

TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI

Hospodářská fakulta

Studijní program: 6208 – Ekonomika a management
Studijní obor: Podniková ekonomika

OCEŇOVÁNÍ PODNIKU A JEHO SPECIFIKA

Evaluation of Company and its Specifics

DP – PE – KFÚ – 2008 08

Jana BURIANOVÁ

Vedoucí práce: PhDr. Ing. Helena Jáčová, Ph.D. (Katedra financí a účetnictví)
Konzultant: Ing. Irena Burianová (OSVČ, znalec)

Počet stran : 116
Počet příloh : 10

Datum odevzdání: 9.května 2008

ZADÁNÍ ZP

PROHLÁŠENÍ

Byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědoma povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracovala samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím diplomové práce a konzultantem.

Datum: 9.května 2008

Podpis:

PODĚKOVÁNÍ

Za odborné vedení, konzultace a vstřícný přístup při vypracovávání této diplomové práce bych chtěla vyjádřit své poděkování paní PhDr. Ing. Heleně Jáčové, Ph.D., vedoucí Katedry financí a účetnictví.

Zároveň bych chtěla poděkovat Ing. Ireně Burianové, znalci v oboru, za ochotu, trpělivost, odbornou spolupráci a užitečné rady při psaní této diplomové práce.

RESUMÉ

Diplomová práce se zabývá oceňováním podniku a jeho specifiky. První část práce se věnuje podniku jako předmětu ocenění či podnětům pro oceňování podniku. Dále vysvětluje tržní, subjektivní a objektivizovanou hodnotu podniku jako možné přístupy k ocenění. Závěr první kapitoly je věnován subjektům, které mohou oceňovat a postupu při zpracování ocenění. Druhá část práce se zabývá hodnocením podniku prostřednictvím finanční a strategické analýzy. Třetí část práce charakterizuje základní metody oceňování podniku. Hlavní důraz je přitom kladen na majetkové a výnosové metody. V poslední čtvrté části práce je provedeno ocenění fiktivní společnosti VPTZ s.r.o., která se zabývá výrobou plastových technologických zařízení. Společnost je oceněna třemi zvolenými metodami, následně jsou shrnuty dosažené výsledky a je vybrána metoda pro konečné stanovení hodnoty podniku.

KLÍČOVÁ SLOVA

Diskontovaný peněžní tok, diskontní míra, ekonomická přidaná hodnota, finanční analýza, hodnota podniku, oceňování podniku, pracovní kapitál, rentabilita, riziko, strategická analýza, substanční hodnota podniku, tržní hodnota podniku, upravená současná hodnota, účetní hodnota podniku, vážené kapitálové náklady, volný peněžní tok pro vlastníky, volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele.

SUMMARY

The dissertation deals with assessing a firm and its specificities. The first part of the thesis is devoted to the firm as an object of assessing, and stimulations for a firm assessing. Further, it explains market, internal and objective firm value as possible approaches to assessing. The conclusion of the first chapter is addressed to subjects which can assess and the procedure of working out the assessment. The second part deals with valuation of a firm by means of financial and strategic analysis. The third part characterises basic methods of firm assessing. The emphasis is put on proprietorial and revenues methods. Assessment of a fictive firm VPTZ Ltd., which produces plastic technological systems, is realized in the last fourth part. The firm is assessed by three chosen methods, attained results are summarized and a method for the final firm value formulation is chosen.

KEY WORDS

Discounted cash flow, diskont rate, economic value added, financial analysis, company value, evaluation of Company, working capital, return, risk, strategic analysis, substance value of the company, market value of the firm, adjusted present value, book value of the company, weighted average cost of capital, free cash flow to the equity, free cash flow to the firm.

OBSAH

Seznam použitých zkratk a symbolů.....	10
Seznam tabulek.....	12
Seznam obrázků.....	13
Seznam vzorců.....	13
1 Úvod	15
2 Vymezení problematiky oceňování podniku	18
2.1 Podnik jako předmět ocenění	18
2.2 Podněty k ocenění podniku	19
2.3 Hodnota podniku a přístupy k jeho ocenění	20
2.4 Kdo může oceňovat?	23
2.5 Základní postup při oceňování podniku	24
3 Hlediska hodnocení podniku	27
3.1 Strategické hledisko.....	27
3.2 Finanční hledisko.....	29
3.2.1 Absolutní ukazatele	31
3.2.2 Poměrové ukazatele.....	31
3.3 Finanční plán	40
4 Metody oceňování podniku	41
4.1 Majetkové metody oceňování podniku.....	42
4.1.1 Metoda účetní hodnoty	43
4.1.2 Metoda substanční hodnoty	43
4.1.3 Metoda likvidační hodnoty	44
4.2 Výnosové metody oceňování podniku	45
4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků - DCF	45
4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	49
4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	50
4.3 Kombinované metody oceňování podniku	52
4.4 Metody založené na tržním principu	54
4.5 Výhody a nevýhody jednotlivých metod oceňování	54

5 Ocenění podniku.....	60
5.1 Vymezení předmětu ocenění	60
5.2 Charakteristika společnosti VPTZ s.r.o.....	61
5.3 Konzultace a předložené podklady.....	63
5.4 Majetek a závazky společnosti	64
5.4.1 Pojištění majetku	66
5.4.2 Váznoucí nároky na majetku	66
5.4.3 Ostatní omezení, vliv na životní prostředí.....	68
5.4.4 Dlouhodobý nehmotný majetek (software)	68
5.4.5 Dlouhodobý hmotný majetek (nemovitosti - stavby, pozemky)	68
5.4.6 Dlouhodobý hmotný majetek (movitý majetek - stroje, dopravní..... prostředky, zařízení)	71 71
5.4.7 Závazky společnosti	71
5.5 Hodnocení podniku	72
5.5.1 Strategická analýza společnosti VPTZ s.r.o.	72
5.5.2 Finanční analýza společnosti VPTZ s.r.o.	75
5.6 Použité metody oceňování.....	86
5.7 Metoda účetní hodnoty	86
5.8 Metoda substanční hodnoty	87
5.8.1 Hodnota majetku metodou substanční hodnoty.....	90
5.8.2 Hodnota závazků metodou substanční hodnoty	100
5.8.3 Výsledná substanční (majetková) hodnota	101
5.9 Metoda ekonomické přidané hodnoty	101
5.9.1 Výpočet korigovaného hospodářského výsledku po zdanění.....	101
5.9.2 Výpočet průměrných nákladů kapitálu (WACC).....	102
5.9.3 Výpočet investovaného kapitálu.....	105
5.9.4 Výpočet ukazatele EVA	106
5.9.5 Hodnota společnosti VPTZ s.r.o. metodou EVA	106
5.10 Shrnutí výsledků ocenění	109
6 Závěr.....	111
Použitá literatura.....	114
Seznam příloh.....	116

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK A SYMBOLŮ

a.s.	Akciová společnost
apod.	A podobně
APV	Metoda upravené současné hodnoty (Adjusted present value)
atd.	A tak dále
č.	Číslo
ČOM	Čistý obchodní majetek
ČR	Česká republika
ČSN	Česká státní norma
DCF	Metoda diskontovaného peněžního toku (Discounted cash flow)
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
EBIT	Zisk před úhradou daní a úroků (Earnings before interest and taxes)
EVA	Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added)
FCFE	Metoda volného peněžního toku pro vlastníky (Free cash flow to the equity)
FCFF	Metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (Free cash flow to the firm)
HP	Hodnota podniku
HV	Hospodářský výsledek
IVSC	International Valuation Standards Committee
Kč	Koruna česká (měna)
kVA	Kilovoltampér
KVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
mil.	Milion
odst.	Odstavec
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
P/E	Price earnings ratio
PSČ	Poštovní směrovací číslo
ROA	Rentabilita úhrnných vložených prostředků (Return on assets)
ROCE	Rentabilita investovaného kapitálu (Return on capital employed)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (Return on equity)

ROS	Rentabilita tržeb (Return on sales)
s.r.o.	Společnost s ručením omezeným
Sb.	Sbírka
spol.	Společnost
TEGoVA	The European Group of Valuers of fixed Assets
tis.	Tisíc
tj.	To je
tzv.	Takzvaný
VJ	Vlastní jmění
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené kapitálové náklady (Weighted average cost of capital)
WC	Pracovní kapitál (Working capital)
-----	děleno
.	krát
m ²	metr čtverečný
m ³	metr krychlový
-	mínus
+	plus
%	procento
Ø	průměr
=	rovná se
Σ	suma

SEZNAM TABULEK

Tab. 1: Přehled přístupů k ocenění a důvody jejich užití v praxi	23
Tab. 2: Výpočet substančních hodnot.....	44
Tab. 3: Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFF	47
Tab. 4: Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFE	48
Tab. 5: Výpočet korigovaného provozního HV po zdanění pro metodu EVA	51
Tab. 7: Členění oceňovaného majetku	65
Tab. 8: Členění závazků	65
Tab. 9: Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o. (v tis. Kč).....	76
Tab. 11: Ukazatele rentability (v %)	80
Tab. 12: Ukazatele aktivity.....	82
Tab. 13: Ukazatele zadluženosti.....	83
Tab. 14: Ukazatele likvidity	84
Tab. 15: Dlouhodobý nehmotný majetek - přecenění metodou substance.....	91
Tab. 16: Pozemky - přecenění metodou substance.....	92
Tab. 18: Zásoby – přecenění metodou substance	97
Tab. 19: Pohledávky z obchodního styku - přecenění metodou substance	99
Tab. 21: Výpočet korigovaného provozního HV po zdanění pro metodu EVA	102
Tab. 22: Průměrné náklady kapitálu (údaje v %)	105
Tab. 24: Ekonomická přidaná hodnota.....	106
Tab. 25: Metoda ekonomické přidané hodnoty – stanovení hodnoty první fáze (údaje v tis.)	107
Tab. 26: Hodnota podniku z ekonomické přidané hodnoty.....	109

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: Postup při oceňování podniku	25
Obr. 2: Struktura aktiv společnosti VPTZ s.r.o. v relativním vyjádření (v %)..	78
Obr. 3: Struktura oběžných aktiv spol. VPTZ s.r.o. v absolutním vyjádření (v tis. Kč)	78
Obr. 4: Struktura pasiv společnosti VPTZ s.r.o. v relativním vyjádření (v %)	79
Obr. 5: Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti VPTZ s.r.o. (2005-2007)	80
Obr. 6: Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti VPTZ s.r.o. dle předpokládaného finančního plánu (2008-2013)	80
Obr. 7: Vývoj ukazatelů likvidity společnosti VPTZ s.r.o.	85

SEZNAM VZORCŮ

(1) Čistý pracovní kapitál.....	31
(2) Čistý pracovní kapitál.....	31
(3) ROA = Rentabilita úhrnných vložených prostředků.....	33
(4) ROE = Rentabilita vlastního kapitálu.....	33
(5) ROCE = Rentabilita investovaného kapitálu.....	34
(6) ROS = Rentabilita tržeb.....	34
(7) Obrat aktiv.....	35
(8) Obrat dlouhodobého majetku.....	35
(9) Obrat zásob.....	35
(10) Doba obratu zásob.....	35
(11) Doba splatnosti pohledávek.....	36
(12) Doba splatnosti krátkodobých závazků.....	36
(13) Zadluženost 1.....	37
(14) Zadluženost 2.....	37
(15) Úrokové krytí.....	37
(16) Okamžitá likvidita.....	38
(17) Pohotová likvidita.....	38
(18) Běžná likvidita.....	39

(19)	Dividenda na akcii.....	39
(20)	Čistý zisk na akcii.....	40
(21)	P/E = Price earnings ratio.....	40
(22)	Vlastní kapitál.....	43
(23)	Hodnota podniku metodou FCFF.....	47
(24)	Hodnota podniku metodou FCFE.....	48
(25)	Hodnota podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů.....	49
(26)	EVA = Ekonomická přidaná hodnota.....	51
(27)	Hodnota podniku metodou EVA.....	51
(28)	Hodnota podniku metodou EVA.....	52
(29)	Hodnota podniku Schmalenbachovou metodou střední hodnoty.....	52
(30)	Hodnota podniku metodou vážené střední hodnoty.....	53
(31)	Hodnota podniku metodu superzisku.....	53
(32)	WACC = Průměrné náklady kapitálu.....	103
(33)	Stavebnicový model pro odhad nákladů vlastního kapitálu.....	104

1 Úvod

Oceňování podniku je v době tržního hospodářství významnou disciplínou. Jeho potřeba se v České republice objevila s příchodem tržního ekonomického systému počátkem devadesátých let minulého století. V dobách neexistence tržního prostředí bylo oceňování podniku zaměřeno pouze na účetní hodnotu podniku a administrativně stanovené ceny. S příchodem tržního ekonomického systému vznikla opět potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku i hodnotu tržní, a to především v souvislosti s privatizací. Ve spojení s privatizačními projekty, které měli zajistit, aby majetek, do té doby spravovaný výhradně státem, postupně získal soukromé vlastníky, se stala tržní hodnota podniku opět vysoce aktuální. Přestože je v současné době již značná část podniků zprivatizována a proces přeměny a přizpůsobení se hospodářské sféry novým podmínkám téměř u konce, potřeba oceňování podniku nijak neoslabuje. Hlavním důvodem je proces koncentrace kapitálu, který lze pozorovat i v České republice. Tento proces adaptace podnikové sféry na rostoucí konkurenci probíhá formou slučování a splývání podniků. Dalším trendem objevujícím se v České republice je řešení vlastnických vztahů malých podniků, u kterých se projevuje únava z podnikatelské činnosti a dochází k jejich rozdělování. Tyto a další podněty pro ocenění zdůvodňují aktuálnost oceňování podniku.

Ocenění je službou, kterou si zadavatel objedná, platí za ni, a která mu přináší určitou výši užitku. Užitek může vykazovat různou povahu, pravidla závisí na potřebách objednatele a cíli, kterému má dané ocenění sloužit. Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. Ocenění se provádí při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti, dále je nepostradatelné při fúzích a přeměnách podniků. Jako další důvody lze uvést ocenění při likvidaci podniku nebo při poskytnutí úvěru bankou.

Oceňování podniku upravuje zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. Oceňováním podniku se zabývají znalci a odhadci. Profese znalce podléhá zákonu č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a dále Vyhlášce Ministerstva spravedlnosti ze dne 17. dubna 1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících. Na odhadce se v podmínkách České republiky nahlíží jako na podnikatele, jejichž činnost podléhá živnostenskému zákonu a obchodnímu zákoníku. Živnost odhadce je živností

koncesovanou a podmínky pro udělení a provozování koncese jsou upraveny v živnostenském zákoně.

Předmětem ocenění bývají většinou velké, akciové společnosti, jejichž oceňováním se zabývá jak literatura zahraniční tak česká. Pro tyto velké společnosti jsou propracovány doporučené postupy a metody. V praxi se pak nelze vyhnout problému s výběrem postupů, které lze aplikovat na menší společnosti s ručením omezeným. Jejich ocenění bývá specifickou záležitostí a nelze je zcela provést jako ocenění velkých společností. Je tedy zřejmé, že v takových případech vstupuje do ocenění subjektivní prvek v podobě zkušeností oceňovatele.

Diplomová práce se věnuje oceňování podniku a jeho specifickým. Je rozdělena na čtyři stěžejní části. První část je věnována vymezení problematiky oceňování podniku. Zaměřuje se na podnik jako předmět ocenění a podněty pro ocenění, které jsou klasifikovány podle toho, zda souvisí nebo nesouvisí se změnou vlastnictví. Dále řeší pojetí hodnoty podniku, ze kterých se vyvinuly tři základní přístupy k oceňování podniku, jedná se o tržní, subjektivní a objektivizovanou hodnotu. V závěru této kapitoly jsou uvedeny subjekty, které mohou oceňovat a postup při zpracování ocenění podniku.

Druhá část práce se zabývá hodnocením podniku. Charakterizuje finanční a strategickou analýzu, které jsou základem celého ocenění. Obsahem strategické analýzy je analýza okolí, konkurence a samotné společnosti hodnotící výkonnost podniku. Úkolem finanční analýzy je poskytnout informace o finančním zdraví společnosti a vytvořit základ pro finanční plán. Na základě rozboru účetních výkazů a posouzení všech okolností, ve kterých podnik realizuje svoji produkci, odhaduje oceňovatel budoucí vývoj společnosti a zároveň zvolí vhodné oceňovací metody.

Třetí část práce charakterizuje základní metody oceňování podniku. Metody jsou rozděleny do čtyř skupin. První skupinou jsou metody pracující na majetkovém principu, které v běžné praxi nacházejí stále uplatnění. Druhou skupinou jsou metody výnosové. Tato kategorie je poměrně rozsáhlá a vychází z poznatku, že hodnota statku resp. podniku je určena očekávaným užitkem pro jeho vlastníka. Tyto metody patří v současné době

k hlavním metodám pro stanovení hodnoty podniku. Dále jsou zmíněny kombinované metody a metody pracující na tržním principu. Cílem této kapitoly je také uvedení vzájemných odlišností jednotlivých metod a posouzení jejich vypovídací schopnosti.

V poslední čtvrté části je s využitím poznatků z předchozích kapitol provedeno ocenění fiktivní společnosti VPTZ s.r.o., která se zabývá výrobou plastových technologických zařízení. Ocenění je realizováno k 31.12.2007 s cílem stanovení tržní hodnoty podniku pro jednání se strategickým partnerem. Obsahem této části je popis oceňovaného podniku, vypracování jednotlivých analýz a stanovení předpokládaného finančního plánu. Dále je společnost oceněna třemi zvolenými metodami. Na závěr je provedeno shrnutí dosažených výsledků a výběr metody pro konečné stanovení hodnoty podniku.

2 Vymezení problematiky oceňování podniku

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty. Oceňování je proces zabývající se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění nemusí být však nutně prováděno pouze za účelem odprodeje podniku nebo fúze či akvizice společnosti, důvody pro stanovování hodnoty podniku mohou být také interní povahy. Hodnota podniku jako výsledek procesu oceňování závisí na mnoha faktorech a je třeba říci, že neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění. Je důležité také zmínit, že základním východiskem uplatňovaným při určování hodnoty podniku je přístup „going concern“, tj. ocenění podniku tak, jak je, jak stojí a běží. Hlavním předpokladem tohoto přístupu je nadále shodný předmět činnosti podniku a skutečnost, že podnik bude v této činnosti pokračovat i nadále. Jinými slovy, že bude zachováno stávající nejlepší možné využití zařízení.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Podnikem se v podmínkách České republiky rozumí : „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹⁾

Podnik je tedy tvořen komplexem hmotného majetku, nehmotného majetku a nedílnou součástí je rovněž lidský činitel, tj. pracovní síla se svými znalostmi a zkušenostmi. Všechny tyto složky tvoří smysluplný celek, který umožňuje podniku zabezpečovat svoji činnost, pro kterou byl zřízen. Podnik je komplexem a při jeho oceňování je třeba brát všechny složky v jednotě a celistvosti.

Výše uvedený pohled na podnik je však pohledem právním. Není však možné opomenout, že podnik je současně i hospodářským celkem se svými sociálními, ekonomickými, technickými a dalšími aspekty. Podnikem je tedy funkční celek, který má

¹⁾ § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

schopnost přinášet určitý užitek a vytvářet určitý výnos v současnosti i budoucnosti. Právě budoucí užitek má klíčový význam pro hodnotu podniku a je východiskem pro výnosové ocenění. [5]

Oceňování podniku v České republice upravuje zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. V této souvislosti je důležité také zmínit novely obchodního zákoníku č. 30/2000 Sb., 367/2000 Sb. a č. 370/2000 Sb., které jsou účinné dnem 1.1.2001 a značně novelizovaly problematiku obchodních společností včetně oblasti oceňování podniku. Dále je důležité zmínit zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů, který upravuje postup pro určení administrativní hodnoty podniku.[5]

2.2 Podněty k ocenění podniku

Na ocenění můžeme nahlížet jako na službu, která objednateli přináší určitou výši užitku. Tento užitek však může mít různou povahu, zpravidla závisí na potřebách objednatele a cíli, kterému má dané ocenění sloužit. Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. Ocenění se provádí při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti. Dále je nepostradatelné při fúzích a přeměnách podniků. Podnětů je skutečně mnoho a je nezbytné zjistit přesné okolnosti, za kterých má oceňovatel svůj znalecký úkol zpracovat. Nejen proto, ale i pro orientaci v této problematice odborníci dělí podněty z různých hledisek. [7]

Podněty pro oceňování podniku lze klasifikovat z mnoha hledisek, avšak nejčastěji rozlišujeme, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví či nikoliv. Poté je uspořádání následující:

Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti,
- fúze,

- rozdělení společnosti,
- konkurzní řízení nebo zahájená likvidace,
- nabídka na převzetí.

Ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti,
- v souvislosti s poskytováním úvěru,
- hodnocení úspěšnosti managementu,
- sanace podniku,
- pojištění podniku,
- hodnocení restrukturalizace podniku,
- vstup podniku na burzu.

Jednotlivé důvody pro oceňování podniků jsou v praxi podloženy výše zmíněnými právními předpisy, které musí zúčastněné strany respektovat. V závislosti na konkrétním důvodu ocenění vybírá oceňovatel optimální postup pro ten konkrétní znalecký úkol. Je tedy pravděpodobné, že se postupy ocenění s ohledem na různé důvody zadání mohou lišit.

2.3 Hodnota podniku a přístupy k jeho ocenění

Podnik, jak byl definován výše má řadu vlastností, hodnota k nim však nepatří. Za hodnotu podniku nelze považovat vynaložené náklady např. na pořízení majetku, ale určující jsou v tomto případě již dosažené výnosy z činnosti podniku. Proto vzniká otázka, co je vlastně hodnota v ekonomickém slova smyslu a jak chápat hodnotu podniku? Hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování.²⁾ Ekonomická hodnota plyne ze dvou skutečností hospodářského života. První skutečností jsou lidské potřeby, které obecně nemají hranice, druhou jsou omezené zdroje k uspokojení lidských potřeb.

²⁾ Peemöller, V. H.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2001, str. 3

Ekonomicky má tedy hodnota určitého statku dvě základní stránky, užitnou hodnotu a hodnotu směnnou. Skutečnost, že je statek schopen uspokojovat lidské potřeby, značí jeho užitnou hodnotu. Tato hodnota je závislá na možnostech využití a na preferencích daného jedince, vlastníka statku. Hodnota statku je poté pro každého jedince rozdílná. Jestliže má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může se stát prostředkem směny a má tedy směnnou hodnotu. O směnné hodnotě můžeme říci, že pokud je vyjádřena v peněžních jednotkách, vede k tržní ceně.

Hodnota podniku je však ještě závislá na jednom neopomenutelném faktoru, budoucím užítku. Je to užitek, který může vlastník z držení podniku očekávat. Tento užitek může mít nejrůznější podobu, v zásadě ho odborníci rozdělují podle povahy a to na užitek povahy finanční a užitek, který není bezprostředně ve finanční podobě vyjádřen. Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. [7]

V návaznosti na předešlý text odborníci rozlišují tři hlavní přístupy k ocenění podniku. Jedná se o tržní, subjektivní a objektivizovanou hodnotu. Tyto přístupy plynou z následujících otázek: [7]

- Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce, kolik bychom mohli dostat na trhu? Jaké je tedy tržní ocenění?
- Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?
- Jakou hodnotu lze považovat za nespornou?

První výše uvedená otázka se zakládá na představě, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu jednotlivých podniků. Díky tomu vzniká prostředí pro vznik tržní ceny podniku. Předmětem odhadu je pak potenciální tržní cena, kterou nazýváme tržní cenou. [7]

Tržní cenou se podle oceňovacích standardů vytvořených mezinárodní organizací pro oceňování International Valuation Standards Committee (IVSC) rozumí 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

náležitým marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.³⁾

Tržní hodnota je vhodná v situacích, kdy hodnota není závislá na konkrétním subjektu. Vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, které může mít tendenci k rychlé změně. Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění především při uvádění podniku na burzu a prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující.

Řada teoretiků se přiklání i k druhému přístupu, k hodnotě subjektivní. Tento přístup je založen na budoucnosti a na názoru, že na hodnotu podniku je třeba pohlížet jako na jedinečný jev. Prioritou je v tomto případě individuální názor účastníků transakce, jedná se tedy o hodnotu podniku pro konkrétní subjekt. Hodnota je pak založena na očekávaných užitečných konkrétního jedince, kupujícího, prodávajícího apod. Subjektivní přístup je vhodný například v situaci koupě či prodeje podniku, kdy zúčastněný subjekt potřebuje zjistit výhodnost transakce, dále pak v případě rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy vlastník posuzuje nejvhodnější variantu rozhodnutí.

Třetí přístup se vyvinul v reakci na skutečnost, že subjektivní ocenění neposkytuje profesionálním odhadcům mnoho prostoru k výkonu jejich povolání. Pro odhadce je přínosnější vycházet z objektivní hodnoty podniku, případně alespoň objektivizovanější hodnoty. Odborníci se však již před lety shodli na tom, že objektivní hodnota ve své podstatě neexistuje, že hodnota tedy není objektivní vlastností podniku. Odhadci proto začali užívat pojem objektivizovaná hodnota. Podle nejčteněji zastoupených názorů by tato hodnota měla být postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by odhadci měli dodržet určité zásady a požadavky. Smyslem stanovení objektivizované hodnoty je opakovatelnost ocenění v tom smyslu, že dva nezávislí oceňovatelé by měli dojít ke shodné popřípadě velmi podobné hodnotě. Objektivizované ocenění má největší význam v situacích, kdy je hlavním zájmem prokazatelnost a současný stav, jedná se například o ocenění při poskytování úvěru. Přehled přístupů k ocenění a jejich užití v praxi je uveden v následující tabulce 1 Přehled přístupů k ocenění a důvody jejich užití v praxi.[7] [8]

³⁾ International Valuation Standards 2000, str. 92

Tab. 1: Přehled přístupů k ocenění a důvody jejich užití v praxi

Tržní hodnota	Subjektivní hodnota	Objektivizovaná hodnota
uvádění podniku na burzu	koupě podniku, kdy subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná	poskytnutí úvěru
prodej podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat	prodej podniku, kdy subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná	zjišťování současné reálné bonity podniku
konkurzní řízení nebo zahájená likvidace	rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy má stávající vlastník představu o vývoji podniku a zjišťuje, zda by bylo výhodnější pokračovat v činnosti nebo zda pro něj likvidační hodnota znamená výhodnější variantu	pojištění podniku

Zdroj: [5], [7], vlastní zpracování.

2.4 Kdo může oceňovat?

Nyní je na řadě otázka, kdo takové ocenění podniku může provést? Koho oslovit, když je třeba právě taková služba? Odpověď je v zásadě jednoduchá, oceňováním se zabývají znalci a odhadci. Ovšem podmínky pro výkon takové profese se v každé zemi liší. V podmínkách České republiky se v současné době problematikou oceňování majetku zabývají znalci a odhadci majetku. Mezi postavením znalce a odhadce je značný rozdíl.

Profese znalce podléhá zákonu č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, a dále Vyhlášce Ministerstva spravedlnosti ze dne 17. dubna 1967 k provedení zákona o znalcích a tlumočnících. Znalci nejprve musí složit zkoušku u Krajského soudu a poté jsou jmenováni buď ministrem spravedlnosti nebo předsedou krajského soudu, u krajského soudu jsou také evidováni. Jmenován může být ten, kdo je českým státním občanem, má potřebné znalosti a zkušenosti z oboru, v němž bude jako znalec působit, především pak ten, kdo absolvoval speciální výuku pro znaleckou činnost, pokud jde o jmenování pro obor, v němž je taková výuka zavedena. Dále pak jsou vyžadovány osobní vlastnosti

jednotlivce, které dávají předpoklad pro řádné vykonávání znalecké činnosti. Samozřejmě je také souhlas se svým jmenováním.

Na odhadce se v podmínkách České republiky nahlíží jako na podnikatele, jejichž činnost podléhá živnostenskému zákonu a obchodnímu zákoníku. Živnost odhadce je živností koncesovanou a podmínky pro udělení a provozování koncese jsou upraveny v živnostenském zákoně. Podmínky pro vykonávání takové živnosti jsou dosažení věku 18 let, právní způsobilost k právním úkonům a bezúhonnost v oboru, vysokoškolské vzdělání ekonomické či právní praxe v oceňování. [5]

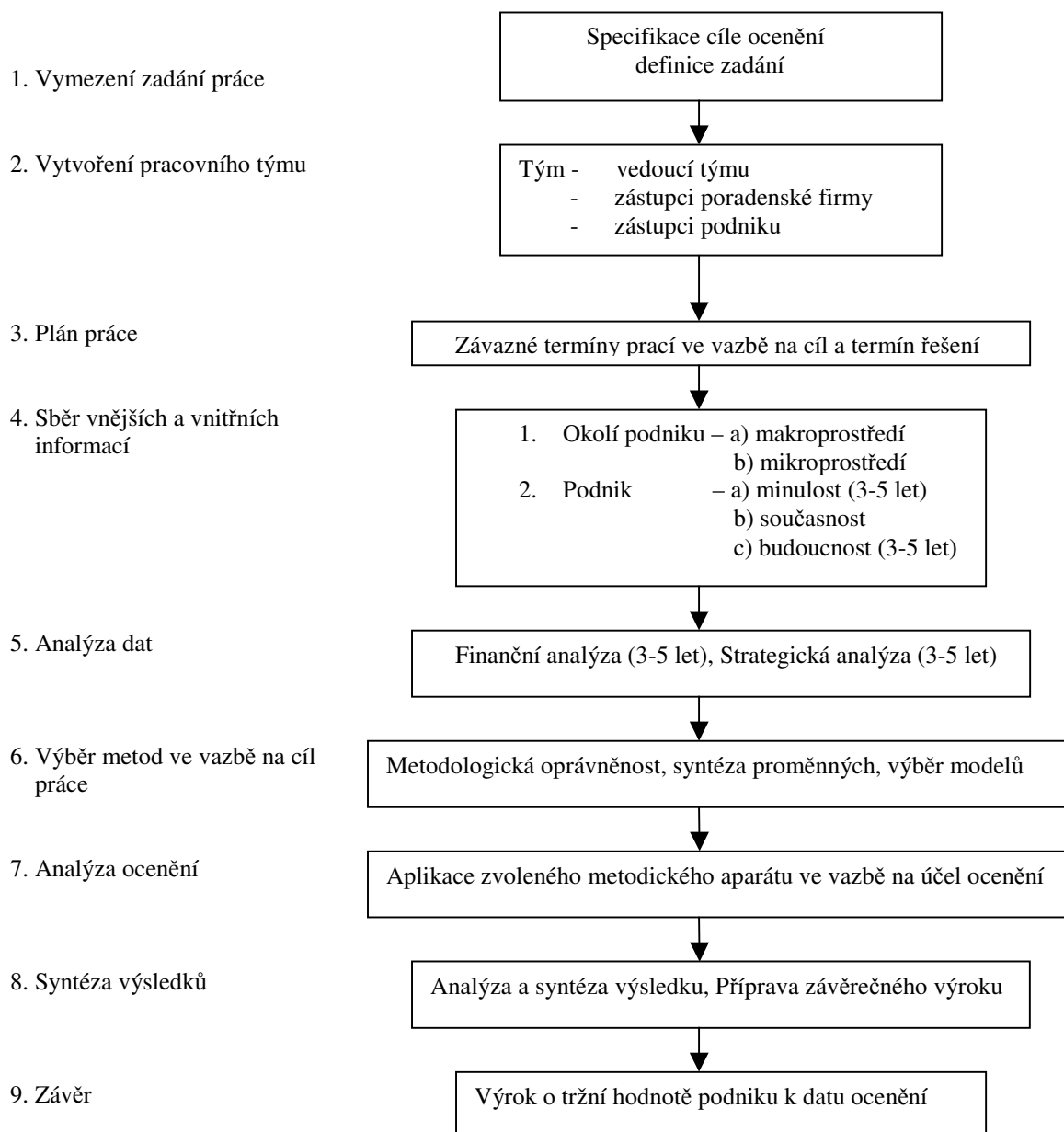
V České republice působí několik spolků znalců a odhadců, mezi jinými Česká komora odhadců majetku, Česká společnost certifikovaných odhadců majetku a Komora soudních znalců. V současné době na území České republiky působí 10 992 znalců (stav k 22.1.2007). Znalci jsou rozděleni do 49 skupin podle oboru, ve kterém působí. Oceňování podniků spadá do oboru Ekonomika, kde je registrováno 7 361 znalců, odborníků na oceňování podniku je přitom 120. [14]

Je vhodné také zmínit existenci Institutu oceňování majetku, který je zřízen při Vysoké škole ekonomické v Praze. Tento institut je znaleckým ústavem a jeho poslání spočívá v přípravě znalců a odhadců v oboru oceňování nemovitostí, oceňování movitého majetku, oceňování technologických celků a oceňování podniků. Tento institut tvoří jednu z hlavních základen odbornosti pro oceňování.

2.5 Základní postup při oceňování podniku

Před zahájením samotného procesu oceňování je třeba vymezit účel a cíl, pro který bude dané ocenění zpracováváno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Výběr modelů, se kterými bude oceňovatel během provádění svého úkolu pracovat pak závisí právě na stanoveném cíli práce. Zadavatel zároveň vyjadřuje svoji představu o termínu provedení zadaného úkolu.

Zpracování posudku zahrnuje mnoho činností, jejichž postup a návaznosti jsou graficky vyjádřeny v následujícím obrázku 1 Postup při oceňování podniku.



Obr. 1: Postup při oceňování podniku

Zdroj: Kislingerová, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck, 2001. Str. 26

Z výše uvedeného schématu je zřejmé, že na zpracování ocenění se podílí tým odborníků, který je sestaven po vymezení zadání práce. Pracovní tým by měl být složen z vedoucího týmu, který nese zodpovědnost za veškeré úkony související s oceněním, většinou tedy řídí potřebné práce a zadává úkoly pracovnímu týmu, ze specialistů a asistentů, kteří ve vazbě na vedoucího týmu řeší zadané úkoly. Nepostradatelnou roli v týmu tvoří bezpochyby i zástupci oceňovaného podniku, ti totiž tvoří hlavní zdroj informací týkajících se společnosti. Tým pracuje na základě předem připraveného časového harmonogramu prací, který je sestaven s ohledem na konečný termín řešení.

Dalším krokem je shromažďování informací, které se vyznačují značným rozsahem a zpravidla postihují celé dění v podniku a jeho okolí. Pro kvalitní ocenění je nezbytné shromažďovat informace nejen podnikové, ale také informace týkající se prostředí, ve kterém podnik působí, tj. makroekonomické prostředí (makroprostředí) a odvětví (mikroprostředí). Informace by přitom měly vycházet nejen z minulosti či současné situace, ale také z výhledů do budoucna. Konkrétněji a v rozsahu běžně se vyskytujícím v praxi je souhrn podkladů pro oceňování podniku uveden v příloze 1.

Po sběru všech potřebných a dostupných informací zpravidla následuje jejich analýza. Tuto analýzu dělíme na analýzu strategickou a finanční. Strategická se pak skládá z analýzy mikroprostředí a makroprostředí podniku, užívá tedy informace vnější. Naopak finanční analýza vychází z informací vnitřních, týkajících se finanční stránky samotného podniku. Cílem strategické analýzy je zhodnotit tržní, lidský a technický potenciál podniku, cílem finanční prověřit finanční zdraví společnosti a rozpoznat trendy budoucího vývoje.

Následujícím krokem je výběr metody ocenění. Zvolená metoda by měla vycházet z účelu pro který se ocenění provádí. Dalším faktorem ovlivňujícím volbu je rozsah dostupných informací. Informace tvoří vstupní parametry do jednotlivých modelů a měly by tedy dávat předpoklad správného propočtu, který se má co nejvíce blížit reálné hodnotě. Hodnota podniku by měla být výsledkem propočtu několika modelů, a to s cílem ověřit správnost výsledku.

Po aplikaci zvoleného metodologického aparátu následuje syntéza výsledků a formulace závěru. To znamená, že je k určitému datu stanovena hodnota podniku. Zde je důležité zdůraznit význam data ocenění. Zpracovatel provádí ocenění vzhledem k dostupným informacím vztaženým k určitému datu, k tomuto datu je také podnik oceňován. Po uplynutí určité doby nemusí mít znalecký posudek již takovou vypovídací schopnost. Hlavním důvodem jsou neustálé změny, ať už interní či externí povahy. Pokud tedy dojde k situaci, že se po určité době změní ve větší míře některé skutečnosti týkající se podniku nebo jeho okolí, je nezbytné celý posudek aktualizovat.

Výsledkem ocenění je pak zpráva oceňovatele, která se zadavateli poskytuje většinou ve třech vyhotoveních. Součástí této zprávy je průvodní dopis, ve kterém zpracovatel činí určitá prohlášení. Obsah závěrečné zprávy o hodnotě podniku by měl odpovídat mezinárodním standardům. Návrh osnovy závěrečné zprávy dle mezinárodních standardů odhadců majetku TEGoVA je uveden v příloze 2.

3 Hlediska hodnocení podniku

Hodnocení podniku se provádí z hlediska strategického a finančního. Strategické hledisko zajišťuje pohled do makroprostředí a mikroprostředí podniku. Z tohoto hlediska oceňovatel nahlíží na podnik jako na celek, zabývá se fungováním podniku v prostoru a čase a hodnotí celkový potenciál podniku. Finanční hledisko poskytuje informace o finančním zdraví podniku, hodnotí se přitom současný stav i předpokládaný vývoj podniku v budoucnosti. Vzorce uvedené v této kapitole jsou převzaty z odborné literatury uvedené v seznamu použité literatury.

3.1 Strategické hledisko

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezení celkového potenciálu oceňovaného podniku. Obsahem je analýza okolí, konkurence a samotného podniku. Každý podnik působí v určitém prostředí, které lze rozdělit na makroprostředí a mikroprostředí. Vývoj

makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Je důležité, aby oceňovatel postihl vývoj podmínek, ve kterých podnik fungoval v minulosti, za kterých funguje v současnosti a zároveň postihl jejich prognózu do budoucna. Makroprostředí zahrnuje politické, technologické, ekonomické a sociální prostředí. Většinu těchto oblastí nemůže společnost ve větší míře ovlivnit. Cílem podniku by měla být schopnost rychle a efektivně se adaptovat na nově vzniklé podmínky.

Mikroprostředí zahrnuje všechny prvky odvětví a jednotlivé vazby podniku na ně. Příslušnost podniku k určitému odvětví dle odvětvové klasifikace ekonomických činností (OKEČ) je velmi důležitá. Každé odvětví má totiž svá specifika a jednotlivé vlastnosti jako je například citlivost na hospodářský cyklus nebo bariéry vstupu do odvětví jsou u každého odvětví rozdílné a mají také vliv na hodnotu podniku. Kromě analýzy odvětví provádí oceňovatel zároveň šetření relevantního trhu, konkurence a prognózy tržeb.

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění, je tedy žádoucí, aby přinášela konkrétní výsledky. Výsledky by měly poskytnout odpověď přinejmenším na následující otázky: ⁴⁾

- Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- Jaký vývoj trhu, konkurence a především vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Odpověď na první otázku lze určitým způsobem standardizovat. Dle posouzení perspektivy je možné podnik zařadit do jedné ze čtyř kategorií. Může se jednat o podnik zdravý, slabší, nemocný či akutně ohrožený. U zdravého podniku je předpoklad pokračování ve stávající činnosti, slabšímu podniku hrozí značná rizika, avšak je zde možnost udržení se na trhu a pokračování v činnosti. Nemocným podnikem se rozumí společnost, kde jsou rizika velmi vysoká a je pravděpodobné, že životnost společnosti bude omezená. U akutně ohroženého podniku není pravděpodobné uzdravení společnosti a je

⁴⁾ Mařík, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2003. Str. 49

nejvhodnější ocenit ho likvidační hodnotou. Charakter odpovědi ovlivní další postup ocenění, především pak volbu oceňovací metody. [7]

Pokud charakterizuje oceňovatel podnik jako zdravý, slabší či nemocný je žádoucí pokračovat v analýze a zodpovědět i druhou otázku. U těchto podniků se předpokládá jistá budoucnost a lze tedy zpracovat dlouhodobou prognózu tržeb podniku, která je jedním z rozhodujících prvků ocenění. Při hledání odpovědí na první dvě otázky vyplyne vymezení rizik spojených s podnikem i výše jejich intenzity, což je odpovědí na otázku třetí. Další rizika se mohou objevit později při zpracování finanční analýzy. Všechna rizika musí poté oceňovatel zohlednit při vlastním ocenění. [7]

V dostupné literatuře je více možností jak provést strategickou analýzu. Jeden z možných postupů, který se v praxi běžně používá je následující: ⁵⁾

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

3.2 Finanční hledisko

Finanční analýza je nejdůležitějším nástrojem finančního řízení podniku, oceňování se bez ní tedy rovněž neobejde. Finanční analýza spočívá v hodnocení současného stavu, minulého vývoje a v širším pojetí i v předpovědi budoucího vývoje podnikových financí na základě rozboru účetních výkazů. Jejím úkolem je poskytnout informace o finančním zdraví společnosti a vytvořit základ pro finanční plán. Při hodnocení finančního zdraví se oceňovatel zabývá finanční situací podniku k datu ocenění, historickým vývojem a očekáváním pro nejbližší budoucnost. Tento finanční rozbor je pak podkladem pro plánování hlavních finančních veličin, tj. vytvoření finančního plánu. [3] [7]

Finance podniku jsou reprezentovány stavem majetku, stavem dluhů, vlastním kapitálem, výnosy a náklady a příjmy a výdaji. Tyto informace čerpá oceňovatel z účetních

⁵⁾ Mařík, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2003. Str. 50

závěrek podniku. Finanční analýza se tedy v zásadě opírá o rozvahu a výkaz zisku a ztráty. Doplnující údaje k těmto výkazům poskytuje pak příloha. Příloha přispívá k ujasnění skutečností, které musí uživatelé účetních informací znát pro vytvoření správného úsudku o finančním zdraví společnosti. Součástí přílohy by měla být charakteristika podniku, informace o účetních metodách, výkaz cash flow a doplňující údaje k rozvaze a výkazu zisku a ztráty, jako je například způsob účetních odpisů. U účetních jednotek podléhajících auditu je možné za další zdroj informací pro finanční analýzu považovat výroční zprávu. Výroční zpráva má vztah k budoucnosti a i když se v ní pochopitelně nevyzrazují podrobnosti podnikatelských záměrů, pozornému analytikovi může pomoci k posouzení dalšího vývoje podniku. [3]

Kvantitativní metody finanční analýzy jsou založeny na principu srovnávání. Prostředkem zpracování jsou pak dvě běžně užívané metody, metoda absolutní a relativní. Základem pro absolutní metodu je srovnávání absolutních údajů za různá období a výpočet rozdílů mezi nimi. Získá se tak názornější přehled skutečných změn, které nastaly v účetních položkách. Výhodou této metody oproti relativní je vnímání směru, intenzity a zároveň významnosti změn z hlediska absolutní částky.

Relativní metoda informuje o změnách určité položky v procentech nebo indexem, o struktuře položek v jednotlivých účetních výkazech v procentech a o poměru mezi těmito položkami poměrovým ukazatelem. Poměrové ukazatele jsou obecně celosvětově nejpoužívanějším nástrojem finanční analýzy. Není však jednoznačně určeno, kolik nebo které ukazatele musí analýza obsahovat. Předpokladem provedení analýzy dle této metody je schopnost zpracovatele rozumně vybrat ty poměrové ukazatele, které testují nejzávažnější souvislosti.

Absolutní i relativní ukazatele jsou vhodné k porovnání finanční situace podniku v časové řadě. Takto řazené ukazatele umožňují přehledně sledovat vývojové tendence podniku. Na údajové materiály uspořádané do statistických tabulek je možné navázat grafickým zpracováním, které pomocí různých diagramů zachycuje vývojové tendence názorně. [3]

3.2.1 Absolutní ukazatele

Vstupní informace získané z účetních výkazů lze také nazvat absolutními ukazateli. Tyto ukazatele informují o rozměru jednotlivých jevů. V závislosti na tom, zda vyjadřují určitý stav nebo poskytují údaje za určitý časový interval, se dělí na veličiny tokové a stavové. Veličiny stavové jsou obsahem rozvahy, kde je hodnota majetku a kapitálu uvedena k určitému datu. Tokové veličiny pak uvádí výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow, kde jsou jednotlivé hodnoty uvedeny souhrnně za určité období.

Kromě využití absolutních ukazatelů k analýze vývojových trendů, tj. horizontální analýze a k procentnímu rozboru, tj. vertikální analýze, nacházejí absolutní ukazatele uplatnění ve výpočtech tzv. rozdílových ukazatelů. Jedním z klíčových rozdílových ukazatelů běžně užívaných v oblasti oceňování podniku je ukazatel čistého pracovního kapitálu (WC). Základní vztah pro výpočet čistého pracovního kapitálu lze vyjádřit takto:

$$\text{čistý pracovní kapitál} = \text{oběžný majetek} - \text{krátkodobé závazky} \quad (1)$$

nebo

$$\text{čistý pracovní kapitál} = (\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé závazky}) - \text{stálá aktiva} \quad (2)$$

Výsledkem obou rovnic je stejný výsledek v absolutní hodnotě čistého pracovního kapitálu. Podstatou pracovního kapitálu je reprezentace části oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu. Z jiného pohledu čistý pracovní kapitál měří velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. V každém podniku je třeba tohoto kapitálu pro zajištění potřebné míry likvidity. Jiné rozdílové ukazatele nejsou zpravidla v oblasti oceňování podniku využívány. [5]

3.2.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele vznikají poměrem dvou absolutních hodnot a tvoří základ finanční analýzy. Analýza účetních výkazů prostřednictvím poměrových ukazatelů je všeobecně používána a umožňuje srovnávat daný podnik s podnikem jiným

(konkurenčním) nebo s odvětvovým průměrem, i podnik sám se sebou. Druh, počet ani konstrukce poměrových ukazatelů ve finanční analýze není podložen žádnou standardizovanou metodikou. Vybrané ukazatele musí však vycházet z účelu, pro který je analýza zpracovávána. Ukazatele se obvykle sdružují do skupin a každá skupina se přitom váže na určitou finanční oblast podniku. Okruhy poměrových ukazatelů, které patří k tzv. tradičním ukazatelům používaným pro měření finanční výkonnosti podniku jsou pak následující:

- ukazatele rentability (výnosnosti),
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele kapitálového trhu.

Skupiny ukazatelů jsou uspořádány paralelně, tj. mají stejný význam a jsou uspořádány pouze podle základní obsahové shody popisovaného jevu.

Poměrové ukazatele slouží k testování finančního zdraví podniku. Aby si uživatelé finanční analýzy mohli správně výsledky poměrových ukazatelů interpretovat, je třeba vymezit doporučené rozmezí, ve kterém se má podnik optimálně nacházet. Takové standardy jsou podloženy převážně empiricky a jsou přejímány od autora k autorovi. Pro hodnocení ukazatelů je sice nezbytné vědět jaké hodnoty jsou pro ten který ukazatel přijatelné, ale zároveň je však nutné zmínit, že každý podnik je odlišný a proto nelze vždy jednoznačně určit optimální hodnoty výsledků.

Ukazatele rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability vyjadřují poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností k určité srovnávací základně (vstupu), která je reprezentována buď celkovými aktivy, kapitálem nebo tržbami. Udávají kolik Kč většinou čistého zisku připadá na 1 Kč jmenovatele. Vypovídají tedy o schopnosti podniku vytvářet vyšší hodnoty než ty, které byly podnikem vloženy tj. schopnost podniku zhodnotit kapitál.

Za nejčastěji užívané ukazatele rentability lze považovat:

- rentabilitu úhrnných vložených prostředků (ROA = Return on assets),
- rentabilitu vlastního kapitálu (ROE = Return on equity),
- rentabilitu investovaného kapitálu (ROCE = Return on capital employed),
- rentabilitu tržeb (ROS = Return on sales).

Rentabilita úhrnných vložených prostředků (ROA) je považována za klíčové měřítko rentability. Poměřuje zisk s celkovými aktivy vloženými do podnikatelské činnosti a ukazuje tedy efektivnost využití majetku podniku bez ohledu na zdroj financování. Přesněji řečeno, měří efekt připadající na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti.

$$ROA = \frac{EBIT}{\Sigma \emptyset Aktiva} \cdot 100 \quad ROA = \frac{\text{Čistý zisk} + \text{nákladové úroky (1- sazba daně)}}{\Sigma \emptyset Aktiva} \cdot 100 \quad (3)$$

Pokud je do čitatele dosazen EBIT (Earnings before interest and taxes), který v účetní metodice odpovídá zhruba účetnímu zisku, pak ukazatel měří tzv. hrubou produkční sílu aktiv podniku. Tento tvar je vhodný při srovnávání firem s rozdílnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích. V rámci analýzy jednoho podniku je vhodný v situaci, kdy došlo v průběhu sledovaného období ke změně sazby daně. Druhou možností je dosazení čistého zisku zvýšeného o zdaněné vyplacené úroky z kapitálu věřitelů. Tato forma odráží skutečnost, že efektem reprodukce je nejen odměna vlastníků, ale i věřitelů. Tato konstrukce ukazatele se užívá při srovnání podniků s různým podílem cizích zdrojů ve finanční struktuře.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) sledují především akcionáři, společníci a další investoři. Měří, kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou do podniku jeho vlastníky. Vlastníci tak zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos a zda je využíván s intenzitou odpovídající velikosti jejich investičního rizika.

$$ROE = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} \cdot 100 \quad (4)$$

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) nebo také rentabilita dlouhodobých zdrojů udává kolik provozního hospodářského výsledku před zdaněním podnik dosáhl z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli. Má se přitom na mysli zpoplatněný kapitál.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Vlastní\ kapitál + Rezervy + Dlouhodobé\ závazky + Bankovní\ úvěry\ dlouhodobé} \cdot 100 \quad (5)$$

Rentabilita tržeb (ROS) tvoří jádro efektivnosti podniku, protože měří podíl čistého zisku připadajícího na jednu korunu tržeb. Vyjadřuje tržní ohodnocení výkonů podniku za určité časové období. Pokud analytik odhalí problémy u tohoto ukazatele, lze je očekávat i v dalších oblastech.[5] [6]

$$ROS = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Tržby}} \cdot 100 \quad (6)$$

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity sdělují jak firma efektivně hospodaří s aktivy. Informují o využívání jednotlivých majetkových částí v podniku, zda podnik disponuje relativně velkými kapacitami, které zatím nejsou příliš využívány, nebo naopak nemá dostatek produktivních aktiv, což brzdí růst budoucích příležitostí. V zásadě lze pracovat se dvěma typy ukazatelů aktivity, počtem obrátů nebo dobou obrátu.

K nejběžněji používaným ukazatelům aktivity patří:

- obrat aktiv (Total Assets turnover ratio),
- obrat dlouhodobého majetku (Fixed assets turnover),
- obrat zásob (Inventory turnover ratio),
- doba obrátu zásob (Inventory turnover),
- doba splatnosti pohledávek (Average collection period),
- doba splatnosti krátkodobých závazků (Creditors payment period).

Obrat aktiv je komplexní ukazatel informující o efektivnosti využívání celkových aktiv. Udává, kolikrát se celková aktiva obrátí za daný časový interval (obvykle za rok).

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktiva celkem}} \quad (7)$$

Ukazatel obratu dlouhodobého majetku zkoumá efektivnost využívání dlouhodobých majetkových částí jako jsou budovy, stroje, zařízení apod. Podává informaci o tom, kolikrát se dlouhodobý majetek obrátí v tržby za rok a užívá se při rozhodování o nových investicích. Tento ukazatel je však ovlivňován mnoha faktory jako je například míra odepsanosti aktiv či způsob ocenění jednotlivých majetkových částí. Ukazatel obratu dlouhodobého majetku by měl proto být vždy interpretován v kontextu s používanou účetní odpisovou a oceňovací metodou podniku.[6]

$$\text{Obrat dlouhodobého majetku} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Dlouhodobý majetek}} \quad (8)$$

Obrat zásob je někdy nazýván ukazatelem intenzity využití zásob a vyjadřuje, kolikrát je v průběhu roku každá položka zásob prodána a znovu uskladněna. Jelikož jsou tržby tokovou veličinou odrážející výsledek celoroční aktivity a zásoby veličinou stavovou odrážející stav veličiny k určitému okamžiku, užívají se ve snaze o reálnější obraz ve jmenovateli průměrné roční zásoby.

$$\text{Obrat zásob} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Průměrné roční zásoby}} \quad (9)$$

Doba obratu zásob vyjadřuje průměrný počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby nebo do doby jejich prodeje. Jedná-li se o zásoby hotových výrobků a zboží je ukazatel také indikátorem likvidity, jelikož informuje o počtu dnů, za něž se zásoba promění v hotovost nebo pohledávky.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{Průměrné zásoby}}{\text{Průměrná denní tržba}} \quad (10)$$

Ukazatel doby splatnosti pohledávek měří, kolik uplyne dní, během nichž je inkaso peněz za tržby zdrženo v pohledávkách. Po tuto dobu podnik čeká na platby za již uskutečněné prodeje.

$$\text{Doba splatnosti pohledávek} = \frac{\text{Obchodní pohledávky}}{\text{Průměrná denní tržba}} \quad (11)$$

Doba splatnosti krátkodobých závazků neboli průměrná doba odkladu plateb informuje o době ve dnech, po které zůstávají krátkodobé závazky neuhrazeny a podnik tak po tuto dobu využívá bezplatný obchodní úvěr. Pomocí tohoto ukazatele analytikové posuzují platební morálku podniku vůči jeho dodavatelům. [6] [13]

$$\text{Doba splatnosti krátkodobých závazků} = \frac{\text{Krátkodobé závazky}}{\text{Průměrná denní tržba}} \quad (12)$$

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost znamená, že podnik k financování svých aktiv používá cizí zdroje. V dnešní době je běžné, že se na financování podnikových aktiv podílí jak vlastní tak cizí kapitál. Hlavním impulsem pro částečné financování cizími zdroji je relativně nižší cena oproti ceně vlastních zdrojů. Nižší cena je dána existencí tzv. daňového štítu, který vzniká v souvislosti s možností započítání úrokových nákladů do daňově uznatelných nákladů. Ukazatele zadluženosti udávají vztah mezi cizími a vlastními zdroji financování podniku. Měří rozsah používání cizích zdrojů k financování.

K analýze zadluženosti slouží běžně tyto ukazatele: [5]

- zadluženost 1 (Debt equity),
- zadluženost 2 (Debt ratio),
- úrokové krytí (Interest coverage).

Ukazatel zadluženosti 1 vyjadřuje proporcí cizího kapitálu a vlastních zdrojů. Určuje také kolik cizích zdrojů je pokryto vlastním kapitálem neboli kolik cizího kapitálu zaplatí podnik kapitálem vlastním. V praxi je využíván pro posouzení míry finančního rizika. Obvykle se doporučuje proporce vlastního k cizímu kapitálu 1:1 a to bez ohledu na obor podnikání. V této souvislosti se také objevuje tzv. bezpečná míra zadlužení, která je 40% cizího kapitálu v poměru k vlastnímu kapitálu.

$$\text{Zadluženost 1} = \frac{\text{Cizí zdroje}}{\text{Vlastní kapitál}} \cdot 100 \quad (13)$$

Ukazatel zadluženosti 2 lze také označit jako ukazatel věřitelského rizika. Poměruje cizí kapitál k celkové hodnotě aktiv a lze z něj usoudit krytí majetkové základny cizími zdroji. Lze ho tedy také označit za ukazatel celkové zadluženosti.

$$\text{Zadluženost 2} = \frac{\text{Celkové cizí zdroje} + \text{Leasingové splátky} + \text{Nájemné}}{\text{Celková aktiva}} \cdot 100 \quad (14)$$

Ukazatel úrokového krytí je klíčovou charakteristikou zadluženosti. Podává informaci o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Jinými slovy, kolikrát je podnik schopen ze svého zisku uhradit předepsané nákladové úroky. Pokud ukazatel dosáhne hodnoty 1, znamená to, že veškerý efekt vyprodukovaný podnikem bude sloužit k výplatě úroků věřitelům a akcionářům tedy nezbude nic. Tento ukazatel slouží investorům pro posouzení bezpečnosti jejich investice a je proto také často analyzován ratingovými agenturami.[13]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (15)$$

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity ukazují schopnost podniku dostát svým závazkům. Likvidita je bezpochyby nezbytnou podmínkou pro dlouhodobou existenci podniku, stojí však

v přímém protikladu s rentabilitou. Aby byl totiž podnik likvidní, musí mít vázány určité prostředky v oběžných aktivech, zásobách a na účtu. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možné platit, tím, co je nutno zaplatit. Pracují s nejlíkvidnější částí aktiv společnosti a rozdělují se podle likvidnosti položek aktiv dosazovaných do čitatele.

Likviditu lze spojovat se třemi základními poměrovými ukazateli:

- okamžitou likviditou (cash position ratio),
- pohotovou likviditou (quick asset ratio),
- běžnou likviditou (current ratio).

Okamžitá likvidita informuje o schopnosti podniku hradit právě splatné dluhy pohotovými peněžními prostředky. Za pohotové peněžní prostředky se považují hotovost v pokladně, peněžní prostředky na bankovních účtech, krátkodobé cenné papíry, šeky a ceniny. Likvidita je přítom zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Pohotové peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (16)$$

Pohotová likvidita je konstruována ve snaze vyloučit nejméně likvidní část oběžných aktiv, tedy zásoby a dlouhodobé pohledávky. Ukazatel udává kolik krátkodobých závazků podnik uhradí pokud použije pohotové peněžní prostředky a krátkodobé pohledávky. Pokud má dojít k zachování likvidity podniku, neměla by hodnota tohoto ukazatele klesnout pod 1.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby} - \text{Dlouhodobé pohledávky}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (17)$$

Běžná likvidita informuje a tom, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Jinými slovy, kolikrát je podnik schopen uspokojit věřitele v případě, že by veškerá oběžná aktiva proměnil v daném okamžiku na hotovost. Hodnota této likvidity by měla být vyšší než 1,5. [3]

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}} \quad (18)$$

Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu ukazují, jak trh hodnotí minulou činnost podniku a jeho výhled do budoucna. Tato skupina se liší od již zmíněných skupin ukazatelů tím, že se zde analýza orientuje převážně na budoucí vývoj. O tyto ukazatele se zajímají především investoři a potenciální investoři, kteří zjišťují, zda jim investice přinese přiměřenou návratnost. Toho lze dosáhnout buď růstem ceny akcií nebo prostřednictvím dividend. Pro podnik mají význam v případě, kdy chce podnik získat zdroje financování na kapitálovém trhu (tedy emisí akcií či dluhopisů).

Tyto ukazatele nebudou v analytické části aplikovány z důvodu jejich nepoužitelnosti pro vybraný podnik, proto z této skupiny zmíním okrajově pouze tři ukazatele, dividendu na akcii (Dividend per share), čistý zisk na akcii (Earnings per share) a poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii (Price earnings ratio (P/E)).

Velikost dividendy na akcii závisí na dividendové politice, kterou podnik realizuje. Dividendová politika souvisí s investiční politikou společnosti a je definována jako kompromis mezi cílem zadržet zisk pro potřeby podniku a mezi cílem uvolnění hotovosti pro vlastníky současně s emisí akcií nových.

$$\text{Dividenda na akcii} = \frac{\text{Úhrn dividend z kmenových akcií za rok}}{\text{Počet emitovaných kmenových akcií}} \quad (19)$$

Čistý zisk na akcii informuje akcionáře o velikosti zisku připadajícím na jednu kmenovou akcii. Výsledná částka může být vyplacena akcionáři ve formě dividend pouze v případě, že podnik nerealizuje žádné růstové či investiční plány a sumu čistého zisku plánuje podnik vyplatit akcionářům.

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{Čistý zisk po výplatě prioritních dividend}}{\text{Počet kmenových akcií}} \quad (20)$$

Dalším významným ukazatelem je poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii (P/E). Měří, kolik jsou akcionáři ochotni zaplatit za jednu korunu vykazovaného zisku na akcii, nebo také udává počet let potřebných ke splacení akcie jejím výnosem. Tento ukazatel je indikátorem celkového tržního ocenění podniku. [6]

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{\text{Čistý zisk na akcii}} \quad (21)$$

3.3 Finanční plán

Součástí celkového podnikového plánu je finanční plán, který je základním předpokladem pro ocenění podniku některou z výnosových metod. Obsahem tohoto plánu jsou následující účetní výkazy:

- výsledovka,
- rozvaha,
- výkaz peněžních toků.

Pro vypracování finančního plánu je nezbytná spolupráce oceňovatele s managementem oceňovaného podniku. V zásadě by však oceňovatel neměl plány od managementu automaticky přebírat, a to hlavně v případě, je-li jeho úkolem stanovení tržní nebo objektivizované hodnoty. Za konečnou verzi odpovídá totiž oceňovatel sám, a proto by z poskytnutých podkladů včetně podnikatelských plánů měl pouze vycházet. Pouhé přebírání plánu je přípustné pouze v případě, že si to přeje investor, tedy u investičního ocenění.

Kostra finančního plánu obsahuje položky, které zásadně ovlivňují hodnotu podniku. Jsou to tržby z prodeje hlavních produktů podniku, zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk, plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků a prognóza investic.

Jednotlivé výkazy finančního plánu pro ocenění obvykle postačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se běžně používá například v účetnictví. Schéma pro postup při sestavování finančního plánu včetně vazeb mezi jednotlivými kroky a výkazy je možné nalézt v příloze 3.

Sestavený finanční plán a jeho finanční analýza by následně měly potvrdit nebo případně změnit předpoklad o budoucích výhledech podniku, který byl výsledkem strategické a finanční analýzy, a který bude ovlivňovat výběr oceňovací metody. [7]

4 Metody oceňování podniku

Současná praxe nabízí znalcům a odhadcům mnoho modelů pro ocenění podniku. Základním předpokladem správného ocenění podniku je posouzení účelu, pro který bude posudek zpracováván. Dále záleží na dostupných informacích a v neposlední řadě také na charakteru podniku. Na základě těchto vstupních parametrů vybírá oceňovatel vhodnou metodu ocenění. Pro ověření správnosti výsledků jednotlivých metod jsou obvykle používány dvě i více metod. Protože výsledek ocenění závisí na mnoha faktorech, v podstatě neexistuje žádná správná metoda. Teprve analýzou výsledků jednotlivých metod lze dospět k formulaci konečného závěru ocenění. Vzorce uvedené v této kapitole jsou převzaty z odborné literatury uvedené v seznamu použité literatury.

Metody oceňování lze klasifikovat do čtyř skupin, které dále obsahují jednotlivé metody. První skupinou jsou metody pracující na majetkovém principu. Někdy jsou tyto metody označovány jako metody založené na stavových veličinách, protože základem těchto metod jsou právě stavové veličiny, které vyjadřují stav majetku a závazků podniku k určitému časovému okamžiku. Do této skupiny lze zařadit:

- metodu účetní hodnoty,
- metodu substanční hodnoty,
- metodu likvidační hodnoty.

Druhou skupinou jsou metody výnosové. Tato kategorie je poměrně rozsáhlá a vychází z poznatku, že hodnota statku resp. podniku je určena očekávaným užitekem pro jeho vlastníka. Mezi nejčastěji v praxi užívané výnosové metody patří:

- metoda diskontovaných peněžních toků,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty.

Třetí skupinu reprezentují metody kombinované, které, jak vyplývá z názvu, kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým. Zde rozlišujeme tyto metody:

- Schmalenbachova metoda střední hodnoty,
- metoda vážené střední hodnoty,
- metody nadzisku, superzisku.

Čtvrtou a zároveň poslední skupinu představují metody pracující na tržním principu. Jedná se o metody relativního oceňování, které určují hodnotu podniku na bázi srovnatelných podniků či srovnatelných transakcí. Dále pak jde o metodu přímého ocenění založenou na datech z kapitálového trhu. [5]

4.1 Majetkové metody oceňování podniku

Majetkové metody oceňování podniku jsou metody opírající se o majetkový princip. Princip takového ocenění je obecně srozumitelný a známý. Majetková hodnota podniku je definována jako soubor jednotlivě oceněných položek majetku, od kterých je následně odečtena suma individuálně oceněných závazků. Jestliže se vychází z předpokladu trvalé existence podniku (tzv. going concern princip), jedná se o ocenění na principu historických cen (účetní hodnota) a reprodukčních cen (substanční hodnota). Pokud se nepředpokládá dlouhodobější existence podniku, jedná se o ocenění likvidační hodnotou.

4.1.1 Metoda účetní hodnoty

V případě metody účetní hodnoty se vychází z principu historických cen, tedy za kolik byl majetek skutečně pořízen. Ocenění se provádí podle zásad platných v účetnictví. Na jejich základě sestavuje oceňovatel rozvahu, která je zároveň souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Účetní hodnotu je pak snadné zjistit ze samotné bilance jako rozdíl celkových aktiv a cizích zdrojů.

$$\text{Vlastní kapitál (Book Value)} = \text{Celková aktiva} - \text{Cizí zdroje} \quad (22)$$

Účetní hodnota je v oblasti oceňování podniku brána pouze jako doplňková a slouží především jako výchozí informace pro oceňovatele a základna pro posuzování výsledného ocenění.

4.1.2 Metoda substanční hodnoty

Metoda substanční hodnoty reaguje na nedostatky předcházející metody, především na princip účtování v historických cenách. Účetnictví nedokonale zobrazuje tržní hodnotu majetku, resp. hodnotu, která odpovídá dnešní situaci, a to s ohledem na cenu pořízení a stupeň morálního a fyzického opotřebení. Proto se v této metodě přistupuje k přehodnocení jednotlivých položek aktiv. Stálá aktiva oceňovatel specifikuje hodnotou odpovídající současné situaci, u oběžných pak prioritně neřeší problém rozdílnosti pořizovacích cen v minulosti a současnosti, ale zohledňuje problém likvidity jednotlivých majetkových částí. V praxi se k tomu používají individuální přístupy k přecenění, které se opírají o znalosti oceňovatele v závislosti na povaze aktiv. Konkrétně k tomu slouží například tzv. koeficienty prodejnosti či využitelnosti. Součástí práce oceňovatele je však také práce s pasivy. Zde je snaha o reálné vyjádření závazků a také potenciálních závazků, které sice účetnictví nezachycuje, avšak znamenají pro případného nového majitele podniku zatížení nákladů. [5]

V běžné praxi se rozlišují dvě substanční hodnoty, substanční hodnota brutto a substanční hodnota netto. Brutto substanční hodnota je v podstatě hodnota znovupořízení aktiv podniku, tj. kolik by se za daný majetek zaplatilo v současnosti. Lze ji vypočítat jako rozdíl aktuálních reprodukčních cen stejného nebo podobného majetku a reálného opotřebení tohoto majetku. Pokud budou od tohoto rozdílu ještě odečteny závazky, výsledkem bude substanční hodnota netto, tedy ocenění vlastního kapitálu. Základní postup pro výpočet obou substančních hodnot je uveden v následující tabulce 2 Výpočet substančních hodnot. [7]

Tab. 2: Výpočet substančních hodnot

Oddíl upraveného majetku a jmění
+ Fixní majetek
+ Oběžný majetek
+ Ostatní majetek
= Substanční hodnota brutto
- Závazky
= Substanční hodnota netto

Zdroj: Znalecký posudek, odborná literatura, vlastní zpracování.

Výsledkem metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty. V zásadě dává hodnota substance odpověď na otázku, kolik by musel investor zaplatit, kdyby měl podobný podnik zřídit tzv. „na zelené louce“.

4.1.3 Metoda likvidační hodnoty

V praxi existují i podniky, které nemají jasný potenciál podnikatelské činnosti a mají problémy se zajištěním budoucího fungování. V takových případech majitelé zvažují, zda je přínosnější pokračovat v činnosti, nebo raději ukončit podnikání a likvidovat aktiva podniku. Množství prostředků získaných prodejem jednotlivých majetkových částí se pak nazývá likvidační hodnota.

Hodnota majetku se zjišťuje k určitému datu, resp. k datu předpokládaného ukončení činnosti podniku. Majetek pak likvidátor rozprodá a splatí veškeré závazky

podniku včetně odměny likvidátora. Zbylé prostředky jsou konečným nárokem vlastníků v případě likvidace. [5]

4.2 Výnosové metody oceňování podniku

Výnosové metody vycházejí z poznatku, že hodnota statku resp. podniku je určena očekávaným užitekem pro jeho vlastníka. Pro hospodářské statky, tedy i pro podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku jmenované již výše se pak rozlišují podle toho, jaká veličina je pod těmito výnosy konkrétně myšlena.

4.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků - DCF

Metoda diskontovaných peněžních toků neboli metoda diskontovaného čistého cash flow je základní výnosovou metodou. Reálným příjmem jsou zde peněžní toky, které zároveň vyjadřují užitek z držení podniku a přesně také odrážejí teoretickou definici hodnoty. Základem výpočtů je časová hodnota výnosů. Hodnotu podniku určuje suma současných hodnot budoucích peněžních toků, která se získá diskontováním budoucí časové řady peněžních toků k datu ocenění.

DCF metoda se vyskytuje v několika variantách, v zásadě se rozlišují následující tři:

- **metoda FCFF** (Free cash flow to the firm) – metoda volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele, tj. peněžního toku do podniku jako celku,
- **metoda FCFE** (Free cash flow to the equity) – metoda volného peněžního toku pro vlastníky, tj. peněžního toku, který je k dispozici pouze vlastníkům podniku,
- **metoda APV** (Adjusted present value) – metoda upravené současné hodnoty.

Smyslem všech tří metod DCF je zjištění hodnoty vlastního kapitálu. Jednotlivé metody se liší pouze ve způsobu dosažení této hodnoty.

Při práci s metodami DCF oceňovatel rozlišuje určité fáze lišící se tempem růstu podniku. V zásadě však dodnes neexistují pevně stanovené délky jednotlivých fází. V praxi se rozlišuje konstantní růstový, dvoufázový a třífázový model. Nejčastěji se užívá dvoufázový model, kterému zde bude proto věnována pozornost. První fázi tvoří období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivé roky. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku ve druhé fázi se nazývá pokračující hodnotou. [5]

Metoda FCFF

Při výpočtu vlastního kapitálu metodou FCFF oceňovatel vychází z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i pro věřitele. Diskontováním těchto toků získá hodnotu podniku jako celku (tj. hodnotu brutto). Hodnota vlastního kapitálu (tj. hodnota netto) je pak výsledkem odečtení hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od získané hodnoty podniku.

U metody FCFF je východiskem vždy tzv. volný peněžní tok. Tím se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (především dividendy) a věřitelům (splátky úvěrů a úroků). V rámci snahy zajistit předpokládaný vývoj peněžních toků se při výpočtu vychází z produkce peněz v podniku, tedy z provozního peněžního toku. Postup výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (FCFF) je uveden v následující tabulce 3. Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFF.

Tab. 3: Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFF

1	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním
2	-	zdanění korigovaného zisku
3	=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
4	+ -	úpravy o nepeněžní operace celkem
		odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv (vždy +)
		změna zůstatků rezerv
		změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů
		změna zůstatků opravných položek ke stálému majetku
5	=	Peněžní tok z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu
6	-	změny pracovního kapitálu
7	=	Peněžní tok z provozní činnosti
8	-	změna provozně nutného dlouhodobého majetku
10	=	VOLNÝ PENĚŽNÍ TOK PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE (FCFF)

Zdroj: Znalecký posudek, Evalent, vlastní zpracování.

V praxi nejvíce užívaný dvoufázový propočtení hodnoty podniku má pak následující podobu:

$$H_p = \sum_{t=1}^{t=n} FCFF_t \cdot (1+WACC)^{-t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} (1+WACC)^{-n} \quad (23)$$

kde H_p hodnota podniku celkem,
 $FCFF_t$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v roce t,
 $WACC$ průměrné vážené kapitálové náklady v desetinném vyjádření,
 g_n průměrné tempo růstu volného peněžního toku ve druhé fázi,
 $FCFF_{n+1}$ volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v prvním roce druhé fáze.

První část výpočtu udává hodnotu první fáze, druhá část je propočtem hodnoty druhé fáze. Jako diskontní sazba zde slouží náklady vlastního kapitálu (WACC).

Metoda FCFE a metoda APV

Při výpočtu hodnoty podniku metodou FCFE vychází oceňovatel z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníků podniku. Jedná se tedy o volné prostředky, které zůstanou vlastníků podniku po úhradě všech výdajů, včetně úhrady úroků a splátek úvěrů

věřitelům. Hodnota vlastního kapitálu se pak přímo získá diskontováním těchto peněžních toků.

Východiskem pro stanovení peněžního toku je opět korigovaný hospodářský výsledek před zdaněním. Do výpočtu je však nutné zahrnout určité úpravy, týkající se nákladových úroků a zahrnutí peněžního toku z finanční činnosti. Postup výpočtu volného peněžního toku pro vlastníky (FCFE) je zobrazen v následující tabulce 4 Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFE.

Tab. 4: Výpočet volného peněžního toku pro metodu FCFE

1	=	Korigovaný provozní HV před zdaněním
2	-	nákladové úroky
3	=	Korigovaný zisk před zdaněním
4	-	zdanění korigovaného zisku
5	=	Korigovaný zisk po zdanění
6	+ -	úpravy o nepeněžní operace celkem
		odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv (vždy +)
		změna zůstatků rezerv
		změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů
		změna zůstatků opravných položek ke stálému majetku
7	=	Peněžní tok z provozní činnosti před změnami pracovního kapitálu
8	-	změny pracovního kapitálu
9	=	Peněžní tok z provozní činnosti
10	-	změna provozně nutného dlouhodobého majetku
11	=	Volný peněžní tok z provozní a investiční činnosti
12	-	peněžní tok z finanční činnosti
13	=	Čistý peněžní tok
14	+	vyplacené dividendy a podíly na zisku
15	=	VOLNÝ PENĚŽNÍ TOK PRO VLASTNÍKY (FCFE)

Zdroj: Znalecký posudek, Evalent, vlastní zpracování.

Dvoufázový výpočet pro model FCFE:

$$H_n = \sum_{t=1}^{t=n} FCFE_t \cdot (1+r_e)^{-t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g_n} (1+r_e)^{-n} \quad (24)$$

kde H_n hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,
 $FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky v roce t,
 r_e kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu,
 g_n předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi,
 $FCFE_{n+1}$ volný peněžní tok pro vlastníky v prvním roce druhé fáze.

První část výpočtu udává hodnotu první fáze, druhá část je propočtem hodnoty druhé fáze. Diskontní sazba je zde dána náklady na vlastní kapitál při konkrétní úrovni zadlužení.

Metoda APV nejprve zjišťuje hodnotu podniku jako celku, která je zde součtem hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Výsledná hodnota netto se pak získá odečtením cizího kapitálu. Tato metoda je v české i zahraniční praxi neobvyklá, proto se jí dále nebudu zabývat. [7]

4.2.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tzn. výnosová hodnota se stanovuje pouze z výnosů pro vlastníky a výsledkem této metody je přímo hodnota vlastního kapitálu. Podstatou této metody je stanovení hodnoty podniku na základě tzv. trvale odnímatelného čistého výnosu, tj. na základě trvale udržitelné úrovně zisku. Jedná se přitom o trvale odnímatelný výnos minulý nebo budoucí, tj. dosažitelný v plánovacím období.

Stanovení čistého odnímatelného výnosu se provádí úpravami korigovaného provozního hospodářského výsledku. Tyto úpravy se týkají například odpisů, kde oceňovatel nahrazuje odpisy vycházející z historických pořizovacích cen odpisy z aktuálních cen reprodukčních. Dále pak se vylučují mimořádné náklady a výnosy či se provádí zprůměrování nepravidelných, ale opakujících se, nákladových položek. Všechny úpravy vyžadují ze strany oceňovatele expertní znalosti.

Po stanovení hodnot budoucích odnímatelných výnosů a za předpokladu trvalé existence podniku, lze hodnotu podniku určit jako v předchozích modelech výnosových metod pomocí dvoufázové techniky. Hodnota první fáze je analogická jako u ostatních výnosových metod, tj. tvoří ji součet diskontovaných hodnot čistých odnímatelných výnosů. Hodnota druhé fáze se stanovuje pomocí vztahu pro výpočet perpetuity, tj. věčné renty. [2]

Vztah pro výpočet hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů je následující:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t \cdot (1+i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot (1+i_k)^{-T} \quad (25)$$

- kde H_n hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,
 $\check{C}V_t$ odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,
 T délka období, pro které jen oceňovatel schopen odhadnout čistý výnos, tj. délka první fáze,
 $T\check{C}V$ trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi,
 i_k kalkulovaná úroková míra.

Kalkulovaná úroková míra je součtem bezrizikového reálného výnosu, míry inflace, specifického rizika a míry životnosti podniku.

4.2.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (Economic value added – EVA) je veličina, kterou lze využít jako nástroj při finanční analýze, řízení podniku a oceňování podniku. Jedná se v podstatě o ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky doposud běžně užívaných ukazatelů. Překonává především ukazatele ROE či ROA, které jsou založené na účetním výsledku hospodaření a tudíž nezohledňující časovou hodnotu peněz nebo riziko investorů.

Hlavním východiskem ekonomické přidané hodnoty je ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí dosahuje podnik po úhradě nejen běžných nákladů, ale zároveň nákladů kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu. Pro jednotlivá období minulého vývoje i plánu podniku se hodnota ekonomické přidané hodnoty vypočítá podle vztahu:

$$EVA = KVH - K \cdot WACC \quad (26)$$

kde KVH korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění,
 K investovaný kapitál (vlastní a cizí kapitál vyvolávající náklady),
 $WACC$ průměrné vážené náklady kapitálu.

Při aplikaci této metody se opět vychází z korigovaného provozního hospodářského výsledku před zdaněním. Tato veličina se následně upraví o změnu zůstatků rezerv. Dále se doporučují některé další korekce hospodářského výsledku, které se týkají časového rozlišení některých nákladů. Postup pro stanovení korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění je uveden v následující tabulce 5 Výpočet korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění pro metodu EVA.

Tab. 5: Výpočet korigovaného provozního HV po zdanění pro metodu EVA

1	=	Provozní hospodářský výsledek před zdaněním
2	+	korekce provozního hospodářského výsledku
3	=	Korigovaný hospodářský výsledek před zdaněním
4	-	změna zůstatků rezerv
5	+	další korekce provozního hospodářského výsledku pro výpočet EVA
6	=	Korigovaný provozní hospodářský výsledek před zdaněním
7	-	zdanění korigovaného hospodářského výsledku
8	=	KORIGOVANÝ HOSPODÁŘSKÝ VÝSLEDEK PO ZDANĚNÍ PRO METODU EVA

Zdroj: Znalecký posudek, Evalent, vlastní zpracování.

Provozní hodnota podniku metodou ekonomické přidané hodnoty se pak stanoví podle vztahu:

$$H = H_1 + H_2 + K_0 \quad (27)$$

kde H provozní hodnota firmy,
 H_1 hodnota první fáze,
 H_2 hodnota druhé fáze,
 K_0 počáteční výše investovaného kapitálu (výše provozně nutného investovaného kapitálu v posledním roce historie).

Hodnota první fáze je dána součtem diskontované ekonomické přidané hodnoty za plánovací období. Hodnota druhé fáze se určuje opět pomocí perpetuity. Vztah pro výpočet pak vypadá následovně:

$$H_p = \sum_{t=1}^T EVA_t \cdot (1+WACC)^{-t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC} \cdot (1+WACC)^{-T} + K_0 \quad (28)$$

kde H_p hodnota podniku celkem,
 EVA_t ekonomická přidaná hodnota v roce t,
 T počet let plánovaných EVA,
 EVA_{t+1} velikost EVA v druhé fázi,
 $WACC$ průměrné vážené náklady kapitálu.

Výsledkem ocenění je hodnota podniku celkem. Netto hodnotu podniku, tj. hodnotu vlastního kapitálu lze získat odečtením hodnoty úročených dluhů k datu ocenění. [2]

4.3 Kombinované metody oceňování podniku

Pro stanovení tržní hodnoty podniku lze kromě substanční či výnosové metody použít i některé další, které se snaží o kombinaci majetkového a výnosového ocenění. Kombinované metody pracují s výsledky dříve uvedených metod a jsou využívány k syntéze výsledků ocenění. Do této skupiny patří Schmalenbachova metoda střední hodnoty, metoda vážené střední hodnoty a metody nadzisku, superzisku.

Schmalenbachovu metodu střední hodnoty vytvořila praxe a je velmi oblíbená u praktiků. Základním vzorcem pro výpočet hodnoty podniku je prostý aritmetický průměr majetkové substanční hodnoty a hodnoty výnosu.

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}}{2} \quad (29)$$

Hodnota výnosu je přitom stanovena metodou kapitalizace zisku a hodnota substance je uváděna jako substanční hodnota netto. Za zmínku stojí i rozdíl těchto složek,

který je považován za goodwill podniku. Obě složky jsou zde považovány za rovnocenné a stejně důležité. Proti této metodě stojí řada teoretiků, kteří argumentují neslučitelností výnosu a substance.

Metoda vážené střední hodnoty kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin. Výpočet hodnoty podniku touto metodou je následující:

$$H_p = v_1 \cdot S + (1 - v_1) \cdot V \quad (30)$$

kde H_p hodnota podniku celkem,
 S hodnota podniku stanovená substanční metodou,
 V hodnota podniku stanovená výnosovou metodou,
 v_1 koeficient vyjadřující váhu substanční hodnoty.

Koeficient váhy substanční hodnoty může nabýt hodnot mezi nulou a jedničkou. Přitom platí obecné pravidlo, které říká, že čím více převažuje ve struktuře aktiv podíl hmotného investičního majetku, přiděluje se vyšší váha hodnotě substance. [5]

Metody nadzisku a superzisku jsou analogické metodám střední hodnoty pouze s tím rozdílem, že se oceňovatel zabývá tzv. superziskem či nadziskem. Výhodiskem těchto metod je produkce vyššího zisku podniku než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. Kapitalizovaný nadzisk či superzisk je pak určen rozdílem zisku, který by vlastník získal z investovaného kapitálu bez rizika a vyprodukovaným ziskem podniku. Hodnotu podniku metodou superzisku lze vypočítat podle vztahu:

$$H_p = \frac{Z - i_k \cdot S}{i_{k_2}} \quad (31)$$

kde H_p hodnota podniku,
 Z trvale udržitelný zisk,
 i_k kalkulovaný bezrizikový výnos,
 i_{k_2} výnosová míra,
 S hodnota substance.

4.4 Metody založené na tržním principu

Při použití metod pracujících na tržním principu je důležité rozlišovat typ podniku, kterého se ocenění týká. V případě podniků, které jsou akciovými společnostmi a jejich akcie jsou běžně obchodovány, stačí k posouzení hodnoty podniku vynásobit aktuální tržní cenu akcie počtem akcií. Výsledkem je tzv. tržní kapitalizace, která je často považována za tržní hodnotu podniku. Na základě expertních znalostí však dochází v praxi ještě k zohlednění určitých aspektů, což vede k objektivnějšímu náhledu na tržní hodnotu oceňovaného podniku. Tento způsob ocenění však na území České republiky a v podstatě i v celé Evropě lze využít pouze pro omezený počet akciových společností.

Pokud je třeba ocenit jinou než akciovou společnost nebo popřípadě ocenit akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány, aplikují se relativní metody oceňování podniku založené na tržním porovnání. Tržní hodnotu aktiva tak oceňovatel odvozuje z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách srovnatelných aktiv. Nutnou podmínkou je velká podobnost aktiv, která je v některých případech jen těžko dosažitelná. Podniky často vytvářejí jedinečné zboží a nalézt plně srovnatelný podnik, jehož cena je oceňovateli k dispozici, je prakticky téměř nereálné. Podmínky pro relativní způsob oceňování podniku jsou dnes pouze ve Spojených státech, kde je největší trh s podniky a zároveň dostatečná datová základna potřebných informací. V podmínkách České republiky se metoda relativního oceňování užívá pouze jako doplňková a nemůže být použita jako jedna z hlavních metod oceňování podniku. [7]

4.5 Výhody a nevýhody jednotlivých metod oceňování

V návaznosti na různé důvody ocenění podniku, volí oceňovatel konkrétní oceňovací metody. Zpravidla se k ocenění využívá více metod, nejméně by měly být použity dvě. Pro výběr oceňovacích metod je důležité zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat.

Majetkové metody oceňování podniku odráží především majetkovou strukturu podniku. Účetní hodnota trpí nedostatky vyplývající z vlastní funkce účetnictví a jeho principů. Substanční metoda koriguje výsledky metody účetní, avšak některé otázky nadále neřeší. Zaměřuje se na reprodukční náklady spojené se znovupořízením majetkové základny podniku, zcela však pomíjí nekvantifikovatelné nehmotné složky. Substanční metoda slouží především jako inventarizace majetku pro oceňovatele a tedy dále jako podklad pro další ocenění výnosovým způsobem.

Likvidační hodnota podniku je základem pro ocenění v případě, že je vhodnější podnik přivést do likvidace než pokračovat v dosavadní činnosti. U podniků prosperujících nebo podniků s nejistým vývojem tvoří dolní mez intervalu výsledné hodnoty. Pokud je výnosová hodnota vyšší než hodnota likvidace, je vhodné uvažovat o sanaci podniku. Pokud je situace opačná, je pro vlastníky vhodnějším řešením likvidace podniku, která bude pro ně výhodnější než pokračování v činnosti.

Aplikace výnosových metod je považována za teoreticky nejsprávnější způsob stanovení hodnoty podniku. Nejpoužívanější metodou této skupiny je metoda DCF ve variantě volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele. Zahrnuje totiž veškeré peněžní toky (pro vlastníky i věřitele) a diskontní faktor je stanoven na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC), což nejlépe reflektuje podmínky české podnikové sféry, která prochází transformací na nové podmínky.

Metodu DCF ve variantě volného peněžního toku pro vlastníky je vhodné užít v případě stabilizované struktury financování, která předurčuje spolehlivé stanovení peněžního toku. Proti oběma metodám vznášejí odborníci námitky týkající se stanovení volného peněžního toku, kde je největším problémem plánování budoucích investičních výdajů. Tento problém řeší metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kterou je možno užít právě i v případě, kdy není možné dlouhodobě odhadnout budoucí vývoj peněžních toků, resp. investičních výdajů. Tato metoda se zároveň vyznačuje větší snahou o objektivitu a obezřetnost, což vyplývá z důrazu na prokazatelná minulá data.

Metoda založená na ukazateli ekonomické přidané hodnoty je považována v podmínkách České republiky za velmi perspektivní. Hlavní přínosem je vyobrazení hlavních faktorů tvorby hodnoty. Její významnost v oblasti oceňování podniku roste a již dnes ji někteří experti používají jako základní metodu ocenění.

Užití kombinovaných metod se příliš nedoporučuje. Metody střední hodnoty sice reagují na nedostatky substanční metody a akceptují i nehmotné složky podnikání, jako je například hodnota goodwillu. Proti těmto metodám však existují značné výhrady, které odrážejí názory o neslučitelnosti výnosu a substance, v neposlední řadě se pak polemizuje o jejich teoretickém základu. Pro možnost užití této metody pro stanovení hodnoty podniku je nutné také splnit podmínku vzájemné podmíněnosti výnosu a majetkové báze, tj. výnos podniku musí být v přímé vazbě na podnikový majetek. Tuto metodu není tedy vhodné použít například v oblastech poradenství či při oceňování leasingových společností. Metody nadzisku a superzisku jsou lépe teoreticky zdůvodnitelné a proto jsou obecně doporučovány více než metody střední hodnoty. V praxi se tyto metody využívají pro orientační propočty u málo výnosových podniků.

Metody tržního porovnání by ve své podstatě měly tvořit základ pro stanovení tržní hodnoty. V Evropě však pro tyto metody nejsou podmínky a lze je považovat pouze za doplňkové. Jejich význam ve výsledné hodnotě podniku závisí na množství a spolehlivosti tržních dat.

Při výběru metod pro ocenění podniku je nutné zvážit všechny aspekty, za kterých bude ocenění provedeno. Určité metody se jeví v konkrétních situacích vhodnější a záleží právě na profesionalitě a odbornosti oceňovatele, aby zvolil pro danou situaci nejvhodnější metody ocenění. Jednotlivé metody vykazují jisté výhody i nevýhody, které ukazují na přednosti či nedostatky každé metody. Jednotlivé výhody a nevýhody jednotlivých metod oceňování podniku jsou zachyceny v následující tabulce 6 Výhody a nevýhody jednotlivých metod oceňování podniku.

Tab. 6: Výhody a nevýhody jednotlivých metod oceňování podniku

	Výhody	Nevýhody
Majetkové metody		
Metoda účetní hodnoty	velká prokazatelnost ocenění	užívá neaktuálních historických cen
	zobrazuje proporce majetkové a zdrojové struktury	značně se odchyluje od ekonomické reality
	metodicky jednoduchá	čerpá pouze informace z účetních evidencí
	časově nenáročná	malá vypovídací schopnost
Metoda substanční hodnoty	poskytuje věrohodné, snadno kontrolovatelné výsledky	ukazuje pouze náklady na znovupořízení, neukazuje tržní hodnotu
	snadno reprodukovatelný výsledek	nebere důsledně v úvahu případné morální zastarání, využití a využitelnost instalovaných majetkových složek
	stanovuje reprodukční náklady spojené se znovupořízením majetkové základny	nebere v úvahu nehmotné a osobní složky podnikání jako je např. know-how, vybudovaná obchodní síť, zaměstnanci aj.
	v zásadě objektivizované ocenění	metodicky pracná a časově náročná
	ukazuje hodnotu majetku k datu ocenění	nelze se vyhnout subjektivním aspektům oceňovatele
Metoda likvidační hodnoty	udává dolní hranici hodnoty podniku	předpokládá se prodej i jednotlivých částí a je tudíž nahlíženo na hodnotu podniku kritičtěji, tj. z pohledu zájmu eventálního kupce
	vlastníkovi podniku umožní posoudit situaci podniku a rozhodnout, zda je lepší pokračovat v činnosti či přistoupit k likvidaci	pokud se likvidátorovi nepodaří v určitém časovém rámci prodat jednotlivé majetkové části tak jak bylo v ocenění předpokládáno, dochází ke zkrslení stanovené podniku

Výnosové metody		
Metoda DCF ve variantě FCFF	zahrnuje veškeré toky do společnosti (pro vlastníky i věřitele)	problém v plánování investičních výdajů na mnoho let dopředu
	teoreticky nejsprávnější kategorie metod	
	zahrnuje hodnotu nehmotných a osobních složek podnikání	založena na odhadu budoucích výnosů
	diskontní faktor na bázi WACC	
nemusí být stabilizovaná struktura financování		
Metoda DCF ve variantě FCFE	lépe odráží hodnotu podniku v případě stabilizované struktury financování	zahrnuje pouze peněžní tok pro vlastníky
	zahrnuje hodnotu nehmotných a osobních složek podnikání	založena na odhadu budoucích výnosů
	bezprostředně získáme hodnotu vlastního kapitálu	
	teoreticky nejsprávnější kategorie metod	problém v plánování investičních výdajů na mnoho let dopředu
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	lze ji užít i případě, že není možné dlouhodobě odhadnout budoucí vývoj investičních výdajů	založena na odhadu budoucích výnosů
	větší důraz na prokazatelná data minulého vývoje	
	zahrnuje hodnotu nehmotných a osobních složek podnikání	
	teoreticky nejsprávnější kategorie metod	
	snaha o větší objektivitu a obezřetnost oproti metodám DCF	
Metoda ekonomické přidané hodnoty	diskontní faktor na bázi WACC	v podmínkách České republiky vzniká řada nejasností při naplňování jednotlivých komponent modelu
	současně se ukazatel užívá pro potřeby finančního řízení podniku	
	odráží hlavní faktory tvorby hodnoty	
	teoreticky nejsprávnější kategorie metod	
	vychází z ekonomického, nikoliv účetního zisku	

Kombinované metody		
Metody střední hodnoty	jednoduchý propočet	nemají dobře odůvodnitelný teoretický základ
	založeny na poznacích z praxe	problém neslučitelnosti výnosu a substance
	ve výsledné hodnotě zahrnuta hodnota goodwillu	použitelná pouze v případech, kdy je výnos podniku v přímé vazbě na podnikový majetek doporučuje se užít pouze v případě, kdy se hodnota substance a výnosu příliš neliší
Metody nadzisku a superzisku	zahrnují hodnotu nehmotných a osobních složek podnikání	vychází z hodnoty substance
	výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu	
	diskontní faktor na bázi WACC	v běžné praxi se příliš nepoužívají
oproti metodám střední hodnoty mají lépe odůvodnitelný teoretický základ		
Metody pracující na tržním principu		
Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	jednoduchý propočet	nedá se aplikovat na jiné než akciové společnosti, jejichž akcie se běžně obchodují
	hodnota podniku dána na základě analýzy trhu	nelze uplatnit jako hlavní metodu ocenění
Metody relativního oceňování	lze jimi ocenit jakákoliv právní forma podnikání	aby bylo možné metody užít, je nutná velká podobnost srovnatelných aktiv je těžké nalézt srovnatelná aktiva
	k určení hodnoty podniku se užívají konkrétní ceny nebo tržní hodnoty srovnatelných aktiv, které oceňovatel čerpá přímo z trhu	v České republice je nedostatečná datová základna potřebných informací
		nelze aplikovat bez podrobných informací

Zdroj: Dostupná literatura, vlastní zpracování.

5 Ocenění podniku

Tato část práce obsahuje ocenění podniku, které vychází z teoretických poznatků předchozího textu. Teoretické modely jsou aplikovány s ohledem na běžnou praxi v oblasti oceňování podniku. Celé ocenění také přihlíží k individualitě zvolené společnosti. Předmětem ocenění je fiktivní společnost VPTZ s.r.o. zabývající se výrobou technologických zařízení z plastů.

5.1 Vymezení předmětu ocenění

Ocenění je provedeno za účelem stanovení tržní hodnoty podniku pro jednání se strategických partnerem. Předmětem ocenění je celý podnik tj. soubor nehmotného majetku, hmotného majetku (movitého a nemovitého), zásob, finančních investic, finančního majetku, zaměstnanců, závazků, pohledávek a veškerých práv souvisejících s činností společnosti v souladu se zákonem 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění jeho změn, doplnění a úprav. Ocenění společnosti VPTZ s.r.o. je zpracováno dle konečné řádné účetní uzávěrky ke dni 31.12.2007.

Majetková hodnota podniku je definována jako soubor všech složek podnikání dle §5 obchodního zákoníku. Předmětem ocenění je penězi ocenitelný a převoditelný majetek. Majetková hodnota podniku je ve společnosti hospodářsky využitelná. Ve společnosti probíhá k datu ocenění plně hospodářská činnost. Čistý obchodní majetek – ČOM, (do 30.12.2000 čisté obchodní jmění) představuje objektivizovaně oceněnou hodnotu podniku na bázi obvyklé ceny (tržní hodnoty) podniku.

Podkladem pro stanovení ceny je tržní hodnota podniku (cena obvyklá). Tato tržní hodnota je odhadem finanční částky a je definována v souladu s Evropským sdružením odhadců TEGoVA (The European Group of Valuers) a s mezinárodním oceňovacím standardem, který zpracoval mezinárodní výbor pro standardy oceňování IVSC (International Valuation Standards Committee) viz kapitola 2.3 této práce.

Tržní hodnota odráží kolektivní vnímání trhu a tržní procesy a tvoří základ pro oceňování většiny zdrojů v tržních ekonomikách.

5.2 Charakteristika společnosti VPTZ s.r.o.

Dle výpisu z obchodního rejstříku obchodní firmy VPTZ s.r.o., vedeného krajským soudem v Pardubicích, den zápisu 1.3.1991.:

Obchodní firma	:	VPTZ s.r.o.
Sídlo	:	Pardubice, Průmyslová 351, PSČ 530 03
Právní forma	:	Společnost s ručením omezeným
Datum zápisu	:	1.3.1991
Předmět podnikání	:	zprostředkování služeb zámečnictví výroba plastových výrobků a pryžových výrobků výroba kovových konstrukcí, kotlů, těles a kontejnerů povrchové úpravy a svařování kovů výroba strojů a zařízení pro využití mechanické energie výroba strojů a zařízení pro všeobecné účely výroba strojů a zařízení pro určitá hospodářská odvětví specializované stavební činnosti inženýrská činnost v investiční výstavbě velkoobchod a specializovaný maloobchod maloobchod provozovaný mimo řádné provozovny příprava a vypracování technických návrhů
Základní kapitál	:	395 000,- Kč, splaceno 100%

Historie a vývoj společnosti VPTZ s.r.o.

Společnost VPTZ s.r.o. byla založena společenskou smlouvou sepsanou formou notářského zápisu státního notářství v Pardubicích dne 1.3.1991. Zpočátku provozovala společnost svoji činnost v pronajatých prostorách. Současný areál společnosti byl zakoupen v roce 2001.

Areál společnosti VPTZ s.r.o. se nachází v průmyslové části Pardubic. Je tvořen objektem výrobní haly, objektem administrativním, objektem dílenským a skladovacím s pozemky. Areál je přístupný po zpevněných účelových komunikacích. Přístup a napojení na inženýrské sítě je ošetřeno věcným břemenem ve prospěch oceňovaných pozemků.

Společnost se od svého začátku zabývá výrobou a dodávkami technologických zařízení převážně z plastů a to včetně vypracování technologických a technických řešení, konstrukčního zpracování, výroby, montáže až po servis. Dodávky se provádějí v rozsahu od kusových dodávek jednotlivých výrobků (např. nádrže a díly vzduchotechniky), přes dodávky výrobků včetně montáže (např. nádrže a vzduchotechnika), nebo montáže z materiálu zákazníka (např. montáže tlakových rozvodů kapalin), až po dodávky technologických celků tzv. „na klíč“ (např. kompletní technologie chemického leštění skla, nebo odsávání a čištění vzduchu galvanizovny).

Výrobky z plastů firmy VPTZ s.r.o. nalézají uplatnění především v prostředí s vysokým korozním zatížením jako jsou chemické či mokré provozy. Jedná se hlavně o oblast galvanického nanášení, žárového zinkování, moření kovů, výroby vláken, chemického leštění a leptání skla, dále pak o sklady chemikálií, neutralizace a čištění odpadních vod, úpravy vod, čištění vzduchu, různé provozy továren pro výrobu chemikálií apod.

Společnost je držitelem příslušných živnostenských listů a oprávnění, na jejichž základě provozuje svou činnost.

Organizační struktura společnosti VPTZ s.r.o.

Z hlediska funkčního členění je firma VPTZ s.r.o. rozdělena do následujících organizačních útvarů :

- úsek ředitele,
- obchodní úsek,
- technický úsek,
- výrobní úsek.

K datu ocenění tj. k 31.12.2007 je ve společnosti zaměstnáno 30 pracovníků. Z toho 21 zaměstnanců v dělnické profesi a 9 technickohospodářských pracovníků (tj. ředitel, vedoucí jednotlivých úseků, konstruktéři, technolog, účetní...).

Z důvodu vysoce specializované činnosti zaměstnanců je většina (19 zaměstnanců) držitelem svářečského oprávnění pro svařování plastů dle ČSN a oprávnění pro evropské svářeče plastů dle ČSN (6 zaměstnanců). Ve společnosti je také zaměstnán technolog svařování plastů. Převážně se jedná o pracovníky s mnohaletými zkušenostmi získanými nejen u společnosti VPTZ s.r.o.

5.3 Konzultace a předložené podklady

Prohlídka a kontrola majetku společnosti VPTZ s.r.o. proběhla za účasti jednatele společnosti. Další jednání probíhala průběžně dle potřeby až do data zpracování ocenění. Konzultace ve věci ocenění byly prováděny s osobou odpovědnou za ekonomickou stránku společnosti.

Objednatelem byly předloženy následující podklady a údaje pro potřeby zpracování ocenění:

- výpis z obchodního rejstříku obchodní firmy VPTZ s.r.o.,
- rozvaha k 31.12.2007 obchodní firmy VPTZ s.r.o.,
- výkaz zisku a ztráty k 31.12.2007 obchodní firmy VPTZ s.r.o.,

- inventarizační soupisy majetku k 31.12.2007,
- soupis drobného majetku společnosti VPTZ s.r.o. v operativní evidenci k 31.12.2007,
- inventarizační soupis materiálu na skladě k 31.12.2007,
- pohledávky společnosti k 31.12.2007 v členění dle lhůt splatnosti (do 30,60,90,180 a nad 360 dní),
- rozbor pohledávek z obchodního styku k 31.12.2007 dle data splatnosti,
- výpis z katastru nemovitostí vydaný Katastrálním úřadem v Pardubicích,
- kopie katastrální mapy, list mapy Pardubice,
- částečná projektová dokumentace jednotlivých objektů v majetku společnosti VPTZ s.r.o.,
- technické průkazy dopravních prostředků a mechanizace,
- certifikáty a stavební technická osvědčení,
- informace získané při prohlídce na místě samém a údaje sdělené objednatelem.

5.4 Majetek a závazky společnosti

Obchodním majetkem podnikatele – právnické osoby je dle § 6 Obchodního zákoníku veškerý jeho majetek. Jměním podnikatele – právnické osoby je soubor majetku a závazků. Čistým obchodním majetkem (do 31.12.2000 čisté obchodní jmění) je obchodní majetek po odečtení veškerých závazků.

Předmětem ocenění v rámci podniku je soubor nehmotného majetku, hmotného majetku (movitého a nemovitého majetku), zásob, finančního majetku, finančních investic, závazků, pohledávek a veškerých práv souvisejících s provozováním předmětu činnosti.

Oceňovaný majetek (aktiva podniku) představovaný penězi nebo jinými hodnotami je pro účely ocenění členěn shodně s účetními výkazy podniku. Členění zachycuje následující tabulka 7 Členění oceňovaného podniku.

Tab. 7: Členění oceňovaného majetku

A. Pohledávky za upsané VJ (VK)
B. Stálá aktiva
B.I Dlouhodobý nehmotný majetek
B.II Dlouhodobý hmotný majetek
B.III Dlouhodobý finanční majetek
C. Oběžná aktiva
C.I Zásoby
C.II Dlouhodobé pohledávky
C.III Krátkodobé pohledávky
C.IV Finanční majetek
D. Ostatní aktiva
Celkem majetek

Zdroj: Znalecký posudek, rozvaha.

K uvedenému majetku podniku se váží závazky jejichž hodnota je rovněž oceněná penězi. K cizím zdrojům podnikatele náleží účetně položky v následující tabulce 8 Členění závazků.

Tab. 8: Členění závazků

B. Cizí zdroje
B.I Rezervy
B.II Dlouhodobé závazky
B.III Krátkodobé závazky
B.IV Bankovní úvěry a výpomoci
C. Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv
Celkem cizí zdroje a závazky

Zdroj: Znalecký posudek, rozvaha.

Specifikace jednotlivých položek je podrobně uvedena v analýze ocenění. Jako podklad bylo použito především účetnictví firmy s místním šetřením, předloženými inventurami a prohlídkou.

5.4.1 Pojištění majetku

Majetek společnosti je pojištěn u pojišťovny Kooperativa pojišťovna a.s. U pojišťovny je sjednáno pojištění Trend – živelné pojištění souboru nemovitostí, movitých věcí, zásob, peněz a cenin na adrese společnosti (pro riziko vichřice, sesuvu a vodovodu) a pojištění souboru zásob a movitých věcí dle obchodních smluv, pojištění proti odcizení za soubor zásob, movitých věcí, peněz a cenin na druhé adrese, pojištění odpovědnosti za škodu – obecná odpovědnost, odpovědnost za škodu způsobenou vadným výrobkem a odpovědnost za škodu způsobenou zaměstnanci.

Roční výše splátek činí 245 167,00 Kč.

5.4.2 Váznoucí nároky na majetku

Na majetku mohou váznout určité nároky jiných subjektů. Jedná se o restituční a jiné váznoucí nároky na majetku, úvěry, leasing, zástavní práva a věcná břemena.

Na prodávaném majetku společnosti VPTZ s.r.o. neváznou žádné nároky třetích osob, ani tento majetek není použit jako zástava. Společnost zároveň nemá pořízen žádný majetek formou leasingu ani formou úvěru.

Na základě kupní smlouvy spojené se zřízením věcných břemen a se zřízením zástavního práva ze dne 15.5.2001 váznou na nemovitém majetku (dlouhodobém hmotném majetku) k datu ocenění již jen věcná břemena a to :

1. ve prospěch vlastníka nemovitého majetku (dlouhodobého hmotného majetku):

a) Věcné břemeno, spočívající v právu vstupu, průchodu a vjezdu a průjezdu zaměstnanců, obchodních partnerů a dalších osob a vozidel, jejichž vstup, průchod, vjezd a průjezd je potřebný k zajištění podnikatelské činnosti vlastníka nemovitosti. Vstup a vjezd na pozemek bude umožněn v místě stávající vrátnice areálu.

b) ve prospěch vlastníka nemovitostí věcné břemeno k pozemku vlastníka spočívající v právu připojení k inženýrských sítím

c) ve prospěch vlastníka nemovitostí věcné břemeno k pozemku vlastníka spočívající v právu využívání vedlejší parcely k opravám a údržbě nemovitostí a jejich příslušenství
Věcná břemena jsou zřízena bezplatně na dobu neurčitou.

2. v neprospěch vlastníka nemovitého majetku (dlouhodobého hmotného majetku):

Ve neprospěch vlastníka pozemku jsou zřízena věcná břemena spočívající v právu vstupu, průchodu, vjezdu a průjezdu zaměstnanců, obchodních partnerů a dalších osob, jejichž vstup, průchod, vjezd a průjezd je potřebný k zajištění provedení odečtů médií, údržby a oprav inženýrských sítí (topení, technických plynů, kanalizace, vody a slaboproudu).

Tato věcná břemena jsou zřízena bezúplatně na dobu neurčitou.

Dále je ve výše jmenované kupní smlouvě spojené se zřízením věcných břemen a se zřízením zástavního práva ujednání o poskytování služeb za úplatu, kdy se vlastník areálu zavazuje zajišťovat prostřednictvím svých sítí za úplatu :

a) pro průmyslový objekt na stavební parcele

- připojení telefonních stanic k telefonní síti ČR
- dodávky elektrické energie – 200 až 250 kVA
- dodávky zemního plynu
- dodávky pitné vody, vč. stočného
- odvod srážkových vod

b) pro průmyslový objekt na stavební parcele

- připojení telefonních stanic k telefonní síti ČR
- dodávky elektrické energie – 100 až 150 kVA
- dodávky zemního plynu
- dodávky pitné vody, vč. stočného
- odvod srážkových vod

c) pro pozemkové parcely

- odvod srážkových vod

Na výše uvedené služby budou uzavřeny samostatné smlouvy dle jednotlivých poskytovaných služeb.

5.4.3 Ostatní omezení, vliv na životní prostředí

K datu ocenění nejsou známa žádná mimořádná omezení, ručení jiným subjektům. Budoucím závazkem je postupné splácení kontokorentního úvěru uzavřeného na dobu neurčitou ve výši 2,0 mil. Kč. Majetek společnosti s sebou nenese žádnou ekologickou zátěž.

5.4.4 Dlouhodobý nehmotný majetek (software)

Jedná se o software užívané v podniku, jejich účetní hodnota je nulová. Jedná se zejména o účetní program Softprofes z roku 1993, konstrukční programy VariCAD z roku 1999 a dále programy antivirové. Programy jsou k datu ocenění funkční, aktualizované a užívané.

5.4.5 Dlouhodobý hmotný majetek (nemovitosti - stavby, pozemky)

Areál společnosti VPTZ s.r.o. tvoří objekt výrobní haly, objekt administrativní, objekt dílenský a skladovací s pozemky v obci Pardubice. Areál je přístupný po zpevněných účelových komunikacích. Přístup a napojení na inženýrské sítě je ošetřen věcným břemenem ve prospěch oceňovaných pozemků.

Ocenění dlouhodobého majetku je významné pro stanovení hodnoty podniku metodou substanční hodnoty. Dále se používá při stanovení odpisů pro výnosové metody. Ocenění viz následující kapitoly.

Pozemky

V majetku podniku je výrobní areál nacházející se v krajském městě Pardubice. Přístup je možný po účelových zpevněných komunikacích. Pozemky jsou napojeny na elektrorozvod, horkovod, vodovod, kanalizaci, rozvod zemního plynu, acetylenu a tlakového vzduchu.

Jedná se o pozemky zapsané v katastru nemovitostí :

Parcela č. 1 výměra	948 m ²	zastavěná plocha a nádvoří – ve skutečnosti se na pozemku nachází výrobní hala a objekt administrativní (kanceláře),
parcela č. 2 výměra	1 581 m ²	zastavěná plocha a nádvoří – ve skutečnosti je pozemek zastavěn stavbou – objektem dílenským a skladovacím se sociálním zázemím,
parcela č. 3 výměra	177 m ²	ostatní plocha, manipulační plocha – ve skutečnosti se pozemek nachází mezi objektem administrativním a objektem dílenským, pozemek je užíván jako manipulační plocha,
parcela č. 4 výměra	222 m ²	ostatní plocha, manipulační plocha – ve skutečnosti se na pozemku nachází přístupový chodník k administrativnímu objektu a manipulační ploše.

Celková výměra pozemků činí : 2 928 m²

Objekt výrobní haly a objekt dílenský a skladovací jsou přístupné přes pozemky ve vlastnictví jiného subjektu. Přístup k objektům včetně napojení na inženýrské sítě je ošetřen smlouvou o zřízení věcného břemene.

Stavby

V majetku společnosti jsou objekty umístěné na pozemcích v obci Pardubice. Jedná se o :

1. Výrobní halu
2. Administrativní objekt (kanceláře)
3. Objekt dílenský a skladovací
4. Venkovní úpravy (přípojky inženýrských sítí, zpevněné plochy, oplocení, předložené schody)

Výměry a dispoziční řešení jsou uvedeny v následujícím textu. Konkrétní popis jednotlivých staveb převzatý z projektové dokumentace obsahuje příloha 4.

ad 1) Výrobní hala

Dispoziční řešení :

1.NP : šatna (oddechová místnost), plastikářská dílna
kancelář

Obestavěný prostor : 7 860,26 m³

Zastavěná plocha : 830,00 m²

Užitná plocha : 23,4 m² - kancelář
514,4 m² - plastikářská dílna
23,4 m² - šatna (oddechová místnost)

ad 2) Administrativní objekt (kanceláře)

Obestavěný prostor : 1 030,60 m³

Zastavěná plocha : 118,00 m²

Užitná plocha : 130,10 m² - kanceláře
80,90 m² - sociální zázemí a komunikační prostory
16,10 m² - skladové prostory

ad 3) Objekt dílenský a skladovací

Dispoziční řešení :

1.NP : dílenský objekt (plasticářská hala s jeřábovou dráhou , kancelář, zámečnická dílna,
sklad, oddechová místnost, šatna muži 2x, umývárna muži, WC muži)
skladový objekt (kancelář, původně obráběčská dílna – nyní sklad, 6x sklad)

Obestavěný prostor : 7 055,19 m³

Zastavěná plocha : 1 561,00 m²

Užitná plocha : 539,50 m² - výrobní prostory (dílny)
72,30 m² - administrativa (kancelář)
628,50 m² - skladové prostory
172,80 m² - sociální zázemí

ad 4) Venkovní úpravy (přípojky inženýrských sítí, zpevněné plochy, oplocení)

Areál společnosti VPTZ s.r.o. je napojen na elektrorozvod, kanalizaci, vodovod, plynovod. Objekt výrobní haly je napojen na rozvod stlačeného vzduchu a objekt dílenské a skladovací haly je napojen na rozvod plynů – acetylenu a tlakového vzduchu. Jednotlivé objekty jsou napojeny na rozvod horkovodu z tepelné elektrárny (vytápění a teplá voda).

Zpevněné plochy - přístupový chodník je betonový. Předložené schody betonové tvoří vstup do administrativního objektu (kanceláří), z roku 1956. Oplocení je provedeno z vlnitého plechu ošetřeného nátěrem upevněného do ocelových sloupků. Plot byl proveden v roce 1986.

5.4.6 Dlouhodobý hmotný majetek (movitý majetek - stroje, dopravní prostředky, zařízení)

Účetní evidence společnosti vede movitý majetek v inventarizačních soupisech provozního majetku (DHM), v inventarizačním soupisu drobného provozního majetku a v inventarizačním soupise materiálu na skladě.

Další položky hmotného majetku jsou v rámci stálých aktiv popsány jednotlivě v části finanční analýzy, stejně jako další položky oběžných aktiv (zásoby, pohledávky, finanční majetek) a aktiv ostatních.

5.4.7 Závazky společnosti

Společnost vykazuje závazky v rozvaze společnosti. Hodnocení závazků je uvedeno v části finanční analýzy.

5.5 Hodnocení podniku

Hodnocení podniku se provádí z hlediska strategického a finančního. Ze strategického hlediska se hodnotí okolí podniku, konkurence a samotný podnik. Vše týkající se fungování podniku v tržní struktuře. Z hlediska finančního se sleduje finanční stránka podniku. Hlavním úkolem je pak rozbor účetních výkazů. Analyzuje se přitom minulý vývoj, současnost a také očekávaná nejbližší budoucnost.

5.5.1 Strategická analýza společnosti VPTZ s.r.o.

Analýza vnějšího prostředí a trhu

Společnost VPTZ s.r.o. se zabývá výrobou z části úzce specializovaných výrobků pro chemický, ale i jiný průmysl. Vyrábí nádrže na chemické kapaliny, zařízení pro čištění průmyslových odpadních vod, zařízení pro čištění vzduchu nebo výrobky pro vzduchotechniku. Zabývá se také výrobou a montáží tlakových rozvodů kapalin a chemickým leštěním skla.

Na trhu zboží a služeb je VPTZ s.r.o. svou velikostí malou firmou. V regionu východních Čech je jedinou společností s takovou výrobou a sortimentem. Z důvodu výroby tak specifického zboží je odbytí celá Česká republika. Do zahraničí společnost své výrobky nedodává, i když se o to v minulosti snažila. Není však vyloučeno, že by v zahraničí odbytí pro své výrobky nenašla. Z části společnost vyrábí úzce specializovaný sortiment, jde o chemické leštění laboratorního skla. Pro tuto specifickou výrobu vlastní společnost kompletní technologii a je jediným výrobcem v České republice. V této oblasti má tedy společnost dominantní postavení na trhu.

Společnost VPTZ s.r.o. nedisponuje pravidelnými vztahy s odběrateli. Důvodem je především specifická produkce s poměrně dlouhou životností. Odběratelé si však cení spolehlivosti podniku a jeho produkce a při potřebě se znovu na společnost obrací. Každý obchodní případ společnost řeší individuálně, dle potřeb a požadavků zákazníka.

Hlavními konkurenty jsou přibližně stejně velké společnosti rozmístěné po celém území České republiky. Jedná se o společnosti, které vznikaly spolu se společností VPTZ s.r.o. v průběhu devadesátých let. Jelikož společnosti vznikaly ve stejném časovém horizontu, lze konstatovat, že si rovněž rozdělily trh této specifické produkce. Sortimentem se podobají, v určitých specializovaných oblastech však dosahují dominantního postavení na trhu.

Nedostatkem společnosti VPTZ s.r.o. oproti konkurenčním firmám je absence obchodování se zahraničím a také skutečnost, že se neorientuje na produkty komerčního charakteru. V těchto oblastech existuje prostor pro vylepšení pozice a zároveň možnost získání konkurenční výhody již tak dobře zavedené společnosti jako je VPTZ s.r.o.

Zkušenosti konkurentů ukazují, že je v zahraničí o produkci tohoto charakteru stále velký zájem a trh není doposud zcela nasycen. Jako další možnou příležitost lze uvést oblast komerčního využití. Jednalo by se o rozšíření sortimentu o výrobky komerčního charakteru tj. např. domovní čističky odpadních vod, vyvážecí jímky, bazény apod.

Analýza vnitřního potenciálu podniku

Společnost VPTZ s.r.o. má za sebou sedmnáctiletou historii, ve které si vybuodovala dobré jméno a tradici. V současné době disponuje mnoha posbíranými zkušenostmi a kompletním technickým a technologickým zázemím. V oboru se řadí mezi špičkové odborníky a je reprezentována vysokou kvalitou produkce.

V oblasti řízení společnosti se firma potýká s mnoha nedostatky. Tuto oblast spravují majitelé společnosti, kteří jsou spíše technickými odborníky. Problém se ukazuje v nedokonalé znalosti ekonomických, právních, daňových a účetních principů, což komplikuje řízení společnosti. Společnost postrádá jakýkoliv systém plánování a strategie. Skutečnost, že se nevypracovávají finanční plány ani jiné výhledy přispěla jistě k současné situaci, ve které společnost díky nasycenosti trhu ztrácí odbyt. Společnost sice spolupracuje v ekonomické oblasti s externími odborníky, do budoucna by však měla tuto

oblast involucovat a zaměstnat finančního odborníka, člověka, který se bude zabývat propagací a marketingem a celkovou finanční stránkou společnosti.

Z pohledu vlastnické struktury spravují společnost čtyři společníci. Podíly společníků nejsou rovnoměrně rozděleny a jednatelem společnosti, který je oprávněn jednat jménem společnosti navenek samostatně, je společník s největším obchodním podílem.

Pracovníci tvoří jádro firmy. Společnost disponuje kvalifikovanými pracovníky s mnohaletými zkušenostmi získanými nejen u společnosti VPTZ s.r.o.

V současné době společnost neplánuje žádné investiční akce. Hlavním cílem společnosti je zvýšit snižující se odbyt a vyplnit kapacity. Jako řešení se jeví sloučení se strategickým partnerem.

SWOT analýza společnosti VPTZ s.r.o.

Závěrem je možné výše uvedené skutečnosti promítnout do SWOT analýzy.

Silné stránky (Strengths)

- Společnost zavedená na trhu – dlouholetá tradice,
- dostatečné kapacity s možností rozšíření činnosti,
- zkušenosti v oboru a kvalifikovaný personál,
- vracející se odběratelé,
- výroba úzce specializovaných zařízení na leštění laboratorního skla – jediný producent na území České republiky,
- kompletní technické zázemí,
- kompletní technologické zázemí,
- certifikovaný systém řízení jakosti ISO 9001:2000 a certifikace výrobků.

Slabé stránky (Weaknesses)

- Trh tohoto zboží v České republice začíná být nasycen resp. z důvodu omezených finančních možností odběratelů a současně delší životnosti vyráběných zařízení není o nové výrobky příliš zájem,
- společnost nevyužívá zahraniční trhy,
- omezenost poptávky z důvodu specializace produkce s poměrně dlouhou životností,
- společnost se včas nezačala orientovat i na výrobky komerčního charakteru tj. např. domovní čističky odpadních vod, vyvážecí jímky, bazény apod.,
- pouze částečně využití prostory objektů,
- nižší produktivita pracovníků a tím větší osobní náklady,
- nedostatečná prezentace společnosti – podcenění oblasti marketingu.

Příležitosti (Opportunities)

- Rozšíření sortimentu výrobků o výrobky komerčního charakteru,
- nalezení strategického partnera,
- vstup na zahraniční trhy,
- posílení oblasti marketingu a prezentace společnosti,
- inovace produkce a technologie.

Hrozby (Threats)

- Postupná ztráta odbytu a tím nucené snižování výroby,
- domácí a zahraniční konkurence.

5.5.2 Finanční analýza společnosti VPTZ s.r.o.

Finanční analýza posuzuje celkové zdraví společnosti. Jako podklad pro zpracování byly použity rozvahy a výsledovky za období 2005 – 2007. Odborná literatura doporučuje analýzu výkazů minimálně tři roky zpětně, což je v tomto případě splněno. Společnost nedisponuje zpracovaným finančním plánem, je vytvořen na základě ústních informací poskytnutých objednatelem. Předpokládaný odhad vývoje vychází také ze současné situace v tomto oboru a individuálních aspektů společnosti. Pro výpočty ukazatelů bude použit

postup naznačený v předcházející teoretické části. V následující tabulce 9 Rozvaha a tabulce 10 Výkaz zisku a ztráty jsou uvedeny hlavní vstupní hodnoty tj. skutečnost z let 2005-2007 a finanční plán na roky 2008 – 2013. Kompletní podklady pro zpracování finanční analýzy obsahuje příloha 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o. a příloha 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti VPTZ s.r.o.

Tab. 9: Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o. (v tis. Kč)

		Skutečnost						Plán			
		popis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
		AKTIVA CELKEM	12 750	14 362	18 183	17 512	17 921	18 491	19 265	20 174	21 181
3	B	Stálá aktiva	5 319	4 974	4 755	5 025	5 416	5 915	6 526	7 250	8 107
4	B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	200	501	902	1 404	2 007	2 714
12	B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	5 319	4 974	4 755	4 825	4 915	5 014	5 122	5 243	5 394
22	B.III	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0
28	C	Oběžná aktiva	7 367	9 303	13 385	12 387	12 305	12 276	12 339	12 424	12 474
29	C.I	Zásoby	1 164	1 654	4 827	2 930	2 900	2 871	2 843	2 814	2 786
36	C.II	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0
42	C.III	Krátkodobé pohledávky	5 768	5 836	7 568	7 504	7 429	7 355	7 281	7 209	7 136
51	C.IV	Finanční majetek	435	1 813	990	1 953	1 976	2 050	2 215	2 402	2 552
55	D	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	64	85	43	100	200	300	400	500	600
		PASIVA CELKEM	12 750	14 362	18 183	17 512	17 921	18 491	19 265	20 174	21 181
62	A	Vlastní kapitál	5 389	5 495	5 504	5 861	6 421	7 208	8 185	9 306	10 523
63	A.I	Základní kapitál	395	395	395	395	395	395	395	395	395
75	A.IV	Hospodářský výsledek minulých let	2 862	4 527	4 628	4 637	4 994	5 554	6 341	7 318	8 439
78	A.V	Hospodářský výsledek běžného obd. (+)	1 665	106	9	357	560	787	977	1 121	1 217
79	B	Cizí zdroje	7 201	8 817	12 556	11 528	11 376	11 158	10 955	10 743	10 532
80	B.I	Rezervy	1 730	0	0	0	0	0	0	0	0
84	B.II	Dlouhodobé závazky	-2	-2	-2	0	0	0	0	0	0
91	B.III	Krátkodobé závazky	4 816	6 803	12 558	11 528	11 376	11 158	10 955	10 743	10 532
101	B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	657	2 016	0	0	0	0	0	0	0
105	C	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	160	50	123	124	124	125	125	126	127

Zdroj: Interní materiály fiktivní společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

Tab. 10: Výkaz zisku a ztráty společnosti VPTZ s.r.o. (v tis. Kč)

ř.		popis	Skutečnost					Plán			
			2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	I	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	II	Výkony	35 944	23 700	27 195	28 529	29 370	30 252	31 008	31 629	32 104
11	+	Přidaná hodnota	17 546	10 498	12 875	13 833	14 286	14 770	15 181	15 512	15 759
12	C	Osobní náklady	12 619	10 971	11 738	12 311	12 495	12 682	12 847	12 994	13 124
29	*	Provozní hospodářský výsledek	2 429	322	209	594	864	1 161	1 408	1 592	1 710
42	N	Nákladové úroky	61	88	80	0	0	0	0	0	0
47	*	Hospodářský výsledek z finančních operací	-197	-203	-200	-125	-128	-129	-129	-126	-121
52	**	Hospodářský výsledek za běžnou činnost	1 656	31	9	357	560	787	977	1 121	1 217
58	*	Mimořádný hospodářský výsledek	9	75	0	0	0	0	0	0	0
60	**	Hospodářský výsledek za účetní období	1 665	106	9	357	560	787	977	1 121	1 217
61		Hospodářský výsledek před zdaněním	2 241	194	9	469	736	1 032	1 279	1 466	1 588

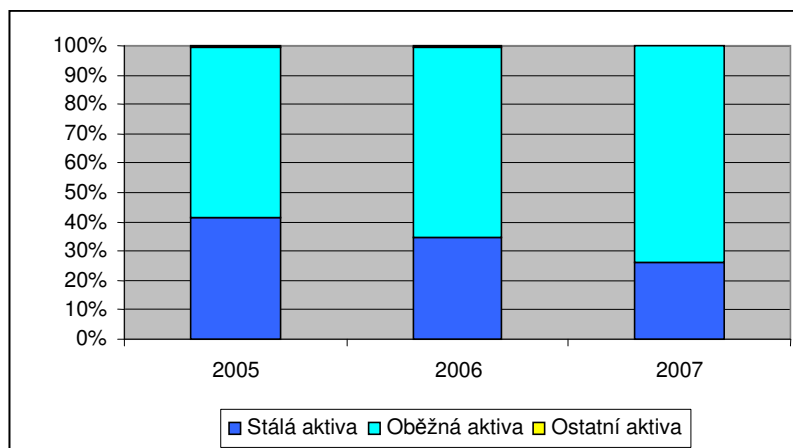
Zdroj: Interní materiály fiktivní společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

Jedním z prvních kroků analýzy je rozbor bilanční sumy. Sleduje se vývoj celkové bilanční sumy v čase. Ve stabilních a zdravých společnostech platí, že je vykazován stálý růst bilanční sumy. Z výše uvedených údajů je zřejmé, že společnost v posledních třech letech vykazovala její žádoucí postupný růst. Rovněž plán vývoje společnosti počítá s dalším růstem hodnoty. Po analýze bilanční sumy následují obvykle rozbor složek aktiv a pasiv, dále se běžně hodnotí výše čistého pracovního kapitálu. Následně se ještě analyzují jednotlivé skupiny poměrových ukazatelů.

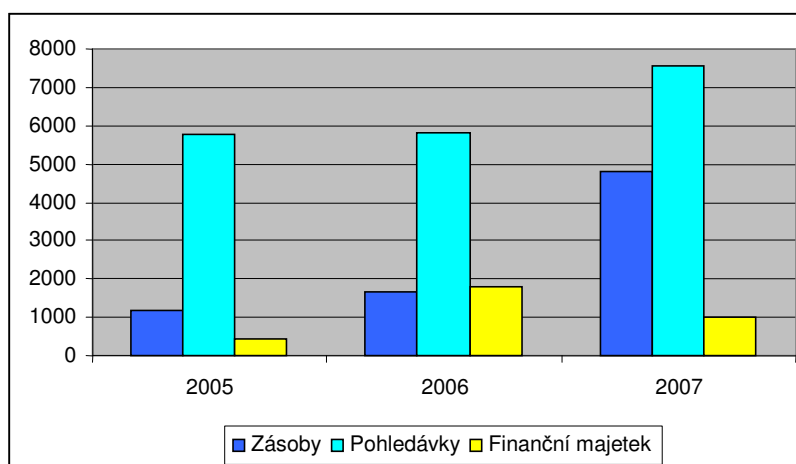
Aktiva

Dalším krokem po analýze bilanční sumy je analýza struktury aktiv. Hlavní a převažující složkou aktiv jsou oběžná aktiva. Vzhledem k povaze produkce jsou převažující oběžná aktiva zcela normálním jevem. Jak je patrné z obrázku 2 vykazovala stálá aktiva v posledních třech letech mírný pokles, oběžná relativně ke stálým aktivům vykazovala růst. Jak je vidět z obrázku 3, je pohyb způsoben mírným nárůstem pohledávek a razantním nárůstem zásob. Takto razantní nárůst zásob má příčinu ve sníženém počtu objednávek, který je způsoben sníženou poptávkou po produkci společnosti. Protože

společnost předpokládala dosavadní vývoj objednávek, nakoupila více zásob než bylo třeba a v zásobách se tak „umrtvily“ zbytečné finanční zdroje, které by jinde mohly přinést vyšší efekt.



Obr. 2: Struktura aktiv společnosti VPTZ s.r.o. v relativním vyjádření (v %) Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

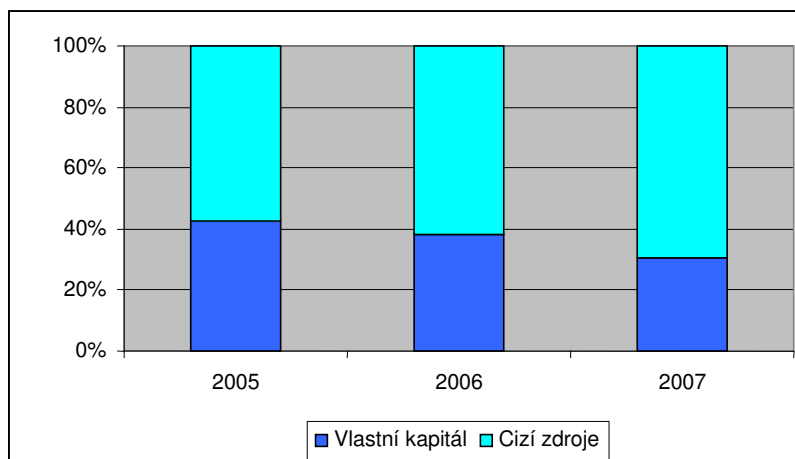


Obr. 3: Struktura oběžných aktiv spol. VPTZ s.r.o. v absolutním vyjádření (v tis. Kč) Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Pasiva

Obrázek 4 zobrazuje podíl vlastního a cizího kapitálu ve sledovaném období. Struktura pasiv společnosti vykazovala v prvních dvou letech stabilitu. V posledním

sledovaném roce došlo k nárůstu financování z cizích zdrojů, což je způsobeno především nárůstem krátkodobých závazků.

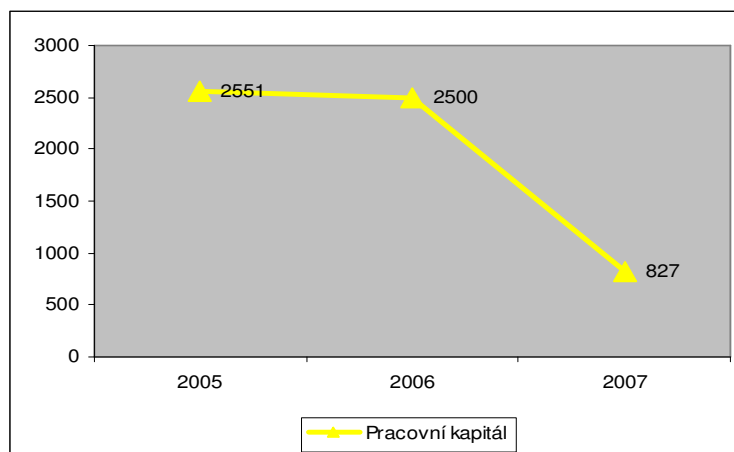


Obr. 4: Struktura pasiv společnosti VPTZ s.r.o. v relativním vyjádření (v %) Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

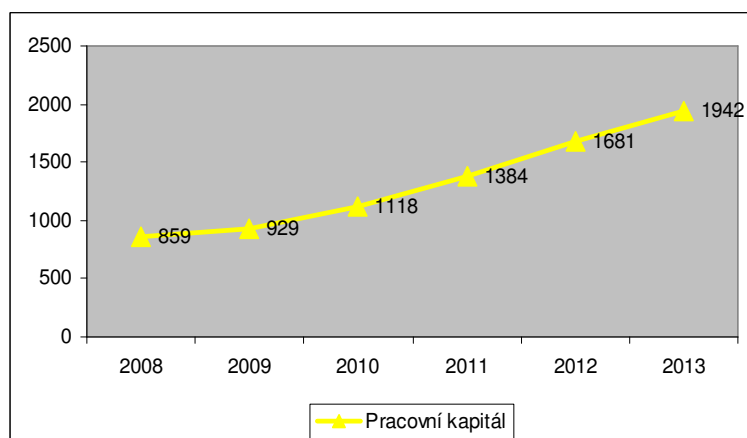
Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, kterou financuje dlouhodobý majetek. V každém podniku je třeba tohoto kapitálu pro zajištění potřebné míry likvidity. Přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými závazky a tedy kladná hodnota čistého pracovního kapitálu vyjadřuje krátkodobou solventnost společnosti.

Níže uvedený obrázek 5 ukazuje vývoj čistého pracovního kapitálu v posledních třech letech. V prvních dvou sledovaných letech byla vykázána prakticky shodná výše čistého pracovního kapitálu. I když nebyl zaznamenán růst tohoto ukazatele, lze vzhledem k jeho kladné hodnotě považovat takový vývoj za příznivý. V posledním sledovaném roce nastal razantní pokles hodnoty čistého pracovního kapitálu. V tomto roce došlo téměř ke dvojnásobení krátkodobých závazků. Tato skutečnost byla způsobena snížením zájmu o produkty společnosti. Tím došlo ke snížení solventnosti a společnosti nastaly problémy s platbou závazků. Obrázek 6 pak prezentuje předpokládaný vývoj tohoto ukazatele, kde se předpokládá v návaznosti na hledání strategického partnera zvyšování jeho hodnoty.



Obr. 5: Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti VPTZ s.r.o. (2005-2007)
Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.



Obr. 6: Vývoj čistého pracovního kapitálu společnosti VPTZ s.r.o. dle předpokládaného finančního plánu (2008-2013)
Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Ukazatele rentability

Tab. 11: Ukazatele rentability (v %)

Popis	Zkratka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	ROS	$100 \cdot Z/T$	0,46	0,04	1,25	1,91	2,60	3,15	3,54	3,79
Rentabilita vlastního kapitálu	ROE	$100 \cdot Z/VK$	1,95	0,16	6,28	9,13	11,54	12,69	12,82	12,28
Rentabilita celkového kapitálu	ROA (s EBIT)	$100 \cdot (HZ+Ú) / K$	2,08	0,55	2,63	4,15	5,67	6,78	7,44	7,68
Rentabilita investovaného kapitálu	ROCE	$EBIT/VK+R +DZ+BÚD$	5,13	1,62	8,01	11,46	14,32	15,63	15,75	15,10

Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Ukazatele rentability informují o efektu dosaženého vloženým kapitálem a patří v praxi k nejsledovanějším ukazatelům. Jednotlivé ukazatele rentability měly ve sledovaném období stejný průběh. Vzhledem ke ztrátě odbytu a ohrožení pozice společnosti vykazovaly všechny rentability v roce 2007 pokles. Pokud společnost provede předložené záměry a bude tak následovat zpracovaný plán, lze předpokládat, že nastane růst všech ukazatelů rentability.

Ukazatel rentability tržeb charakterizuje zisk vztažený k tržbám. Rentabilita tržeb dosahovala v dosavadním vývoji malých hodnot, v roce 2007 dokonce pokles k nulové hodnotě. Tento vývoj byl způsoben situací ve společnosti, která ovlivnila veškeré ekonomické výsledky. Rentabilita vlastního kapitálu je ukazatelem, prostřednictvím kterého vlastníci zjišťují zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Pro investora je nezbytné, aby ROE byla vyšší než úroky, které by obdržel při jiné formě investování. Pokud bude hodnota rentability vlastního kapitálu dlouhodobě nižší než výnosnost cenných papírů garantovaných státem, bude taková společnost odsouzena k zániku. Investor bude chtít v takovém případě svůj kapitál investovat výnosnějším způsobem. Výrazný pokles tohoto ukazatele v roce 2007 neznamená, že by se firma neměla snažit o udržení na trhu. Při vstupu strategického partnera a dalších plánovaných opatřeních bude možné poměrně rychle ovlivnit vývoj tohoto ukazatele, to ostatně ukazuje i tabulka 11.

Při výpočtu rentability celkového kapitálu byl v čitateli použit EBIT, tj. zisk před zdaněním a nákladovými úroky. V takovém vyjádření se ROA označuje jako produkční síla aktiv. V tomto tvaru je nejkompexnějším ukazatelem, ve kterém nedochází ke zkreslení v případě měnící se sazby daně ze zisku či měnící se struktury financování. Vývoj tohoto ukazatele rovněž ovlivnila nedostatečná poptávka a nasycenost trhu, která se projevila poklesem na již neúnosnou mez v roce 2007.

Rentabilita investovaného kapitálu vyjadřuje zisk před úroky a zdaněním, který byl dosažen jednou korunou investovaného kapitálu. V roce 2006 byla hodnota tohoto ukazatele uspokojivá, v roce 2007 nastal opět pokles, výhled však předpokládá uspokojivý růst.

Ukazatele aktivity

Tab. 12: Ukazatele aktivity

Popis	Zkr.	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktiv	OA	T/K	1,71	1,52	1,60	1,66	1,66	1,64	1,60	1,55
Obrat zásob	Oz	T/Zás	16,45	7,62	7,36	10,08	10,49	10,86	11,19	11,47
Obrat pohledávek	Op	T/Pohl.	3,99	3,68	3,79	3,94	4,09	4,24	4,37	4,48
Obrat kr. závazků	OKZ	T/KZ	3,99	2,55	2,37	2,57	2,69	2,81	2,92	3,02
Doba obratu zásob (ve dnech)	DOZ	360/Oz	21,88	47,24	48,94	35,71	34,32	33,15	32,18	31,38
Doba obratu pohledávek (ve dnech)	DOP	360/Op	90,12	97,70	95,10	91,48	87,92	84,92	82,42	80,39
Doba obratu kr. závazků (ve dnech)	DOKZ	360/OKZ	90,23	141,13	151,96	140,30	134,01	128,30	123,42	119,23

Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Ukazatele aktivity posuzují efektivnost hospodaření s aktivy. Obrat aktiv informuje kolikrát se aktiva obrátí za určitý časový interval, většinou za rok. Obecně se udává, že by obrat aktiv měl být minimálně na úrovni hodnoty 1, což skutečnost i výhled společnosti VPTZ s.r.o. splňuje. V tabulce 12 jsou dále uvedeny další ukazatele aktivity i jejich předpokládané hodnoty v budoucích letech.

Doba obratu zásob udává průměrný počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podnikání do doby jejich spotřeby. V roce 2006 byla hodnota tohoto ukazatele přijatelná. Společnost pokračovala v dosavadním hospodaření se zásobami a zbytečně v nich neumrtvovala finanční prostředky. Po vzniku problému s odbytem se začaly ve společnosti hromadit zásoby a tím se doba obratu zásob více než zdvojnásobila. Další předpokládaný mírný nárůst v roce 2008 bude poté v souvislosti s nalezením nových odbytových cest vystřídán postupným snižováním tohoto ukazatele, což je žádoucím trendem. Zásoby se budou zároveň rychleji obracet.

Dalšími zajímavými ukazateli jsou doba obratu pohledávek a doba obratu krátkodobých závazků. Doba obratu pohledávek nebo také doba inkasa pohledávek informuje o platební morálce obchodních partnerů společnosti, protože udává průměrnou dobu čekání na inkaso plateb za již provedené výkony. Do jisté míry lze pomocí tohoto ukazatele zhodnotit i schopnost odpovědných osob při vymáhání pohledávek. Obecně se

považuje za přijatelnou hodnotu 40 až 60 dní, záleží ale na dohodnutých platebních podmínkách. Vykazovaných téměř 98 dní v roce 2007 není žádoucích. Výhled do dalších let se jeví optimisticky a počítá se zkracováním doby inkasa pohledávek.

Doba obratu závazků naopak informuje o platební morálce firmy vůči jejím dodavatelům. V roce 2007 nabývá tento ukazatel hrozivých hodnot, což bylo způsobeno již zmiňovanou ztrátou solventnosti. Společnost by měla platbám svých závazků věnovat větší pozornost, neboť hrozí, že dodavatelé přestanou plnit dojednané objednávky. Z analýzy zároveň plyne, že společnost využívala v roce 2007 tzv. bezplatný dodavatelský úvěr a to v průměru 43 dnů (doba splácení krátkodobých závazků je delší než doba inkasa pohledávek). V roce 2006 panovala shoda plateb krátkodobých závazků a inkasa pohledávek.

Ukazatele zadluženosti

Tab. 13: Ukazatele zadluženosti

Popis	Zkratka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Stupeň zadlužení (v %)	SZ	CK/K*100	61,39	69,05	65,83	63,48	60,34	56,86	53,25	49,72
Míra zadluženosti	MZ	CK/VK	1,60	2,28	1,97	1,77	1,55	1,34	1,15	1,00
Úrokové krytí	ÚK	(HZ+Ú)/Ú	3,20	1,11	-	-	-	-	-	-

Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Stupeň zadlužení vypovídá o zdrojích financování společnosti. Z tabulky 13 je zřejmé, že nárůst krátkodobých závazků v roce 2007 ovlivnil i stupeň zadlužení. Společnost byla v tomto roce financována téměř ze 70% cizími zdroji. Cizí kapitál je převážně tvořen krátkodobými závazky, úročený kapitál je ve společnosti téměř zanedbatelnou položkou. Míra zadluženosti nebo také koeficient zadluženosti má stejnou vypovídací schopnost jako stupeň zadlužení. Oba ukazatele rostou tím více, čím roste proporce dluhů ve finanční struktuře.

Ukazatel úrokového krytí podává informaci o tom, kolikrát převyšuje zisk placené úroky. Pokud ukazatel dosáhne hodnoty 1, znamená to, že veškerý efekt vyprodukovaný podnikem bude sloužit k výplatě úroků věřitelům a vlastníkům společnosti tedy nezbude

nic. Čím vyšší je pak hodnota ukazatele, tím lépe podnik splácí úroky a zároveň je potvrzena značná finanční nezávislost firmy. Doporučené rozmezí úrokového krytí je obvykle mezi hodnotami 3 a 6. Z tabulky 13 je lze usoudit na pozitivní hodnotu tohoto ukazatele v roce 2006. Po poklesu hodnoty úrokového krytí v roce 2007 lze v dalších letech opět očekávat návrat do žádoucích mezí.

Ukazatele likvidity

Tab. 14: Ukazatele likvidity

Popis	Zkratka	Vzorec	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Okamžitá likvidita	L1	FM/KCK	0,21	0,08	0,17	0,17	0,18	0,20	0,22	0,24
Pohotová likvidita	L2	FM+POHLK/KCK	0,87	0,68	0,82	0,83	0,84	0,86	0,89	0,92
Běžná likvidita	L3	OA/KCK	1,06	1,07	1,07	1,08	1,10	1,13	1,16	1,19

Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

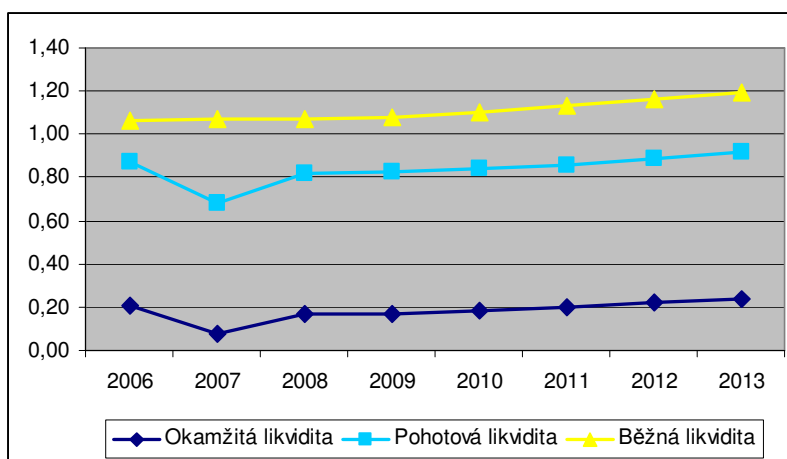
Ukazatele likvidity charakterizují schopnost firmy dostát svým závazkům. Poměří to, čím je možné platit s tím, co je nutné zaplatit. Velkou pozornost této skupině ukazatelů věnuje nejen management podniku, ale i dodavatelé a konkurence, v neposlední řadě také finanční instituce. Nevýhodou ukazatelů je, že hodnotí likviditu na základě zůstatku finančního majetku, ale ta více závisí na budoucím vývoji cash flow.

Okamžitá likvidita měří schopnost hradit právě splatné dluhy. Obecně se doporučuje, aby se hodnota okamžité likvidity pohybovala v rozmezí mezi 0,2 a 0,5. Jak je zřejmé z tabulky 14 měla společnost problém s dodržováním termínů splatnosti v roce 2007, ve kterém se potýká s propadem všech ekonomických ukazatelů. Aby se zvýšila schopnost splácení právě splatných dluhů, měla by společnost přemýšlet o držbě většího množství peněžních prostředků. Následné zavádění opatření a plánů povede k postupnému návratu do rozmezí doporučovaných hodnot.

Pohotová likvidita odstraňuje nedostatky předchozího ukazatele tím, že vyčleňuje nejméně likvidní aktiva – zásoby a dlouhodobé pohledávky. Pro tento ukazatel se

doporučuje rozmezí mezi 0,7 a 1. Z tabulky 14 lze vyčíst skutečnost, že se hodnoty pohotovosti likvidity v celém sledovaném období i výhledu pohybují v rozmezí normálu.

Ukazatel běžné likvidity měří, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky. Používá se při posuzování budoucí solventnosti firmy a je postačující pro hodnotu vyšší než 1,5. Hodnotami běžné likvidity společnost nespĺňuje doporučené hodnoty, což značí obtížnější pokrytí svých krátkodobých závazků oběžnými aktivy. Vývoj jednotlivých likvidit je názorně zachycen na následujícím obrázku 7 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti VPTZ s.r.o.



Obr. 7: Vývoj ukazatelů likvidity společnosti VPTZ s.r.o.
Zdroj: Interní materiály společnosti, vlastní zpracování.

Vypočtené poměrové ukazatele se běžně porovnávají s konkurencí. Společnost podniká ve velmi specifické oblasti a je nemožné najít v České republice podnik, který by byl srovnatelný. Hodnocení ukazatelů je proto uskutečněno na základě zjistitelných doporučených hodnot a obecně používaných bilančních pravidel. Dále bylo použito srovnání v čase.

5.6 Použité metody oceňování

Ocenění podniku VPTZ s.r.o. vedoucí ke stanovení hodnoty majetku vychází z následujících obecně používaných metod:

- Metody majetkové - metoda účetní hodnoty,
- metoda substanční hodnoty,
- Metody výnosové - metoda ekonomické přidané hodnoty.

5.7 Metoda účetní hodnoty

Ocenění metodou účetní hodnoty bylo provedeno podle zásad platných v účetnictví. Z účetních údajů je použita rozvaha společnosti VPTZ s.r.o. k 31.12.2007. Následné údaje z rozvahy společnosti jsou zároveň souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku.

	(v tis. Kč)
1) Dlouhodobý hmotný majetek	4 755
2) Dlouhodobý finanční majetek	0
3) Zásoby	4 827
4) Pohledávky dlouhodobé	0
5) Pohledávky krátkodobé	7 568
5) Finanční majetek	990
6) Časové rozlišení	43
Aktiva celkem.....	18 183 tis. Kč
Cizí zdroje.....	12 556 tis. Kč
Časové rozlišení.....	123 tis. Kč

Hodnota účetní netto vlastního jmění (VK).....	5 504 000,00 Kč
---	------------------------

Hodnota nevyjadřuje reálný stav majetku, ale pouze stav podle účetních pravidel.

5.8 Metoda substanční hodnoty

Podle účelu a zadání je v závěru přecenění vyčíslena substanční hodnota podniku netto (upravený čistý obchodní majetek podniku ze substance).

Substanční majetková hodnota podniku představuje pouze náklady na znovupořízení společnosti, nemá tedy tržní charakter. Tato metoda nebere důsledně v úvahu případné morální zastarání, využití a využitelnost instalovaných majetkových hodnot a další aspekty nehmotných a osobních položek. Výsledky majetkového ocenění metodou substanční hodnoty slouží především jako inventarizace majetku pro hodnotitele a podklad pro další ocenění výnosovým způsobem, zvláště ke stanovení reprodukčních odpisů, posouzení nutnosti investic, atd.

Snahou je stanovení i tzv. hospodářsky užité majetkové hodnoty, která by hodnotila souhrn příspěvků jednotlivých majetků v celkové hodnotě pokračujícího podniku (princip going concern). Zde se však nelze vyhnout určité míře vnášení subjektivních aspektů hodnotitele, především u stálých aktiv a zavádění faktorů omezené doby trvání užívání aktiv s možností dalšího využití.

Ocenění podniku substanční metodou vychází z kategorie čistého obchodního majetku jako rozdílu majetku a závazků. U aktiv je založeno na posouzení a korekci účetních hodnot podle povahy majetku v dané účetní kategorii a míry přiměřenosti zůstatkové účetní hodnoty hodnotě reálné. U pasiv jde o reálné vyjádření závazků, které z fungování podniku vyplývá. Tato metoda nepočítá s penězi v čase, ale hodnotí pouze daný stav a je založena na individuálním přecenění jednotlivých položek na současně zpětně dosažitelnou cenu obvyklou.

Podstata substanční (věcné) metody spočívá v tom, že svým způsobem reaguje na nedostatky, tj. princip účtování v historických cenách, respektive v reprodukčních cenách. Účetnictví, jak je známo, nedokonale zobrazuje tržní hodnotu majetku resp. hodnotu, která by byla spojena se znovupořízením majetkových částí v dané struktuře při dané míře opotřebení. Těžiště metody spočívá v části aktiv, která nazýváme stálá, věcná nebo fixní.

Právě u nich je aktuální problém historických, respektive čistých reprodukčních nákladů. Jedná se o majetkové části, které jsou dlouhodobě v podniku vázány a vytváří kapacitu, která je základem tvorby užitných hodnot.⁶⁾

Druhou složku pak tvoří oběžný majetek, u něhož se nejedná o náklady znovupořízení, resp. reprodukční náklady nebo čisté reprodukční náklady. Při aplikaci hodnoty substance jde u oběžného majetku prioritně o to, zda částky uváděné v účetnictví vztahující se k zásobám, pohledávkám a jiným krátkodobým složkám oběžného majetku jsou schopny reálné přeměny v pohotové, likvidní prostředky. Konkrétně to znamená, že aktiva mají rozdílnou funkci a z tohoto pohledu je nezbytné přistoupit i k jejich přehodnocení v účetním vyjádření. K tomuto účelu jsou v praxi využívány jednak individuální přístupy k přecenění opírající se o znalosti odhadce ve vazbě na druh daného aktiva, jeho funkci, formu, dostupné informace, jakož i účel ocenění. Konkrétní výraz nacházejí v tzv. koeficientech prodejnosti, využitelnosti apod.⁶⁾

Na druhé straně je nejen práce s aktivy, ale i s pasivy. Pasiva jsou zdroje, ze kterých je majetek pořízen. Zde se jedná o reálné vyjádření závazků, které z fungování podniku vyplývá.

Ocenění touto metodou je nesmírně pracné. Náročnost vyplývá především z okolností, jak dospět k faktickému zjištění reprodukčních nákladů spojených se znovupořízením jednotlivých složek stálých aktiv. Postup je proveden tak, že jsou jednotlivé majetkové části postupně přeceněny z pohledu zapojení do fungujícího provozu.

Aktuální ocenění majetku vychází z rozvahy společnosti sestavené k datu 31.12.2007. Vlastní přecenění je vypracováno na základě pořizovacích a účetních hodnot majetku. Tyto hodnoty jsou přitom upraveny soustavou korekčních koeficientů s cílem zjištění ceny obvyklé jednotlivých položek aktiv a za předpokladu dalšího užití. Výsledná suma je pak ponížena o zůstatek závazků, neboť ty reálně snižují hodnotu majetku.

⁶⁾ Kislíngerová, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck, 2001. Str.129

Popis koeficientů (indexů)⁷⁾

- Pc pořizovací cena, která obsahuje cenu pořízení hmotného a nehmotného investičního majetku včetně výdajů souvisejících s jeho pořízením,
- Ki koeficient inflace zohledňující nárůst či pokles pořizovacích cen,
- Kfo koeficientem fyzického opotřebení, který vyjadřuje podíl běžného opotřebení,
- Kmo koeficient morálního opotřebení (zastarávání), vyplývá ze stavu a progresivnosti použité technologie a produktivní využitelnosti majetku při zohlednění možných závad,
- Kth koeficientem tržní hodnoty, který upravuje hodnotu na předpokládanou zpětně dosažitelnou cenu případným prodejem, tj. cenu obvyklou.

Popis a užití těchto koeficientů (indexů) je uveden pro obecné užití při oceňování aktiv podniku. V případě odlišností a zvláštností, které se zásadně liší od uvedených popisů, je u každé přeceňované položky aktiv uveden samostatný komentář na vysvětlení oceňovacího principu a úvah vedoucí k tomuto rozhodnutí.

Při ocenění je analyzován ekonomický obsah jednotlivých položek rozvahy a je odhadnuta jejich tržní hodnota, která odpovídá současné cenové hladině v místě a čase (u hmotného majetku) a dobytosti (u pohledávky).

Při ocenění je nutné také zohlednit, že dlouhodobý majetek a jiný hmotný a nehmotný majetek s možností jednorázového odpisu si zachovává určitou zbytkovou hodnotu. Dále se oceňovatel zabývá pohledávkami z obchodního styku, které jsou v současné ekonomické situaci pro vlastní postavení firmy a tím i stanovení hodnoty subjektu klíčové. Jejich výše a problematičnost jejich vydobytí zásadním způsobem ovlivňují ekonomický chod a rozvoj podniku. Vzhledem k déle trvajícím trendům absence platební morálky se předpokládá snížení hodnoty pohledávek. Na základě prodlení

⁷⁾ pozn.: koeficient inflace - Koeficienty pro přepočítání k základní cenové úrovni (v oceňovací praxi rok 1994) jsou zveřejňovány v časopise Soudní inženýrství vydávaném Ústavem soudního inženýrství Vysokého učení technického v Brně. Aktuální koeficienty pro přepočty ke konkrétním rokům obsahují cenové předpisy pro oceňování nemovitostí (vyhláška platná k datu ocenění). Hodnoty ostatních koeficientů určuje oceňovatel podle skutečného stavu konkrétního majetku s ohledem na jeho životnost.

a vlastní bonity jsou pohledávky upraveny v jednotlivých skupinách procentem znehodnocení, které zahrnuje předpokládané riziko a ekonomické znehodnocení.

Cizí zdroje jsou další důležitou položkou, kterou oceňovatel nesmí opomenout. Cizí zdroje společnosti je nutno zajistit z majetkoprávního hlediska v nominální účetní hodnotě, a proto se nepřeceňují. Závazky jsou brány z rozvahy v plném rozsahu k datu 31.12.2007. Dále je nutné uvést, že v majetku společnosti není obsažen majetek nepotřebný pro provoz společnosti.

5.8.1 Hodnota majetku metodou substanční hodnoty

A Pohledávky za upsaný základní kapitál..... 0 tis.,- Kč

Pohledávky za upsaný základní kapitál..... 0 tis.,- Kč

B Stálá aktiva

B.I Dlouhodobý nehmotný majetek

Tato položka je k 31.12.2007 v rozvaze nulová, avšak společnost používá aktualizované software v počítačích. Jedná se o software - účetní program Softprofes (z roku 1993) a konstrukční program VariCAD (z roku 1999). Tyto programy jsou k datu ocenění funkční, aktualizované a užívané. Tento majetek se většinou obtížně realizuje při případném prodeji, ale pro fungování podniku je nezbytný. Ocenění obsahuje následující tabulka 15 Dlouhodobý nehmotný majetek - přecenění metodou substance.

Tab. 15: Dlouhodobý nehmotný majetek - přecenění metodou substance

Položka	Pc v tis. Kč	Ki	Kfo	Kmo	Kth	Přeceněno v tis. Kč
Software	122	0,90	0,90	0,90	0,55	49
Ocenitelná práva	0	-	-	-	-	0
Goodwill	0	-	-	-	-	0
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	-	-	-	-	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	-	-	-	-	0
Dlouhodobý nehmotný majetek po přecenění						49

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

Dlouhodobý nehmotný majetek po přecenění	49 tis.,- Kč
---	---------------------

B.II Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý hmotný majetek je do účetnictví zařazen v ceně pořízení. Základnou pro přecenění jsou pořizovací ceny DHM. Pro vlastní přecenění jsou použity následující indexy (koeficienty), kterými je pořizovací cena upravena :

- Ki koeficient inflace, který zohledňuje nárůst pořizovacích cen z důvodu inflace,
- Kfo koeficient fyzického opotřebení charakterizující skutečný stav opotřebení DHM,
- Kmo koeficient morálního opotřebení, který je určen stavem DHM, jejich inovační dobou a progresivností technologického zařízení,
- Kth koeficient tržní hodnoty zohledňující výši ceny, za kterou by jednotlivé kategorie mohly být samostatně obchodovány.

B.II.1. Pozemky

Tab. 16: Pozemky - přecenění metodou substance

Název	Rok pořízení	Pc v tis. Kč	Ki	Kfo	Kmo	Kth	Přecenění v tis. Kč
Pozemek parcela č. 1	2001	535	1,10	1,00	1,00	1,05	618
Pozemek parcela č. 2	2001	888	1,10	1,00	1,00	1,05	1026
Pozemek parcela č. 3	2001	99	1,10	1,00	1,00	1,05	114
Pozemek parcela č. 4	2001	124	1,10	1,00	1,00	1,05	143
Pozemky celkem po přecenění							1901

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

Pozemky po přecenění 1 901 tis.,- Kč

B.II.2 Stavby

Stanovení obvyklé ceny (tržní hodnoty) staveb je provedeno výnosovým způsobem. Ocenění je provedeno na základě popisů staveb dle přílohy 4 a kapitoly 5.4.5 Dlouhodobý hmotný majetek (nemovitosti - stavby, pozemky).

Principem výnosového oceňování nemovitostí je posouzení příjmu, tedy za kolik se obvykle pronajímá m² konkrétní stavby. Po vyčíslení hrubého výnosu nemovitosti následuje zohlednění rizika. Stupeň rizika v sobě odráží možnost, že výnosy z nemovitosti nebudou zajištěny souvisle po celý rok. Konkrétní hodnota rizika se odhaduje na základě situace na trhu. V případě společnosti VPTZ s.r.o. se jedná o výrobní objekty, kde se v České republice hodnota rizika pohybuje obvykle v intervalu 10 – 20 %.

Dále je nutné odečíst náklady resp. očekávané výdaje související s obhospodařováním nemovitosti. Jedná se o výdaje spojené s daní z nemovitosti, pojištěním nemovitosti, náklady na správu majetku, náklady na běžné opravy a výdaje spojené s amortizací. Běžně se očekávané výdaje stanovují mezi 30 a 40%. Výsledkem odečtení očekávaných výdajů od hrubého výnosu je očekávaný čistý zisk.

Následujícím krokem je zohlednění kapitalizační míry. Kapitalizace je prováděna na základě obvyklé výnosnosti určitého typu nemovitostí, což je úroková míra, kterou je

obvykle úročena tržní hodnota daného druhu nemovitosti v dané lokalitě. Míra kapitalizace v sobě zahrnuje míru ekonomické výnosnosti (tj. bezriziková míra výnosu), která byla k 12/2007 stanovena na úrovni 4,65% (výnosnost desetiletých státních dluhopisů, zdroj www.cnb.cz). Dále obsahuje rizikovou přírážku za nižší likviditu trhu nemovitostí tedy vyšší riziko investice v porovnání s trhem státních dluhopisů. Výše takového rizika je nutné posuzovat dle podmínek v konkrétní lokalitě podle známé nebo očekávané konkurence na relevantním trhu nemovitostí. Konečně poslední složkou kapitalizační míry je míra dlouhodobého rizika, která zohledňuje přírážku za riziko z neurčitosti (z obtížné předvídatelnosti) dlouhodobého očekávaného vývoje tržní hodnoty nemovitosti. Zohledněním kapitalizační míry získáme hodnotu nemovitosti včetně pozemku, pro určení tržní hodnoty samotné nemovitosti se hodnota pozemku odečte.

1) Výrobní hala

Příjmy z obvyklého nájemného :

Kancelář 23,4 m² x 1 100,- Kč/m²/rok = 25 740,- Kč/rok

Dílna 514,4 m² x 800,- Kč/m²/rok = 411 520,- Kč/rok

Šatna 23,4 m² x 400,- Kč/m²/rok = 9 360,- Kč/rok

Celkem 446 620,- Kč/rok

+ Riziko 20%

Upravené příjmy celkem: 446 620 x 0,80 = **357 296,- Kč**

+ Očekávané výdaje: cca 40% příjmů

Očekávaný čistý zisk celkem: 357 296 x 0,60 = **214 377,- Kč**

+ Míra kapitalizace: 10%

Výnosová hodnota = $\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Míra kapitalizace}} \times 100 = \frac{214\,377}{10} \times 100 = \mathbf{2\,143\,770,-\text{ Kč}}$

Výše uvedená cena je stanovena včetně ceny za pozemek. Tržní hodnotou výrobní haly je pak tato částka snižena o hodnotu pozemku tj. o cca 541 000,- Kč.

Tržní hodnota výrobní haly (bez pozemku)..... 1 602 770,- Kč

zaokrouhleno 1 600 tis.,- Kč

2) Administrativní objekt (kanceláře)

Příjmy z obvyklého nájemného :

Kancelář	130,1 m ² x 1 400,- Kč/m ² /rok =	182 140,- Kč/rok
Sociální zařízení	80,9 m ² x 800,- Kč/m ² /rok =	64 720,- Kč/rok
Sklad. prostory	16,1 m ² x 800,- Kč/m ² /rok =	12 880,- Kč/rok

Celkem	259 740,- Kč/rok
---------------	-------------------------

+ Riziko 20%

Upravené příjmy celkem: 259 740 x 0,80 = **207 792,- Kč**

+ Očekávané výdaje: cca 30% příjmů

Očekávaný čistý zisk: 207 792 x 0,70 = **145 454,- Kč**

+ Míra kapitalizace: 9%

Výnosová hodnota = $\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Míra kapitalizace}} \times 100 = \frac{145\,454}{9} \times 100 = \mathbf{1\,616\,156,-\,Kč}$

Výše uvedená cena je stanovena včetně ceny za pozemek. Tržní hodnotou administrativní budovy je pak tato částka snižena o hodnotu pozemku tj. o cca 77 000,- Kč.

Tržní hodnota administrativní budovy (bez pozemku)..... 1 539 156,- Kč
zaokrouhлено 1 540 tis.,- Kč

3) Objekt dílenský a skladovací

Příjmy z obvyklého nájemného :

Kancelář	72,3 m ² x 1 100,- Kč/m ² /rok =	79 530,- Kč/rok
Výroba	539,5 m ² x 800,- Kč/m ² /rok =	431 600,- Kč/rok
Sociální zařízení	172,8 m ² x 400,- Kč/m ² /rok =	69 120,- Kč/rok
Skladovací prostory	628,5 m ² x 800,- Kč/m ² /rok =	502 800,- Kč/rok

Celkem	1 083 050,- Kč/rok
---------------	---------------------------

+ Riziko 30%

Upravené příjmy celkem: 1 083 050 x 0,70 = **758 135 Kč**

- + Očekávané výdaje: cca 40% příjmů
Očekávaný čistý zisk: $758\,135 \times 0,60 = 454\,881 \text{ Kč}$
- + Míra kapitalizace: 11%

$$\text{Výnosová hodnota} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Míra kapitalizace}} \times 100 = \frac{454\,881}{11} \times 100 = 4\,135\,282 \text{ Kč}$$

Výše uvedená cena je stanovena včetně ceny za pozemek. Tržní hodnotou objektu dílenského a skladovacího je pak tato částka snižena o hodnotu pozemku tj. o cca 1 026 000 Kč.

Tržní hodnota objektu dílenského a skladovacího (bez pozemku)..... 3 109 282 Kč
zaokrouhleno 3 110 tis. Kč

4) Venkovní úpravy

Venkovní úpravy v podobě plotu pořízeného v roce 2001 přeceněny v tabulce 17 Rekapitulace stavby – přecenění metodou substance. Dále je DHM reprezentován univerzální skladovací buňkou, rovněž přeceněnou v tabulce 17.

Tab. 17: Rekapitulace stavby – přecenění metodou substance

Popis	Rok poř.	Pc v Kč	Ki	Kfo	Kth	Přecenění v Kč
Výrobní hala + komunikačně spojené objekty	2001	1 463 930	přeceněno	-	-	1 600 000
Administrativní objekt (kanceláře)	2001	532 007	přeceněno	-	-	1 540 000
Objekt dílenský a skladovací	2001	1 016 813	přeceněno	-	-	3 110 000
Univerzální skladovací buňka	1996	68 740	0,820x 1,86	0,75	0,60	47 179
Plot	2001	8 923	0,566x1,946	0,80	0,70	5 503
Celkem						6 302 682
CELKEM po zaokrouhlení						6 303 000

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

U přecenění univerzální skladovací buňky a plotu je hodnota koeficientu K_i stanovena přepočítáním ceny na cenovou úroveň roku 1994 (základní cenová úroveň pro cenové předpisy) a poté na cenovou úroveň roku 2007.

Stavby po přecenění 6 303 tis.,- Kč

B.II.3 Movité věci a jejich soubory

Jedná se o zařízení sloužící podnikatelské činnosti firmy uvedené v inventarizačním soupisu provozního majetku. Hodnota majetku uvedená v účetní evidenci je přeceněná na reálnou tržní hodnotu. Dále se jedná o drobný provozní majetek vedený v operativní evidenci tj. jiný hmotný majetek jehož pořizovací ceny byly do 40 tis. Kč, tedy s možností jednorázového odpisu. Tento majetek je ve firmě užíván a má určitou hodnotu z pořizovací ceny. Jednotlivé položky movitého majetku jsou dle data pořízení, pořizovací ceny a ceny dle rozvahy přeceněny na jejich obvyklou (tržní) cenu. Přecenění jednotlivých položek movitého majetku je uvedeno v příloze 8 Movitý majetek – přecenění metodou substance. V úhrnu je majetek přeceněn na 4 527 tis.,- Kč.

Pořizovací cena souboru drobného hmotného majetku 3 704 tis.,- Kč

Přecenění souboru drobného hmotného majetku celkem..... 4 527 tis.,- Kč

Dlouhodobý hmotný majetek po přecenění 12 731 tis.,- Kč (B.II.1 + B.II.2 + B.II.3)

B.III Dlouhodobý finanční majetek

Společnost nemá k datu ocenění žádný dlouhodobý finanční majetek.

Dlouhodobý finanční majetek po přecenění..... 0 tis.,- Kč
--

C Oběžná aktiva

C.I Zásoby

Zásoby slouží pro vlastní podnikatelskou činnost a jsou postupně spotřebovávány. Nejedná se o zásoby dlouhodobě skladované. Nakupované zásoby jsou v účetnictví oceňovány v cenách pořízení, tj. včetně nákladů souvisejících s pořízením. Zásoby byly pro účely ocenění rozděleny do několika skupin s charakteristickými vlastnostmi a poté přeceněny následujícími redukčními koeficienty.

- Ki koeficient inflační, který je uvažován vzhledem k době skladovatelnosti,
Kmo koeficient vyjadřující morálně-ekonomické opotřebení, tj. vyjadřuje stáří a ekonomickou kvalitu zásob, jejich znehodnocení a užitnost,
Kth koeficient tržní hodnoty vycházející ze snížení nebo zvýšení tržní hodnoty zásob dle podobných druhů zásob.

Přecenění jednotlivých druhů zásob obsahuje následující tabulka 18 Zásoby – přecenění metodou substance.

Tab. 18: Zásoby – přecenění metodou substance

Zásoby	Pc v tis. Kč	Ki	Kmo	Kth	Přecenění v tis. Kč
Materiál	1 444	1,00	1,00	1,00	1 444
Nedokončená výroba	3 129	1,00	1,00	1,00	3 129
Výrobky	254	1,00	1,00	1,00	254
Zboží	0	-	-	-	0
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	-	-	-	0
Zásoby celkem po přecenění					4 827

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

Zásoby po přecenění.....	4 827 tis.,- Kč
---------------------------------	------------------------

C.II Dlouhodobé pohledávky

Společnost nemá k datu ocenění žádné dlouhodobé pohledávky.

Dlouhodobé pohledávky po přecenění.....	0 tis.,- Kč
--	--------------------

C.III Krátkodobé pohledávky

Jedná se převážně o pohledávky z obchodního styku. Ty jsou přeceněny podle doby splatnosti, bonity dlužníka a celkových výsledků splacení pohledávky (dobytnosti).

Při ocenění jsou použity zásady platných účetních předpisů České republiky a to zákona o účetnictví č. 563/1991 Sb., zejména novely č. 227/1997 Sb.. Tento zákon stanovuje v §25 odst. 1 písm. g), že pohledávky se oceňují jejich hodnotou nominální a upravují se o položky vyjadřující rizika, ztráty a znehodnocení dle § 26 odst. 3 téhož zákona.

Nominální hodnota pohledávek je podle charakteru rizika či znehodnocení upravována tvorbou účetních rezerv, přímým odpisem nominální hodnoty nebo její části a nebo tvorbou opravných položek. Podrobnější právní úprava tvorby rezerv, přímého odpisu a tvorby opravných položek je uvedena v zákoně o rezervách č. 593/1992 Sb. a jeho dodatku. Tento zákon umožňuje postupné odepisování pohledávky takto:

Pohledávky vzniklé do roku 1994	:	- 10% ročně
Pohledávky vzniklé po roce 1994	:	
- Pohledávky starší než 6 měsíců		- 20%
- Pohledávky starší než 12 měsíců		- 33%

Pohledávky z obchodního styku jsou v současné ekonomické situaci pro vlastní postavení firmy a tím i pro stanovení hodnoty podniku klíčové. Jejich výše a problematičnost vydobytí zásadním způsobem ovlivňují ekonomický chod a rozvoj podniku. Vzhledem k déle trvajícím trendu absence platební morálky se předpokládá

snížení hodnoty pohledávek. Pohledávky jsou přeceněny v následující tabulce 19. Pohledávky z obchodního styku - přecenění metodou substance. Přecenění je provedeno s ohledem na jejich vlastní bonitu a dobu prodlení při placení pomocí koeficientu znehodnocení, který zahrnuje riziko a ekonomické dopady na společnost. Přitom je kalkulováno s hodnotami krátkodobých pohledávek k 31.12.2007, viz příloha 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o.. Dále dle rozboru pohledávek z obchodního styku k 31.12.2007 dle data splatnosti poskytnutého společností.

Tab. 19: Pohledávky z obchodního styku - přecenění metodou substance

Pohledávky	Nominální hodnota v tis. Kč	Koeficient znehodnocení	Přecenění v tis. Kč
Do lhůty splatnosti	4 861	0,97	4 715
Po lhůtě splatnosti do 30 dnů	1 271	0,91	1 157
Po lhůtě splatnosti do 90 dnů	421	0,80	337
Po lhůtě splatnosti do 180 dnů	289	0,61	176
Po lhůtě splatnosti nad 180 dnů	251	0,00	0
Pozastávky	487	1,00	487
Kr. pohledávky po přecenění	7 580		6 872

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

Přeceněné krátkodobé pohledávky.....	6 872 tis.,-Kč
Zbývající pohledávky zůstávající v účetních hodnotách.....	- 12 tis.,- Kč

Krátkodobé pohledávky po přecenění.....	6 860 tis. Kč
--	----------------------

C.IV Finanční majetek

Finanční majetek je tvořen hotovostí v pokladně a na účtech v bankách. Tento majetek se ponechává v nominální hodnotě a nepřeceňuje se. Hodnota finančního majetku k 31.12.2007 viz příloha 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o.

Finanční majetek.....	990 tis.,- Kč
------------------------------	----------------------

D Ostatní aktiva – přechodné účty aktiv

Společnost dále pokračuje a tudíž jsou do celkového stavu majetku zahrnuty i přechodné účty aktiv. Tyto položky se uvádějí v nominálních hodnotách a nepřeceňují se. Hodnoty přechodných aktiv k 31.12.2007 viz příloha 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o.

Ostatní aktiva.....	43 tis. Kč
----------------------------	-------------------

Následující tabulka 20 obsahuje rekapitulaci přeceněných aktiv.

Tab. 20: Rekapitulace – přecenění aktiv metodou substanční hodnoty

	Položka	Celkem v tis. Kč
A	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	49
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	12 731
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	0
C.I	Zásoby	4 827
C.II	Dlouhodobé pohledávky	0
C.III	Krátkodobé pohledávky	6 860
C.IV	Finanční majetek	990
D	Ostatní aktiva	43
CELKEM AKTIVA PŘECENĚNÁ		25 500

Zdroj: Ocenění metodou substanční hodnoty, vlastní zpracování.

5.8.2 Hodnota závazků metodou substanční hodnoty

Z majetkoprávního hlediska je nutné zajistit závazky podniku v nominální hodnotě. Závazky se nepřeceňují. Vstupní hodnoty závazků k 31.12.2007 viz příloha 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o.

Cizí zdroje celkem.....	12 556 tis.,- Kč
--------------------------------	-------------------------

5.8.3 Výsledná substanční (majetková) hodnota

Pro stanovení výsledné hodnoty substance netto je použita metoda objektivizovaného přecenění jednotlivých položek provozních aktiv se specifikací neoddělitelných závazků. Výsledkem je hodnota čistého obchodního majetku společnosti z majetkového přecenění.

+ Majetek po přecenění celkem	+ 25 500 tis.,-Kč
- Cizí zdroje celkem	- 12 556 tis.,- Kč
= Substanční hodnota netto	12 944 tis.,- Kč

Hodnota čistého obchodního majetku společnosti VPTZ s.r.o. z majetkového přecenění12 944 000,00 Kč

5.9 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda ekonomické přidané hodnoty vychází z výkazů společnosti a finančního plánu. Vstupní údaje pro ocenění obsahují přílohy 5 Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o., 6 Výkaz zisku a ztráty společnosti VPTZ s.r.o. a 7 Peněžní toky společnosti VPTZ s.r.o. Hodnota podniku touto metodou je propočítána prostřednictvím programu EVALENT ve verzi 2.2, který je programovým produktem pro stanovení hodnoty podniku s využitím výnosových metod.

5.9.1 Výpočet korigovaného hospodářského výsledku po zdanění

Metoda ekonomické přidané hodnoty je v praxi často používanou výnosovou metodou. Jak již napovídá název, metoda je založená na ukazateli EVA (Economic value added). Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady vlastního i cizího kapitálu. Základem pro výpočet hodnoty podniku touto metodou je stanovení korigovaného provozního hospodářského výsledku po zdanění, což obsahuje

následující tabulka 21 Výpočet korigovaného provozního HV po zdanění pro metodu EVA.

Tab. 21: Výpočet korigovaného provozního HV po zdanění pro metodu EVA

Popis	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní hospodářský výsledek před zdaněním	322	209	594	864	1161	1408	1592	1710
Korekce provozního HV	39	23	23	23	23	23	23	23
Korigovaný HV před zdaněním	361	232	617	887	1184	1431	1615	1733
Změna zůstatků rezerv	-1730	0	0	0	0	0	0	0
Další korekce provozního HV pro výpočet EVA	0	0	0	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	-1369	232	617	887	1184	1431	1615	1733
Zdanění korigovaného provozního HV	0	0	148	213	284	343	388	416
Korigovaný provozní HV po zdanění	-1369	232	469	674	900	1087	1228	1317

Zdroj: Interní materiály společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

Při stanovení korigovaného provozního HV po zdanění se vychází z provozního hospodářského výsledku. Hodnotu provozního hospodářského výsledku obsahují výkazy zisku a ztráty pro jednotlivé roky, viz příloha 6. Následují korekce, které jsou prezentovány mimořádnými (neobvyklými) událostmi nezahrnutými v provozním hospodářském výsledku. V případě společnosti VPTZ s.r.o. je provozní HV korigován o ztrátu z prodeje stálých aktiv (hodnoty ztrát viz příloha 7 Peněžní toky společnosti VPTZ s.r.o.). Dále se vyloučí položka rezerv. Takto upravený provozní výsledek hospodaření se zdaní a výsledkem je korigovaný provozní hospodářský výsledek po zdanění.

5.9.2 Výpočet průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Po stanovení provozního hospodářského výsledku je nezbytné určení průměrných nákladů kapitálu (WACC). Při oceňování podniku metodou založenou na EVA jsou totiž WACC diskontní mírou. Diskontní míra převádí především budoucí peněžní toky na jejich současnou hodnotu a vyjadřuje očekávanou výnosnost investic v čase.

Průměrné náklady kapitálu (WACC) představují průměrnou cenu, kterou společnost zaplatí za vytvořenou finanční strukturu pasiv a vypočtou se dle vzorce:

$$WACC = r_d (1-t) \frac{D}{C} + r_e \frac{E}{C} \quad (32)$$

kde r_d = náklady na kapitál věřitelů,
 t = sazba daně z příjmů,
 r_e = náklady na vlastní kapitál,
 D = kapitál věřitelů,
 E = vlastní kapitál,
 C = celkový investovaný kapitál ($E+D = C$).

Náklady na cizí kapitál se určí nejlépe jako vážený aritmetický průměr. Východiskem je struktura cizích zdrojů. Náklady se určí na základě stávající situace v položkách rozvahy. Jedná se o položky dluhopisů, dlouhodobých bankovních úvěrů, běžných bankovních úvěrů a finančních výpomocí. Je důležité zmínit, že z celkového objemu cizích zdrojů se vylučují kapitálové položky, ze kterých společnosti neplyne žádný náklad. Typickým příkladem je položka krátkodobých závazků plynoucích z obchodního styku. Tyto zdroje podnik využívá aniž by za ně musel platit. Po specifikaci cizích zdrojů (ze kterých společnosti plynou náklady) se dále pro určení WACC vypočte jejich podíl na celkovém objemu cizích zdrojů.

Cena cizího kapitálu je obvykle známa, tvoří ji totiž suma, kterou podnik platí za poskytnutí cizích zdrojů. Kalkulace vychází z úrokových sazeb jednotlivých úvěrů (sjednaných v minulosti nebo uvažovaných čerpat v plánovacím období) a dále z velikosti zůstatků těchto úvěrů na konci jednotlivých let. Pomocí těchto veličin se stanovuje průměrná úroková sazba úvěrů jako vážený aritmetický průměr úrokových sazeb jednotlivých úvěrů. Jako váhy vystupují průměrné hodnoty jednotlivých zůstatků, tj. průměry z těchto zůstatků na počátku a na konci každého roku. V případě společnosti VPTZ s.r.o. je cenou cizího kapitálu cena běžných bankovních úvěrů. Dle uzavřených úvěrových smluv, ve kterých má společnost sjednané pevné úrokové sazby, tvoří náklady na cizí kapitál v letech 2006 a 2007 12%, tato výše se předpokládá i v následujícím roce

2008. V dalších letech společnost další úvěrové smlouvy neplánuje, proto je ve výhledu kalkulováno s klesající hodnotou nákladů na cizí kapitál. Tato skutečnost je způsobena výše uvedeným způsobem výpočtu těchto nákladů, tj. vlivem snižujících se zůstatků.

Další položkou pro určení WACC jsou náklady na vlastní kapitál podniku. Odhad nákladů vlastního kapitálu informuje o očekávané míře výnosu s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Pro odhad nákladů vlastního kapitálu existuje mnoho metodických postupů. V tomto případě je použito tzv. stavebnicového modelu. Základní vzorec stavebnicového modelu pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je následující:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l \quad (33)$$

kde r_f = bezrizikový výnos,
 r_o = přírážka za obchodní riziko,
 r_{fr} = přírážka za finanční riziko,
 r_l = přírážka za sníženou likviditu.

Bezrizikový výnos udává míru zhodnocení vložených prostředků aniž musí investor podstoupit jakékoliv riziko. Typickým příkladem bezrizikového investování je nákup státních dluhopisů. Bezriziková míra výnosu v období 12/2007 byla stanovena na úrovni 4,65% (výnosnost desetiletých státních dluhopisů, zdroj www.cnb.cz).

Další rizika jsou uvažována vzhledem k posuzovanému okruhu rizika. V podstatě dochází k vyhodnocení okruhů a zařazení do kategorií. V zásadě se rozlišuje nízké, přiměřené, zvýšené a vysoké riziko. Na tomto místě je vhodné zmínit, že hodnocení rizik je subjektivní a v zásadě se opírá o odborné znalosti oceňovatele. V případě společnosti VPTZ s.r.o. je kalkulováno s přiměřeným finančním a zvýšeným obchodním rizikem. Snížená likvidita byla hodnocena rizikem zvýšeným. V celkovém úhrnu byly náklady vlastního kapitálu stanoveny v letech 2006 a 2007 na úrovni 12,30%. V následujícím roce 2008 se předpokládají ve stejné výši. Další vývoj se ponese v duchu plánovaného spojení se strategickým partnerem, které zároveň ovlivní hodnocení rizik. Dle plánovaného vývoje lze tedy předpokládat klesající tendenci nákladů vlastního kapitálu.

Pro výpočet průměrných nákladů kapitálu je dále použito procentního rozboru podílu vlastního kapitálu pro ocenění uvedeného v příloze 10 Podíl vlastního kapitálu pro ocenění z průměrných stavů. Průměrné stavy obsahuje příloha 9. Výpočet průměrných nákladů kapitálu pak obsahuje následující tabulka 22 Průměrné náklady kapitálu. Vzhledem k předpokládané měnící se struktuře kapitálu a zároveň nákladů tohoto kapitálu se vyhlíží v jednotlivých letech i na různé hodnoty WACC.

Tab. 22: Průměrné náklady kapitálu (údaje v %)

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2.fáze
Podíl vlastního kapitálu	77,52	84,38	75,00	75,00	73,00	73,00	70,00	70,00	70,00
Náklady vlastního kapitálu	12,30	12,30	12,30	11,50	10,50	9,50	8,50	7,50	7,10
Podíl cizího kapitálu	22,48	15,62	25,00	25,00	27,00	27,00	30,00	30,00	30,00
Náklady cizího kapitálu	12,00	12,00	12,00	11,00	10,00	9,50	9,00	8,50	8,00
Sazba daně z příjmů	0,00	0,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00
Vážené průměrné náklady kapitálu (WACC)	12,23	12,25	11,51	10,72	9,72	8,88	8,00	7,19	6,79

Zdroj: Interní materiály společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

5.9.3 Výpočet investovaného kapitálu

Pro stanovení ekonomické přidané hodnoty je třeba určit hodnoty investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Vzhledem k tomu, že výsledkem aplikace metody je stanovení provozní hodnoty firmy, představuje tato položka provozně nutný investovaný kapitál, který slouží k financování provozních aktiv. Finanční investice (kromě případné složky provozně nutných finančních investic a investiční majetek nepotřebný pro zabezpečení hlavní výdělečné činnosti podniku se oceňují zvlášť. Společnost VPTZ s.r.o. nepotřebný majetek nevlastní a veškerý majetek je tedy považován za provozně nutný. Provozně nutný investovaný kapitál se skládá z následujících složek:

- čistý pracovní kapitál,
- provozně nutný investiční majetek,
- provozně nutné finanční investice.

Čistý pracovní kapitál se určuje jako rozdíl upravených oběžných aktiv a krátkodobých neúročených závazků. Položky oběžných aktiv se přebírají z rozvahy a jsou

dále upravovány např. o nepotřebné zásoby či pohledávky nesouvisející s hlavní činností. Provozně nutný investiční majetek se stanovuje jako rozdíl součtu hmotného a nehmotného dlouhodobého majetku z rozvahy a souhrnu jednotlivých složek dlouhodobého majetku nepotřebného k hlavní (provozní) činnosti firmy. Stejně tak se určí hodnota provozně nutných finančních investic. Hodnoty provozně nutného investovaného kapitálu obsahuje následující tabulka 23 Provozně nutný investovaný kapitál. [2]

Tab. 23: Provozně nutný investovaný kapitál

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozně nutný investovaný kapitál	8017	6528	5733	6115	6689	7471	8421	9491

Zdroj: Interní materiály společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

5.9.4 Výpočet ukazatele EVA

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty je vypočten na základě vzorce 26 uvedeného v teoretické části této práce. Výsledné hodnoty ukazatele obsahuje následující tabulka 24 Ekonomická přidaná hodnota. Z pohledu finanční analýzy podniku by mělo být zajištěno, aby ukazatel EVA nabýval kladných hodnot. Jak je vidět z tabulky 24, projevíly se problémy společnosti i v tomto komplexním ukazateli a lze konstatovat, že v letech 2006, 2007 a ještě v příštím roce nepřevýší provozní hospodářský výsledek kapitálové náklady, resp. podnik nevytvoří hodnotu pro své vlastníky.

Tab. 24: Ekonomická přidaná hodnota

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ekonomická přidaná hodnota	-2350	-568	-191	19	250	424	554	635

Zdroj: Vypočtené hodnoty potřebné do vzorce, Evalent, vlastní zpracování.

5.9.5 Hodnota společnosti VPTZ s.r.o. metodou EVA

Od výše vypočtených hodnot lze přejít ke stanovení hodnoty společnosti. Provozní hodnota podniku z ekonomické přidané hodnoty se stanoví jako součet hodnoty 1.fáze,

hodnoty 2.fáze a investovaného kapitálu na počátku plánovacího období, resp. výše provozně nutného investovaného kapitálu v posledním roce historie.

Hodnotu 1. fáze tvoří součet diskontované ekonomické přidané hodnoty za plánované období. Hodnota druhé fáze se určí pomocí diskontované perpetuity. Rekapitulace hodnot pro výpočet, stanovení diskontované ekonomické přidané hodnoty a následný propočet první fáze (výsledná hodnota první fáze je v tabulce označena červeně) obsahuje následující tabulka 25 Metoda ekonomické přidané hodnoty – stanovení hodnoty první fáze. Jak plyne z tabulky 25 je výsledná hodnota první fáze 1 035 000 Kč.

Tab. 25: Metoda ekonomické přidané hodnoty – stanovení hodnoty první fáze (údaje v tis.)

Popis	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Provozní hospodářský výsledek před zdaněním	322	209	594	864	1161	1408	1592	1710
Korekce provozního HV	39	23	23	23	23	23	23	23
Korigovaný HV před zdaněním	361	232	617	887	1184	1431	1615	1733
Změna zůstatků rezerv	-1730	0	0	0	0	0	0	0
Další korekce provozního HV pro výpočet EVA	0	0	0	0	0	0	0	0
Korigovaný provozní HV před zdaněním	-1369	232	617	887	1184	1431	1615	1733
Zdanění korigovaného provozního HV	0	0	148	213	284	343	388	416
Korigovaný provozní HV po zdanění	-1369	232	469	674	900	1087	1228	1317
Vážené průměrné náklady kapitálu	12,23%	12,25%	11,51%	10,72%	9,72%	8,88%	8,00%	7,19%
Investovaný kapitál	8017	6528	5733	6115	668	7471	8421	9491
Minimální požadovaný výnos investovaného kapitálu	981	800	660	655	650	664	674	682
Ekonomická přidaná hodnota	-2350	-568	-191	19	250	424	554	635
Ekonomická přidaná hodnota užitá pro ocenění	-2350	-568	-191	19	250	424	554	635
Diskontovaná ekonomická přidaná hodnota	-2350	-568	-171	15	184	287	348	372
Kumulovaná diskontovaná EVA	-2350	-568	-171	-156	29	316	664	1035
Diskontní faktor	1,000	1,000	0,897	0,810	0,738	0,678	0,628	0,586
Vážené průměrné náklady kapitálu	12,23%	12,25%	11,51%	10,72%	9,72%	8,88%	8,00%	7,19%

Zdroj: Interní materiály společnosti, propočty, Evalent, vlastní zpracování.

Druhá fáze nebo také tzv. pokračující hodnota je konstruována na určitých předpokladech. V tomto případě se předpokládá 70% podíl vlastního kapitálu, což je odhad nejvhodnější struktury kapitálu podle oblasti podnikání. Pro náklady tohoto kapitálu se předpokládá vývoj ve stejné linii a jejich úroveň pro druhou fázi je určena na úrovni 7,10%. Stejný trend vývoje lze očekávat i u nákladů cizího kapitálu, které jsou pro druhou fázi stanoveny na úrovni 8,00%. Dále se počítá s váženými průměrnými náklady kapitálu na úrovni 6,79%. Tato hodnota vychází rovněž z předpokládaného vývoje nákladů v totožné přímce.

U ekonomické přidané hodnoty se předpokládá růst jako v první fázi. Tempo růstu je možné určit pomocí různých metodik. Jedná se o užití historických dat, vnitřních parametrů podniku, v neposlední řadě pak užití expertního odhadu. Výpočet na základě historických dat není v tomto případě zcela na místě, protože není dodržena spojitost vývoje podniku. Jelikož se společnost chystá na spojení se strategickým partnerem, je pravděpodobné, že se tempo růstu v budoucnu bude značně od minulého vývoje lišit a historická data tedy nelze použít. Využití vnitřních parametrů informujících o fungování podniku nelze provést v případě neobchodovatelného podniku. Pro tento případ se tedy jeví jako nejvhodnější odhad tempa růstu expertním odhadem. Takový odhad je založen na vývoji odvětví, konkrétních podniků i celé ekonomiky a vychází z tempa růstu ekonomické přidané hodnoty první fáze. V případě společnosti VPTZ s.r.o. se předpokládá růst ekonomické přidané hodnoty jako v první fázi, proto je tempo růstu ekonomické přidané hodnoty ve druhé fázi stanoveno na úrovni průměrného tempa růstu ekonomické přidané hodnoty v první fázi, tj. odhad je stanoven na hodnotu 0,35%.

Je důležité dále zmínit získání hodnoty ekonomické přidané hodnoty pro první rok druhé fáze, jež je nezbytný pro výpočet druhé fáze. Tuto veličinu vypočteme tak, že od hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření po zdanění pro rok 2014 (tzn. hodnota plánu v roce 2013 upravená o předpokládaný vývoj) odečteme investovaný kapitál v roce 2013 vynásobený váženými průměrnými náklady kapitálu druhé fáze.

Konečné stanovení hodnoty podniku metodou ekonomické přidané hodnoty obsahuje následující tabulka 26 Hodnota podniku z ekonomické přidané hodnoty.

Tab. 26: Hodnota podniku z ekonomické přidané hodnoty

Položka	Veličina	Hodnota
Podíl vlastního kapitálu ve 2. fázi	%	70,00
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	%	7,10
Náklady cizího kapitálu ve 2. fázi	%	8,00
Sazba daně z příjmu ve 2.fázi	%	24,00
Vážené průměrné náklady kapitálu ve 2. fázi	%	6,79
Ekonomická přidaná hodnota v posl. roce plánu	tis. Kč	635
Ekonomická přidaná hodnota v 1. roce 2. fáze	tis. Kč	730
Průměrné tempo růstu ekonomické přidané hodnoty v 1. fázi	%	0,35
Tempo růstu ekonomické přidané hodnoty ve 2. fázi	%	0,35
Hodnota 1. fáze	tis. Kč	1035
Hodnota 2. fáze	tis. Kč	6635
Počáteční investovaný kapitál	tis. Kč	6528
Provozní hodnota podniku	tis. Kč	14198
Výsledná hodnota podniku	tis. Kč	14198

Zdroj: Interní materiály společnosti, propočty, Evalent, vlastní zpracování.

Výsledná hodnota společnosti VPTZ s.r.o. metodou ekonomické přidané hodnoty.....14 198 000,00 Kč

5.10 Shrnutí výsledků ocenění

Následující přehled udává vypočtené hodnoty společnosti VPTZ s.r.o. dle použitých metod oceňování.

Stanovení hodnoty podniku metodami majetkovými

- Metoda účetní hodnoty..... 5 504 000,00 Kč
- Metoda substanční(věcné) hodnoty..... 12 944 000,00 Kč

Stanovení hodnoty podniku metodami výnosovými

- Metoda ekonomické přidané hodnoty..... 14 198 000,00 Kč

Majetkové metody oceňování podniku odráží především majetkovou stránku podniku. Účetní hodnota trpí nedostatky vyplývající z vlastní funkce účetnictví a jeho principů. Navíc nevyjadřuje reálný stav majetku, ale pouze stav podle účetních pravidel.

Substanční metoda koriguje výsledky metody účetní, avšak některé otázky nadále neřeší. V zásadě lze říci, že substanční metoda představuje dolní hranici hodnoty, za kterou by měl být prodávající ochoten podnik případně prodat. Pro tržní ocenění podniku nelze majtkové metody považovat za směrodatné.

Z důvodu, že se jedná k datu ocenění o funkční podnik, je při stanovení tržní hodnoty společnosti dána přednost metodě výnosové. Významnost výnosových metod obecně ostatně uvádějí teoretici i odborníci z praxe. Lze tedy konstatovat, že nejvyšší vypovídací schopnosti dosahuje aplikace výnosové metody ekonomické přidané hodnoty. Tato metoda zohledňuje využitelnost aktiv, budoucí ekonomický vývoj společnosti a v podmínkách České republiky je velmi používanou metodou.

Výsledná tržní hodnota společnosti VPTZ s.r.o. je tedy určena výnosovou metodou ekonomické přidané hodnoty a činí 14 198 000,00 Kč.

Tržní hodnota společnosti VPTZ s.r.o. k 31.12.2007.....14 198 000,00 Kč
--

6 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo přiblížit problematiku oceňování podniku a následně aplikovat teoretické poznatky při ocenění konkrétní společnosti.

Oceňování podniku je velmi potřebná a tvůrčí činnost. Zároveň ji lze ale považovat za velmi náročnou a složitou. Ocenit podnik znamená, že zpracovatel stojí před náročným úkolem, v rámci kterého řeší celou řadu problémů. Aby mohl oceňovatel stanovit závěrečný výrok o hodnotě podniku musí být dokonale seznámen s fungováním podniku a zároveň musí disponovat určitými praktickými zkušenostmi spojenými s podnikovou ekonomikou, které vytvářejí kvalitu ocenění.

Současná praxe v oceňování podniku nabízí znalcům a odhadcům velké množství modelů, se kterými lze pracovat. Podle základních principů, na kterých jsou postaveny, je možné modely klasifikovat do čtyř skupin. Jedná se o metody majetkové, výnosové, kombinované a metody pracující na tržním principu. Zpravidla se k ocenění využívá více metod, nejméně by měly být použity dvě. Pro výběr oceňovacích metod je důležité zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat. Hodnota podniku je pak výsledkem procesu oceňování a závisí na mnoha faktorech. Je třeba také říci, že neexistuje jediné, obecně platné a správné univerzální ocenění. Mezi nejčastěji používané metody ocenění podniku na území České republiky v současné praxi patří stále majetková metoda substanční hodnoty, která je spíše ale základem a podkladem pro další výpočty. Dále se znalci a odhadci přiklánějí k ocenění prostřednictvím výnosových metod, zejména pak k ocenění metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty. V zásadě lze říci, že nejvyšší vypovídací schopnosti dosahují právě výnosové metody, které zohledňují budoucí výnosy společností a nezaměřují se na statické údaje jako metody majetkové.

Cílem první části práce bylo seznámení s problematikou oceňování podniku. Je zde popsán podnik jako předmět ocenění a prezentovány nejběžnější podněty pro ocenění. Pozornost byla také věnována tržní, subjektivní a objektivizované hodnotě podniku, jako

možným přístupům k ocenění. Závěr kapitoly je zaměřen na subjekty, které mohou oceňovat a postup při zpracování ocenění podniku.

Druhá část práce měla za úkol přiblížit hodnocení podniku z pohledu oceňování. Pozornost byla soustředěna na strategickou analýzu, finanční analýzu a sestavování finančního plánu. Třetí část práce charakterizuje základní metody oceňování podniku s cílem uvést vzájemné odlišnosti jednotlivých metod a posoudit jejich vypovídací schopnost. Důraz je přitom kladen především na majetkové a výnosové metody.

Poslední čtvrtá část práce byla zpracována s cílem provést praktické ocenění vybrané společnosti a zjistit tak její tržní hodnotu. S využitím poznatků z předchozích kapitol je v této části provedeno ocenění fiktivní společnosti VPTZ s.r.o., která se zabývá výrobou plastových technologických zařízení. Hodnota podniku byla stanovena ke dni 31.12.2007 a za předpokladu pokračujícího podniku. Ocenění bylo realizováno za účelem stanovení tržní hodnoty podniku pro jednání se strategickým partnerem. Pro ocenění byli k dispozici základní účetní výkazy pro roky 2005-2007, interní soupisy a další materiály potřebné k ocenění. Hlavním nedostatkem byla absence finančního plánu, který společnost nevypracovává.

Úvod praktického ocenění se zaměřuje na představení společnosti, včetně uvedení jejího majetku a závazků. Po popisu charakteristik nutných k ocenění byla provedena strategická analýza obsahující analýzu vnějšího prostředí a trhu, analýzu vnitřního potenciálu podniku a SWOT analýzu společnosti VPTZ s.r.o. Následně byla také učiněna analýza finanční, která obsahuje analýzu struktury aktiv i pasiv a jednotlivé kategorie poměrových ukazatelů. Finanční analýza posloužila nejen k posouzení minulého vývoje a současnosti, zároveň pomohla i k vytvoření finančního plánu společnosti, který byl zkonstruován na základě ústních informací poskytnutých objednatelem, posouzení současné situace v tomto oboru a individuálních aspektů společnosti.

Dalším krokem byl výběr oceňovacích metod, přičemž je nutné zdůraznit, že pro výběr metod neexistují žádné jednoznačné normy. Výběr se tak provádí dle obecně platných doporučení a na základě odborných zkušeností oceňovatele. Společnost

VPTZ s.r.o. byla oceněna třemi metodami, dvěma majetkovými a jednou metodou výnosovou. Konkrétně se jednalo o metodu účetní hodnoty, metodu substanční hodnoty a metodu ekonomické přidané hodnoty. Jejich aplikace byla provedena za předpokladu trvalého fungování podniku a zároveň neexistence majetku nepotřebného k provozování hlavní činnosti.

Pro tržní ocenění podniku nelze majetkové metody považovat za směrodatné, jejich hlavní význam je především v zobrazení majetkové stránky podniku. Nejvyšší vypovídací schopnost ze zvolených metod vykazuje výnosová metoda ekonomické přidané hodnoty. Důvodem je především skutečnost, že jde o teoreticky nejsprávnější kategorii metod a zároveň to, že metoda zohledňuje budoucí ekonomický vývoj podniku a zároveň je také v praxi často používanou metodou. Výsledná tržní hodnota společnosti VPTZ s.r.o. byla tedy určena výnosovou metodou ekonomické přidané hodnoty a činí 14 198 000 Kč.

Na závěr je vhodné zmínit skutečnost, že se při ocenění nelze vyhnout určité míře vnášení subjektivních aspektů hodnotitele, resp. že výslednou tržní hodnotu nelze považovat za jediné správné řešení.

POUŽITÁ LITERATURA

- [1] COPELAND, T. KOLLER, T. and MURRIN, J. Valuation – measuring and managing the values of companies. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 1994. ISBN 0-471-00993-8.
- [2] FOTR, J., aj. Evalent, verze 2.2 – Systém pro stanovení hodnoty firmy, uživatelská příručka. Praha: Valex, 2001.
- [3] GRŮNWALD, R. Finanční analýza pro oceňování podniků. 1.vyd. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0700-5.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. HNILICA, J. Finanční analýza – krok za krokem. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2004. ISBN 80-7179-802-9.
- [7] MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. ISBN 80-86119-57-2.
- [8] MAŘÍK, M. (ed.) Metodické problémy oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2004. ISBN 80-245-0738-2.
- [9] MAŘÍK, M. (ed.) Současné problémy oceňování podniku s důrazem na fúze a akvizice. Praha: Oeconomica, 2003. ISBN 80-245-0553-3.
- [10] MAŘÍK, M. MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-61-0.
- [11] MLČOCH, J. Praktický průvodce podnikovou ekonomikou. 1.vyd. Praha: Management Press, 1996. ISBN 80-85943-11-5.
- [12] PEEMÖLLER, V. H. Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. Berlin: nwb 2001.
- [13] SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy. 2.doplňené vyd. Praha: Computer press, 2001. ISBN 80-7226-562-8.
- [14] Soudní inženýrství: Časopis pro soudní znaleství v technických a ekonomických oborech. 2006-2007. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2007. ISSN 1211-443X.

- [15] SYNEK, M. a kol. Manažerská ekonomika. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2003. ISBN 80-247-0515-X.

Internetové zdroje

- [15] Justice [online]. [cit. 3.2.2007]. Dostupné z <<http://www.justice.cz>>
- [16] Česká národní banka [online]. [cit. 10.4.2007]. Dostupné z <<http://www.cnb.cz>>
- [17] Finance [online]. [cit. 10.4.2007]. Dostupné z <<http://www.finance.cz>>
- [18] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. [cit. 5.4.2007]. Dostupné z <<http://www.mpo.cz>>
- [20] Společnost Zomaplast [online]. [cit. 20.3.2007]. Dostupné z <<http://www.zomaplast.cz>>
- [21] Společnost Ekomor [online]. [cit. 20.3.2007]. Dostupné z <<http://www.ekomor.cz>>

Právní normy a ostatní materiály

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví a novela č. 227/1997 Sb.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník a novely č. 30/2000, 367/2000 a 370/2000 Sb.

Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmu

Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

Zákon č. 593/1992 Sb., o rezervách

Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících

Burianová Irena, Ing. (znalec): Znalecký posudek č. P 1303-01/2005

Burianová Irena, Ing. (znalec): Znalecký posudek č. P 1629-047/2007

Interní materiály fiktivní společnosti VPTZ s.r.o.

Cenové předpisy pro oceňování nemovitostí – vyhláška platná k datu ocenění

Metodika doporučená pro výnosové oceňování nemovitostí vydaná Českou komorou odhadců majetku v roce 2005.

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha 1: Podklady pro oceňování podniku
- Příloha 2: Návrh osnovy závěrečné zprávy oceňovatele dle mezinárodních standardů odhadců majetku TEGOVA
- Příloha 3: Postup při sestavování finančního plánu
- Příloha 4: Popis staveb dle projektové dokumentace
- Příloha 5: Rozvaha společnosti VPTZ s.r.o. – skutečnost (2005-07) + odhad (2008-13) (v tis. Kč)
- Příloha 6: Výkaz tisku a ztráty společnosti VPTZ s.r.o. – skutečnost (2005-07) + odhad (2008-13) (v tis. Kč)
- Příloha 7: Peněžní toky společnosti VPTZ s.r.o. – skutečnost (2005-07) + odhad (2008-13) (v tis. Kč)
- Příloha 8: Movitý majetek – přecenění metodou substance
- Příloha 9: Struktura kapitálu společnosti VPTZ s.r.o. – průměrné stavy
- Příloha 10: Podíl vlastního kapitálu pro ocenění z průměrných stavů

Příloha 1: Podklady pro oceňování podniku

Zdroj: Mařík, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2003. Str. 46

1. Základní data o podniku

- a) data identifikující podnik
- b) název, právní forma, identifikační číslo
- c) předmět podnikání (většinou dle OKEČ)
- d) rozdělení majetkových podílů
- e) základní řídicí struktura podniku
- f) informace o historii podniku

2. Ekonomická data

- a) účetní výkazy za poslední období
- b) výroční zprávy
- c) zprávy auditorů
- d) podnikové plány (pokud existují)

3. Relevantní trh

- a) vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu

(časové řady v Kč a hmotných jednotkách)

- b) segmentace trhu
- c) faktory atraktivity relevantního trhu
- d) faktory vývoje trhu

4. Konkurenční struktura relevantního trhu

- a) hlavní přímí konkurenti a data o nich
- b) možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku
- c) bariéry vstupu do odvětví
- d) poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům

5. Odbyt a marketing

- a) data o struktuře odbytu v časových řadách z hlediska:

- struktury výrobků
 - struktury odběratelů
 - územní struktury
- b) hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí
 - c) ceny, cenová politika (v ideálním případě cenové kalkulace), porovnání cen s konkurencí
 - d) hlavní odbytové cesty a jejich hodnocení
 - e) reklama, velikost a struktura výdajů, srovnání výdajů na reklamu s konkurencí
 - f) výzkum a vývoj, hlavní výsledky, výdaje na výzkum a vývoj, srovnání s konkurencí

6. Výroba a dodavatelé

- a) řízení kvality, certifikáty kvality
- b) charakter výroby (hromadná, zakázková), úroveň technologie (stáří, srovnání s konkurencí)
- c) kapacity a jejich využití
- d) stav dlouhodobého majetku, investice prováděné v minulosti a investiční plány do budoucnosti, obnova, modernizace, rozšíření, to vše s důrazem na dlouhodobé výhledy
- e) dodavatelé – struktura dodávek a dodavatelů, míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích, logistika a její úroveň, stav a struktura zásob

7. Pracovníci

- a) struktura pracovníků, nároky provozu podniku na kvalifikaci pracovníků
- b) situace na trhu práce
- c) atmosféra na pracovištích, nálady mezi zaměstnanci, míra ztotožnění se s firmou
- d) fluktuace pracovníků
- e) produktivita práce a její srovnání s konkurencí
- f) personální nálady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků

Příloha 2: Návrh osnovy závěrečné zprávy oceňovatele dle mezinárodních standardů odhadců majetku TEGOVA

Zdroj: Kislíngrová, E. Oceňování podniku. Praha: C.H.Beck, 2001. Str. 336

1. Jméno a příjmení oceňovatele

2. Předpoklady a omezující podmínky ocenění podniku

- výrok oceňovatel, že jím uváděné skutečnosti nebyly prověřovány a jsou považovány za pravdivé a správné
- přehled všech použitých zdrojů dat a pramenů, se kterými oceňovatel pracoval
- prohlášení, že závěry zpracovaných analýz jsou platné za předpokladu, že se nemění vnější ani vnitřní prostředí fungování podniku
- oceňovatel nemá žádné současné ani budoucí zájmy na podniku, který je předmětem ocenění
- datum, ke kterému bylo ocenění zpracováno, s tím, že ocenění je platné pouze pro účel dále specifikovaný a k danému datu

3. Popis postupu ocenění

- vymezení podniku nebo jeho částí, které tvoří předmět ocenění
- datum ocenění
- definice tržní hodnoty
- vymezení účelu ocenění
- specifikace rozsahu ocenění

4. Popis podniku

- základní identifikace podniku (včetně právní formy podnikání)
- majetek podniku a jeho závazky ke dni ocenění
- historie podniku a jeho perspektivy

5. Potenciál podniku a prognóza tržeb

- vývojový potenciál trhu (perspektiva makroekonomického prostředí a odvětví), odvození hrozeb a příležitostí do SWOT analýzy
- vnitřní potenciál podniku (výrobky, zákazníci, kapacity, technologie, dodavatelé, lidský činitel včetně managementu podniku, vývoj vlastnické

struktury podniku), shrnutí silných a slabých stránek podniku, závěry k prognóze podílu na trhu, tempo růstu tržeb – východisko pro finanční plán

6. Finanční analýza

- specifikace vstupních dat (časová řada minimálně 3 roky zpět)
- účetní politika podniku
- analýza finanční situace v časové řadě s ohledem na identifikaci případných rizik v budoucnosti včetně vymezení základních faktorů efektivnosti

7. Finanční plán

- hlavní předpoklady finančního plánu (především tempo růstu tržeb a možnosti pro financování růstu)
- základní struktura – plánované: výkaz zisku a ztrát, rozvaha, návrh rozdělení zisku a výkaz cash flow
- zdůvodnění hlavních parametrů finančního plánu, eventuelně jeho korekcí

8. Metodologie oceňování, propočty a volba souhrnného ocenění

- analýza volby metodologie ocenění, zdůvodnění výběru metody nebo metod s ohledem na cíl ocenění
- stručná charakteristika metodologie
- východiska a předpoklady pro jednotlivé parametry použitých modelů
- vymezení základních předpokladů, na nichž je ocenění založeno

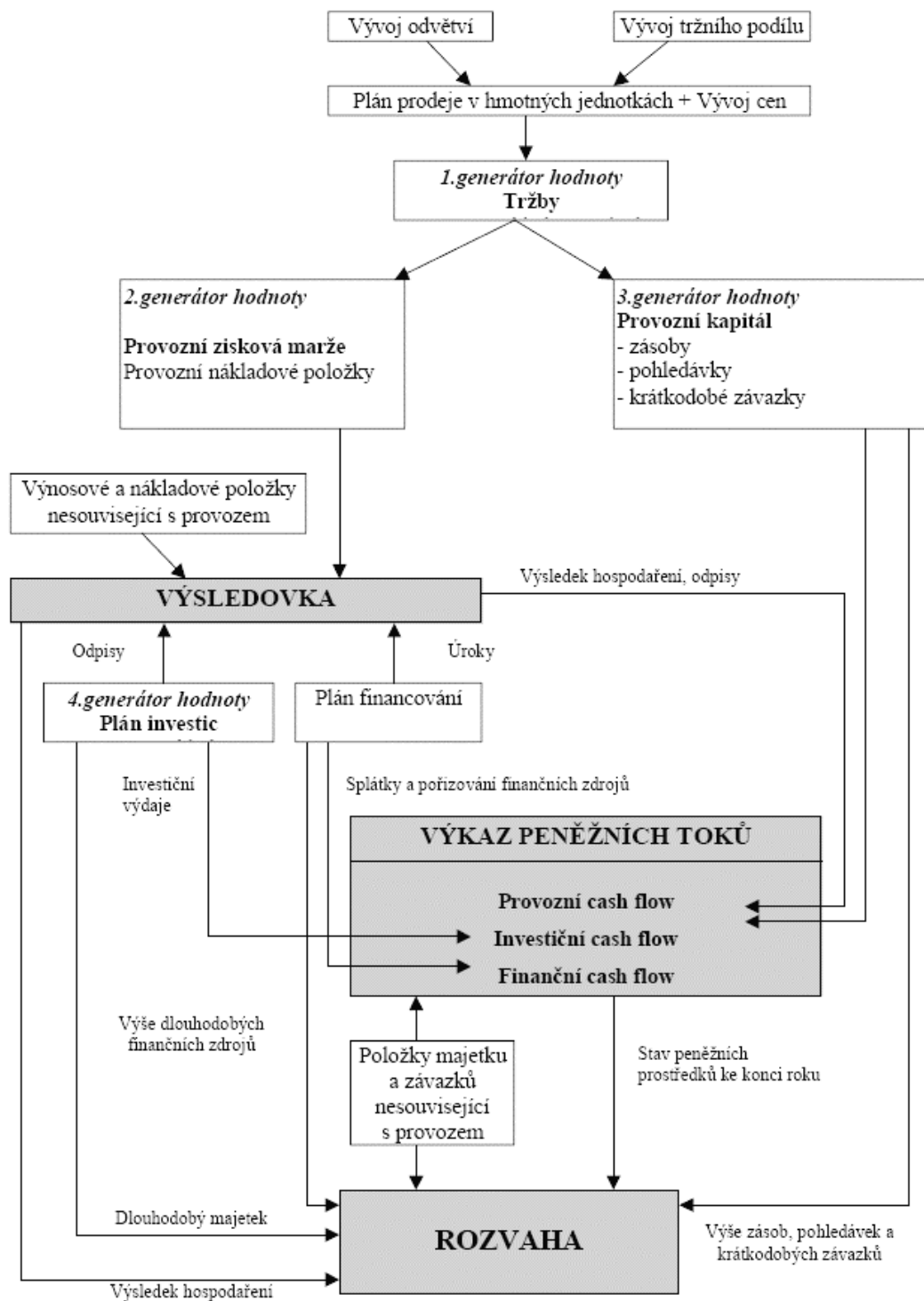
9. Důvěrnost ocenění

Přílohy:

- Osvědčení oceňovatelů
- Obecné předpoklady a omezující podmínky
- Vysvětlení základních pojmů
- Výpis z Obchodního rejstříku (ne starší 3 měsíců)
- Výpis z katastru nemovitostí
- Analýza finanční situace
- Přehled podkladů poskytnutých podnikem

Příloha 3: Postup sestavování finančního plánu

Zdroj: Mařík, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku. Praha: Ekopress, 2003. Str. 133



Příloha 4: Popis staveb dle projektové dokumentace

Zdroj: Interní materiály společnosti, projektová dokumentace-modelový případ majetku podniku.

Výrobní hala

Jedná se o nepodsklepený halový jednopodlažní objekt se sedlovou střechou vybavený jeřábovou dráhou. V části objektu je provedena vestavba kanceláře a šatny. Objekt byl postaven v roce 1911, v posledních letech byly prováděny stavební úpravy spočívající především ve výměně prvků krátkodobé životnosti (oken).

Objekt je zděný s nosnými cihelnými pilíři. Konstrukce střechy je tvořena příhradovými ocelovými vazníky. Klempířské konstrukce jsou z pozinkovaného plechu, vnější omítka stříkaná vápenná. Součástí haly je jeřábová dráha na vlastní ocelové konstrukci s nosností 5,0 tun. Dveře a vrata jsou dřevěná, okna ocelová v části zdvojená (z roku cca 1993) a v části jednoduchá. Podlaha je tvořena betonovou mazaninou. Vytápění je teplovzdušné s parním rozvodem (zdroj elektrárna Opatovice n. L.). V objektu je rozvedena elektroinstalace 220/380 V. V hale je proveden rozvod stlačeného vzduchu. Objekt je dobře udržovaný.

Dispoziční řešení :

1.NP : šatna (oddechová místnost), plastikářská dílna
kancelář

Obestavěný prostor : 7 860,26 m³

Zastavěná plocha : 830,00 m²

Užitná plocha : 23,4 m² – kancelář
514,4 m² – plastikářská dílna
23,4 m² – šatna (oddechová místnost)

Administrativní objekt (kanceláře)

Jedná se o třípodlažní nepodsklepený objekt postavený původně v roce 1911, v posledních několika letech a zejména v roce 2001 byly v objektu prováděny stavební úpravy spočívající především ve výměně prvků krátkodobé životnosti. Objekt je přistavěn k výrobní hale.

Základy jsou provedeny jako betonové pásy s izolací proti zemní vlhkosti, svislé nosné konstrukce jsou zděné tloušťka 45 cm, střecha sedlová tvořená dřevěným krovem vaznicové soustavy, stojaté stolice, má krytinu z asfaltových svařovaných pásů, klempířské konstrukce z pozinkovaného plechu, schodiště ocelové, vnější omítky vápenné, vnitřní omítky vápenné hladké, dveře dřevěné hladké, okna dřevěná zdvojená a dvojitá špaletová, podlahy převážně z betonové mazaniny + koberec nebo keramické dlažby, vytápění je ústřední z centrálního zdroje, elektroinstalace 220/380 V, rozvod vody a kanalizace běžného provedení a druhu, vnitřní hygienické vybavení a ostatní vybavení je ve standardním provedení.

Údržba objektu je velmi dobrá.

Obestavěný prostor : 1 030,60 m³

Zastavěná plocha : 118,00 m²

Užitná plocha : 130,10 m² – kanceláře

80,90 m² - sociální zázemí a komunikační prostory

16,10 m² – skladové prostory

Objekt dílenský a skladovací

Jedná se o samostatně stojící přízemní nepodsklepený halový objekt s jeřábovou dráhou (nosnost 750 kg).

Objekt byl původně postaven v roce 1912, v posledních několika letech byly prováděny stavební úpravy spočívající především ve výměně prvků krátkodobé životnosti.

Základy provedeny jako základové pásy s dožitou vodorovnou izolací proti zemní vlhkosti, svislé nosné konstrukce (obvodové) jsou zděné, vnitřní tvoří litinové sloupy kruhového průřezu – třítrakt a dílny, střecha je plochá s krytinou z těžkých svařovaných asfaltových pásů, z klempířských konstrukcí jsou provedeny žlaby a svody z pozinkovaného plechu, vnější omítky je stříkaná vápenná, vnitřní omítky vápenné. Součástí haly je jeřábová dráha na vlastní ocelové konstrukci. Vrata jsou dřevěná a plechová, okna zdvojená, nově provedeny střešní světlíky, podlaha z části betonová mazanina a z části dřevěná (dubové špalíky), vytápění teplovzdušné s parním rozvodem a ÚT, elektroinstalace 220/380 V, rozvod vody a kanalizace v běžném standardním provedení.

Údržba je dobrá.

Dispoziční řešení :

1.NP : dílenský objekt (plastikářská hala s jeřábovou dráhou , kancelář, zámečnická dílna, sklad, oddechová místnost, šatna muži 2x, umývárna muži, WC muži)

skladový objekt (kancelář, původně obráběčská dílna – nyní sklad, 6x sklad)

Obestavěný prostor : 7 055,19 m³

Zastavěná plocha : 1 561,00 m²

Užitná plocha : 539,50 m² – výrobní prostory (dílny)

72,30 m² – administrativa (kancelář)

628,50 m² – skladové prostory

172,80 m² – sociální zázemí

Venkovní úpravy (přípojky inženýrských sítí, zpevněné plochy, oplocení)

Areál společnosti VPTZ, s.r.o. je napojen na elektrorozvod, kanalizaci, vodovod, plynovod,

Objekt výrobní haly je napojen na rozvod stlačeného vzduchu a objekt dílenské a skladovací haly je napojen na rozvod plynů – acetylenu a tlakového vzduchu. Jednotlivé objekty jsou napojeny na rozvod horkovodu z elektrárny Opatovice nad Labem (vytápění a teplá voda).

Zpevněné plochy - přístupový chodník je betonový. Předložené schody betonové tvoří vstup do administrativního objektu (kanceláří), z roku 1956. Oplocení je provedeno z vlnitého plechu ošetřeného nátěrem upevněného do ocelových sloupků. Plot byl proveden v roce 1986.

37	C.II.1	Pohledávky z obchodního styku			0						
38	C.II.2	Pohledávky ke společníkům a sdružení			0						
39	C.II.3	Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem			0						
40	C.II.4	Pohledávky v podnicích s podstat. vlivem			0						
41	C.II.5	Jiné pohledávky			0	0	0	0	0	0	0
42	C.III	Krátkodobé pohledávky	5 768	5 836	7 568	7 504	7 429	7 355	7 281	7 209	7 136
43	C.III.1	Pohledávky z obchodního styku	5 720	5 833	7 580	7 504	7 429	7 355	7 281	7 209	7 136
44	C.III.2	Pohledávky ke společníkům a sdružení	30								
45	C.III.3	Sociální zabezpečení									
46	C.III.4	Stát - daňové pohledávky a dotace				0	0	0	0	0	0
47	C.III.5	Stát - odložená daňová pohledávka				0	0	0	0	0	0
48	C.III.6	Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem									
49	C.III.7	Pohledávky v podnicích s podstat. vlivem									
50	C.III.8	Jiné pohledávky	18	3	-12						
51	C.IV	Finanční majetek	435	1 813	990	1 953	1 976	2 050	2 215	2 402	2 552
52	C.IV.1	Peníze	138	364	411	415	419	423	428	432	436
53	C.IV.2	Účty v bankách	297	1 449	579	1 538	1 557	1 626	1 787	1 970	2 115
54	C.IV.3	Krátkodobý finanční majetek				0	0	0	0	0	0
55	D	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	64	85	43	100	200	300	400	500	600
56	D.I	Časové rozlišení	64	85	43	0	0	0	0	0	0
57	D.I.1	Náklady příštích období	64	85	43	0	0	0	0	0	0
58	D.I.2	Příjmy příštích období				0					
59	D.I.3	Kursově rozdíly aktivní									
60	D.II	Dohadné účty aktivní				100	200	300	400	500	600
61		PASIVA CELKEM	12 750	14 362	18 183	17 512	17 921	18 491	19 265	20 174	21 181
62	A	Vlastní kapitál	5 389	5 495	5 504	5 861	6 421	7 208	8 185	9 306	10 523
63	A.I	Základní kapitál	395	395	395	395	395	395	395	395	395
64	A.I.1	Základní kapitál	395	395	395	395	395	395	395	395	395
65	A.I.2	Vlastní akcie			0	0	0	0	0	0	0
66	A.II	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0
67	A.II.1	Emisní ažio				0	0	0	0	0	0
68	A.II.2	Ostatní kapitálové fondy				0	0	0	0	0	0
69	A.II.3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku				0	0	0	0	0	0
70	A.II.4	Oceňovací rozdíly z kapitálových účastí				0	0	0	0	0	0
71	A.III	Fondy ze zisku	467	467	472	472	472	472	472	472	472
72	A.III.1	Zákonný rezervní fond	142	142	148	148	148	148	148	148	148
73	A.III.2	Nedělitelný fond		0	0	0	0	0	0	0	0
74	A.III.3	Statutární a ostatní fondy	325	325	324	324	324	324	324	324	324
75	A.IV	Hospodářský výsledek minulých let	2 862	4 527	4 628	4 637	4 994	5 554	6 341	7 318	8 439
76	A.IV.1	Nerozdělený zisk minulých let	2 862	4 527	4 628	4 637	4 994	5 554	6 341	7 318	8 439
77	A.IV.2	Neuhrazená ztráta minulých let				0	0	0	0	0	0
78	A.V	Hospodářský výsledek běžného obd. (+-)	1 665	106	9	357	560	787	977	1 121	1 217

**Příloha 6: Výkaz zisku a ztráty společnosti VPTZ s.r.o. - skutečnost (2005-07) +
odhad (2008-13) (v tis. Kč)**

Zdroj: Interní materiály společnosti - modelový případ, Evalent.

ř.		popis	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	I	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	A	Náklady vynaložené na prodej zboží				0	0	0	0	0	0
3	+	Obchodní marže	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	II	Výkony	35 944	23 700	27 195	28 529	29 370	30 252	31 008	31 629	32 104
5	II.1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	36 492	23 178	24 694	28 529	29 385	30 266	31 023	31 644	32 118
6	II.2	Změna stavu polotovarů a výrobků	-592	442	2 477	-1 883	-15	-15	-15	-15	-14
7	II.3	Aktivace	44	80	24	1 883	0	0	0	0	0
8	B	Výkonová spotřeba	18 398	13 202	14 320	14 696	15 084	15 482	15 828	16 117	16 344
9	B.1	Spotřeba materiálu a energie	13 635	9 784	11 660	12 010	12 370	12 741	13 060	13 321	13 521
10	B.2	Služby	4 763	3 418	2 660	2 687	2 713	2 741	2 768	2 796	2 824
11	+	Přidaná hodnota	17 546	10 498	12 875	13 833	14 286	14 770	15 181	15 512	15 759
12	C	Osobní náklady	12 619	10 971	11 738	12 311	12 495	12 682	12 847	12 994	13 124
13	C.1	Mzdové náklady	9 291	8 059	8 617	8 746	8 877	9 011	9 128	9 233	9 325
14	C.2	Odměny členům orgánů společnosti				0	0	0	0	0	0
15	C.3	Náklady na sociální zabezpečení	3 237	2 808	3 012	3 455	3 507	3 559	3 605	3 647	3 683
16	C.4	Sociální náklady	91	104	109	110	111	112	113	115	116
17	D	Daně a poplatky	41	46	55	56	56	57	57	58	58
18	E	Odpisy investičního majetku	248	417	407	407	407	407	407	407	407
19	III	Tržby z prodeje dlouhod. majetku a materiálu	126	50	30	30	30	30	30	30	30
20	F	Zůstatková cena prod. dlouhod. majetku a materiálu	55	11	7	7	7	7	7	7	7
21	IV	Zúčtování rezerv a čas.rozliš.prov.výnosů	12	5	27	27	27	27	28	28	28
22	G	Tvorba rezerv a čas.rozliš.prov.nákladů	1 841	-1 704	113	114	115	116	118	119	120
23	V	Zúčtování oprav.položek do prov.výnosů				0	0	0	0	0	0
24	H	Zúčtování oprav.položek do prov.nákladů	451	490	403	401	399	397	395	393	391
25	VI	Ostatní provozní výnosy				0	0	0	0	0	0
26	I	Ostatní provozní náklady				0	0	0	0	0	0
27	VII	Převod provozních výnosů				0	0	0	0	0	0
28	J	Převod provozních nákladů				0	0	0	0	0	0
29	*	Provozní hospodářský výsledek	2 429	322	209	594	864	1 161	1 408	1 592	1 710
30	VIII	Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů				0	0	0	0	0	0
31	K	Prodané cenné papíry a vklady				0	0	0	0	0	0
32	IX	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku				1	5	10	18	28	41
33	IX.1	Výnosy z cenných papírů a vkladů ve skupině				0	0	0	0	0	0
34	IX.2	Výnosy z ost. dlouhod. cenných papírů a vkladů				1	5	10	18	28	41
35	IX.3	Výnosy z ost. dlouhod. finančního majetku				0	0	0	0	0	0
36	X	Výnosy z krátkodobého finančního majetku				0	0	0	0	0	0

37	XI	Zúčtování rezerv do finančních výnosů				0	0	0	0	0	0
38	L	Tvorba rezerv na finanční náklady				0	0	0	0	0	0
39	XII	Zúčtování oprav. položek do finančních výnosů				0	0	0	0	0	0
40	M	Zúčtování oprav. položek do finančních nákladů				0	0	0	0	0	0
41	XIII	Výnosové úroky	2			0	0	0	0	0	0
42	N	Nákladové úroky	61	88	80	0	0	0	0	0	0
43	XIV	Ostatní finanční výnosy	3	3	3	3	3	3	3	3	3
44	O	Ostatní finanční náklady	141	118	123	129	136	142	150	157	165
45	XV	Převod finančních výnosů				0	0	0	0	0	0
46	P	Převod finančních nákladů				0	0	0	0	0	0
47	*	Hospodářský výsledek z finančních operací	-197	-203	-200	-125	-128	-129	-129	-126	-121
48	R	Daň z příjmů za běžnou činnost	576	88		112	175	245	303	345	371
49	R.1	- splatná	576	88		112	175	245	303	345	371
50	R.2	- odložená				0	0	0	0	0	0
51											
52	**	Hospodářský výsledek za běžnou činnost	1 656	31	9	357	560	787	977	1 121	1 217
53	XVI	Mimořádné výnosy	9	75		0	0	0	0	0	0
54	S	Mimořádné náklady				0	0	0	0	0	0
55	T	Daň z příjmů z mimořádné činnosti				0	0	0	0	0	0
56	T.1	- splatná				0	0	0	0	0	0
57	T.2	- odložená				0	0	0	0	0	0
58	*	Mimořádný hospodářský výsledek	9	75	0	0	0	0	0	0	0
59	U	Převod podílu na hosp.výs.společníkům				0	0	0	0	0	0
60	***	Hospodářský výsledek za účetní období	1 665	106	9	357	560	787	977	1 121	1 217
61		Hospodářský výsledek před zdaněním	2 241	194	9	469	736	1 032	1 279	1 466	1 588

**Příloha 7: Peněžní toky společnosti VPTZ s.r.o. - skutečnost (2005-07) +
odhad (2008-13) (v tis. Kč)**

Zdroj: Interní materiály společnosti - modelový případ, Evalent.

ř.		položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	I	Stav peněžních prostředků a peněžních ekv. na počátku období	435	1 813	990	1 953	1 976	2 050	2 215	2 402
2	Z	Účetní hospodářský výsledek před zdaněním	119	9	469	736	1 032	1 279	1 466	1 588
	A	PENĚŽNÍ TOKY Z PROVOZNÍ ČINNOSTI								
3	A.1	Úpravy o nepeněžní operace	-1 395	579	326	679	671	662	650	635
4	A.1.1	Odpisy stálých aktiv a pohledávek	417	407	407	806	804	802	800	798
5	A.1.2	Změny stavu opr. položek rezerv a přechodných účtů	-1 861	115	-56	-99	-99	-99	-99	-99
6	A.1.3	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv včetně oceň. rozdílů z kap. úč.	-39	-23	-23	-23	-23	-23	-23	-23
7	A.1.4	Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	-1	-5	-10	-18	-28	-41
8	A.1.5	Vyúčtované výnosové a nákladové úroky	88	80	0	0	0	0	0	0
9	A*	Čistý pen.tok z prov.čin. před zdan. a změnami prac.kap.	-1 276	588	795	1 415	1 703	1 941	2 116	2 224
10	A.2	Změny pracovního kapitálu	1 429	850	931	-48	-114	-102	-111	-111
11	A.2.1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	-68	-1 732	64	75	74	74	73	72
12	A.2.2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti	1 987	5 755	-1 030	-152	-217	-204	-212	-211
13	A.2.3	Změna stavu zásob	-490	-3 173	1 897	29	29	29	28	28
14	A**	Čistý pen.tok z prov.čin. před zdaněním a mimoř. položkami	153	1 438	1 726	1 367	1 589	1 839	2 005	2 113
15	A.3	Výdaje z plateb úroků	-88	-80	0	0	0	0	0	0
16	A.4	Přijaté úroky	0	0	0	0	0	0	0	0
17	A.5	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-88	0	-112	-175	-245	-303	-345	-371
18	A.6	Příjmy a výdaje spojené s mimoř. účetními případy	75	0	0	0	0	0	0	0
19	A***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	52	1 358	1 614	1 192	1 344	1 537	1 660	1 742
	B	PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI								
20	B.1	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-83	-195	-684	-1 203	-1 310	-1 419	-1 532	-1 662
21	B.2	Příjmy z prodeje stálých aktiv	50	30	30	30	30	30	30	30
22	B.3	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0
23		Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-33	-165	-654	-1 173	-1 280	-1 389	-1 502	-1 632
	C	PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI								
24	C.1	Změna stavu dlouhodobých, příp. krátkodobých závazků	1 359	-2 016	2	0	0	0	0	0
25	C.2	Dopady změn vlastního kapitálu	0	0	0	-0	-0	0	-0	-0
26	C.2.1	Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0
27	C.2.2	Vyplacení podílů na vlastním kapitálu společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0
28	C.2.3	Peněžní dary a dotace do vlastního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0
29	C.2.4	Úhrada ztráty společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0
30	C.2.5	Přímé platby na vrub fondům	0	0	0	-0	-0	0	-0	-0
31	C.2.6	Vyplacené dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0	0	0	0
32	C.3	Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	1	5	10	18	28	41
33		Čistý peněžní tok z finanční činnosti	1 359	-2 016	3	4	10	18	28	40
34		Čisté zvýšení, resp. snížení peněžních prostř. a jejich ekv.	1 378	-823	963	23	74	165	187	150
35		Stav pen. prostředků a ekv. na konci období	1 813	990	1 953	1 976	2 050	2 215	2 402	2 552

Příloha 8: Movitý majetek – přecenění metodou substance

Zdroj: Interní materiály společnosti, znalecký posudek, vlastní zpracování.

Položka	Název	Datum pořízení	Mn.	Cena pořízení dle účtárny	Cena obvyklá (tržní)	Cena nového pořízení
1	PC Intel 06	9.2.2005	1	25 745	12 000	
2	PC AMD 02	14.7.2005	1	40 000	10 000	
3	HP PSC All-In-One1215	1.1.2006	1	2 150	1 000	
4	Kopírka Xerox Rank	27.6.2006	1	37 815	15 000	
5	VARNÁ KONVICE ETA DIANA	30.8.2006	1	840	150	
6	Haki lešení	19.3.1999	1	40 657	10 000	
7	Žebřík hliníkový 5 m	7.12.2002	1	2 000	1 000	
8	Aku.vrtačka PROTOOL SDP 12 E	5.10.2006	1	5 619	2 500	
9	Kompresor "orlík"	6.9.1995	1	53 472	8 000	
10	Kompresor Profimaster	27.10.2007	1	19 164	19 164	
11	Frézka vrchní FESTOOL	2.12.2004	1	10 924	2 700	
12	Hoblík ELU	18.5.2002	1	150	800	4 426
13	Elektr.kabel prodluž.220 V 14m	13.7.2002	1	714	100	
14	Sv.horkovzd.pistole Leister HOT-JET	18.5.2002	1	150	4 000	10 596
15	Sv.horkovzd.pistole LEISTER	18.5.2002	1	150	3 500	6 557
16	Přímočará pila BOSCH GTS 60	3.3.1999	1	6 557	500	
17	Vrtačka BOSCH GSB - 18 2RE	27.9.1996	1	7 377	1 000	
18	Vrtačka BOSH GBH 2-26 DFR	26.10.2007	1	7 554	7 554	
19	Svářečka polyfúzní KONRÁD	10.10.1996	1	8 443	2 000	
20	Kladkostroj s el. zdvih. a poj. 750 kg	4.12.2004	1	6 300	30 000	100 000
21	Škoda Felicie	1.12.2004	1	120 000	42 000	
22	
23	
	CELKEM movitý majetek			3 704 000	4 527 000	

Vzhledem k velkému počtu položek movitého majetku je zde uvedeno přecenění jen vybraných položek typických pro provoz společnosti. Ostatní položky movitého majetku jsou přeceněny stejným způsobem a v úhrnu je hodnota movitého majetku po přecenění 4 527 000,- Kč.

Příloha 9: Struktura kapitálu společnosti VPTZ s.r.o.- průměrné stavy

Zdroj: Výkazy společnosti, Evalent, vlastní zpracování.

	Vlastní kapitál		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Základní kapitál	x	395	395	395	395	395	395	395	395
2	Kapitálové fondy	x	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Fondy ze zisku	x	467	470	472	472	472	472	472	472
4	Hospodářský výsledek min.let	x	3 695	4 578	4 633	4 815	5 274	5 948	6 829	7 878
5	Zisk běžného období	x	53	5	178	280	393	488	561	609
6	Rezervy zahrnuté do vlastního kapitálu	x	0	0	0	0	0	0	0	0
7	Vlastní kapitál užitý pro oceňování celkem	x	4 610	5 447	5 678	5 963	6 534	7 303	8 257	9 354
	Cizí kapitál									
8	Emitované dluhopisy	x	0	0	0	0	0	0	0	0
9	Dlouhodobé bankovní úvěry	x	0	0	0	0	0	0	0	0
10	Běžné bankovní úvěry	x	1 337	1 008	0	0	0	0	0	0
11	Finanční výpomoci	x	0	0	0	0	0	0	0	0
12	Ostatní úročené závazky	x	x	x	x	x	x	x	x	x
13	Cizí kapitál celkem	x	1 337	1 008	0	0	0	0	0	0
14	Kapitál celkem	x	5 946	6 455	5 678	5 963	6 534	7 303	8 257	9 354

Příloha 10: Podíl vlastního kapitálu pro ocenění z průměrných stavů

Zdroj: Výkazy společnosti, průměrné stavy kapitálu, Evalent, vlastní zpracování.

			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	Podíl vlastního kapitálu z průměrných stavů (%)	x	77,52	84,38	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
2	Podíl vlastního kapitálu k počátku roku (%)	x	89,13	73,16	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
3	Zadaný podíl vlastního kapitálu (%)				75,00	75,00	73,00	73,00	70,00	70,00
4	Podíl vlastního kapitálu pro ocenění (%)	x	77,52	84,38	75,00	75,00	73,00	73,00	70,00	70,00
5	Podíl cizího kapitálu pro ocenění (%)	x	22,48	15,62	25,00	25,00	27,00	27,00	30,00	30,00
6	Poměr vlastního a cizího kapitálu pro ocenění	x	3,45	5,40	3,00	3,00	2,70	2,70	2,33	2,33