsahu vyhoví.

### Poučení:

Proti tomuto rozhodnutí je možné podat k ministru spravedlnosti rozklad, a to do 15 dnů ode dne oznámení rozhodnutí na adresu Ministerstva spravedlnosti ČR, Vyšehradská 16, 128 10 Praha 2. O rozkladu rozhoduje ministr spravedlnosti.

Po právní moci tohoto rozhodnutí bude změna zápisu do seznamu znaleckých ústavů vyznačena v Ústředním věstníku ČR a na webových stránkách Ministerstva spravedlnosti ČR.



  
**JUDr. Pavel Blažek, Ph.D.**  
**ministr spravedlnosti**

**BRÁZDA-AUDIT a.s.**  
**Klavíkova 1828/10**  
**370 04 České Budějovice**



