**ČESKÝ STANDARD PRO OCEŇOVÁNÍ OBCHODNÍHO ZÁVODU**

*(návrh prosinec 2020)*

**Obsah:**

**1.** **Úvod**

**2. Základní pojmy pro oceňování obchodního závodu**

**3. Báze hodnoty pro oceňování obchodního závodu a související podmínky**

**4. Obecné požadavky na ocenění obchodního závodu**

**5. Odborné zásady pro postup ocenění**

**6. Metody oceňování obchodního závodu**

**A. Výnosové metody**

**B. Metody tržní a tržně-porovnávací**

**C. Majetkové metody**

**7. Vyvození výsledné hodnoty obchodního závodu (závěrečná rekonciliace)**

**8. Odborný obsah oceňovací zprávy (znaleckého posudku)**

# Úvod

* 1. Účelem Českého standardu pro oceňování obchodního závodu (podniku) je vymezit základní **odborný rámec** pro oceňování obchodního závodu v podmínkách České republiky a stanovit požadavky na obsah znaleckého posudku (resp. oceňovací zprávy) s důrazem na požadavky vyvozované z podnikohospodářských hledisek. Standard navazuje na Český standard pro oceňování a dále vychází z Mezinárodních oceňovacích standardů (dále jen „International Valuation Standards“) a německého standardu Grundsätze zur Durchführung von Unternehmunsbewertungen (dále jen „IDW S1“) a přizpůsobuje je podmínkám České republiky.
	2. Oceňovatel postupuje při zpracování ocenění obchodního závodu řádně, pokud dostojí Českému standardu pro oceňování a tomuto Českému standardu pro oceňování obchodního závodu, nebo jestliže doloží, že jsou v daném případě důvody, pro které lze i jiný postup považovat za řádné zpracování ocenění obchodního závodu.
	3. Standard vychází z předpokladu, že oceňovací postupy jsou zpravidla do jisté míry odlišné podle toho, za jakým účelem jsou zpracovány a jaká oceňovací báze byla zvolena. Základní odlišnosti jsou mezi následujícími případy ocenění:
1. **ocenění, které zpracoval znalec nebo odhadce**,
2. **ocenění, která zpracoval analytik na kapitálovém trhu jako základ pro rozhodování při obchodech s akciemi** **a**
3. **ocenění zpracovaná investorem (nebo odhadcem jako poradcem investora).**

# Základní pojmy pro oceňování obchodního závodu

* 1. **Oceňovací zpráva** zpracovaná podle tohoto standardu (a která může mít formu například znaleckého posudku) je úplnou zprávou, která obsahuje nejen vlastní ocenění, ale i hlavní postupy, data a zdůvodnění, které vedly k výslednému oceňovacímu výroku, tak aby výsledné ocenění bylo reprodukovatelné. Postup ocenění respektuje jednak obecné požadavky podmiňující použitelnost ocenění například jako znaleckého posudku a jednak zásady odpovídající stupni poznání ekonomických disciplín, zejména pak podnikové ekonomiky a oborů s ní spjatých.
	2. Pro účely ocenění se **obchodním závodem** (dále též závod) v návaznosti na zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník rozumí organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti; má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu. Závod je funkční celek, který je schopen vytvářet hospodářský přebytek.
	3. Tam, kde je to potřebné v návaznosti na obecnou a zahraniční terminologii, je v tomto standardu používán též pojem **podnik**. Obecný pojem podnik a pojem občanského zákoníku obchodní závod přitom považujeme pro potřeby oceňování za rovnocenné.
	4. Hodnota obchodního závodu není jeho imanentní vlastností, kterou oceňovatel změří vhodně zvolenými postupy. **Hodnota je pouze názor** (odhad) investora a oceňovatele na pravděpodobnou cenu obchodního závodu, která by mohla být dosažena za podmínek stanovených definicí hledané hodnotové báze.
	5. **Hodnotou netto** se rozumí ocenění na úrovni vlastního kapitálu obchodního závodu (na úrovni equity). **Hodnotou brutto** se rozumí ocenění na úrovni vlastního a úročeného cizího kapitálu obchodního závodu (na úrovni entity).
	6. **Datem ocenění** se rozumí datum, ke kterému se vztahuje odhadnutá hodnota. Datum ocenění je nutné odlišovat od data, kdy je ocenění zpracováno. Do hodnoty obchodního závodu se nemohou promítat informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění, přičemž k datu ocenění tyto informace a vlivy nebyly či nemohly být oceňovateli dostupné, doložitelné či zřejmé.

# Báze hodnoty pro oceňování obchodního závodu a související podmínky

* 1. V České republice se pro ocenění obchodního závodu používají zejména následující hodnotové báze:
1. tržní hodnota (angl. market value),
2. objektivizovaná hodnota (něm. der objektivierte Unternehmenswert),
3. spravedlivá hodnota (angl. equitable value),
4. investiční hodnota (angl. investment value),

Jednotlivé hodnotové báze jsou definovány v Českém standardu pro oceňování. Specifické postupy pro jednotlivé báze při ocenění obchodního závodu stanoví metodická doporučení.

* 1. **Vymezení základních funkcí oceňovatele (znalce)**
		1. **Oceňovatel – neutrální oceňovatel** nezávisle na individuálních hodnotových představách zúčastněných stran odhaduje hodnotu obchodního závodu pomocí uznávaných a reprodukovatelných postupů jako hodnotu tržní a objektivizovanou.
		2. **Oceňovatel – poradce** odhaduje zejména investiční hodnotu (je však oprávněn pro informaci investora odhadnout i jinou bázi hodnoty). Oceňovatel by měl v rámci této funkce zejména odhadnout, kolik určitý investor má do obchodního závodu nejvýše investovat, nebo konkrétní prodejce má minimálně požadovat, aniž by (při zohlednění existujících individuálních možností a plánů) zhoršil svou majetkovou situaci.
		3. **Oceňovatel – zprostředkovatel (rozhodčí, resp. arbitrární oceňovatel)** působí v konfliktní situaci zúčastněných stran a, s přihlédnutím k jejich subjektivním hodnotovým představám a ke konkrétnímu účelu ocenění, stanoví výslednou hodnotu jako rozhodčí (arbitrární) hodnotu, nebo ji navrhne jako zprostředkovatel. V této funkci oceňovatel hledá spravedlivou hodnotu, kterou lze považovat za ekvivalent rozhodčí hodnoty podle německého standardu IDW S1.
	2. Oceňovatel se zadavatelem dohodne jako základní východisko pro zpracování ocenění:
1. účel ocenění,
2. datum ocenění,
3. funkci, ve které bude oceňovatel ocenění podávat,
4. bázi hodnoty, která má být vyčíslena.

# Obecné požadavky na ocenění obchodního závodu

* 1. Ocenění obchodního závodu, zejména je-li zpracováno pro účely znaleckého posudku, musí splňovat požadavky na komplexnost, úplnost, vnitřní konzistentnost, nezávislost, nestrannost, opakovatelnost, důvodnost, odůvodněnost a transparentnost.
	2. **Komplexnost**
		1. Ocenění je komplexní, jestliže oceňovatel přihlédl k právům a povinnostem všech zúčastněných stran a jestliže přihlédl nestranně ke všem relevantním skutečnostem, ke kterým přihlédnout měl a mohl, a to z věcného i časového hlediska.
		2. Zvolená báze hodnoty vymezuje, jaké skutečnosti budou pro dané ocenění relevantní, a tím vymezuje, k jakým skutečnostem musí oceňovatel přihlížet.
		3. Při ocenění se vezme v úvahu jak minulý vývoj trhu, postavení závodu a klíčových veličin hospodaření závodu (generátorů hodnoty), tak očekávání do budoucnosti a zároveň zváží všechny faktory, které mohou mít na trh, pozici obchodního závodu nebo další podnikové veličiny vliv.
		4. Dodržení zásady komplexnosti také vyžaduje, aby nebyla vynechána žádná oceňovací metoda, k jejímuž použití jsou v daném případě možnosti a která obsahuje významnou stránku pohledu na obchodní závod.
		5. Zásadu komplexnosti poruší oceňovatel zejména pokud:

a) při odhadu tržní hodnoty nepřiměřeně velkou vahou přihlédne k minulému hospodaření oceňovaného obchodního závodu, je-li zřejmé, že existují zásadní odlišnosti mezi minulým a obecně očekávaným vývojem,

b) nepřihlédne k některým klíčovým generátorům hodnoty.

* 1. **Úplnost**
		1. Ocenění je považováno za úplné, jestliže obsahuje všechny obsahové náležitosti ocenění a informace nezbytné k jeho pochopení.
		2. Ocenění musí obsahovat datum, k němuž je provedeno, vymezení báze hodnoty, zdroje přebíraných údajů, použité vzorce a další obsahové náležitosti stanovené v tomto standardu.
		3. Zásada úplnosti je porušena, pokud chybí některá důležitá informace, nebo bez přiměřeného zdůvodnění chybí některá část z obsahových náležitostí ocenění obchodního závodu (zejména strategická analýza, finanční analýza, analýza a prognóza generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a ocenění více metodami). Tato zásada je také porušena, je-li pro účely výnosového ocenění obchodního závodu uveden finanční plán, ve kterém chybí některý ze tří základních finančních výkazů (výsledovka, rozvaha, výkaz peněžních toků).
	2. **Důvodnost**
		1. Metody, postupy a údaje použité v ocenění jsou použity důvodně, jestliže za nezávislého a nestranného přihlédnutí ke všem relevantním informacím, které při sestavování ocenění oceňovatel znát měl a mohl, existuje důvod pro použití těchto metod, postupů a údajů.
		2. Pro použití řady vstupních dat a postupů je důvodem zvolená báze hodnoty.
		3. Výsledky jednotlivých kroků oceňovacího procesu by měly tvořit důvody pro kroky následující.
		4. Součástí zásady důvodnosti je zároveň skutečnost, že každá informace, postup a metoda uvedená v ocenění musí mít svou funkci ve vztahu ke konečnému výsledku. Příkladem porušení zásady důvodnosti je rozsáhlá analýza takových národohospodářských veličin, které nemají žádnou vazbu na oceňovaný obchodní závod nebo jeho relevantní trh a nejsou v dalších postupech nijak využívány.
		5. Důvodem pro použití určitých postupů může být dostupnost nebo naopak nedostupnost určitých dat potřebných pro tyto postupy (což by mělo být v souladu se zásadou odůvodněnosti, opakovatelnosti a transparentnosti v posudku podrobně popsáno).
	3. **Odůvodněnost**
		1. Ocenění je odůvodněné, pokud jsou všechny důvody pro použití údajů, metod a postupů, které byly použity, v rámci ocenění dostatečně a srozumitelně popsány a vysvětleny.
		2. Důvody je nutné podrobně uvést a vysvětlit zejména v krocích, kde oceňovatel dělá své vlastní odhady hodnot (zejména odhad budoucích hodnot generátorů hodnoty a parametrů pokračující hodnoty u výnosového ocenění) nebo své vlastní rozhodování mezi více možnými metodami, postupy či zdroji dat.
	4. **Opakovatelnost**
		1. Ocenění musí mít takovou formu a obsah, který umožní jeho kontrolu, zejména kontrolu výpočtů a použitých postupů. Splnění zásady opakovatelnosti znamená, že nestranný odborník může zopakovat postup oceňovatel a dosáhnout podobného výsledku. Bez dodržení zásady opakovatelnosti není ocenění přezkoumatelné.
		2. Všechny rozhodující výpočty musí být uvedeny v základním textu ocenění nebo jeho přílohách.
		3. Splnění požadavku na opakovatelnost ocenění je podmíněno splněním ostatních zásad, zejména:
			1. úplnosti – tj. v ocenění nechybí žádná podstatná část nebo informace,
			2. odůvodněnosti – tj. oceňovatel vysvětlil a zdůvodnil všechna svá rozhodnutí ohledně postupu a všechny své odhady veličin.
	5. **Vnitřní konzistence (vzájemná slučitelnost)**
		1. Požadavek na vnitřní konzistenci je splněn, pokud si v rámci ocenění obecné předpoklady, konkrétní předpoklady přijaté oceňovatelem, použité metody, postupy, vstupní údaje apod. vzájemně neodporují.
		2. Použité vstupní údaje, metody a postupy musejí být v souladu s vymezením hledané báze hodnoty.
		3. Za porušení vnitřní konzistence se dále považuje zejména:
1. stanovení výsledné hodnoty obchodního závodu na úrovni metody předpokládající nekonečné trvání, ačkoli analýzy ukázaly, že závod s největší pravděpodobností nemá žádnou perspektivu,
2. porušení symetrie (ekvivalence) mezi užitkem a diskontní mírou při výnosovém ocenění (zejména použití metody diskontovaných peněžních toků, kdy finanční plán je sestaven ve stálých cenách, zatímco diskontní míra obsahuje inflaci, diskontování užitků plynoucích vlastníkům a věřitelům náklady vlastního kapitálu, nebo naopak diskontování užitků plynoucích vlastníkům průměrnými váženými náklady kapitálu, případně porušení jiných významných ekvivalencí),
3. při výnosovém ocenění jsou v diskontní míře použity váhy jednotlivých složek kapitálu, které neodpovídají získanému výnosovému ocenění kapitálu,
4. v pokračující hodnotě v rámci výnosového ocenění zůstanou, třeba i skrytě, zakomponovány předpoklady, které jsou v rozporu s postavením obchodního závodu na trhu a jeho vývojem v minulosti a v první fázi (zejména nereálná výše rentability a automatické přebrání nestabilizované výše míry investic z posledního roku první fáze),
5. likvidační hodnota je podstatně vyšší než výnosová a výsledné ocenění je stanoveno na úrovni výnosového ocenění (pokud k tomu není jiný vážný důvod).
	1. **Nezávislost a nestrannost**
		1. Požadavek na nezávislost vyžaduje, aby oceňovatel nebyl závislý na výsledcích ocenění. Požadavek na nestrannost vyžaduje, aby se oceňovatel nesnažil v rámci ocenění ovlivnit výsledek ve prospěch jedné ze zainteresovaných stran.
		2. Zásada nestrannosti je porušena zejména v těchto případech:
6. oceňovatel pro účely výnosového ocenění převezme finanční plán zpracovaný jednou ze zainteresovaných stran, aniž by jej sám podrobil přiměřenému přezkoumání,
7. oceňovatel v rámci množiny přípustných hodnot veličin používaných v jednotlivých částech ocenění volí systematicky pouze hodnoty na jedné hranici možných intervalů, čímž dosáhne výsledného ocenění, které se bude nacházet na jedné hranici přípustné množiny výsledků a tím bude zvýhodňovat pouze některou ze zainteresovaných stran na úkor jiné strany.
	1. **Transparentnost**
		1. Ocenění je transparentní, pokud jsou splněny následující požadavky:
			1. je splněn požadavek na úplnost, tj. nechybí některá podstatná část ocenění nebo informace,
			2. je splněn požadavek na odůvodněnost, tj. jsou vysvětleny a popsány všechny důvody pro odhady a rozhodnutí oceňovatele,
			3. k ocenění jsou použity důvěryhodné zdroje dat a tyto zdroje jsou u přebíraných údajů uvedeny,
			4. jednotlivé části ocenění obsahují popis použitého postupu a použité vzorce,
			5. všechny popisy v rámci ocenění jsou srozumitelné a logicky uspořádané.
		2. Součástí zásady transparentnosti je používání postupů, které jsou běžně známé a uznávané. Pokud oceňovatel použije nový postup, měl by být předem publikován ve formě recenzovaného publikačního výstupu, a to zejména, má-li být výsledkem tržní nebo objektivizovaná báze hodnoty.

# Odborné zásady pro postup ocenění

* 1. Postup ocenění může být významně modifikován volbou báze hodnoty. Volba báze ovlivňuje způsob přípravy finančních projekcí (finančních plánů), metody odhadu diskontní míry a dalších prvků ocenění (konkrétní specifikace pro jednotlivé báze stanoví metodická doporučení).
	2. Základem ocenění obchodního závodu je řádná analýza širšího podnikatelského prostředí, relevantního trhu a zejména konkurenční pozice obchodního závodu. Účelem těchto analýz je posoudit perspektivnost oceňovaného závodu a jeho schopnost vytvářet hodnotu. Ocenění nelze všeobecně zúžit na samotný propočet hledané hodnoty s využitím dat poskytnutých závodem. Toto platí zejména v případech, kdy má být výsledkem tržní nebo objektivizovaná hodnota.
	3. Postup ocenění zpravidla obsahuje kroky popsané v následujících odstavcích. Zároveň všechny významné a pro daný případ relevantní výpočty, komentáře a výsledky jednotlivých kroků tvoří nezbytnou součást oceňovací zprávy (znaleckého posudku).
	4. Pro ocenění je nutné shromáždit zejména tato **data**:
1. data o stavu širšího hospodářského celku, kde je obchodní závod činný,
2. data týkající se odvětví a zejména relevantního trhu (trhů) a jeho výhledu,
3. data o činnosti obchodního závodu za minulá období a finanční plány pro budoucnost.
	1. **Strategickou analýzou** se rozumí soubor metod a postupů, jejichž výsledkem by měla být zejména:
4. specifikace relevantního trhu a jeho dlouhodobá projekce s důrazem na předpokládaný růst,
5. analýza konkurenční struktury relevantního trhu a tržních podílů obchodních závodů operujících na tomto trhu,
6. komplexní hodnocení konkurenční pozice oceňovaného závodu,
7. projekce tržního podílu oceňovaného závodu podle výsledků hodnocení v písmenu c),
8. dlouhodobá projekce tržeb z hlavního předmětu činnosti závodu, a to skladbou výsledků podle písmene a) a d),
9. dlouhodobou projekci tržeb obchodního závodu podle písmena e) je doporučeno zpracovat s rozpětím.

Pokud se jedná o závod s více strategickými podnikatelskými jednotkami, které jsou podnikatelsky do značné míry nezávislé, je nutné zpracovat strategickou analýzu samostatně za jednotlivé strategické podnikatelské jednotky.

* 1. **Finanční analýza**. Úkolem finanční analýzy je posoudit finanční zdraví obchodního závodu a odpovědět na otázku, zda je z finančního hlediska možné pracovat s předpokladem pokračujícího podniku (going concern), nebo zda je souhrnná finanční rovnováha obchodního závodu nějakým způsobem narušena.

Finanční analýza v komplexním pojetí zahrnuje:

1. analýzu účetní politiky,
2. analýzu účetních výkazů,
3. analýzu poměrových ukazatelů,
4. syntézu výsledků a analýzu finanční politiky,
5. analýzu schopnosti oceňovaného obchodního závodu tvořit hodnotu,
6. předchozí analýzy by měly obsahovat vždy jak časové, tak prostorové srovnání,
7. závěr finanční analýzy – rámcová formulace možných typizovaných zjištění:

ga) předpoklad nekonečného trvání nebyl z finančních hledisek zpochybněn,

gb) budoucnost obchodního závodu se zdá být z finančního hlediska ohrožena,

gc) obchodní závod se nachází ve vážných finančních problémech.

* 1. **Rozdělení majetku** obchodního závodu na provozně potřebný a z hlediska základního podnikatelského zaměření provozně nadbytečný, tedy nesouvisející s hlavními podnikatelskými činnostmi. Cílem uvedeného rozdělení majetku je identifikace majetku tvořícího provozní jádro obchodního závodu.
	2. **Analýza a prognóza generátorů hodnoty**
		1. Generátory hodnoty se rozumí základní podnikohospodářské veličiny, které mají rozhodující význam pro schopnost obchodního závodu tvořit hodnou. Projekce generátorů zároveň tvoří základní kostru finančního plánu obchodního závodu. Generátory hodnoty jsou zejména:
1. předpokládaný růst tržeb, včetně druhé fáze,
2. velikost a vývoj ziskové marže,
3. investice do provozně nutného pracovního kapitálu,
4. investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku,
5. předpokládaná délka provozování obchodního závodu (počet let generování peněžních toků z obchodního závodu),
6. náklady kapitálu včetně míry zadlužení.
	* 1. **Projekce tržeb** je založena na strategické analýze.
		2. **Zisková marže**

Výsledek hospodaření pro výpočet ziskové marže je nutné upravit následovně:

1. Výsledek hospodaření se rozdělí na výsledek hospodaření z provozně potřebného majetku a výsledek hospodaření z majetku, který je pro hlavní podnikatelskou činnost nadbytečný.
2. Výsledek hospodaření z provozně potřebného majetku se upraví o jednorázové vlivy (zejména prodej majetku, který není základní činností obchodního závodu), které se pravděpodobně nebudou opakovat a které tedy nemají stálý vliv na hodnotu obchodního závodu.

Marže počítaná jako poměr upraveného výsledku hospodaření z provozně potřebného majetku za minulé období a tržeb a rentabilita propočtená z poměru tohoto výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu se analyzují za minulost a jsou prognózovány pro budoucnost. Při prognóze musí být přihlíženo ke konkurenčnímu postavení oceňovaného obchodního závodu a k předpokládanému vývoji tohoto postavení.

* + 1. **Investice**

Investicemi se rozumí jak investice do dlouhodobého majetku, tak i do pracovního kapitálu; v rámci generátorů hodnoty se analýza a prognóza zaměřuje na provozně potřebný majetek.

Na základě investiční náročnosti v minulosti, na základě investiční náročnosti dosahované hlavními konkurenty a informací poskytnutých oceňovaným obchodním závodem se sestavuje projekce potřebných investic do dlouhodobé budoucnosti. Investiční náročnost se analyzuje a prognózuje zvlášť za pracovní kapitál a zvlášť za dlouhodobý majetek.

* + 1. **Délka podnikání**

Délka podnikání je dána jednak charakterem podnikání (zejména délka platnosti licence, vyčerpání ložiska) a jednak dosavadními a zejména pak předpokládanými výsledky hospodaření obchodního závodu do budoucnosti.

Oceňovatel musí odpovídajícím způsobem odhadnout pravděpodobnou délku činnosti obchodního závodu a podle toho použít i vhodné metody ocenění.

V zásadě je možno rozlišit tři základní situace:

* 1. není důvod nepředpokládat going concern,
	2. obchodní závod je schopen fungovat, ale jen po omezenou dobu,
	3. obchodní závod je v kritické situaci.
		1. **Náklady kapitálu** (diskontní míra)
	4. **Finanční plán pro ocenění**
		1. Finanční plán pro oceněníje postaven na syntéze předchozích analýz a oproti běžnému finančnímu plánu vykazuje tyto odlišnosti:
1. sestavuje se na delší období než běžný podnikový finanční plán,
2. vychází z projekce generátorů hodnoty,
3. je rozdělen na část týkající se provozně nutného a provozně nadbytečného majetku, uvedené rozdělení by mělo být promítnuto do všech částí finančního plánu,
4. jeho součástí je i plán volných peněžních toků, případně jiné veličiny, ze které je vyvozována výnosová hodnota obchodního závodu, tento plán je základní součástí finančního plánu pro ocenění,
5. finanční plán je na závěr vyhodnocen pomocí zjednodušené finanční analýzy.
	* 1. Funkcí finančního plánu je zejména:
6. poskytnout projekci výnosové veličiny pro vlastní ocenění,
7. doložit schopnost obchodního závodu dlouhodobě udržet finanční rovnováhu (opodstatněnost předpokladu going concern).
	* 1. Finanční plán pro ocenění má tyto složky:
8. plán peněžních toků včetně plánu volných peněžních toků (nebo jiné veličiny podstatné pro výnosové ocenění v závislosti na zvolené výnosové oceňovací metodě),
9. plánovaný výkaz zisků a ztrát,
10. plánovaná rozvaha,
11. finanční analýza plánu.
	* 1. Zjednodušené finanční projekce vyjádřené v číslech by měly být zpracovány i při použití majetkového ocenění a tržního porovnání jako metod pro ocenění obchodního závodu.
		2. Za plán aplikovaný pro ocenění obchodního závodu odpovídá zejména oceňovatel. Plán předložený managementem obchodního závodu by proto neměl být jediným východiskem finančního plánu pro ocenění, což platí zejména pro hledání tržní a objektivizované hodnoty. Výjimkou může být jen plánování při hledání investiční hodnoty, případně jiných bází hodnoty zaměřených na individuálního investora, nebo třídu individuálních investorů.
	1. **Vlastní ocenění**
		1. Propočet ocenění musí vycházet z již uvedených analýz a projekcí generátorů hodnoty promítnutých do finančního plánu.
		2. Volbu metod použitých pro ocenění je nutné v posudku řádně zdůvodnit ve vazbě na hledanou bázi hodnoty.
		3. Oceňovatel v zásadě vychází ze všech tří **oceňovacích přístupů**:
12. výnosového,
13. tržního a tržně-porovnávacího,
14. nákladového,

přičemž podle okolností a podmínek zváží a zdůvodní nepoužití některého z nich.

* + 1. Pro ocenění obchodního závodu se používají následující skupiny **oceňovacích metod**:
1. výnosové metody,
2. metody tržní a tržně-porovnávací,
3. majetkové.
	* 1. Pro ocenění fungujícího obchodního závodu (závodu splňujícího předpoklad going concern) v podmínkách České republiky má zpravidla rozhodující význam použití výnosových metod, nemělo by však jednat o jedinou použitou metodu, pokud k tomu nejsou mimořádné důvody.
	1. Oceňovatel na základě výsledků několika použitých metod **vyvodí výslednou hodnotu obchodního závodu**. Výsledná hodnota by zpravidla neměla být vyvozována jako průměr výsledků jednotlivých metod, které byly již v rámci ocenění použity.
	2. **Majetek vyčleněný jako provozně nadbytečný** se ocení samostatně obvykle na principu tržních hodnot, případně na principu pronájmu nebo likvidace. Takto odhadnutá hodnota neprovozního majetku je v závěru ocenění přičtena k hodnotě provozního jádra obchodního závodu.

# Metody oceňování obchodního závodu

## A. Výnosové metody

* 1. Výnosové metody odhadují hodnotu obchodního závodu na principu **současné hodnoty budoucích užitků**, které poplynou po datu ocenění držiteli kapitálu investovaného v obchodním závodu. Současná hodnota užitků je pomocí diskontování nebo kapitalizace propočtena k datu ocenění.
	2. **Užitky** se rozumí čisté finanční užitky, které mohou být v závislosti na použité metodě vyjádřeny různými veličinami, nejčastěji peněžními toky, výsledky hospodaření nebo ekonomickou přidanou hodnotou.
	3. **Držiteli kapitálu investovaného v obchodním závodu** jsou zejména poskytovatelé vlastního kapitálu a poskytovatelé úročeného cizího kapitálu.
	4. Konečným cílem ocenění je nejčastěji odhad hodnoty pro vlastníky (hodnoty netto) s tím, že podle typu výnosové metody může být propočtena přímo pomocí diskontování užitků pro vlastníky (metody ve variantě equity), nebo ve dvou krocích, kdy jsou nejprve diskontovány užitky pro všechny poskytovatele investovaného kapitálu a až ve druhém kroku je odvozena hodnota pro vlastníky (metody ve variantě entity).
	5. Výnosové metody jsou obvykle používány jako **dvoufázové**. Pro první fázi budoucího časového horizontu se sestavují komplexní finanční plány a z nich jsou odvozovány jednotlivé užitky, které jsou diskontovány pomocí diskontní míry k datu ocenění. Druhá (terminální fáze) představuje období s dostatečně stabilizovanými ekonomickými parametry, pro které již není účelné sestavovat jednotlivé plány a které je u prosperujícího obchodního závodu pojímáno jako nekonečná řada užitků (perpetuita nebo jako řada rostoucí stabilním tempem). Hodnota této nekoneční řady užitků bývá označována jako **pokračující hodnota**.

Výnosové metody je možné sestavit i jako **třífázové**, kdy je mezi obě uvedené fáze vložena přechodná fáze, v rámci které jsou prognózovány jen klíčové veličiny a jejímž účelem je dosažení stabilizovaných hodnot těchto veličin.

* 1. **Užitek** (zejména peněžní tok, zisk, ekonomickou přidanou hodnotu) **pro první rok druhé fáze** (výchozí užitek pro odhad pokračující hodnoty), je nezbytné volit tak, aby v sobě zahrnoval již stabilizované, což znamená zejména dlouhodobě udržitelné hodnoty klíčových parametrů (generátorů) hodnoty, kterými jsou:
1. rentabilita,
2. tempo růstu.

Zároveň investice do dlouhodobého majetku a do pracovního kapitálu v rámci pokračující hodnoty musí odpovídat předpokládanému dlouhodobému růstu ve druhé (terminální) fázi, a to jak s ohledem na reálný růst, tak s ohledem na inflační růst.

* 1. Nejčastěji používanými metodami je metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů (upravených zisků) a metoda ekonomické přidané hodnoty. Platí, že při shodných finančních plánech a předpokladech budoucího vývoje poskytují tyto výnosové metody shodné výsledky (s výjimkou paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů, která je již ze své podstaty spojena s jinými předpoklady budoucího vývoje než ostatní výnosové metody).

### Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

* 1. V rámci metody diskontovaných peněžních toků jsou užitky plynoucí z obchodního závodu vyjadřovány jako **volné peněžní toky** (FCF – free cash flow, dále jen „FCF“).
	2. Metoda diskontovaných peněžních toků může být konstruována v řadě variant. Nejčastěji používanými variantami je metoda DCF entity, DCF equity a DCF APV. Oceňovatel může použít i další varianty, pokud dodrží základní pravidla ekvivalence (symetrie) mezi konstrukcí volných peněžních toků, diskontní míry a vymezení kapitálu, jehož hodnota bude diskontováním získána.
	3. **Metoda DCF entity**
		1. Volné peněžní toky do firmy (FCFF – free cash flow to firm, dále jen „FCFF“) představují peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům poskytujícím úročený cizí kapitál.
		2. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu.
		3. Hodnota závodu je propočítána ve dvou krocích:
1. výsledkem diskontování volných peněžních toků je hodnota brutto,
2. hodnota netto je získána po odečtení úročeného cizího kapitálu k datu ocenění.
	1. **Metoda DCF equity**
		1. Volné peněžní toky do equity (FCFE – free cash flow to ekvity, dále jen „FCFE“) představují peněžní toky, které jsou k dispozici přímo vlastníkům.
		2. Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení.
		3. Hodnota závodu je počítána přímo jako hodnota netto.
	2. **Metoda DCF APV**
		1. Volné peněžní toky jsou kalkulovány za hypotetického předpokladu nulového zadlužení na úrovni FCFF.
		2. Diskontní míra pro diskontování volných peněžních toků je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu za hypotetického předpokladu nulového zadlužení obchodního závodu.
		3. Hodnota obchodního závodu se počítá nejprve na úrovni brutto (entity) a následně na úrovni netto (equity). Propočet hodnoty brutto je přitom rozdělen do dvou částí. První část tvoří současná hodnota volných peněžních toků, která představuje hodnotu závodu (entity) za předpokladu nulového zadlužení. Druhou část tvoří současná hodnota budoucích daňových štítů (daňových úspor) plynoucích z cizího úročeného kapitálu.
		4. Diskontní míra pro výpočet současné hodnoty úrokových daňových štítů je obvykle volena na úrovni nákladů cizího kapitálu. Může se však pohybovat v rozmezí mezi náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v závislosti na riziku spojeném s dosažením prognózovaných úrokových daňových štítů.

### Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

* 1. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů se obvykle konstruuje jako metoda typu equity. Užitky jsou v rámci této metody vyjadřovány jako čisté výnosy (jako zisky k rozdělení mezi vlastníky). Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení.
	2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů může být použita ve dvou variantách, a to jako paušální metoda a analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů.
	3. **Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů**
		1. Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena na odhadu stabilního budoucího čistého výnosu k rozdělení mezi vlastníky. Tento budoucí stabilní trvale odnímatelný čistý výnos je obvykle odvozován z minulé úrovně zisků k rozdělení, do které ovšem musejí být promítnuty faktory, u kterých lze již k datu ocenění předpokládat, že budou v budoucnosti působit jinak než v minulých letech.
		2. Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů je obvykle založena na předpokladu, že budoucí investice budou hrazeny pouze z odpisů kalkulovaných jako náklad při výpočtu odnímatelného čistého výnosu. V případě růstu cen není tento předpoklad reálný a je nutné počítat s čistými investicemi, které by pokryly růst cen a o které je nutné odnímatelný čistý výnos snížit. Paušální metoda je zároveň ze své podstaty založena na předpokladu růstu odnímatelných čistých výnosů ve výši inflace. V případě propočtu trvale odnímatelného čistého výnosu ve stálých cenách k datu ocenění se tento předpoklad promítá do propočtu reálné diskontní míry očištěné právě o tento předpokládaný cenový růst.
		3. Paušální metodu kapitalizovaných čistých výnosů lze použít pouze v případě rozumného očekávání, že si obchodní závod do nekonečna udrží alespoň výnosový potenciál existující k datu ocenění (včetně stávající úrovně rentability chápané jako poměr odnímatelného čistého výnosu a investovaného vlastního kapitálu). Znamená to, že je opět potřebná prognóza založená na představě, že dosavadní vývoj bude více méně do nekonečna pokračovat. V žádném případě nelze metodu interpretovat tak, že je to jediná varianta výnosových metod, která je postavena na minulých výsledcích hospodaření.
		4. Paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů promítá do hodnoty obchodního závodu pouze jeho současný výnosový potenciál a pomíjí budoucí růstové příležitosti (s výjimkou inflačního růstu).
	4. **Analytická metoda kapitalizovaných čistých výnosů**
		1. Analytická metoda kapitalizovaných výnosů je konstruována jako dvoufázová nebo třífázová na stejných principech jako ostatní uváděné výnosové metody.
		2. Vzhledem k tomu, že do hodnoty obchodního závodu u této metody vcházejí čisté výnosy (zisky) k rozdělení pro vlastníky, je nutné počítat s tím, že předpokládané investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu jsou primárně kryty odpisy kalkulovanými jako náklad při výpočtu čistého výnosu. Pokud odpisy na pokrytí investic v některém roce nestačí (což bude převládající případ), musí být tato nepokrytá potřeba investic promítnuta do hodnoty obchodního závodu některým z těchto způsobů (nebo jejich kombinací):
1. předpokladem přijetí nového úročeného cizího kapitálu na krytí výše investic nad odpisy, do nákladů při výpočtu čistého výnosu jsou pak kalkulovány úroky z tohoto úvěru,
2. předpokladem zadržení zisku nebo jeho části v závodu, toto zadržení ovšem musí v daném roce snížit čistý výnos k rozdělení, který vchází do hodnoty závodu,
3. předpokladem externího navýšení vlastního kapitálu, současná hodnota tohoto navýšení je pak odečtena od výnosové hodnoty závodu.

### Metoda ekonomické přidané hodnoty

* 1. V rámci metody ekonomické přidané hodnoty jsou užitky měřeny ekonomickou přidanou hodnotou. Hodnota obchodního závodu je tvořena **součtem hodnoty čistých operačních aktiv** k datu ocenění (NOA – net operating assets, dále jen „NOA“) **a současné hodnoty budoucích ekonomických přidaných hodnot** (veličiny MVA – tržní přidaná hodnota, market value added). Metodu ekonomické přidané hodnoty lze používat zejména ve variantě entity, equity nebo APV.
	2. **Ekonomická přidaná hodnota** (EVA - economic value added, dále jen „EVA“) ve variantě entity je kalkulována jako čistý operační zisk po dani (NOPAT- net operating profit after tax, dále jen „NOPAT“) snížený o náklady kapitálu spojené s financováním čistých operačních aktiv v daném roce. Při použití varianty equity se jedná o rozdíl mezi ziskem pro vlastníky a náklady vlastního kapitálu spojenými s vlastním kapitálem, kterým jsou financována čistá operační aktiva.
	3. Při výpočtu zisku a kapitálu jako vstupních veličin pro pročet EVA (NOPAT a NOA pro variantu entity, nebo analogických veličin na úrovni vlastníků pro variantu equity) je nutné provést úpravy podkladových účetních výkazů. Kromě obvyklých úprav, jako je vyčlenění položek nesouvisejících s hlavním provozem, případně položek jednorázového a mimořádného charakteru, je nutné převést účetní data na data ekonomická. Úprava důsledně zachycuje ekonomickou realitu obchodního závodu z pohledu vlastníků. Úprava se projevuje zejména v upuštění od účetní zásady opatrnosti a průkaznosti.
	4. **Převod účetních dat na data ekonomická** se nejčastěji projevuje následujícím způsobem:
1. Úprava hodnoty aktiv, která jsou v účetní rozvaze vykázána. Majetkové položky vykázané v účetnictví by měly být přeceněny na aktuální pořizovací hodnoty. Platí to zejména v případě, kdy cílem ocenění není pouze výsledné ocenění obchodního závodu, ale informační roli mají hrát i roční ukazatele EVA a rozdělení hodnoty závodu na NOA a MVA.
2. Přidání aktiv, která v rozvaze vykázána nejsou. Jedná se zejména o aktivaci nákladů s dlouhodobým investičním charakterem a vykázání majetku pronajatého na leasing v případech, kdy jsou podle účetních pravidel, podle kterých jsou sestaveny podkladové výkazy, tyto položky zachyceny přímo v nákladech, nebo nejsou v aktivech zachyceny způsobem, který vyhovuje ekonomickému pohledu vlastníků.
	1. Úpravy převádějící účetní data na ekonomická je nutné promítat do aktiv, pasiv i do výsledku ocenění. Dopady úprav ovlivní jak výši NOA, tak NOPAT.

### Diskontní míra pro výnosové metody

* 1. **Diskontní mírou** se rozumí procento, které slouží k převodu jednotlivého užitku na jeho současnou hodnotu, hodnota obchodního závodu se pak skládá ze součtu všech takto jednotlivě propočtených současných hodnot budoucích užitků. **Kapitalizační mírou** se rozumí procento, které ve formě dělitele slouží k převodu užitku přímo na hodnotu obchodního závodu. Mezi oběma veličinami platí tento vztah:

Kapitalizační míra = diskontní míra – očekávané tempo růstu

* 1. Diskontní míra představuje zejména míru výnosnosti očekávanou investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.
	2. Principem oceňování je porovnání. Diskontní míra je prakticky proveditelným způsobem, jak uplatnit tento princip v rámci výnosového ocenění. Měla by proto vyjadřovat výnosnost srovnatelné investice, přičemž hlavními kritérii srovnatelnosti je:
1. riziko,
2. doba trvání investice,
3. likvidnost investice.
	1. V případě tržní a objektivizované hodnoty je srovnatelná investice hledána mezi instrumenty kapitálového trhu. V případě investiční hodnoty je srovnatelná investice určována možnostmi konkrétního investora. Diskontní míra by měla vyjadřovat náklady kapitálu oceňovaného závodu.
	2. Srovnatelnost zvolené alternativní investice, jejíž výnosnost je použita jako diskontní míra, se projevuje v symetrii mezi diskontovaným užitkem v čitateli a diskontní mírou ve jmenovateli. V rámci zachování této symetrie je dále nutné dbát zejména na ekvivalenci užitku a diskontní míry, a to s ohledem:
4. na inflaci,
5. na investory (vlastníky a věřitele), z jejichž hlediska je užitek a náklady kapitálu stanoven.
	1. Diskontní míra je obvykle kalkulována jako součet **bezrizikové výnosnosti** a **rizikové přirážky**.
	2. Pro tržní a objektivizovanou hodnotu se při odhadu **nákladů vlastního kapitálu** zpravidla vychází z modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM). Náklady vlastního kapitálu se přepočítávají podle konkrétní úrovně zadlužení (s výjimkou výnosových metod ve variantě APV).
	3. **Náklady cizího kapitálu** lze stanovovat různými způsoby, nejčastěji součtem vhodně zvolené bezrizikové výnosnosti a rizikové přirážky z pohledu věřitele.
	4. V případě použití **jistotních ekvivalentů výnosů** se diskontní míra stanovuje pouze na úrovni bezrizikové (přesněji kvazi bezrizikové) výnosnosti.
	5. **Kapitálová struktura** kalkulovaná v diskontní míře představuje strukturu složek kapitálu oceňovaného závodu v přeceněných hodnotách (v závislosti na hledané bázi hodnoty) a musí být v souladu s finančním plánem, ze kterého výnosové ocenění vychází, a s výnosovým oceněním, které je výsledkem aplikace této diskontní míry. Souladu mezi použitou strukturou kapitálu a výsledným oceněním se obvykle dosahuje iteračním postupem (je však možné použít i analytický postup, pokud vede ke stejnému výsledku). Tento požadavek na kapitálovou strukturu platí jak pro průměrné vážené náklady kapitálu, tak pro náklady vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení.

## B. Metody tržní a tržně-porovnávací

* 1. Metody zahrnuté do této skupiny odvozují hodnotu obchodního závodu přímo z dat o hodnotách na trhu. Trhem se přitom rozumí zejména trh s podniky (obchodními závody), s vlastnickými podíly v podnicích a kapitálový trh.

Ocenění obchodního závodu je přitom možné odvodit buď přímo z dat o oceňovaném závodu (zejména pomocí tržní kapitalizace), nebo častěji pomocí porovnání se srovnatelnými podniky (obchodními závody).

* 1. Základními ekonomickými kritérii pro **výběr srovnatelných podniků** (obchodních závodů) jsou:
1. výnosnost,
2. riziko,
3. očekávaný růst.

Předpokladem pro výběr srovnatelného podniku (obchodního závodu) je zároveň obchodovatelnost jeho vlastnických podílů (akcií) nebo dostupnost dat o ceně zaplacené za vlastnický podíl nebo celý podnik (obchodní závod).

* 1. Tato základní kritéria jsou při praktické aplikaci obvykle nahrazována pomocnými kritérii, jako je zejména shodný obor podnikání, podobná velikost podniků a podobné hodnoty vybraných ukazatelů finanční analýzy. Je vhodné, aby oceňovatel volil tato pomocná kritéria při vědomí kritérií základních.
	2. Nejčastějšími metodami tržního porovnání je **metoda srovnatelných transakcí** vycházející z dat o prodejích celých podniků (obchodních závodů) nebo většinových vlastnických podílů a **metoda srovnatelných podniků** vycházející z dat o cenách akcií na kapitálovém trhu.
	3. Metody tržního porovnání jsou založeny na použití **násobitelů**, které představují poměr mezi tržní hodnotou (cenou) kapitálu a vybranou vztahovou veličinou.
	4. Vztahové veličiny mohou být:
1. výnosové (zejména tržby, zisk, EBIT),
2. majetkové (účetní hodnota vlastního nebo investovaného kapitálu),
3. hmotné.
	1. Oceňovatel by měl dbát na **symetrii při konstrukci násobitelů** zejména s ohledem na investory. Násobitele je možné sestavit jako násobitele typu „equity“ (veličiny jsou vyjádřeny přímo z pohledu vlastníků) nebo „entity“ (veličiny jsou vyjádřeny z pohledu vlastníků a věřitelů poskytujících úročený kapitál). Z tohoto pohledu pak musí být v souladu čitatel i jmenovatel použitého násobitele.
	2. Vzhledem k tomu, že vybraná skupina srovnatelných podniků obvykle nebude homogenní, je nutné, aby oceňovatel promítl do hodnoty násobitele pro oceňovaný obchodní závod výsledky srovnání oceňovaného závodu se srovnatelnými podniky.

## C. Majetkové metody

* 1. Základním principem majetkových metod je ocenění jednotlivých majetkových položek obchodního závodu. Hodnota podniku (obchodního závodu) brutto je tvořena součtem hodnot těchto jednotlivých identifikovatelných majetkových položek. Hodnota netto se získává odečtením všech závazků, které připadají v úvahu.
	2. Vymezení majetku a závazků vychází z aktiv a pasiv uvedených v účetnictví, ale mohou zahrnovat i další relevantní položky, které v účetnictví z různých důvodů vykázány nejsou. Rozhodnutí o zařazení jednotlivých položek je věcí odborného posouzení oceňovatele. Oceňovatel by měl vzít v úvahu veškerý legitimní majetek a závazky.
	3. Jednotlivé varianty majetkového ocenění se odlišují jednak podle toho, jakou předpokládáme perspektivu obchodního závodu a jednak podle přístupu k ocenění jednotlivých majetkových položek. Mezi nejobvyklejší majetkové metody patří ocenění účetní hodnotou, substanční hodnotou, likvidační hodnotou a ocenění na základě tržních hodnot majetkových položek.
	4. Při ocenění podle účetních pravidel výsledek ocenění obsahuje účetní rozvaha, přičemž se jedná o **účetní hodnotu obchodního závodu**. Účetní hodnota by měla být použita vždy minimálně v závěru ocenění k porovnání s výsledky ostatních metod a zjištění, zda k případným rozdílům existují důvody.
	5. Při ocenění na základě nákladového přístupu je výsledkem zejména **substanční hodnota obchodního závodu** v užším slova smyslu (neúplná či úplná). Úplná substanční hodnota, na rozdíl od neúplné, zahrnuje ocenění veškerých nehmotných složek podnikového majetku. V rámci tohoto přístupu se rozlišují dvě hlavní varianty:
		1. ocenění na principu nákladů reprodukce, kterými se rozumějí pořizovací náklady na zhotovení nebo získání přesné repliky oceňované majetkové položky s promítnutím opotřebení oceňovaného aktiva,
		2. ocenění na principu nákladů náhrady, kterými se rozumějí pořizovací náklady na zhotovení nebo získání majetkové položky se stejným užitkem, jako má oceňovaná položka, s promítnutím opotřebení oceňovaného aktiva.
	6. Při ocenění na základě výnosového přístupu se vychází z příjmů z prodeje jednotlivých majetkových položek obchodního závodu. Tato metoda předpokládá ukončení činnosti obchodního závodu a rozprodej jeho majetku po částech. Jejím výsledkem je **likvidační hodnota obchodního závodu**.

Jelikož zpravidla není reálné rozprodat všechen majetek v nejbližším období, je nutné sestavit časový plán rozprodeje majetku a do ocenění je třeba kalkulovat současné hodnoty předpokládaných prodejních cen a k tomu zvolit vhodnou diskontní míru (zejménamodel oceňování kapitálových aktiv nebude patrně ve většině případů použitelný).

Likvidační hodnota aktiv musí být snížena o všechny náklady spojené s likvidací a má-li být výsledkem hodnota na úrovni vlastníků, pak musí být dále snížena o všechny relevantní závazky. Náklady spojené s likvidací zahrnují zejména náklady na likvidátora, veškeré odhadnutelné složky zdanění, odstupné zaměstnancům, a náklady spojené s realizací vlastního prodeje. Výsledkem tohoto postupu je likvidační hodnota obchodního závodu netto.

V případě likvidační hodnoty obchodního závodu je nutné jasně uvést, zda ocenění bylo provedeno za předpokladu likvidace v tísni nebo bez tísně. Ocenění likvidační hodnotou v tísni nevychází z tržních hodnot majetkových položek, protože odhad jejich prodejních cen nebude odpovídat definici tržní hodnoty (obvykle bude nižší než tržní hodnota).

* 1. Ocenění na základě **tržních hodnot majetkových položek bez předpokladu likvidace obchodního závodu** je použitelné pouze pro podniky investičního a holdingového charakteru. Výsledek se rovněž označuje pojmem NAV (net asset value, dále jen „NAV“).

# Vyvození výsledné hodnoty obchodního závodu (závěrečná rekonciliace)

* 1. Výsledná hodnota obchodního závodu by měla být indikována na základě výsledků získaných výnosovými, tržně-porovnávacími a majetkovými metodami.
	2. V konkrétních případech může samozřejmě oceňovatel dospět k tomu, že některé metody vynechá. Oceňovatel by měl v ocenění uvést důvody pro volbu použitých metod a vynechání metod, které se rozhodl nepoužít.
	3. V rámci rekonciliace by mělo být přihlédnuto i k účetní hodnotě a zváženo, zda rozdíly výsledků použitých oceňovacích metod oproti účetní hodnotě jsou přiměřeně zdůvodnitelné.
	4. **Nelze odvozovat výsledné ocenění jako vážený aritmetický průměr.** Každá použitá metoda by měla plnit určitou funkci v závislosti na konkrétní situaci oceňovaného obchodního závodu a na účelu ocenění. **Některá metoda by měla být zvolena jako základní** pro výsledné ocenění, zatímco ostatní plní doplňkovou roli. Výjimkou může být zejména průměrování výsledků výnosového ocenění (pokud směřují k tržní hodnotě) a ocenění na bázi tržního porovnání.
	5. Výsledné ocenění je vhodné zvolit ve formě **intervalu** s tím, že oceňovatel může v rámci tohoto intervalu zvolit hodnotu, kterou považuje v rámci daného intervalu za základní, pokud to vyžaduje účel ocenění.

# Odborný obsah oceňovací zprávy (znaleckého posudku)

* 1. Zásadám uvedeným v předchozích částech standardu odpovídá i doporučený obsah a struktura oceňovací zprávy (znaleckého posudku). Oceňovací zpráva by měla obsahovat následující části s tím, že některé mohou být zkrácené v závislosti na účelu ocenění, zvolené bázi hodnoty, zvolených metodách ocenění a na konkrétní situaci obchodního závodu.
	2. Základní informace:
		1. Identifikace oceňovatele (znalce)
		2. Identifikace objednatele ocenění
		3. Identifikace předmětu ocenění včetně informace, zda má být výsledkem ocenění na úrovni hodnoty netto nebo na úrovni hodnoty brutto, včetně vymezení velikosti vlastnického podílu, který má být oceněn
		4. Účel ocenění; účel ocenění bude ovlivňovat volbu báze hodnoty a volbu oceňovacích metod
		5. Báze hodnoty
		6. Datum ocenění
		7. Použité podklady a informační zdroje včetně vymezení, které podklady byly pouze převzaty a nebyly přezkoumávány
		8. Předpoklady a omezující podmínky
		9. Datum, kdy bylo ocenění (znalecký posudek) zpracováno
	3. Popis oceňovaného obchodního závodu
		1. Identifikační údaje
		2. Vlastnická struktura
		3. Podíly v jiných společnostech
		4. Předmět podnikání
		5. Stručná historie obchodního závodu s důrazem na skutečnosti, které budou mít vliv na ocenění
	4. Strategická analýza (analýza a prognóza výnosového potenciálu závodu)
		1. Analýza vnějšího potenciálu, jejímž výsledkem je zdůvodněná prognóza relevantního trhu
		2. Analýza vnitřního potenciálu a konkurenčního postavení oceňovaného obchodního závodu, jejímž výsledkem je zdůvodněná prognóza tržního podílu obchodního závodu
		3. Prognóza tržeb obchodního závodu a výrok o předpokladu dalšího trvání obchodního závodu plynoucí z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu
	5. Finanční analýza
	6. Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný
	7. Analýza a prognóza generátorů hodnoty:
		1. Tempo růstu tržeb
		2. Zisková marže
		3. Investice do provozně potřebného pracovního kapitálu
		4. Investice do provozně potřebného dlouhodobého majetku
	8. Komplexní finanční plán včetně jeho analýzy
	9. Volba oceňovacích metod včetně zdůvodnění
	10. Ocenění hlavního provozu obchodního závodu jednotlivými zvolenými metodami
	11. Ocenění provozně nepotřebného majetku
	12. Výsledné ocenění a závěrečný výrok
	13. Přílohy