



SKRIPTA

Centrum oceňování majetku

Specializační studium  
**Oceňování obchodních závodů (podniků)**

**Metody oceňování podniku I**

doc. JUDr. Ing. Bohumil Poláček, Ph.D., MBA, LLM

2023

**Obsah**

**1 Obecné základy**

**1.1 Definice**

**1.2 Základní princip**

**1.3 Oceňovací předpisy**

**1.4 Hodnota podniku**

**1.5 Báze hodnoty**

**1.5.1 Tržní hodnota**

**1.5.2 Spravedlivá hodnota**

**1.5.3 Investiční (subjektivní) hodnota**

**1.5.4 Objektivizovaná hodnota**

**1.5.5 Komplexní přístup (Kolínská škola)**

**1.5.6 Další netržní báze hodnoty**

**1.6 Důvody ocenění**

**1.7 Doporučený postup**

**1.8 Přehled metod**

**1.9 Obecné požadavky na ocenění**

**2 Faktor času a rizika**

**2.1 Faktor času**

**2.2 Faktor rizika**

**2.3 Obecné poznámky k diskontní míře**

**3 Postup ocenění**

**3.1 Sběr vstupních dat**

**3.2 Strategická analýza podniku**

**3.3 Finanční analýza podniku**

**3.4 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná**

**3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

**3.6 Finanční plán**

**4 Ocenění na základě analýzy výnosů**

**4.1 Metoda současné hodnoty budoucích výnosů (Discounted Cash Flow – DCF)**

**4.1.1 Investovaný kapitál**

**4.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity**

**4.1.3 Propočet hodnoty podniku a volba časového horizontu**

**4.1.4 Metoda DCF equity**

**4.1.5 Diskontní míra pro metodu DCF entity**

**4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

**4.3 Kombinované (korigované) výnosové metody**

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

**4.3.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů**

**4.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)**

**5 Metody založené na analýze trhu**

**5.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

**5.2 Ocenění metodou tržního porovnání**

**5.2.1 Metoda srovnatelných podniků**

**5.2.2 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu**

**5.2.3 Metoda srovnatelných transakcí**

**5.2.4 Metoda odvětvových násobitelů**

**5.3 Vztah metod tržního porovnání a metod výnosových**

**6 Ocenění na základě analýzy majetku (substanční hodnota)**

**6.1 Likvidační hodnota**

**6.2 Majetková ocenění při pokračování podniku**

**6.3 Ocenění podnikových nemovitostí**

**6.4 Ocenění strojů a zařízení**

**6.5 Ocenění zásob**

**6.6 Ocenění pohledávek**

**6.7 Ocenění finančních aktiv**

**6.8 Ocenění časového rozlišení**

**6.9 Ocenění nehmotného majetku**

**6.10 Cizí zdroje pro účely ocenění**

**7 Souhrnné ocenění samostatného podniku**

**7.1 Hledání souhrnného výsledku**

**7.2 Diskonty a prémie**

**8 Oceňování synergií**

**1 Obecné základy**

**1.1 Definice**

* V ekonomické teorii i praxi je pojem podnik dlouhodobě zaveden a odpovídá i mezinárodní ekonomické a oceňovací terminologii.
* Pro oceňovací potřeby budeme pojem podnik chápat ve vymezení daném občanským zákoníkem pro pojem obchodní závod.
* § 502 OZ:
  + Obchodní závod (dále jen „závod“) je **organizovaný soubor jmění**, který **podnikatel** vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.
* § 420/1 OZ:
  + Kdo samostatně vykonává **na vlastní účet** a odpovědnost **výdělečnou činnost** živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak **soustavně** za **účelem dosažení zisku**, je považován se zřetelem k této činnosti za **podnikatel**e.
* § 495 OZ:
  + Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její **majetek**. **Jmění** osoby tvoří **souhrn jejího majetku a jejích dluhů**.

**1.2 Hladiny hodnoty podniku**

* + Hodnota brutto
    - hodnota podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity)
    - zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele
    - přibližně odpovídá pojmu majetek
  + Hodnota netto
    - ocenění na úrovni vlastníků podniku
    - oceňujeme vlastní kapitál (equity)
    - rozdíl mezi majetkem a dluhy

**1.3 Základní princip**

* Je třeba odhadnout budoucí možné příjmy a k tomu pomocí nějakého modelu stanovit požadovanou výnosnost.
* Základním principem oceňování je vždy porovnání.
* Pokud máme statek (předmět – zboží, služba, přírodní zdroj přinášející užitek), který by vůbec nebylo možné porovnat s jakoukoliv jinou, alespoň vzdáleněji podobnou alternativou, pak jej ocenit nemůžeme.

**1.4 Oceňovací předpisy**

* **zákon 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů**

**§ 24 Oceňování obchodního závodu**

* + (1) Obchodní závod nebo jeho část (dále jen „závod“) se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetků určených podle tohoto zákona sníženým o ceny dluhů.
  + (2) Stanoví-li tak vyhláška, oceňuje se závod výnosovým způsobem, popřípadě jeho kombinací s oceněním podle odstavce 1.
  + (3) Ocenění závodu výnosovým způsobem se určí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů závodu. Způsob zjištění těchto výnosů a diskontování stanoví vyhláška.
  + (4) Jestliže je při prodeji závodu sjednaná cena vyšší než cena podle odstavce 1 nebo 2, ocení se závod cenou sjednanou. Rozdíl mezi sjednanou cenou a cenou zjištěnou se považuje za cenu dobré pověsti závodu.
* **vyhláška č. 441/2013 Sb., k provedení zákona o oceňování majetku (oceňovací vyhláška), ve znění pozdějších předpisů**
  + oceňovací vyhláška nestanoví, že se oceňuje závod výnosovým způsobem
* **Metodický pokyn České národní banky**
  + Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE)
* **Mezinárodní oceňovací standardy** (*International Valuation Standards*, IVS)
  + vydává Výbor pro mezinárodní oceňovací standardy (International Valuation Standards Council, IVSC)
* **Evropské oceňovací standardy** (*European Valuation Standards*, EVS)
  + vydává Evropská skupina odhadcovských asociací (*The European Group of Valuers Associations*, TEGoVA)

**1.5 Hodnota podniku**

* hodnota v ekonomickém slova smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování
* hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy přenesenými na jejich současnou hodnotu
* hodnota podniku není objektivní vlastnost, protože je založena na projekci budoucího vývoje, jedná se o odhad, názor autora ocenění, nelze sestavit jednoznačný algoritmus umožňující určit hledanou hodnotu
* hodnota není skutečnost, ale názor na nejpravděpodobnější cenu

**1.6 Báze hodnoty**

* kategorie, standardy, typy hodnoty podniku
* základní předpoklady, na kterých stojí ocenění
* základní báze hodnoty:
  + tržní hodnota
  + spravedlivá hodnota – netržní
  + investiční (subjektivní) hodnota – netržní
  + objektivizovaná hodnota
  + komplexní přístup na základě Kolínské školy
* Ke konkrétnímu účelu, ke kterému by mělo být ocenění použito, by měla být zvolena vhodná báze hodnoty.
* V závislosti na konkrétním účelu, zvolené bázi hodnoty a případně i podle výsledků analýz situace podniku pak oceňovatel vybírá jednotlivé metody výpočtu hodnoty, které použije, a také vstupní údaje, které bude do daných metod dosazovat.

***1.6.1 Tržní hodnota***

* **Tržní hodnota** (*martket value*) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

***1.6.2 Spravedlivá hodnota***

* **Spravedlivá hodnota** (*equitable value*) je odhadovaná cena pro převod aktiva nebo závazku mezi dvěma konkrétními, informovanými a ochotnými stranami, která odráží zájmy každé z těchto stran.

***1.6.3 Investiční (subjektivní) hodnota***

* **Investiční hodnota** (*investment value*) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální nebo provozní cíle.

***1.6.4 Objektivizovaná hodnota***

* **Objektivizovaná hodnota** (*der objektivierte Unternehmenswert*) představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.

***1.6.5 Komplexní přístup (Kolínská škola)***

* Reálným trhem je pouze kapitálový trh.
* Pouze z pohledu tohoto trhu lze hovořit o tržní hodnotě u akciových společností.
* Za reálné východisko pro ocenění většiny podniků je proto považováno subjektivní ocenění.
* V základním případě, a tím je nákup a prodej podniku, je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího.

***1.6.6 Další netržní báze hodnoty***

* **synergická hodnota** (*synergistic value*)
  + výsledek kombinace dvou nebo více aktiv nebo podílů, kdy tato kombinace má vyšší hodnotu než součet samostatných hodnot
* **likvidační hodnota** (*liquidation value*)
  + částka, která by měla být dosažena při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv na samostatném základě

**1.7 Důvody ocenění**

* **Ocenění související s vlastnickým změnami**
  + koupě obchodního závodu (§ 2175 OZ)
  + nepeněžitý vklad (§ 143, 251, 573 ZOK)
  + veřejný návrh na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů (§ 322 a násl. ZOK)
  + *squeeze-out* (vytěsnění minoritních akcionářů) (§ 375 a násl. ZOK)
  + právo odkupu podílů společníků (§ 89 a násl. ZOK)
  + povinná nabídka převzetí (č. 104/2008 Sb., o nabídkách převzetí)
  + fúze a rozdělení (č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev)
* **Ocenění nesouvisející s vlastnickým změnami**
  + změna právní formy (§ 367 zákona o přeměnách)
  + zastavení podílu v korporaci (§ 1320 OZ)
  + v souvislosti s poskytnutím úvěru
  + v souvislosti se sanací podniku

**1.8 Doporučený postup**

* zpracování strategické a finanční analýzy podniku
* volba vhodné metody ocenění
  + v případě ocenění pro fúzi
    - 1. fáze: oceňujeme jako by podnik nadále zůstal samostatný
    - 2. fáze: zahrnutí efektů synergie po fúzi

**1.9 Přehled metod**

* Ocenění na základě analýzy výnosů (**výnosové metody**)
  + metoda současné hodnoty budoucích výnosů (DCF)
  + metoda kapitalizovaných čistých výnosů
  + kombinované (korigované) výnosové metody
  + metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
* Ocenění na základě analýzy trhu (**tržní metody**)
  + ocenění na základě tržní kapitalizace
  + ocenění na základě srovnatelných podniků
  + ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
  + ocenění na základě srovnatelných transakcí
  + ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
* Ocenění na základě analýzy majetku (**majetkové metody**)
  + účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
  + substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení
  + substanční hodnota na principu úspory nákladů
  + majetkové ocenění na principu tržních hodnot
  + likvidační hodnota

**1.10 Obecné požadavky na ocenění**

* komplexnost (nestranně přihlíží k oprávněným zájmům všech stran)
* úplnost (obsahové náležitosti)
* opakovatelnost (kontrola výpočtů a postupů)
* vnitřní konzistence (vzájemné neodporovatelnost)
* nezávislost a nestrannost (nezávislost na výsledku ocenění)
* důvodnost (použití metod, postupů, údajů)
* odůvodnitelnost (všech postupů, metod, údajů)
* vzájemná kontrola (použití více metod)
* v souladu s nejlepší praxí vyjádřenou oceňovacím standardy
* odpovídající volba báze hodnoty

**2 Faktor času a rizika**

**2.1 Faktor času**

* Hodnotu aktiva vymezujeme jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva.
* Hlavní techniky přepočtu peněžních částek (jednotlivé částky, anuity, perpetuity) na současnou hodnotu pomocí:
  + odúročitele
  + úročitele
  + zásobitele
  + střadatele
  + umořovatele
  + fondovatele

**2.2 Faktor rizika**

* **kvalita managementu**
  + ***obchodní riziko***
    - prodejní riziko (očekávaný zisk)
    - provozní riziko (dáno provozní pákou = podíl fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech)
  + ***finanční riziko*** (závislé na fixních finančních nákladech – nákladové úroky a další platby za používání kapitálu)

**2.3 Obecné poznámky k diskontní míře**

* nástroj, pomocí kterého se do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika
* míra výnosnosti užívaná pro přepočet peněžní částky, která má být vydána nebo přijata v budoucnosti, na současnou hodnotu této částky
* míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat

**3 Postup ocenění**

**3.1 Sběr vstupních dat**

* základní data o podniku
* ekonomická data
* relevantní trh
* konkurenční struktura na relevantním trhu
* odbyt a marketing
* výroba a dodavatelé
* pracovníci

**3.2 Strategická analýza podniku**

* Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.
* Celkový výnosový potenciál
  + vnější potenciál – podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh)
  + vnitřní potenciál – konkurenční výhoda
* Účel strategické analýzy – důležitý předpoklad věrohodnosti výsledného ocenění.
* Hlavní výsledky strategické analýzy
  + dlouhodobé perspektivy podniku
  + vývoj podnikových tržeb
  + rizika spojená s podnikem

***Postup strategické analýzy***

* **relevantní trh, jeho analýza a prognóza**
  + základní data o trhu
    - velikost relevantního trhu
    - vývoj trhu v čase
    - případná segmentace trhu
  + analýza atraktivity trhu
    - růst trhu
    - velikost trhu
    - intenzita přímé konkurence
    - průměrná rentabilita, substituce, bariéry vstupu
    - citlivost trhu na konjunkturu
    - struktura a charakter zákazníků
  + prognóza vývoje trhu
    - názor investora a oceňovatele – subjektivní ocenění
    - současný stav a budoucí tendence – objektivizované ocenění
    - názor odborné veřejnosti – tržní ocenění
    - analýza hlavních faktorů působících na trh
      * faktory národohospodářské (HDP, celková průmyslová výroba…)
      * obecné faktory poptávky (příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel)
      * faktory specifické (spotřební zvyklosti, módní trendy, technologické trendy)
    - postupy prognózy trhu
      * analýza časových řad a jejich extrapolace
      * jednoduchá a vícenásobná regresní analýza
      * odhady budoucího vývoje na základě porovnání se zahraničím
* **analýza konkurenční síly podniku**
  + stanovení tržního podílu oceňovaného podniku
  + identifikace hlavních konkurentů
  + analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku
    - manažeři a řízení podniku
    - výkonný personál oceňovaného podniku
    - inovace, výzkum, vývoj
    - dlouhodobý majetek a investice
    - přímé faktory konkurenční síly (produkty, ceny, reklama, odbytové cesty)
* **prognóza tržeb oceňovaného podniku**
  + hodnocení perspektivnosti podniku
    - atraktivnost trhu a konkurenční síla
  + prognóza růstu tržeb
    - růst trhu **x** růst tržního podílu **=** tempo růstu tržeb

**3.3 Finanční analýza podniku**

* úplnost a správnost vstupních údajů
* analýza základních účetních výkazů
  + rozvaha (dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek, dlouhodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek, peněžní prostředky, časové rozlišení aktiv, vlastní kapitál, rezervy, závazky, časové rozlišení pasiv)
* výkaz zisku a ztráty
* výkaz peněžních toků (*cash flow*)
* analýza poměrových ukazatelů
  + ukazatele likvidity
  + ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy
  + ukazatele výnosnosti
  + ukazatele aktivity
  + ukazatele odvozené z kapitálového trhu

**3.4 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná**

* podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen; pokud má podnikatelských jednotek více, pak by měla být oceňována každá jednotka zvlášť
* pro základní podnikatelské zaměření potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře + rezerva = **aktiva provozně potřebná**
* provozně nepotřebná aktiva:
  + krátkodobý finanční majetek (cenné papíry)
  + peněžní prostředky
  + dlouhodobý finanční majetek (podíly, zápůjčky, úvěry)
  + ostatní (nemovitosti, neprovozní majetek, pohledávky nesouvisející s hlavní činností, nepotřebné zásoby)
* provozně nutný investovaný kapitál
  + pro minulé roky kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných
* korigovaný provozní výsledek hospodaření
  + vyloučení nákladů a výnosů souvisejících s provozně nepotřebnými aktivy

**3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty**

* generátory hodnoty (určují hodnotu podniku):
  + tržby (obrat) a jejich růst
  + marže (korigovaného) provozního zisku
  + investice do pracovního kapitálu
  + investice do dlouhodobého provozně potřebného majetku
  + diskontní míra
  + způsob financování (velikost cizího kapitálu)
  + doba generování pozitivního peněžního toku

**3.6 Finanční plán**

* podnikový plán
  + plán prodeje
  + plán produkce
  + plán kapacit (investice, pracovní kapitál, údržba, odpisy)
  + plán pracovních sil
  + plán provozního výsledku hospodaření
  + plán provozního peněžního toku
  + plán celkového peněžního toku
  + plánovaná rozvaha

**4 Ocenění na základě analýzy výnosů**

**4.1 Metoda diskontovaného cash flow (Discounted Cash Flow – DCF)**

* **varianty**:
  + metoda entity (jednotka je podnik jako celek)
    - diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům, získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto)
    - ve druhém kroku od ní odečteme hodnotu cizího kapitálu a získáme hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto)
  + metoda equity (vlastní kapitál)
    - diskontováním peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům, získáme hodnotu vlastního kapitálu (hodnota netto)
  + metoda APV (*Adjusted Present Value* = upravená současná hodnota)
    - součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků
    - ve druhém kroku se odečte cizí kapitál (hodnota netto)
* Metodu **DCF entity** považujeme za základní způsob ocenění.
* Předpokládáme, že máme k dispozici výsledky strategické analýzy, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán.
* Podnik jako celek (entita) je chápán na úrovni investovaného kapitálu.

***4.1.1 Investovaný kapitál***

**Náklady na kapitál**

* Náklady na cizí kapitál – úroky
* Náklady na vlastní kapitál – komplikace se závazky z obchodních vztahů – náhradní způsob – oběžná aktiva snížená o tyto závazky:

**Pracovní kapitál = oběžná aktiva – Krátkodobé závazky včetně krátkodobých úvěrů + Časové rozlišení aktiv – Časové rozlišení pasiv**

**Majetek provozně potřebný a nepotřebný**

* Vydělením neprovozního majetku získáme:
  + Provozně nutný investovaný kapitál
    - provozně nutný upravený pracovní kapitál
    - provozně nutná dlouhodobá aktiva
  + Celkový investovaný kapitál = Provozně nutný investovaný kapitál + Neprovozní aktiva
* Provozně nutný upravený pracovní kapitál
  + Provozně nutná oběžná aktiva

+ Časové rozlišení aktiv provozně nutné

- Neúročené krátkodobé závazky vztahující se k provozním oběžným aktivům

- Časové rozlišení pasiv provozní povahy

***4.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity***

Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (*KPVHD*)

- Upravená daň z příjmů (= *KPVHD* x daňová sazba)

= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (*KPVH*)

+ Odpisy

+ Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji v běžném období

= **Předběžný peněžní tok z provozu**

- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně potřebného)

- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně potřebného)

=  **Volný peněžní tok *FCFF*** (*Free Cash Flow to Firm*)

**Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF**

**Provozní výsledek hospodaření** (z výkazu zisku a ztráty)

- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem + Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem

+ Výnosy z dlouhodobého finančního majetku a výnosové úroky, pokud plynou z provozně potřebného majetku

- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem

=  **Volný peněžní tok *FCFF*** (*Free Cash Flow to Firm*)

**Investice pro výpočet FCFF**

* **Investice** = vynaložené zdroje do pořízení dlouhodobého majetku (hmotného a nehmotného), který v budoucnu přinese zisk
* Investice uvedené ve schématu pro výpočet FCFF jsou **investice brutto** – veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek nebo se jedná o investice rozšiřující.

**investice brutto = odpisy + investice netto**

* Investice pro výpočet FCFF zjistíme z velikosti provozně potřebného investovaného kapitálu (do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu) v jednotlivých letech

*I*netto *t = Kt – Kt-1*

*I*brutto *t = Kt – Kt-1 + Ot*

*Kt* = provozně potřebný investovaný kapitál ke konci roku *t*

*Ot* = odpisy v roce *t*

***4.1.3 Propočet hodnoty podniku a volba časového horizontu***

* Výpočet metodou DCF entity probíhá ve dvou krocích:
  + Určíme celkovou hodnotu podniku – výnosovou hodnotu investovaného kapitálu diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku
  + Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu – celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění

**Dvoufázová metoda**

* budoucí období lze rozdělit na dvě fáze – 1. oceňovatel je schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku (4-14 let), 2. od konce 1. fáze do nekonečna (pokračující hodnota) – stabilní a trvalý růst volného peněžního toku

= volný peněžní tok

*T* =délka první fáze v letech

*PH* = pokračující hodnota

= kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů vlastního kapitálu

* ***Fáze prognózy***
  + tvorba hodnoty
  + fáze životního cyklu
  + fáze cyklu konjunktury
  + rovnováha
  + délka podnikových plánů
* ***Vztah pokračující hodnoty a délky první fáze***
  + základní parametry (zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu, podíl na trhu)
  + růst podniku je konstantní, stabilní je míra investic
  + stabilní je výnosnost nových investic

**Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy**

* ***Gordonův vzorec***

*T* = poslední rok prognózovaného období

= průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

= předpokládané tempo růstu volného peněžního toku bě hem celé druhé fáze, tj. do nekonečna

* ***Parametrický vzorec***

= korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

= předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

= očekávaná rentabilita nových (čistých) investic

= průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

* ***Volba parametrů pro výpočet pokračující hodnoty***
  + tempo růstu (g)
  + rentabilita investic ()
  + míra investic ()
  + korigovaný provozní výsledek hospodaření pro první rok druhé fáze ()
  + volný peněžní tok pro první rok druhé fáze ()

**Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech**

* Likvidační hodnota
* Výstupní hodnota (*Exit Value*)
* Účetní hodnota

**Třífázová metoda**

* fáze rychlého růstu – sestavujeme kompletní finanční plány
* přechodná fáze – rychlý růst se zpomaluje a rentabilita se přibližuje dlouhodobě udržitelné hodnotě
* období stability – pokračující hodnotu počítáme stejně jako u dvoufázové metody

= volný peněžní tok

= kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

= předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let

= počet let rychlého růstu

= součet let rychlého růstu a zpomalujícího se růstu

***4.1.4 Metoda DCF equity***

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (*KPVH*)

+ Odpisy

+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů

- Investice do upraveného pracovního kapitálu provozně potřebného

- Investice do pořízení dlouhodobého majetku provozně potřebného

=  **volný peněžní tok *FCFF***(*Free Cash Flow to Firm*)

*-* Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít [úrok x (1 – daňová sazba)]

- Splátky úročeného cizího kapitálu

+ Nově přijatý úročený cizí kapitál

=  **Volný peněžní tok *FCFE*** (*Free Cash Flow to Equity*)

**Hodnota podniku** (Gordonův model):

= volný peněžní tok

= kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku

= předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi hori- zontu budoucích let

***4.1.5 Diskontní míra pro metodu DCF entity***

* Vycházíme z peněžních toků do firmy (pro vlastníky a věřitele), použijeme průměrné vážené náklady kapitálu (*WACC – Weighted Average Capital Costs*)

= očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

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

= tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (úročeného)

= očekávaná výnosnost vlastního kapitálu (= náklady na vlastní kapitál) při daném zadlužení

= tržní hodnota vlastního kapitálu

= celková tržní hodnota investovaného kapitálu (*K = VK + CK*)

**WACC – váhy jednotlivých složek kapitálu**

* Cílová struktura kapitálu
  + odhad struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období
* Iterační postup
  + nejprve odhadneme výchozí strukturu, s její pomocí vypočítáme hodnotu podniku a z té pak zjistíme novou strukturu kapitálu

**WACC – náklady na cizí kapitál**

* vypočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z cizího kapitálu

= čistá částka peněz získaná zápůjčkou

= úrokové platby

*d* = sazba daně z příjmu

= splátka dluhu za dohodnutý časový interval

= počet období splácení dluhu

*i* = hledaná úroková míra vyjadřující výši efektivního úroku

* alternativní postup založený na tržních datech

*nCK = rf + RP*

*nCK* = *rf + RP*

*nCK* = náklady cizího kapitálu

*Rf* = bezriziková výnosová míra (výnosnost státních dluhopisů s obdobnou dobou splatnosti)

*RP* = riziková přirážka (podle ratingu dluhu)

**WACC – náklady na vlastní kapitál**

* dány výnosovým očekáváním investorů
* model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*)
* stavebnicová metoda (*Build-up Model*)

***Náklady na vlastní kapitál – CAPM***

* model sestaven pro akcie obchodované na kapitálovém trhu

E(*RA*) = *rf* + [E(*Rm*) - *rf*] ⋅ *βA*

E(*RA*) = *rf* + [E(*Rm*) - *rf*] ⋅ *βA*

E(*RA*) = střední očekávaná výnosnost cenného papíru *A*

*rf* = bezriziková výnosnost

E(*Rm*) = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tržního portfolia)

*βA* = koeficient beta cenného papíru *A*

[E(*Rm*) - *rf*] = prémie za tržní riziko

*Bezriziková úroková míra*

* bezriziková aktiva neexistují
* za velmi málo rizikové se v USA považují státní pokladniční poukázky (*T-Bills*)
* doporučuje se použít aktiva, která se blíží investici do podniku – státní dluhopisy se splatností min. 10 let (*T-Bonds*)

*Riziková prémie trhu*

* odvozujeme z minulých hodnot dosažených na kapitálovém trhu (ex-post)
  + dlouhodobější výnosnost akcií na kapitálovém trhu (tržní akciový index)
  + průměrná úroveň výnosnosti státních dluhopisů
  + rozdílem získáme rizikovou prémii
* odhadujeme z budoucích očekávání na kapitálovém trhu (ex-ante)

= očekávaná dividenda pro příští rok

= cena akcie na trhu

= očekávané tempo růstu dividend v dalších letech

*Odhad koeficientu beta*

* Historické beta
  + podíl kovariace mezi výnosem trhu a akcie a rozptylu výnosnosti trhu

= výnosnost trhu

= výnosnost akcie *i*

= rozptyl výnosnosti trhu

* Metoda analogie

= zadlužené beta (beta vlastního kapitálu zadlužené firmy)

= nezadlužené beta (beta vlastního kapitálu při nulovém za dlužení)

= beta pro cizí kapitál

*d* = sazba daně z příjmů

= cizí kapitál

= vlastní kapitál

* Na základě analýzy faktorů
  + oblast podnikání
  + provozní páka
  + finanční páka

***Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda***

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (dlouhodobých státních dluhopisů)

+ Riziková přirážka

= kalkulovaná úroková míra

Riziková přirážka = obchodní riziko + finanční riziko

*Obchodní riziko*

* Rizika oboru
* Rizika trhu
* Rizika konkurence
* Management
* Výrobní proces
* Ostatní faktory provozních ziskových marží

*Finanční riziko*

* Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál
* Krytí úroků – EBIT / placené úroky
* Krytí splátek úvěrů z cash flow – EBITDA / splátky úvěrů + leasingové splátky
* Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech
* Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita
* Průměrná doba inkasa pohledávek
* Průměrná doba obratu zásob

**4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů**

* používána jako metoda „netto“ – výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky
* 2 varianty:
  + čistý výnos podniku je určován za základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy **peněžních toků**
  + čistý výnos podniku je odvozován především z **upravených výsledků hospodaření**, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů

**Zásady**

* Účel ocenění
* Ocenění podniku jako hospodářské jednotky
* Princip rozhodného dne
* Ocenění provozně potřebného majetku
* Ocenění provozně nepotřebného majetku
* Transparentnost ocenění

**Postup ocenění**

* Úprava minulých výsledků hospodaření
* Plán budoucích výsledků hospodaření
* Určení kalkulované úrokové míry
* Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou
* Propočet výnosové hodnoty paušální metodou
* **Úprava minulých výsledků hospodaření**
  + vydělení nákladů a výnosů z majetku provozně nepotřebného
  + zaúčtování nákladů a výnosů do věcně a časově odpovídajícího období
  + dopracování se k trvale udržitelné úrovni výsledků hospodaření
  + uplatňování účetních pravidel
  + vyčlenění vlivu konkrétních osob a další specifické faktory
  + propočítání změn v placených daních
  + přepočítání minulých výsledků hospodaření na úroveň aktuálního roku
* **Plán budoucích výsledků hospodaření**
  + analytická metoda – základní metoda
  + paušální metoda
  + Sestavení finančního plánu je obdobné jako u ostatních výnosových metod, odlišnosti jsou pouze u:
  + plánování odpisů
  + plánování potřeby finančních zdrojů
* ***plánování odpisů***
  + vychází z investičního plánu
  + rozdělení investic
    - obnovovací
    - racionalizační
    - rozšiřující
    - ostatní (např. do životního prostředí)
  + určení reprodukčních cen majetku a jeho předpokládaná životnost
* ***plánování potřeby finančních zdrojů***
  + odhadneme všechny potřebné výdaje, které nejsou náklady (mimořádné navýšení pracovního kapitálu, čerpání rezervy atd.)
  + sečteme všechny náklady, které nejsou výdaji (odpisy, rezervy atd.)
  + zjistí se rozdíl mezi finančními potřebami a zdroji krytí – investice budou hrazeny z odpisů
  + promítnutí nedostatku nebi přebytku finančních prostředků do výše úvěrů
  + úroky = úroková míra vyžadovaná bankami od podniku krát výše úvěrů na začátku roku
* **Určení kalkulované úrokové míry**
  + Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metoda „netto“ (equity), proto kalkulovaná úroková míra představuje v principu náklady vlastního kapitálu
  + Pro zjednodušení se vychází z porovnání s jinými možnými investicemi – volba má odpovídat bázi hodnoty.
    - Objektivizovaná hodnota
      * bezriziková výnosová míra
      * riziková prémie
    - Investiční hodnota (pro subjektivní ocenění)
      * úroková míra přijímaných úvěrů
      * průměrná rentabilita odvětví nebo oboru
      * průměrná výnosnost na kapitálovém trhu
      * možnost alternativní investice
    - Tržní hodnota
      * model CAPM
* **Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou**

= odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok *t* prognózy

= délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých le- tech odhadnout čistý výnos (délka první fáze)

= trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu (stabilní úroveň odnímatel- ných čistých výnosů)

= kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního ka- pitálu

= dlouhodobé očekávané tempo růstu

* **Propočet výnosové hodnoty paušální metodou**

= trvale odnímatelný čistý výnos v cenách k datu ocenění

= míra inflace

= rentabilita vlastního investovaného kapitálu (podíl předpokládaného *TČV* v prvním budoucím roce a výše účetní hodnoty vlastního kapitálu (vztahujícímu se k hlavnímu provozu) k datu ocenění

= kapitalizační míra na úrovni reálných nákladů vlastního kapitálu (očištěná o inflaci)

**4.3 Kombinované (korigované) výnosové metody**

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

* Vyžaduje použít hodnoty vlastního kapitálu
* Jen v případě, že se výnosová a substanční metoda od sebe příliš neliší (do 10 %)

= výnosová hodnota

= substanční hodnota

, = váhy

**4.3.2 Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů**

* Kapitalizovaný mimořádný čistý výnos = rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem dosaženým při obvyklým zúročení vloženého kapitálu.
* Kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu.

= substanční hodnota netto (vložený kapitál založený na re- produkčních cenách)

= celkový čistý výnos

= zúročení vloženého kapitálu

= zúročení vloženého kapitálu pro investora (vyšší)

**4.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)**

* *Economic Value Added*
* Základním principem je měření ekonomického zisku.
* Ekonomického zisku dosahuje podnik po uhrazení běžných nákladů i nákladů kapitálu.
* Podobně jako u metody DCF lze použít metody ocenění EVA entity, equity a APV. Dále se budeme věnovat metodě EVA entity.

**Základní schéma výpočtu pro metodu EVA entity**

Tržní hodnota provozně potřebných (operačních) aktiv

+ Tržní hodnota neoperačních aktiv

– Tržní hodnota úročených závazků

= **Tržní hodnota vlastního kapitálu**

Čistá operační aktiva (NOA)

+ Tržní přidaná hodnota (MVA)

= **Tržní hodnota operačních aktiv**

**Dvoufázová metoda**

*MVA*

= hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

= čistá operační aktiva k datu ocenění

= čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku *t*

= počet let explicitně plánovaných EVA

= operační výsledek hospodaření po dani v roce *t*

= průměrné vážené náklady kapitálu

= hodnota úročených dluhů k datu ocenění

= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

*MVA* = tržní přidaná hodnota (*Market Value Added*)

***NOPAT***

* *Net Operating Profit After Taxes*
* Vychází z VH za účetní období nebo z provozního VH
  + vyloučení z finančních nákladů placených úroků
  + vyloučení mimořádných položek
  + započítání vlivu změn vlastního kapitálu
  + posouzení provozní (operační) potřebnosti dlouhodobého a krátkodobého finančního majetku
  + vyloučení výnosů a nákladů provozně nepotřebného majetku

***NOA***

* *Net Operating Assets*
* Východiskem pro výpočet NOA je rozvaha
  + z celkových aktiv se vydělí neoperační aktiva
  + aktiva se sníží o neúročený cizí kapitál
  + vyloučí se mimořádné položky
  + účetní aktiva se převedou na „skutečná“ aktiva

***Ukazatel EVA***

* čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího)

*Vzorec pomocí nákladů na kapitál (Capital Charge)*

*Operační ekonomický zisk = Operační zisk – Celkový náklad na kapitál*

*Vzorec pomocí 0hodnotového rozpětí (Value Spread)*

*Operační ekonomický zisk = (Operační rentabilita – WACC) ⋅ Operační aktiva*

**5 Metody založené na analýze trhu**

**5.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

* společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány – k dispozici tržní cena akcií
* tržní kapitalizace však není sama o sobě ještě vyjádřením tržní hodnoty podniku
* při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti koupi malého zlomku celkového počtu akcií asi o 20-50 % – zdůvodnění:
  + akcie jsou „nadhodnocené“ – jen u malého počtu případů
  + prémie za kontrolu společnosti
  + náklady na zastoupení (*agency costs*) – oddělení vlastnických práv a vlastního řízení společnosti – snížení nákladů na management
  + vznik synergií – užší spojení činností zainteresovaných společností
  + individuální očekávání investora

**5.2 Ocenění metodou tržního porovnání**

**5.2.1 Metoda srovnatelných podniků**

* srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již nějakým způsobem oceněny
* většinou oceňujeme akciovou společnost, jejíž akcie nejsou obchodovány
* pro srovnání vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích

**Postup ocenění:**

* analýza stavu a vývoje národního hospodářství jako celku
* analýza stavu a vývoje odvětví a relevantních trhů
* analýza celkového stavu a vývoje oceňovaného podniku
* podrobná finanční analýza oceňovaného podniku
* výběr srovnatelných podniků
* podrobná analýza srovnatelných podniků a srovnání s oceňovaným podnikem
* výběr vhodných násobitelů
* volba hodnot násobitelů
* výpočet hodnoty akcie oceňovaného podniku pomocí zvolených násobitelů
* odvození konečné hodnoty akcie

**Znaky srovnatelnosti:**

* odvětví a obor podnikání
* vyráběné produkty
* velikost
* právní forma
* struktura financování
* základní technologie
* struktura dodavatelů a odběratelů
* výkonnost
* perspektivy

***Volba násobitelů***

* násobitel (multiplikátor) je poměr tržní ceny k nějaké vztahové veličině (ukazateli)
* nejznámější násobitel: **P/E** (*Price / Earnings Ratio*) – cena akcie na zisk na akcii
* násobitelé podle způsobu vyjádření tržní ceny akcie:
  + ***Equity Value*** – hodnota vlastního kapitálu na akcii (tržní cena z kapitálového trhu)
  + ***Enterprise Value*** – hodnota podniku jako celku (brutto) přepočítaná na akcii
* násobitelé podle vyjádření vztahové veličiny:
  + **násobitelé výnosoví** – na základě zisku za běžné období, EBIT, EBITDA, cash flow, tržeb
  + **násobitelé majetkoví** – vztahová veličina je účetní hodnota vlastního kapitálu, účetní hodnota investovaného kapitálu
* násobitelé podle časového určení (např. pro násobitel P/E)
  + pro tržní cenu akcie (P)
    - aktuální ceny
    - průměr nebo medián za určité období
  + pro zisk na akcii (E)
    - za poslední účetní období
    - za posledních 12 měsíců
    - průměr několika posledních let
    - predikce na příští období

**Přehled vybraných násobitelů**

* Cena akcie / Zisk na akcii
* Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii / EBIT na akcii
* Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii / EBITDA na akcii
* Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii / Tržby na akcii
* Cena akcie / Účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii
* Tržní hodnota vlastního a cizího kapitálu na akcii / Účetní hodnota investovaného kapitálu na akcii
* Dividenda na akcii / Cena akcie (dividendová výnosnost – dělitel – cena akcie je ve jmenovateli)

***Určení hodnoty násobitelů a vlastní ocenění***

**Hodnota akcie oceňovaného podniku**

*HA* = Vztahová veličina*(OP)* ⋅ Násobitel Equity Value

*HA* = Vztahová veličina*(OP)* ⋅ Násobitel Enterprise Value – Úročený cizí kapitál na akcii *(OP)*

Vztahová veličina *(OP)* = ukazatel (zisk, EBIT, tržby atd.) oceňovaného podniku

Násobitel Equity Value *(OP)* = odhad hodnoty násobitele pro oceňovaný podnik (podle hodnoty vlastního kapitálu na akcii)

Násobitel Enterprise Value = odhad hodnoty násobitele pro oceňovaný podnik (podle hodnoty podniku jako celku)

Úročený cizí kapitál na akcii *(OP)*= hodnota zjištěná z informací o oceňovaném podniku (úvěry a dluhopisy na akcii apod.)

**Hodnota akcie podle výnosového násobitele**

* pomocí násobitele P/E

= zisk na akcii propočtený na oceňovaný podnik

= hodnota násobitele P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků

**Hodnota akcie podle majetkového násobitele**

* pomocí násobitele MV/BV (*Market Value* / *Book Value* = tržní hodnota / účetní hodnota)

= zisk před započtením úroků, daní a odpisů (hrubý provozní zisk) oceňovaného podniku

= *Enterprise Value*

= úročený cizí kapitál na akcii oceňovaného podniku

**Hodnota akcie podle dividendového dělitele**

* pomocí dividendové výnosnosti

= dividenda u oceňovaného podniku

= dividendová výnosnost u srovnatelných podniků

**Výsledný odhad**

* obvykle se použije více dílčích násobitelů
* expertní postup – v rámci odhadů dílčích zvolíme odhad výsledný
* mechanický postup – vážený průměr dílčích odhadů
  + výnosový odhad 40 %
  + majetkový odhad 20 %
  + dividendový odhad 40 %
  + úprava výsledného odhadu
  + srážka při nižší obchodovatelnosti
  + očištění od vlivu nejobvyklejšího provozně nepotřebného majetku

**5.2.2 Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu**

* varianta postupu odvození hodnoty podle metody srovnatelných podniků
* rozsah dostupných údajů je v tomto případě podstatně menší
* tento postup má pouze podpůrný význam

**5.2.3 Metoda srovnatelných transakcí**

* Násobitele počítáme na základě zaplacené ceny za srovnatelné podniky prodané v poslední době.
* Získáme přímo hodnotu podniku jako celku – hodnotu vlastního kapitálu podniku (při použití násobitelů typu equity) nebo hodnotu investovaného kapitálu podniku (při použití násobitelů typu entity).
* Násobitelé vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek:
  + ročního zisku po dani
  + EBIT
  + EBITDA
  + účetní hodnoty vlastního kapitálu
  + celkové hodnoty investovaného kapitálu
  + tržeb atd.
* Násobitel Enterprise Value / Tržby – ocenění mladých ztrátových podniků
* Násobitelé množstevní (telefonní společnosti, poskytovatelé internetu, reklamy apod.):
  + tržní kapitalizace / počet zákazníků
  + tržní kapitalizace / počet uživatelů za měsíc
  + tržní kapitalizace / (počet uživatelů x průměrná doba užití)
* Násobitelé jsou získány z údajů o skutečných prodejích celých podniků.
* Ceny odrážejí hodnotu pokračujícího podniku a očekávanou hodnotu synergie, proto je nutné rozlišovat násobitele pro metodu srovnatelných podniků a pro metodu srovnatelných transakcí.
* Nemusíme používat přepočty na akcie – násobitelé vyjadřují přímo hodnotu podniku jako násobek ukazatelů za podnik jako celek.
* Způsoby volby hodnoty násobitele:
  + v případě malého počtu (1-2) použijeme hodnoty ze **souboru srovnatelných podniků** – násobitelé se vztahují k celému podniku
  + použití **odvětvových násobitelů** – zahrnuty jen nekótované podniky

**5.2.4 Metoda odvětvových násobitelů**

* Zdrojem hodnot násobitele pro oceňovatele jsou průměry hodnot násobitelů za odvětví doplněné o rozpětí obvyklých hodnot násobitelů v odvětví (např. poradenství 1,1-1,3).
* Využití násobitelů obvyklých pro odvětví předpokládá existenci rozsáhlé datové základny, která je diferencována nejen odvětvově, ale i regionálně.
* **Specifika:**
  + množstevní násobitelé (nakladatelství, kabelová televize apod.)
  + okruh zákazníků a dobrá pověst
    - substanční hodnota věcného majetku
    - goodwill = násobitel x ukazatel
    - hodnota podniku = věcný majetek + goodwill
* **Diferenciační faktory:**
  + regionální rozdíly
  + počet a struktura zákazníků
  + kvalifikace a mzdy zaměstnanců
  + aktuální poptávka po firmách v odvětví

**5.3 Vztah metod tržního porovnání a metod výnosových**

* Při použití metody DCF je třeba prognózovat budoucí příjmy, odhadovat jejich rozdělení, kalkulovat rizika.
* Při použití tržního porovnání tyto úkoly odpadají.
* Tato výhoda je zdánlivá, protože při použití násobitele *P/E* (*Price / Earnings Ratio*) – určení hodnoty podniku jako násobku ročních zisků, je *P/E* určován stejnými parametry jako ocenění založené na metodě DCF.
* *P/E* se liší mezi odvětvími a podniky:
  + rizikovost
  + tempo prognózovaného růstu
  + podíly vyplácené investorům

**6 Ocenění na základě analýzy majetku**

**(substanční hodnota)**

**Princip majetkového ocenění**

* Majetková hodnota podniku (substance) je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku od něhož je odpočtena suma individuálně oceněných závazků.
* Z pohledu pokračování podniku
  + předpokládaná trvalá existence podniku (*going concern*)
  + nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku (likvidace)

**6.1 Likvidační hodnota**

* zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován
* v případě podniků s omezenou životností (těžební podniky)
  + současná hodnota výnosů z podniku po omezenou dobu + likvidační hodnota podniku na konci doby existence
* ocenění podniků ztrátových
* odhad dolní hranice ocenění podniku
* rozhodování mezi likvidací a sanací podniku
* měřítko jistoty investovaného kapitálu do podniku
* ocenění neprovozního majetku

**Odhad zbylé hodnoty pro vlastníky**

* Příjmy z prodeje majetku
  + současná hodnota budoucích příjmů
* Výdaje
  + vyrovnání všech závazků
  + náklady na likvidaci (odměna likvidátora, sociální nároky zaměstnanců, provize realitním společnostem, náklady na poradenství, právní služby, ocenění)
  + úhrada daní

**6.2 Majetková ocenění za předpokladu**

**pokračování podniku**

* **Majetkové ocenění na principu historických cen**
* **Majetkové ocenění na principu nákladů znovupořízení**
* **Majetkové ocenění na principu úspory nákladů**
* **Majetkové ocenění na principu tržních hodnot**

***Majetkové ocenění na principu historických cen***

* účetní přístup na základě pořizovacích cen
* za kolik byl majetek skutečně pořízen
* doplňková úloha sloužící jako výchozí informace pro oceňovatele
* značná odchylka od ekonomické reality
* ocenění podle zásad platných v účetnictví
* velká průkaznost získaného ocenění

***Majetkové ocenění na principu nákladů***

***znovupořízení***

* kolik by stálo znovuvybudování podniku
* substanční hodnota brutto – aktuální reprodukční ceny stejného nebo obdobného majetku snížené o opotřebení = hodnota znovupořízení aktiv podniku
* substanční hodnota netto – substanční hodnota brutto mínus dluhy = ocenění vlastního kapitálu
* úplná substanční hodnota – pokud bychom byli schopni vyčíslit i náklady na pořízení nehmotných aktiv (patenty, ochranné známky, know-how, goodwill, obchodní vztahy, kvalifikace zaměstnanců apod.)
* neúplná substanční hodnota – pokud zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek (hmotný i nehmotný)

***Majetkové ocenění na principu úspory nákladů***

* za předpokladu, že je známa pravděpodobná úroveň budoucích výnosů, pak hodnota podniku uvažovaného ke koupi plyne ze schopnosti jeho substance nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku
* je kvalitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty
* nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek majetku

***Majetkové ocenění na principu tržních hodnot***

* ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami
* hodnota vlastního kapitálu podniku je pak stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky
* vhodné u investičních společností holdingového typu – případ podniků, jejichž hlavní činnost nespočívá ve výrobě, obchodu nebo poskytování služeb, ale ve vlastnictví aktiv (finančních, realitních)
* nemá velký význam aplikovat na běžný provozní podnik *going concern*

**6.3 Ocenění podnikových nemovitostí**

* **Nemovité věci** jsou pozemky a podzemní stavby se samostatným účelovým určením, jakož i věcná práva k nim, a práva, která za nemovité věci prohlásí zákon. Stanoví-li zákon, že určitá věc není součástí pozemku, a nelze-li takovou věc přenést z místa na místo bez porušení její podstaty, je i tato věc nemovitá. (§ 498/1 OZ)
* **Součástí pozemku** je prostor nad povrchem i pod povrchem, stavby zřízené na pozemku a jiná zařízení (dále jen „stavba“) s výjimkou staveb dočasných, včetně toho, co je zapuštěno v pozemku nebo upevněno ve zdech. (§ 506/1 OZ)
* Není-li podzemní stavba nemovitou věcí, je součástí pozemku, i když zasahuje pod jiný pozemek. (§ 506/2 OZ)
* Součástí pozemku je **rostlinstvo** na něm vzešlé. (§ 507 OZ)
* Bytové spoluvlastnictví je spoluvlastnictví nemovité věci založené vlastnictvím jednotek. Bytové spoluvlastnictví může vzniknout, pokud je součástí nemovité věci **dům** alespoň s dvěma byty. (§ 1158/1 OZ)
* Co je stanoveno v tomto oddílu o bytu, platí také pro nebytový prostor, jakož i pro soubor bytů nebo nebytových prostorů. (§ 1158/2 OZ)
* **Jednotka** zahrnuje byt jako prostorově oddělenou část domu a podíl na společných částech nemovité věci vzájemně spojené a neoddělitelné. Jednotka je věc nemovitá. (§ 1159 OZ)
* Pozemek může být zatížen věcným právem jiné osoby (stavebníka) mít na povrchu nebo pod povrchem pozemku stavbu. Nezáleží na tom, zda se jedná o stavbu již zřízenou či dosud nezřízenou. (**právo stavby** § 1240 OZ)

**Nemovitosti v účetnictví** (Dlouhodobý hmotný majetek, B.II rozvahy)

* Pozemky (B.II.1.1)
* Stavby (B.II.1.2)
* Jiný dlouhodobý hmotný majetek (B.II.4.3) – věcná břemena
* Zboží (C.I.3.2) – nákup nemovitostí za účelem prodeje
* Ocenění v účetnictví
  + pořizovací cenou – vč. nákladů souvisejících s pořízením
  + reprodukční pořizovací cenou – vlastní náklady nelze zjistit
  + vlastními náklady – stavebníkem sama účetní jednotka

**Ocenění provozně potřebných nemovitostí**

* Provozně potřebné stavby
  + reprodukční hodnota stavby (znovupořízení stavby)
  + opotřebení stavby (stáří ku celkové životnosti)
  + časová hodnota stavby (reprodukční hodnota minus opotřebení)
* Provozně potřebné pozemky
  + porovnávací metoda
  + podle cenových map
  + indexové metody
  + Naegeliho metoda
  + reziduální metoda

**Ocenění podle zákona o oceňování** (č. 151/1997 Sb.)

* Pokud tento zákon nestanoví jiný způsob oceňování, oceňují se majetek a služba **obvyklou cenou**. (§ 2/1)
* Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumějí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamit. Osobními poměry se rozumějí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládaná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá cena vyjadřuje hodnotu majetku nebo služby a určí se ze sjednaných cen **porovnáním**. (§ 2/2)
* ***Podrobný popis ocenění této substance je uveden v předmětu Oceňování podnikových nemovitostí.***

**6.4 Ocenění strojů a zařízení**

**Členění** (hmotné movité věci a jejich soubory, položka B.II.2 rozvahy)

* Přístroje
* Stroje a zařízení
* Soubory strojů a zařízení

**Postup ocenění**

* Identifikace stroje
* Technická prohlídka stroje
* Výchozí cena stroje
* Výchozí technická hodnota (zbývající životnost)
* Základní amortizace (opotřebení)
* Srážky a přirážky (vliv oprav a údržby)
* **Technická hodnota**

*TH* = *VTH* ⋅ (1 – *ZA*) ⋅ (1 ± *PS*)

*VTH* = výchozí technická hodnota

*ZA* = základní amortizace

*PS* = srážky nebo přirážky (vliv oprav a údržby)

* **Časová cena stroje**

= výchozí cena stroje

= technická hodnota

* **Cena obvyklá**

*CO* = *ČC ⋅ Kp*

*ČC* = časová cena

*Kp* = koeficient prodejnosti (součet cen prodejních ku součtu cen časových)

* ***Podrobný popis ocenění této substance je uveden v předmětu Oceňování technologií a vozidel.***

**6.5 Ocenění zásob**

**Položky**

* Materiál (C.I.1 rozvahy)
* Nedokončená výroba a polotovary (C.I.2 rozvahy)
* Výrobky a zboží (C.I.3 rozvahy)
* Oceňuje se na bázi historických cen
  + nakoupené zásoby – v pořizovacích cenách (mínus pořizovací náklady)
  + zásoby vytvořené vlastní činností – na úrovni vlastních nákladů
  + Zásoby nabyté bezplatně – na základě reprodukční pořizovací ceny

**Ocenění provozně potřebných zásob**

*RH = n ⋅ VH ⋅ Inf ⋅ Its ⋅ Iz*

*RH* = reprodukční hodnota zásoby

*N* = počet jednotek

*VH* = výchozí hodnota za zvolenou jednotku

*Inf* = index cenového růstu inflace

*Its* = index technické shodnosti

*Iz* = index technického zhodnocení

**Ocenění provozně nepotřebných zásob**

= likvidační hodnota

= reprodukční hodnota zásoby

= index prodejnosti

= kalkulovaná míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

= počet časových intervalů potřebných k prodeji zásoby

**6.6 Ocenění pohledávek**

* Pohledávka představuje právo věřitele požadovat určité plnění na dlužníkovi, které vzniká ze závazkového vztahu.

**Položky**

* Dlouhodobé pohledávky (C.II rozvahy)
* Krátkodobé pohledávky (C.III rozvahy)
* Pohledávky za upsaný kapitál (A. rozvahy)

**Příslušenství pohledávky**

* Úroky
* Úroky z prodlení
* Náklady spojené s uplatněním
* Smluvní pokuty

**Ocenění provozně potřebných pohledávek**

* Pohledávky z obchodních vztahů
* Pohledávky ze sociálního a zdravotního pojištění
* Daňové pohledávky
* Krátkodobé poskytnuté zálohy
* Dohadné účty aktivní
* Jiné pohledávky
* Pohledávky za společníky

**Ocenění krátkodobých pohledávek z obchodních vztahů**

* Větší množství menších pohledávek – skupinové ocenění podle doby po splatnosti
* Jmenovitá hodnota pohledávek v jednotlivých kategoriích krát koeficient

|  |  |
| --- | --- |
| **Doba po splatnosti** | **Koeficient** |
| do lhůty splatnosti  po lhůtě splatnosti do 30 dnů  po lhůtě splatnosti do 31 až 90 dnů  po lhůtě splatnosti do 91 až 180 dnů  po lhůtě splatnosti do 181 až 365 dnů  po lhůtě splatnosti více než rok | 0,97  0,91  0,80  0,61  0,32  0 |

Zdroj: Mařík, M. *Metody oceňování podniku*

**Ocenění dlouhodobých pohledávek z obchodních vztahů**

* Detailní analýza rizika nesplacení
* ***Podrobný popis ocenění této substance je uveden v předmětu Oceňování pohledávek.***

**6.7 Ocenění finančních aktiv**

**Majetkové položky**

* Dlouhodobý finanční majetek (B.III rozvahy)
  + dlouhodobé cenné papíry
* Krátkodobý finanční majetek (C.III rozvahy)
  + krátkodobé cenné papíry se splatností do jednoho roku nebo koupené za účelem obchodování
* Peněžní prostředky (C.IV rozvahy)
  + v pokladně
  + na účtech

**Ocenění finančního majetku**

* Peněžní prostředky
  + v nominálních hodnotách
  + v jiných měnách přepočet podle kurzu ČNB deviza střed
  + šeky jako pohledávky
  + nevyčerpané rámce krátkodobých úvěrů – závazky v pasivech
* Cenné papíry
  + individuální ocenění – ***podrobný popis ocenění této substance je uveden v předmětu Oceňování cenných papírů***

**6.8 Ocenění časového rozlišení**

* Časové rozlišení (v aktivech i pasivech) zahrnuje účetní případy vyvolané potřebou zahrnovat do výsledku hospodaření všechny náklady a výnosy, které do něj hospodářsky patří, i když v běžném období nebyly zaúčtovány, a naopak vyloučit položky sice zaúčtované v běžném období, ale týkající se příštích účetních období.
* Položky časového rozlišení:
  + náklady příštích období (zařazení dlouhodobého majetku do užívání, předem zaplacené nájemné, předplatné)
  + výdaje příštích období (nájemné placené pozadu, prémie a odměny placené v následujícím účetním období)
  + výnosy příštích období (předem placené školné)
  + příjmy příštích období (nevyfakturované provedené práce, neuhrazené pojistné plnění)

= současná hodnota položky časového rozlišení

= účetní hodnota položky časového rozlišení

= diskontní míra na úrovni průměrných vážených ná- kladů kapitálu

= období, ke kterému se časové rozlišení vztahuje

**6.9 Ocenění nehmotného majetku**

* Nehmotný majetek je uveden v rozvaze ve stálých aktivech B.I **Dlouhodobý nehmotný majetek**
* **Položky**
  + nehmotné výsledky výzkumu a vývoje
  + software
  + ostatní ocenitelná práva (know-how, licence, průmyslová práva)
  + goodwill
  + ostatní dlouhodobý nehmotný majetek (emisní povolenky, nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek)

**Předměty nehmotného majetku**

* Vynálezy
* Užitné vzory
* Průmyslové vzory
* Ochranné známky
* Obchodní tajemství

**Metody oceňování nehmotného majetku**

* **Výnosový přístup**
  + Licenční analogie
  + Přírůstek přínosu, resp. míry zisku
  + Předpokládaná ztráta výnosu, resp. zisku
  + Reziduální (zůstatková) výnosová metoda
* **Nákladový přístup**
  + opírá se o metodu ekonomické substituce
* ***Podrobný popis ocenění této substance je uveden v předmětu Oceňování movitých věcí nehmotných.***

**6.10 Cizí zdroje pro účely ocenění**

**Krátkodobý cizí kapitál**

* závazky se splatností do jednoho roku
* část dlouhodobých závazků splatných do roka od sestavení rozvahy
* tvoří rozvahovou položku C.II **Krátkodobé závazky**
* pro účely ocenění majetkové podstaty – převzetí přímo z účetnictví bez větších úprav

**Dlouhodobý cizí kapitál**

* část dlouhodobých závazků splatných později než do roka od sestavení rozvahy
* tvoří rozvahovou položku C.I **Dlouhodobé závazky**
* pro účely ocenění převzetí přímo z účetnictví s výhradami
  + ověření přiměřenosti úročení – pokud nikoliv, budoucí platby převést na současnou hodnotu
  + podrozvahové závazky (soudní spory, záruky apod.) - připočítat

**Nákladové rezervy**

* závazky s nejistým časovým rozložením nebo nejistou výší výdajů
* je znám účel, hodnotová výše a období se odhaduje
* rezervy mající charakter vnitřních závazků (rezervy na opravy) – měly by být promítnuty přímo do ocenění jednotlivých majetkových položek – rozpuštění do zdaněných výnosů jako daňově uznatelné
* rezervy mající charakter vnějších závazků (rezervy na záruční opravy) – ponechat v zicích pasivech

**Latentní daňové závazky z tichých rezerv**

* Předpoklady
  + podnik bude oceněn hodnotou založenou na cenách znovupořízení, které budou vyšší než účetní hodnoty
  + oceněný podnik získá jiný subjekt
  + nový vlastník zaplatí cenu ve výši substanční hodnoty
  + přejímající zařadí nový majetek do účetnictví v přeceněných hodnotách
  + subjekt chce převzatý majetek později prodat – majetek není odepisován, ale pro výpočet daně se vychází z účetní hodnoty
* je vhodné vytvořit **rezervu**, která snižuje čistou substanční hodnotu

***Daňová rezerva pro předmět určený k brzkému prodeji***

, přičemž *TR = SH – UH*

= latentní daňový závazek

= daňová sazba

*TR* = tichá rezerva (substanční hodnota minus daňová hodnota)

*SH* = přeceněná (substanční) hodnota majetkové položky

*UH* = původní hodnota majetkové položky v účetnictví daňově uznatelná

= úroková míra pro výpočet současné hodnoty daňových závazků na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu prodávajícího podniku

*n* = počet let, za který se uskuteční prodej majetkové položky

***Daňová rezerva pro odepisovatelná aktiva***

= latentní daňový závazek

= daňová sazba

= celková tichá rezerva – rozdíl mezi přeceněnou (substanční) hodnotou aktiva a zůstatkovou daňovou hodnotou u vkládající společnosti

*n* = počet let zbývající životnosti odepisovaného aktiva

= úroková míra pro výpočet současné hodnoty daňových závazků na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu podniku, který odepisuje přeceněný majetek

**Odložená daň**

* může mít charakter odloženého daňového závazku nebo pohledávky
* podrobit analýze k jakým položkám se vztahuje
* posoudit účel ocenění
* rozčlenění odložené daně
  + vztahující se k položkám, které nebudou převáděny v rámci transakce – nebudou v ocenění promítnuty
  + vztahující se k majetku, u kterého byly kalkulovány latentní daňové závazky
    - latentní závazek vychází z rozdílu mezi daňovou hodnotou aktiva u současného vlastníka a nově přeceněnou hodnotou pro nového vlastníka – úprava ocenění o daňové dopady
    - odložená daň vychází z rozdílu mezi aktuální daňovou hodnotou a aktuální účetní hodnotou – neměla by se do ocenění promítat
  + ostatní složky odložené daně – související s rozvahovými položkami převáděné na nového vlastníka – explicitně nekalkulovaný daňový závazek – v případě výhody pro pro nového vlastníka by měla být hodnota podniku zvýšena, v případě nevýhody snížena

**7 Souhrnné ocenění samostatného podniku**

**7.1 Hledání souhrnného výsledku**

* V praxi se uznává zásada, že při ocenění podniku je třeba použít minimálně dvě oceňovací metody, výjimkou není použití i více metod. Pokud to není možné, oceňovatel by to měl zdůvodnit.
* Jednoznačně se nedoporučuje jako výsledek použít průměr výsledků jednotlivých metod.
* Po zvážení charakteru jednotlivých metod, situace oceňovaného podniku a kvality vstupních dat je potřeba přisoudit každé použité metodě určitou funkci.

**Role jednotlivých metod oceňování pro výsledné ocenění**

* Likvidační hodnota – u podniků vhodných k likvidaci, dolní mez intervalu ocenění
* Substanční hodnota – pro konkrétního strategického partnera
* Úplná substanční hodnota – horní limit intervalu výsledného ocenění
* Metoda DCF, EVA – hlavní východisko pro výsledné ocenění prosperujícího podniku
* Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – pro výsledné ocenění prosperujícího podniku
* Paušální metoda – kde je mimořádně obtížné odhadnout budoucí vývoj
* Metoda střední hodnoty – jen ve výjimečných případech
* Metody tržního porovnání – využitelnost závisí na množství a spolehlivosti výchozích dat

**Závěry k použití metod oceňování a výsledné ocenění**

* Pokud je výnosové ocenění nižší než likvidační hodnota, je třeba podnik ocenit na úrovni likvidační hodnoty.
* Pro perspektivní podnik leze doporučit
  + výnosovou hodnotu jako základ pro výsledné ocenění,
  + substanční hodnotu – doplňková informace o hodnotě majetku podniku,
  + likvidační hodnota – doplňková informace o dolním limitu hodnoty podniku,
  + tržní porovnání – test výsledků výnosového ocenění.
* Metodu kapitalizovaných čistých výnosů (paušální varianta) je vhodné použít u podniků, kde je obtížné sestavit dlouhodobý plán (malé nebo nové podniky).
* Výsledné ocenění by mělo být zvoleno na úrovni některé konkrétní metody.
* Vhodné doplnit ocenění o citlivostní analýzu při změně vstupních údajů.
* Je třeba zohlednit bázi hodnoty.

**7.2 Diskonty a prémie**

* Důvody použití
  + v rámci použité metody se nepodařilo zohlednit některá specifika podniku
  + úkolem bylo zjistit hodnotu určitého podílu na vlastním kapitálu podniku
* Dělení
  + diskonty na úrovni podniku jako celku (*entity-level discounts*)
  + diskonty a prémie na úrovni vlastníka (*shareholder-level discounts*)
* Definice
  + **Diskont a prémie na obecné úrovni definujeme jako absolutní nebo relativní částku, která představuje změnu očekávaného rizika nebo užitku investora z titulu faktorů, které nebyly zahrnuty do výpočtu základní hodnoty, na níž se diskont aplikuje.**

***Diskonty na úrovni podniku***

* Aplikují se na celý vlastní kapitál podniku
* Ovlivňují plošně a stejnoměrně hodnotu pro všechny vlastníky (akcionáře, podílníky)
* Druhy diskontů
  + **diskont za klíčovou osobu ve vedení podniku**
    - identifikace nenahraditelných rizik odchodu (ztráta zákazníků, klíčových dodavatelů apod.)
    - počet klíčových osob v managementu
    - podmínky pracovní smlouvy klíčové osoby
    - možnost náhrady a případný finanční rozdíl v odměnách
    - smluvní omezení konkurence po odchodu
  + **diskont za mimorozvahové závazky**
    - existence soudních sporů
    - závazky z poškození životního prostředí
    - snižují hodnotu o závazky (přímo) a přes snížení obchodovatelnosti (nepřímo)

***Diskonty a prémie na úrovni vlastníka***

* Působí nerovnoměrně – pouze na úrovni daného vlastníka
* Hodnota podílu (akcie) není alikvotní podílu na vlastním kapitálu podniku jako celku.
* Druhy diskontů
  + **diskont za omezenou obchodovatelnost**
  + **diskont za minoritu** (**prémie za kontrolu**)

***Základna diskontů a prémií a použité metody***

* Diskont nemá sám o sobě žádný význam, dokud není definována základna, na kterou se má aplikovat.
* Základny pro diskont (prémii) se definují z hlediska obchodovatelnosti a z hlediska majority nebo minority.
* Obchodovatelnost a stupeň kontroly podniku jsou do jisté míry provázané veličiny, protože stupeň kontroly může ovlivňovat prodejnost podílu.
* Základna pro aplikaci diskontu za obchodovatelnost
  + hodnota kontrolního podílu
  + hodnota minoritního podílu

**Mercerův (tradiční) přístup**

* Čtyřstupňový model úrovní hodnoty (základen).
* Pokud oceňovatel vychází z peněžních toků podniku jako celku, je výsledná hodnota ocenění kontrolní.
* Pokud oceňovatel vychází z očekávaných peněžních toků minoritního vlastníka, výsledkem ocenění je hodnota obchodovatelného minoritního podílu.
* Celková kontrolní prémie se skládá z finanční kontrolní prémie a strategické (synergické) kontrolní prémie.
* Iracionální kontrolní prémie zohledňuje fakt, že transakce s majoritními balíky bývá přeplacena.
* U některých veřejně obchodovatelných firem je cena minoritního podílu vyšší než alikvotní část na hodnotě vlastního kapitálu celého podniku.
* Zohlednění hodnoty veřejně neobchodovatelných akcií, když jsou veřejně obchodovány.

***Model úrovní hodnoty***



Zdroj: Mercer, Z. C.: Leveling with you about the “Levels of Value“

**Bolotského přístup**

* Ukazuje souvislost mezi stupněm likvidity a kontroly v normálním období a neobvyklém období.
* V normálním období mohou mít akcie v kontrolních balících větší hodnotu než akcie volně obchodovatelné na veřejných trzích, v neobvyklém období jsou ceny volně obchodovaných akcií vyšší než ceny akcií v kontrolních balících.
* U minoritních volně obchodovatelných balíků zůstává stejná hodnota kontroly jak v normálním, tak i v neobvyklém období, v neobvyklém období roste význam likvidity.
* U veřejně neobchodovaných společností je význam likvidity i kontroly stabilní jak pro normální, tak i pro neobvyklé období.
* Cenová složka likvidity je u minoritního balíku neobchodovaných akcií oproti volně obchodovatelných minoritním podílům minimální.

***Vztah mezi likviditou a kontrolou***



Zdroj: Mercer, Z. C.: Leveling with you about the “Levels of Value“

**Vazby metody ocenění a diskontu**

* Otázka provedení základního ocenění – na úrovni kontrolní nebo minoritní hodnoty.
* Ocenění na úrovni kontrolní hodnoty představuje ocenění celého podniku pro kontrolujícího akcionáře, ocenění minoritní je pro běžného finančního investora.
* Otázka, čeho chceme oceněním dosáhnout – ocenění podílu spojeného s určitým stupněm kontroly nebo hodnoty obchodovatelné akcie či akcie s omezenou obchodovatelností.
* Doporučený postup
  + metoda DCF
    - použity tržní informace – výsledek základního ocenění je hodnotou minoritní
    - použita očekávání majoritního vlastníka – výsledkem je ocenění majoritní
  + metoda substanční – výsledek ocenění je hodnota kontrolní (majoritní)
  + metoda tržního porovnání
    - srovnatelných podniků – výsledek je hodnota minoritní
    - Srovnatelných transakcí – výsledek je hodnota majoritní

***Diskonty za omezenou obchodovatelnost***

* Pojem **obchodovatelnost** je širší než pojem likvidita, neboť zahrnuje zároveň právo prodat a možnost prodat. Pojem **likvidita** se již implicitně orientuje na možnost prodat.
* Diskont za obchodovatelnost je procedurálně nebo absolutně vyjádřený rozdíl v ceně aktiva obchodovatelného oproti shodnému aktivu s omezenou obchodovatelností.
* Metody zjištění diskontu
  + teoretický kvantitativní model
  + empirické studie

**Teoretické kvantitativní modely**

* Ocenění rizika
  + vyplývající z nelikvidity (např. cena put opce)
* Analýza požadované míry výnosnosti
  + diskont vyplývá ze změny požadované výnosnosti investory do obchodovatelných a neobchodovatelných aktiv
* Rozklad diskontu na ekonomické komponenty
  + vytipujeme základní ekonomické faktory (časová hodnota peněz, transakční náklady, počet potenciálních kupují-cích), které mají vliv na diskont, zhodnotíme jejich význam a z jejich hodnoty zkalkulujeme celkový diskont

**Empirické studie**

* Studie akcií s omezenou obchodovatelností (*restricted stocks*)
  + porovnávají ve stejném čase veřejně obchodovatelné a neobchodovatelné akcie stejného podniku
* Studie pre-IPO
  + porovnání cen stejných akcií v různém čase (při IPO a předcházející soukromé transakci)
* Studie akvizičních cen
  + porovnání akvizičních cen veřejně obchodovatelných a neobchodovatelných společností

**Faktory vlivu na diskont**

* Doba restrikce nebo doba do IPO
* Podmínky restrikce
* Možnosti vystoupení z podnikání
* Monopsonistická síla
* Tržby a volatilita
* Velikost a jistota CF
* Finanční stabilita
* Likvidita na finančním trhu
* Náklady na monitoring
* Transakční náklady

***Diskont za minoritu (prémie za kontrolu)***

* Kontrolní prémii lze definovat jako absolutně nebo relativně vyjádřenou částku, o kterou převyšuje hodnota akcie v majoritním balíku hodnotu akcie v balíku minoritním.
* Názorové proudy
  + Hlavní proud – akcionář je ochoten platit za kontrolu nad podnikem
  + Alternativní proud – majoritnímu akcionáři jsou dostupné určité soukromé výhody kontroly

**Metodologie studií Mergerstatu**

* Údaje o dokončených transakcích
* Odvětvové průměry a mediány – zahrnutí i negativní prémie
* Druh transakce – vertikální, horizontální integrace, konglomerát, finanční transakce – vliv na synergický efekt
* Velikost podniků (P/E, P/S, P/BV, investovaný kapitál/EBIT, EBITDA)

**Vztah mezi kontrolní prémií a diskontem za minoritu**

**Faktory vlivu na kontrolní prémii Mergerstatu**

* Charakter a velikost neprovozních aktiv
* Charakter a velikost výdajů podniku ponechaná na uvážení managementu
* Z vnějšku vnímaná kvalita současného managementu
* Obchodní příležitosti podniku, které nejsou využívány
* Možnost integrace do kupujícího podniku, využití distribučních kanálů

**Zásady použití prémií a diskontů**

* Analýza postupů a vstupních údajů ovlivňujících základnu z hlediska majority
* K odhadu diskontu využít empirických studií a teoretických modelů
* Použití mediánu ze skupiny vybraných porovnatelných transakcí
* Pokud nemůžeme vybrat srovnatelné transakce, použijeme výsledky za odvětví

**Ochrana minoritních akcionářů**

* Vytěsnění – nucený přechod akcií (*squeeze-out*) – § 375 a násl. ZOK
  + akcionář vlastní akcie s jmenovitou hodnotou alespoň 90 % základního kapitálu
* Nucený odkup akcií – právo odkupu (*sell-out*) – § 395 ZOK
  + v případě vytěsnění mohou minoritní akcionáři požadovat povinný veřejný návrh smlouvy
* Nabídka převzetí – zák. č. 104/2008 Sb.
  + účastnické cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu
* Přeměny obchodních společností – zák. č. 125/2008 Sb.
  + fúze, rozdělení, převod jmění na společníka, změna právní formy a přeshraniční přemístění sídla

**8 Oceňování synergií**

* Přírůstek hodnoty očekávaného jako důsledek spojení s kupujícím podnikem
* Ocenění synergie = přírůstek hodnoty ze spojení (efekt spojení)

Δ *H* = *HAB* – (*HA* + *HB*)

*HAB*= hodnota spojeného podniku

* Náklad akvizice (efekt rozdělení)

Náklad akvizice = *PB* – *HB*

*PB* = zaplacená cena

* Zisk z akvizice (přírůstek čisté současné hodnoty)

Δ *ČSH* = *HAB* – (*HA* + *HB*) – (*PB* – *HB*)

Δ *ČSH* = *HB* + Δ *H* – *PB*

***Zdroje přírůstků peněžních toků***

* Přírůstky výnosů
* Snížení nákladů
* Daňové úspory
* Snížení rizika a nákladů cizího kapitálu (změny ve financování)

***Přírůstky výnosů***

* Zlepšení postavení ve struktuře odvětví
* Zlepšení marketingu
  + distribuční síť – využití sítě partnera
  + komunikace – spojení komunikačních kanálů
  + produkt – zlepšení a doplnění výrobkové řady

***Snížení nákladů***

* Úspory z množství
* Úspory z využití zkušenostní křivky
* Lepší koordinace blízkých provozních činností
* Technologické transfery
* Úspory ze společného nákupu
* Sdílené využití managementu

***Daňové úspory***

**Zdroj daňových úspor**

* Čistá provozní ztráta
* Přecenění odepisovaného majetku
  + přecenění jednotlivých majetkových položek
  + oceňovací rozdíl k nabytému majetku nebo goodwill
* Zvýšení kapacity zadluženosti
* Využití rezervních fondů – použití volných prostředků na akvizici

***Snížení rizika a nákladů cizího kapitálu***

* Spojením podniků se snižuje riziko jen za předpokladu, že výkony podniků nejsou navzájem pozitivně korelovány
* Úspora emisních nákladů

***Souhrnné ocenění synergií***

* Pro jednotlivé složky přírůstku peněžního toku je vhodné použít i odlišné diskontní míry, pokud existují výrazné rozdíly v riziku.
* Oceňování synergií je nejobtížnější součástí oceňování podniku. Většinou se lze spoléhat jen na odhady.

**Literatura:**

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. vydání. Praha: EKOPRESS, 2018. 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, 2018. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2.