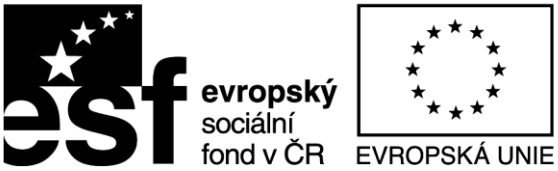

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Oceňování podniku I

Studijní opora pro kurz Oceňování podniku v rámci projektu Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu

Jiří Oubrecht

2013
České Budějovice

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Obsah

Průvodce studiem předmětu 3

Základní okruhy studia 4

Průběh studia, zakončení, komunikace 4

Kapitola 1: Základní pojmy, podněty a předpisy pro oceňování podniku 5

Kapitola 2: Báze(kategorie) hodnoty 9

Kapitola 3: Faktor času a rizika při oceňování podniku 15

Kapitola 4: Přehled metod pro oceňování podniku 20

Kapitola 5: Strategická analýza při oceňování podniku 30

Kapitola 6: Finanční analýza při oceňování podniku 38

Kapitola 7: Generátory hodnoty podniku 45

Kapitola 8: Sestavení finančního plánu (pro výnosové ocenění) 53

Kapitola 9: Metoda DCF - úvod do problematiky 58

Kapitola 10: Varianty metody DCF 67

Kapitola 11: Pokračující hodnota podniku (výnosové metody) 78

Kapitola 12: Kalkulovaná úroková míra 83

Kapitola 13: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů 92

Použitá literatura 99

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Průvodce studiem předmětu

Cíle předmětu opírající se o výstupy z učení

Cílem předmětu je zprostředkovat účastníkům kurzu možnost získat znalosti a základní dovednosti potřebné pro praxi oceňování podniků včetně schopnosti komunikovat se specialisty pro oceňování hlavních složek majetku podniku. Dále si zároveň posluchači kurzu prohloubí znalosti z oblasti účetnictví, podnikových financí, marketingu ve vazbě na zpracovávání strategické analýzy, analýzy finančního zdraví a dalších podnikohospodářských disciplín.

Předložená studijní opora poskytuje účastníkovi kurzu základní znalosti metod pro oceňování podniku a je koncipována jako studijní pomůcka, která poskytuje základní znalosti oceňovacích metod, které jsou popsány ve výkladové části. Rozsah jednotlivých témat určují Základní okruhy studia.

Vytvoření této podpory pro studium oceňování podniků pouze orientuje posluchače kurzu na základní teoretické okruhy, které jsou dány odkazem na základní povinnou a doporučenou literaturu. Vlastním těžištěm této podpory je procvičování učiva formou samostatného procvičování studijních materiálů, cvičení, úloh, otázek a příkladů nutných ke zvládnutí základů oceňování hlavních složek majetku podniku. Text je orientován na čtenáře, tj. na posluchače daného předmětu a členěn do propojených a vzájemně navazujících studijních témat, které odpovídají struktuře publikací vydaných na tuto problematiku.

Po absolvování předmětu posluchač:

- umí obecné základy pro oceňování podniku;
- získá nezbytné teoretické znalosti potřebné k oceňování podniků, které je možno později uplatnit v běžné praxi zejména jako zaměstnanec znaleckých organizací a dalších institucí, kde je požadován hlubší pohled na majetek podniku a hodnotu podniku;
- ovládá základní znalosti dané problematiky pro další studium oceňování podniku.

Tato učební opora je koncipována jako studijní pomůcka, která poskytuje základní znalosti oceňovacích metod, které jsou popsány ve výkladové části.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Základní okruhy studia

1. Základní pojmy, podněty a předpisy pro oceňování podniku;
2. Báze (kategorie) hodnoty;
3. Faktor času a rizika při oceňování podniku;
4. Přehled metod pro oceňování podniku;
5. Strategická analýza při oceňování podniku;
6. Finanční analýza při oceňování podniku;
7. Generátory hodnoty podniku;
8. Sestavení finančního plánu (pro výnosové ocenění podniku);
9. Metoda DCF;
10. Varianty metody DCF;
11. Pokračující hodnota podniku (výnosové metody);
12. Kalkulovaná úroková míra (výnosové metody);
13. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

Průběh studia, zakončení, komunikace

Výuka bude probíhat formou přednášek, cvičeních a konzultací. Především pak E-learningem. Přednášky a cvičení slouží k objasnění obtížnější problematiky, diskusi a řešení složitějších příkladů, prezentaci prací účastníků kurzu a kontrole zvládnutí obsahu předmětu. Každá kapitola tohoto textu zahrnuje seznámení s klíčovými pojmy a cíli studia, uvádí potřebný čas ke zvládnutí teoretického základu v literatuře včetně doby potřebné k ověření jeho zvládnutí. Součástí opory je stručná výkladová část včetně odkazů na literaturu a další zdroje informací. Rozhodující informace pro studium obsahují cíle kapitol a klíčové pojmy, které vhodně doplňují otázky a úkoly včetně odkazů na jejich řešení. Pro úspěšné zvládnutí studia je nutné navazovat studium postupně v návaznosti tak, jak je uváděno řazení kapitol v Základních okruzích studia.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 1: Základní pojmy, podněty a předpisy pro oceňování podniku

Klíčové pojmy:

podnik-definice, ČOM – čistý obchodní majetek, vlastní kapitál, ocenění netto, ocenění brutto, zákony pro oceňování, báze hodnoty

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v oceňovacích předpisech.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin

Výklad:

Důvodem, proč vzniká nutnost oceňovat podnik, je neustále více **se prohlubující rozdíl mezi hodnotami a údaji zachycenými v účetnictví a reálnou majetkovou situací podniku.**

Oceňujeme podnik, obchodní majetek, čistý obchodní majetek, vlastní kapitál, obchodní jmění. V ČR je obvyklým cílem ocenění čistý obchodní majetek (ČOM) = ocenění netto.

Podnikem je podle 5§ Oz soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.

Podle Německých oceňovacích standardů je podnikem účelná kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejichž smyslem je nahospodařit zisk.

Pro účely oceňování jsou velmi důležité další základní pojmy:

- Hladiny pro ocenění podniku jsou Hodnota brutto – entity a Hodnota netto – equity.
- Obchodní majetek §6 Oz (hladina brutto) – pro **fyzickou osobu** je to soubor majetkových hodnot (věcí, pohledávek a jiných práv a penězi ocenitelných hodnota), které patří podnikateli a slouží nebo jsou určeny k podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je **právnickou osobou,** se rozumí veškerý jeho majetek.
- Čistý obchodní majetek (dále ČOM) §6 Oz (hladina netto)– je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li **fyzickou osobou**, nebo veškerých závazků, je-li **právnickou osobou**. (Pozn.: je nutno jej na rozdíl od vlastního kapitálu chápat ve vazbě na reálnou hodnotu podniku). V ČR je ČOM (ocenění netto) nejobvyklejší cíl ocenění.
- Vlastní kapitál § 6 Oz tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv. (Pozn.: je nutno jej na rozdíl od ČOM chápat tak jej vymezuje účetnictví).
- Obchodní jmění § 6 Oz – soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním. Je-li právnickou osobou pak je to soubor jeho veškerého majetku a závazků.

V ČR se oceňuje podle:

1) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997
2) International Valuation Standards
3) European Valuation Standards
4) IDW S 1 (pro podniky) – Německý standard

5) Metodika „ZNAL“ (do roku 2010) a „OCE“ (od roku 2010) – metodiky ČNB pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění

Vlastní ocenění je službou, kterou si zákazník objednává, protože mu přináší nějaký užitek, který může mít různou povahu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit, např. koupi a prodeji, vstupu společníků do společnosti, fůzích a přeměnách apod.

Pro oceňování podniků v praxi je u ziskových podniků (podnik vynáší) zpravidla použito výnosové ocenění a u podniků, které nevynáší majetkové ocenění (má ale pro zjišťování hodnoty podniku omezený význam). Další rozlišení je, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv (zda dochází nebo nedochází k vlastnickým změnám). Další členění může vyplývat z toho, zda jde o ocenění v souvislosti s transakcí typu nákup a prodej (cena placena v hotovosti) nebo ocenění směřující ke stanovení výměnného poměru akcií, který by měl být odůvodněný.

Výsledkem ocenění je báze hodnoty.

V každém případě musí být v ocenění jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011 – str. 15 - 20, 35, 36, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice: VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Definujte ČOM.

2) Vyjmenujte zákony pro oceňování podniku.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Zamyslete se nad tím, jaký rozdíl je mezi ČOM a vlastním kapitálem.

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz. výklad*
2) *Viz. výklad*

Kapitola 2: Báze (kategorie) hodnoty

Klíčové pojmy:

báze hodnoty (tržní, subjektivní, objektivizovaná, fair value, investiční), principy, využití, definice tržní hodnoty, specifika trhu s podniky, základní rysy objektivizované hodnoty

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **báze hodnoty (tržní, subjektivní, objektivizovaná, fair value, investiční), principy, využití, definice tržní hodnoty, specifika trhu s podniky. Základní rysy objektivizované hodnoty.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin

Výklad:

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (present value).

Z rozboru výše uvedené definice vyplývají tyto závěry:

1) Hodnota podniku není objektivní vlastností celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad, který je v zásadě „doloženým" názorem autora ocenění.

2) Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.

3) Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

Čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

1) Tržní hodnota;

2) Subjektivní hodnota (investiční hodnota);

3) Objektivizovaná hodnota;

4) Komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek 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.

Subjektivní (investiční) hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, které mají investiční cíle nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Objektivizovaná hodnota představuje prověřitelnou výnosovou hodnotu z hlediska (hypotetického) vlastníka podílů. Výnosová hodnota je vyvozována za předpokladu pokračování podniku ve stávajícím podnikatelském konceptu se zahrnutím realistických očekávání do budoucnosti v rámci tržních šancí a rizik, finančních nástrojů a dalších faktorů.

Kolínská škola

Německé přístupy jsou poznamenány tím, že evropské trhy jsou obecně méně rozvinuté než trhy americké (rozsah transakcí s „obdobnými podniky" není velký, trhu chybí transparentnost, není zřejmé, zda cena byla zaplacena za pokračující podnik, nebo zda obsahuje určité synergie) – z toho důvodu je obtížné hovořit o tržní hodnotě.

Za reálné východisko pro ocenění většiny podniků je proto považováno **subjektivní ocenění.** V základním případě (nákup a prodej podniku), je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího.

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných **funkcích**, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování:

1) **Funkce poradenská** – oceňovatel by měl poskytnout podklady a informace o:

- ***maximální ceně***, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal;

- ***minimální ceně***, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.

→ tzv. **hraniční hodnoty**, neboli hodnoty pro rozhodnutí (aby došlo k dohodě, tak dolní mez prodávajícího nesmí být vyšší než horní mez kupujícího)

2) **Funkce rozhodčí** – úkolem oceňovatele je nalézt „výslednou hodnotu", která by určitým způsobem ***vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce*** → tzv. **rozhodčí hodnota** (je to dohoda mezi dvěma subjekty – **není to tržní hodnota**).

3) **Funkce argumentační** – oceňovatel hledá argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání → tzv. **hodnota argumentační.**

Kategorie netržních bází dle mezinárodního oceňovacího standardu IVS 2 rozlišuje 3 skupiny netržních bází hodnoty:

1) Investiční hodnota – pohled na hodnotu z hlediska konkrétního subjektu.

2) Ceny, která by byla rozumně dohodnuta při směně aktiva mezi dvěma specifickými stranami (fair value, speciální hodnota, synergická hodnota).

3) Případy, které jsou stanoveny zákonem, jinými formami regulace, smlouvou (administrativní cena apod.).

Dle IVS 2 jsou definovány ještě další termíny „hodnoty“, které nejsou samostatnými kategoriemi hodnoty, ale předpoklady, se různé kterými se kategorie hodnoty spojují (hodnota pokračujícího podniku – going concern, likvidační hodnota, zbytková hodnota).

Cena obvyklá (§2 dle zákona č. 151/1997): Majetek a služba se oceňují cenou obvyklou, tj. cenou, 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 – **u podniku je to z povahy věci nepoužitelné**.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011 –str. 20-32, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice: VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Definujte tržní hodnotu.
2) Definujte subjektivní hodnotu.
3) Jaké funkce oceňování rozeznává Kolínská škola?
4) Rozhodněte, zda následující tvrzení jsou pravdivá(P) nebo nepravdivá(N):
   a) Tržní hodnota existuje pouze jedna.
   b) Cena obvyklá se používá pro oceňování podniku.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o rozdílu mezi tržní hodnotou a objektivní hodnotou.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz. výklad.*

2) *Viz. výklad.*

3) *Viz. výklad.*

4) *a) N - tržní hodnota podniku je množina kvalifikovaných odhadů možné ceny na základě různě prognozovaného budoucího vývoje.*

   b) N.

Kapitola 3: Faktor času a rizika při oceňování podniku

Klíčové pojmy:

faktor času, anuita, perpetuita, faktor rizika, obchodní riziko, finanční riziko

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 12 hodin

Výklad:

Faktor času

Faktor času úzce souvisí s budoucí hodnotou peněz. Na výši budoucí hodnoty peněz má vliv úroková míra, inflace, riziko i nejistota. Čas je veličina, která má vliv prakticky na vše. Faktor času má významnou roli nejenom při finančním rozhodování a řízení, ale i u oceňování majetku podniku. Finanční rozhodování je ovlivňováno faktorem času. S časem roste celkový očekávaný výnos investic, protože procentní výnosy se v průběhu času nesčítají, nýbrž násobí. Ale s časem se naopak zhoršuje schopnost předpovídání výnosů. To se projevuje v tom, že peníze, které jsou k dispozici v současné době mají větší význam, než peníze, které získá

podnik v budoucnosti. Je to proto, že současné peněžní prostředky můžeme investovat a ihned získávat výnosy (úroky). Důležité je respektovat faktor času při výběru investičních variant. Poskytují-li dvě investice stejnou míru rizika a výnosu, dávají investoři přednost investici přinášející dřívější výnos, protože jim umožňuje dřívější možnost reinvestování a tím dosažení dalšího příjmu.

Z teoretického hlediska vymezujeme hodnotu **aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva.** Tato definice přitom platí jak pro jednotlivé majetkové položky, tak pro podnik jako celek.

A protože oceňování podniku je založeno na výpočtu současné hodnoty budoucích příjmů, musíme nejprve všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty budoucích příjmů, které platí ke stejnému datu, můžeme sečíst.

Tyto propočty jsou založeny na tzv. složeném úročení a mohou mít trojí základní podobu:

- jednotlivá částka;
- anuita, tj. řada stejně velkých pravidelných plateb;
- perpetuita, tj. nekonečná řada stejně velkých pravidelných plateb (nekonečná anuita).

Oceňovatelé pracují nejvíce s odúročitelem a zásobitelem.

Faktor rizika

Kromě časového okamžiku, kdy platby plynoucí z oceňovaného aktiva držitel aktiva získá, je pro výslednou hodnotu budoucích čistých příjmů důležité posouzení, jakými riziky jsou tyto příjmy zatíženy. Pro ocenění podniku je velmi důležité zpracování strategické analýzy a z ní odvíjené prognózy budoucího vývoje. Každý projekt je realizován během různě dlouhého budoucího období, je zatížen různými riziky, že prakticky všechny předpoklady či parametry, na nichž je projekt dnes analyzován a hodnocen, se mohou vyvíjet jinak či jiným směrem, než se původně očekávalo, případně se mohou objevit i zcela nové faktory, které vůbec nebyly předpokládány. Z toho důvodu je vhodné se snažit do prognóz promítnout možná rizika

budoucího vývoje včetně jejich dopadů. I když to na první pohled není zřejmé, tak rizikem pro budoucnost projektu mohou být jak neřešené přímé hrozby, tak i nepřipravenost na příležitosti. Riziko by proto mělo být chápáno vždy v této svoji dvojjakosti – jako hrozba i jako příležitost.

V rámci oceňování podniku se budeme zabývat riziky spojenými s podnikatelskou činností jako důsledku nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti.

Zdroje rizika výsledku hospodaření spatřujeme především v těchto hlavních oblastech:

1) kvalita managementu a organizační struktury podniku, tento faktor se promítne do všech ostatních rizik;

2) intenzita konkurence na příslušném trhu;

3) stupeň diverzifikace;

4) stupeň pružnosti provozních nákladů (spíše výdajů) ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (tzv. „operating leverage „ – provozní páka);

5) zatížení podniku fixními výdaji plynoucími financování jako jsou úroky, splátky úvěrů, leasingové platba, apod. (tzv. „financial leverage „ – finanční páka).

Výchozím bodem je kvalita vedení podniku, jejímž prostřednictvím lze ostatní rizika ovlivňovat.

Při ocenění ve vztahu k určení kalkulace diskontní míry je nutné obecné vymezení rizika.

Jedná se o dva typy členění rizika:

- Riziko obchodní a finanční, které bude užitečné tam, kde budeme sestavovat rizikovou přirážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik. Kvalita managementu ovlivňuje čisté výnosy a fixní náklady a tím obě rizika.

- Riziko systematické a nesystematické, které závisí na účelu (druhu) ocenění – tím je dána diskontní míra.

a) obchodní riziko je dáno prodejním rizikem (proměnlivostí prodeje) a provozním rizikem (úrovní fixních nákladů). Prodejní riziko vyplývá z možné variability zisku v důsledku vývoje na trhu. Lze ho měřit pomocí variability čistých tržeb, která závisí nevariabilitě poptávky, diverzifikaci podnikových aktivit a intenzitě konkurence. Provozní riziko je dáno provozní pákou – tj. podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech.

b) finanční riziko je značně závislé na fixních finančních nákladech a měří se prostřednictvím stupně finanční páky a prostřednictvím různých ukazatelů zachycujících výši zadlužení a likviditu.

Jak obchodní riziko, tak finanční riziko má složku systematickou a složku specifickou.

Riziko chápeme v rámci oceňování jako míru přesnosti, s níž jsme schopni předvídat výsledky hospodaření podniku.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011 –str. 20-32, ISBN 978-80-86929-67-5 .

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5 .

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Otázky a úkoly

1) Napište vzorce odúročitele a násobitele.
2) Co je to perpetuita?
3) Které jsou hlavní zdroje rizika výsledku hospodaření?
4) Z čeho se skládá obchodní riziko?
5) Na čem je závislé finanční riziko?

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz. výklad.*
2) *Viz. výklad.*
3) *Viz. výklad.*
4) *Viz. výklad.*
5) *Viz. výklad.*

Kapitola 4: Přehled metod pro oceňování podniku

Klíčové pojmy:

výnosové metody, tržní metody, majetkové metody, metody DCF, metoda KČV, metoda EVA, metoda likvidační hodnoty

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie,**
- **orientace v teoretických přístupech,**
- **základní rysy metod oceňování podniku.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 18 hodin

Výklad:

Celkem se používají tři druhy metod oceňování podniku:

- Výnosové metody – vycházející z výnosů podniku.
- Tržní metody – porovnávající aktuální ceny na trhu.
- Majetkové metody – oceňující jednotlivé majetkové položky.

Klíčem je zvolení vhodné metody dle funkcí ocenění. Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody a výsledné ocenění tvořit syntézou výsledků.

Základní pravidla využití metody jsou:

- pro subjektivní ocenění využíváme metody DCF (diskontované peněžní toky), založená na subjektivních očekáváních a specifikách;

- pro tržní ocenění využíváme metody DCF založené na očekávání trhu;

- pro objektivizované ocenění užíváme konzervativní metody KČV(kapitálové čisté výnosy), kombinované, nebo majetkové metody (možno použít i upravené DCF).

Přehled metod pro oceňování podniku, základní principy, porovnání, rozdíly mezi nimi, výhody a nevýhody, situace, pro které jsou jednotlivé metody vhodné:

1. Metody výnosové:

- metody založené na kapitalizaci zisku (metody kapitalizovaných čistých výnosů);

- metody výnosové založené na projekci diskontovaných hotovostních toků (discounted cash flow – DCF);

- metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added - EVA);

- metody korigované, založené na kombinaci výnosového ocenění s oceněním majetkovým.

Jedná se o skupinu metod, kde základem pro stanovení tržní hodnoty podniku je stanovení reálného výnosu, efektu pro vlastníka. Ocenění sestává ze stanovení výše tohoto reálného výnosu, zohlednění faktorů ovlivňujících předpokládaný vývoj v budoucnosti a stanovení současné hodnoty těchto výnosů za předpokladu principu going-concern.

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitkem očekávané příjmy. Výnosové ocenění je tedy teoreticky nejsprávnější metodou. Odpovídá na otázku ohledně ocenění podniku bezprostředně. Při hledání tržní hodnoty

musíme klást otázku, jaké výnosy u oceňovaného podniku očekává příslušný trh. Při subjektivním oceňování zjišťujeme, jaké výnosy očekává konkrétní subjekt.

1.1Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF-discounted cash flow)

Tato metoda je alespoň z pohledu teorie považována za základní metodu oceňování. Lze dokonce vyslovit názor, že většina ostatních výnosových oceňovacích metod jsou především deriváty metody DCF.

Modely diskontu patří mezi často užívané metody oceňování, existuje velká řada variant, které jsou zejména používány v anglosaských zemích. Jednotlivé varianty metody DCF můžeme uspořádat podle několika kritérií.

Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF. Je to:

- metoda „entity“ (entity=jednotka, zde označuje podnik jako celek);

- metoda „equity“ (equity=vlastní kapitál);

- metoda „APV“ (adjusted present value=upravená současná hodnota).

U metody **DCF entity** probíhá ocenění ve dvou krocích. Vychází se z pohledu investora (akcionáři - vlastníci a věřitelé), tedy z peněžních toků CF (cash flow), které jsou k dispozici pro vlastníky i věřitele. Diskontováním takto oceněného majetku se získá hodnota podniku jako celku (nazývá hodnota brutto Hb). V následujícím kroku odečteme od hodnoty brutto Hb hodnotu cizího kapitálu CK ke dni ocenění (hodnotu ocenění dluhů). Tím vypočteme hodnotu vlastního kapitálu (VK) , kterou označíme Hn (hodnota netto).

U metody **DCF equity** probíhá ocenění pouze peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům podniku. Diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu - hodnotu netto, kterou označíme Hn .

U metoda **DCF APV** probíhá výpočet ve rovněž ve dvou kroků, jako u metody DCF entity. Hodnota podniku jako celku -hodnota brutto Hb se ale oceňuje jako součet dvou položek – hodnoty aktiv bez vlivu financování za předpokladu nulového zadlužení firmy a současné hodnoty daňového štítu (daňových úspor z úroků). V následujícím kroku odečteme od

hodnoty brutto Hb hodnotu cizího kapitálu CK ke dni ocenění a výsledkem je opět hodnota netto Hn.

1.2. Metoda kapitalizace zisku

Představuje nejjednodušší výnosovou metodu a je založena na výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Je metodou netto - equity a při ocenění se počítá pouze z peněžních toků, které mají k dispozici vlastníci podniku. Diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu - hodnotu netto, kterou označíme Hn, a která je výsledkem oceňování.

Časová řada minulých hospodářských výsledků se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň. Řada srovnatelných hospodářských výsledků je základem pro výpočet tzv. odnímatelného čistého výnosu. Odnímatelný čistý výnos je třeba chápat jako velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům. Tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku.

1.3Metoda ekonomické přidané hodnoty (economic value added - EVA)

Tato metoda patří mezi nové metody,která na rozdíl od modelů DCF nepracuje s cash flow, nýbrž s ukazatelem EVA. EVA je zkratkou pro přidanou ekonomickou hodnotu.

2. Metody založené na stavových veličinách – zjištění tzv. věcné hodnoty (majetkový přístup, reprodukční hodnota)

- metoda účetní hodnoty;
- metoda hodnoty substance (věcná hodnota);
- likvidační hodnota.

Při oceňování podniku těmito metodami je určeným metodickým postupem oceněna každá majetková složka oceňovaného podniku. Součtem těchto oceněných položek získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Po odečtení všech dluhů a závazků dostaneme hodnotu vlastního kapitálu.

2.1 Metoda účetní hodnoty

Účetní hodnota podniku vyplývá z účetní evidence, která minimálně obsahuje následující informace:

- hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva);

- hodnotu základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie;

- hodnota vlastního jmění = aktiva (pasiva) - cizí zdroje.

Existuje celá řada výhrad proti použití této metody. Tyto se odvíjejí především od rozdílných účetních technik. Účetní hodnota je však hodnocením podniku, které je třeba vzít v úvahu.

2.2 Metoda substanční, věcné hodnoty

Substanční hodnota podniku je základním oceněním založeným na analýze jednotlivých složek majetku a rozumíme jí souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých majetkových složek podniku. Tyto složky přitom oceňujeme k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti. Ve většině případů se tedy snažíme zjistit reprodukční hodnoty jednotlivých aktiv snížené o patřičné opotřebení. Výsledkem je vlastně odpověď, kolik by stálo, kdyby se podnik budoval znovu.

Pokud oceňujeme pouze aktiva, používáme označení brutto substanční hodnota. Odpočteme-li od hrubé substanční hodnoty reálné ocenění všech závazků, získáme substanční hodnotu netto.

Substanční hodnota byla v kontinentální Evropě používána jako jeden z hlavních způsobů oceňování. Byla však postupně vytlačena výnosovou hodnotou. Často se ale setkáváme s jejím použitím v rámci kombinovaných metod.

2.3Metoda likvidační hodnoty

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost a jednotlivá aktiva budou rozprodána a splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora.

Konečný nárok vlastníků v případě likvidace podniku = hodnota podniku – hodnota závazků

Na rozdíl od metody substanční hodnoty klíčovou roli hraje faktor času, likvidátor musí v určitém čase rozprodat jednotlivé majetkové části. Protože se předpokládá prodej po částech, mohou některé specializované součásti ztrácet na své hodnotě a jen obtížně se bude hledat kupec.

Shrnutí metod založených na stavových veličinách

Metody založené na stavových veličinách akcentují především majetkovou stránku podniku. Účetní hodnota trpí nedostatky, které jsou spojeny s vlastní funkcí účetnictví. Substanční metoda se snaží korigovat nedostatky, které účetní ocenění provázejí. Substanční metoda nechává stranou ocenění nekvantifikovatelných nehmotných složek – goodwill, pracovní síla, organizační struktura, vybudovaná síť odběratelů a dodavatelů. To je slabý bod substanční metody.

3. Metody kombinované

- metoda střední hodnoty;
- metoda vážené střední hodnoty;
- metoda nadzisku a superzisku.

Pro stanovení hodnoty lze využít nejen substanční a výnosové metody ale i další, které jsou od nich odvozeny nebo jsou jejich kombinací. Tyto metody pracují s výsledky dříve uvedených metod a jsou užívány k syntéze výsledků ocenění.

Např: Schmalenbachova metody střední hodnoty, Metoda vážené střední hodnoty, Metoda nadzisku, superzisku.

4. Metody založené na analýze trhu

- srovnání s podobnými podniky, u nichž je hodnota známá;
- odvození hodnoty podniku ze srovnatelných transakcí;
- odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu.

Využití předností metod založených na analýze trhu je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Vyjmenujte metody založené na stavových veličinách, definujte, na čem jsou tyto metody založené.
2) Porovnejte metody DCF a vysvětlete jejich rozdíly při výpočtu hodnoty podniku.
3) Která metoda je založena na historické úrovni zisku?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o využití likvidační metody.
2) Prostudujte si následující souhrnný přehled metod a diskutujte o něm.

SOUHRNNÝ PŘEHLED METOD:

Název	Základní princip	porovnání	výhody	nevýhody
Výnosové metody				
DCF (diskontované peněžní toky)	Modeluje reálné příjmy (peněžní toky), včetně konkrétních investic	Oproti EVA není pro běžný provoz podniku	Odráží teoretickou definici hodnoty je nejrozšířenější	Náročné na identifikaci investic v čase. Ne běžný provoz
KČV (kapitalizované čisté výnosy)	Vychází z výsl. Hospodaření. Fakticky modeluje reálné příjmy bez konkrétních investic – uvažuje s odpisy (varianta praktiků). německo	Varianta 1 fakticky = DCF Varianta 2 viz princip.	Praktičtější než DCF	Méně přesné než DCF
Kombinované metody	Snaha o korekci výnosových metod	Kombinace výnosových a majetkových metod		Nemá teor.oporu; pouze když se výnosová a maj. Hodnoty moc neliší
EVA (ekonomická přidaná hodnota	Stanovuje souč. hodnotu aktiv (NOA), plus v příštích letech vytvořenou tržní přidanou hodnotu (MVA)	Stejný výskl. a data jako DCF	Možnost využití pro říz. podniku, motivace, fin. analýza	

Tržní metody:				
Tržní kapitalizace	Z dat kapitálového trhu (cena akcií)		jednoduchost	
Srovnatelné podniky (SP)	Porovnání s již oceněnými podniky-pomocí násobitelů	Metody tržního porovnání		Dostupnost dat, kreativní účetnictví různých firem
Podniky uváděné na burzu	Stejné jako SP, ale z jiných dat		Méně informací než u SP	Pouze podpůrný význam
Srovnatelné transakce				Neznámý obsah transakcí a formy ceny
Odvětvové multiplikátory	Průměry odvětví, např. množstevní násobky			Data pro USA, SRN
Majetkové metody				
Účetní hodnota vlastního kapitálu	Za kolik byl majetek pořízen (historické ceny)	Pouze doplňkové	průkaznost	
Substanční hodnota – reprodukční ceny (RC)	Kolik by stálo znovuvybudování podniku. Tvoří horní mez ocenění	Pouze doplňkové. Předpoklad going koncern.	Snadnost, objektivizováno	Problematicky identifikovatelné
Substanční hodnota – úspora nákladů	Porovnání hodnot podniku s jinou investicí.	Oproti RC nedochází k izolovanému ocenění položek		Složité, Nelze vyčíst čistou úsporu
Likvidační hodnota	Rozdělení a rozprodání majetku podniku, nebo jeho likvidaci. Tvoří dolní mez ocenění	Nepředpokládáme-li trvání podniku.		
Majetkové ocenění na principu tržních hodnot	Ocenění každé majetkové položky tržní hodnotou	Pro běžné podniky fakticky likvidační hodnota.		Pouze pro investiční spol.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz. výklad.*
2) *Viz. výklad.*
3) *Viz. výklad.*

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 5: Strategická analýza při oceňování podniku

Klíčové pojmy:

struktura, účel a postup strategické analýzy, relevantní trh, atraktivita trhu, prognóza vývoje trhu, konkurenční síla podniku, vnitřní potenciál podniku, prognóza tržeb, perspektivnost podniku

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **analýza vnějšího a vnitřního potenciálu oceňovaného podniku;**
- **prognóza tržeb a závěry k perspektivnosti oceňovaného podniku.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 18 hodin

Výklad:

Strategická analýza je **klíčovou fází oceňovacího procesu** a musí zajistit **vymezení celkového výnosového potenciálu** oceňovaného podniku.

Znalec musí v tomto **jádru ocenění** (jádro posudku) odpovědět **na následující základní otázky**:

1. Identifikace dlouhodobých perspektiv podniku (je založeno na strategické analýze, a navazující finanční analýze a finančním plánu).
2. Zjištění očekávaného vývoje trhu, konkurence a především pak vývoje podnikových tržeb, stanovení prognózy růstu tržeb.
3. Analýza rizik spojených s podnikem a jejich vývoj.

Strategická analýza musí být řádně srozumitelná a zdůvodněná.

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit **celkový výnosový potenciál** oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. Při analýze **vnitřního potenciálu** jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. **Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek** s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhody). Důležitým rozměrem analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku.

Možný postup strategické analýzy pro ocenění podniku může sestávat z následujících **kroků**:

Analýza potenciálů (vnitřní + vnější)

Analýza potenciálu se využívá ve strategické analýze a snaží se odpovědět, jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, jaký je vývoj trhu, konkurence, podnikových tržeb v souvislosti s perspektivou podniku a jaká rizika jsou s podnikem spojena.

Analýza vnějšího potenciálu:

Základem je vymezení relevantního trhu z hlediska např. produktu, zemí, zákazníků, konkurentů, velikosti poptávky, vývoje poptávky v čase, analýza šancí a rizik, prognóza růstu trhu (strategický marketing)

Postup analýzy vnějšího potenciálu:

Globální (makroekonomický) vývoj

- světový;

- predikce vývoje makroekonomických indikátorů v ČR.

Odvětvová analýza

- vymezení odvětví (oboru) pro oceňovaný podnik dle OKEČ podle převažující (z pohledu tržeb) činnosti, popis (alespoň výčet) relevantních konkurenčních podniků a jejich tržní pozice

- analýza konkurence (tržní podíl podniku a jeho konkurentů, zdůvodnění stávajících a prognóza změn podílů do budoucna)

- popis situace v konkrétním odvětví (popř. oboru) jeho závislost na hospodářském cyklu včetně dostupných statistických informací

- **kvalitativní vymezení relevantního trhu** z hlediska produktů, území, zákazníků a konkurentů (geografické + dle charakteru trhu)

- **kvantitativní vymezení relevantního trhu** z hlediska **velikosti poptávky, jejího vývoje v čase** včetně analýzy dosavadního vývoje trhu v časové řadě a její extrapolace , což je nutné pro prognózu trhu (dostupná statistická data , placené databáze, součet prodejů rozhodujících firem)

- analýza atraktivity trhu a její hodnocení. Jedná se hlavně o analýzu poptávky a možností prodeje a o poznání šancí a rizika vymezeného relevantního trhu.

- vymezení **tržní pozice** a konkurenceschopnosti oceňovaného podniku

- predikce vývoje v tomto odvětví na relevantním trhu včetně odhadu tempa růstu tržeb (minimálně alespoň vývoj objemu produkce pro odhad trendu, optimálně i vývoj nákladů event. ziskových marží)

- **Závěrečné shrnutí:**
- Analýza vnějšího potenciálu v rámci strategické analýzy by měla obsahovat:
  - souhrnné hodnocení atraktivity odvětví (trhu),
  - stručnou prognózu jeho vývoje v kvalitativní a kvantitativní podobě.
- Prognóza tempa růstu odvětví (trhu) je prvním rámcem pro projekci tržeb oceňovaného podniku.

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly:

- analýza slabých a silných stránek (SWOT), analýza konkurence a **hodnocení konkurenční pozice** a její faktory (přímé a nepřímé), **prognóza tržního podílu** a jeho vývoj.

- přímé faktory působí přímo na zákazníka (cena, distribuce, kvalita).

- nepřímé faktory – jedná se o investice do pracovního kapitálu, managementu.

Výsledky analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly poskytují argumenty pro posouzení perspektivy podniku, odhad vývoje tržního podílu a jeho vývoj, konkurenty, jejich podíly na trhu a faktory konkurenční pozice, a to:–

a) přímé faktory – působí bezprostředně na trhu, jsou vnímány zákazníkem, v podstatě prvky marketingového mixu

- nabízené produkty (výrobkový mix),
- ceny,
- komunikaci s trhem (především reklama),
- odbytové cesty.

Z hlediska oceňovatele je důležité zjistit:

Jak je hodnocena **kvalita a technická úroveň výrobků**, a to jednak z pohledu zákazníků, jednak ve vztahu ke konkurenčním produktům. Oceňovatel by zde ovšem měl vycházet spíše **z informací zákazníků nebo nezávislých pramenů**.

Jaká je **úroveň cen a ziskových marží**, jaký je vztah cen ke kvalitě produktů, jaké jsou relace cen k cenám konkurentů.

Jaká je **intenzita reklamy** a jaká je úroveň reklamních nákladů. Na místě je srovnání v čase a prostoru.

Jaké podnik používá **cesty odbytu**.

Jaký je celkový **image podniku** mezi zákazníky.

b) nepřímé faktory – působí zprostředkovaně - hodnotíme hlavně strategické a operativní řízení a úroveň managmentu, výkonný personál, výzkum a vývoj a inovační sílu podniku a dlouhodobý majetek a investiční politiku.

Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se pak měly promítnout do:

- posouzení perspektivnosti podniku,
- odhadu vývoje - prognózy tržního podílu podniku
- diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku.

Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

Prognózu tržeb tvoříme na základě výsledků prognózy tržního podílu (výsledek analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku) a prognózy růstu trhu (výsledek analýzy vnějšího potenciálu). Na tuto první fázi hodnocení perspektivnosti podniku navazujeme i prognózou pro druhou fázi extrapolací dosavadního tempa růstu tržeb.

a) Hodnocení perspektivnosti podniku:

Vycházíme ze známého poznatku, že v prvním přiblížení je **perspektivnost podniku dána atraktivností trhu, na kterém se pohybuje a konkurenční silou, kterou se vyznačuje**.

b) Vlastní prognóza růstu tržeb

Když růst trhu získaný z analýzy a prognózy trhu vynásobíme růstem tržního podílu získaným z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, získáme výchozí odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku.

Pokud nám například vyjde z analýzy výrazně jiné tempo, než by vyplývalo z dosavadního vývoje tržeb, musíme být buď schopni tuto změnu dostatečně vysvětlit změnou faktorů analyzovaných v rámci vývoje trhu, vnitřního potenciálu a konkurenční síly nebo musíme udělat korekci svého původního odhadu.

Způsob, který zde uvádíme je jen jednou z možných variant. Oceňování je tvůrčí přístup a každý případ vyžaduje své specifické řešení. V každém případě je však třeba pokusit se o určitou myšlenkovou konstrukci, která by vykazovala alespoň jistou míru věrohodnosti z pohledu investora, který má být přesvědčen, že vynaloží své peníze rozumným způsobem. Oceňovatel se nesmí omezit pouze na konstatování typu: předpokládám, že tržby porostou n % ročně.

V praxi samozřejmě dojde k případům, kdy jakákoliv zdůvodněná prognóza je téměř nemožná. Pak je ovšem povinností oceňovatele:

- tuto skutečnost do posudku uvést,
- zvážit, zda je vůbec vhodné snažit se oceňovat růstové možnosti, tj. zda nepoužít pouze paušální metodu (viz metoda kapitalizovaných čistých výnosů),
- pokud se oceňovatel přesto pokusí o odhad budoucího vývoje, pak by měl upozornit, že hodnota růstových možností stojí pouze na jeho subjektivních odhadech a tato část celkové hodnoty podniku by měla být uvedena v ocenění zvlášť. Při jejím výpočtu na základě

výnosového ocenění doporučujeme zvážit použití zvýšení diskontní míry jako odraz vyššího rizika nesplnění prognózy.

Konkrétní závěr strategické analýzy

- vliv makroekonomických indikátorů na oceňovaný podnik;

- dlouhodobá perspektiva oceňovaného podniku na relevantním trhu (komentář);

- strategický prostor pro objem dosažitelných tržeb podle hlavních produktů a odhad možného pásma pro tempo růstu tržeb oceňovaného podniku - **prognóza tržeb** oceňovaného podniku – na základě výše zmíněných analýz.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Vyjmenujte hlavní faktory analýzy atraktivity trhu.

2) Vyjmenujte přímé faktory analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly.

3) Vyjmenujte nepřímé faktory analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly.

4) Co je třeba zohlednit, jaké faktory, při hodnocení managementu a řízení podniku při analýze konkurenční síly?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o vývojových fázích života podniku.

Klíč k řešení otázek:

1) V rámci atraktivity trhu jsou to především faktory ovlivňující poptávku a možnosti prodeje. Hodnotí se obvykle trh a jeho růst a velikost,intenzita přímé konkurence, citlivost trhu na konjunkturu, struktura a charakter zákazníků, výnosnost trhu (bariéry vstupu, substituce výrobků), průměrná rentabilita odvětví .

2) Viz výklad.

3) Viz výklad.

4) Schopnost tvořit vize, schopnost tvořit strategie, schopnost prognózovat, schopnost ocenit šance a rizika, plánování běžné činnosti, styl vedení, hodnoty, osobní kvalifikace, schopnost se učit, schopnost rozhodovat, vyváženost.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 6: Finanční analýza při oceňování podniku

Klíčové pojmy:

báze hodnoty (tržní, subjektivní, objektivizovaná, fair value, investiční), principy, využití, definice tržní hodnoty, specifika trhu s podniky, základní rysy objektivizované hodnoty

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **báze hodnoty (tržní, subjektivní, objektivizovaná, fair value, investiční), principy, využití, definice tržní hodnoty, specifika trhu s podniky. Základní rysy objektivizované hodnoty.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:10 hodin

Výklad:

Finanční analýza jako důležitý nástroj finančního řízení je důležitou součástí metod oceňování podniku. Základním požadavkem kladeným na analýzu je komplexnost. V rámci oceňování plní **dvě základní funkce**, a to prověření finančního zdraví podniku a vytvoření základní

struktury pro finanční plán. Finanční analýza je formalizovaná metoda, která poměřuje získané údaje mezi sebou navzájem; umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci podniku. Finanční analýza představuje ohodnocení minulosti, současnosti a doporučení vhodných řešení do předpokládané budoucnosti finančního hospodaření podniku. Základním požadavkem kladeným na analýzu je komplexnost.

Postup finanční analýzy:

1. prověřit úplnost a správnost vstupních údajů (účetní zvyklosti podniku, rozbor účetních výkazů. Napřed se tedy provádí tato analýza, pak se teprve počítá. Oceňovatel se soustředí zejména na prověření auditů a účetní závěrku podniku. Oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora. Hledá a analyzuje zejména **závažné finanční problémy**, které by z minulosti mohly ohrozit perspektivu firmy, např. probíhající soudní spory, ekologické škody, nedostatečné rezervy nebo naopak nadhodnocení závazků.

Prověřuje **majetkovou a finanční struktura podniku** v porovnání s konkurencí, jaké faktory mají rozhodující vliv na **výnosnost podniku** a její vývoj, na tendence v rozvaze, hlavně aktiv a finančních zdrojů.

2. Spočítat a vyhodnotit poměrové ukazatele (likvidity, dlouhodobé finanční rovnováhy, rentability, aktivity, zadlužení) pro hodnocení celkového finanční zdraví podniku. Cílem finanční analýzy je odhalit silné a slabé stránky oceňovaného podniku, zjistit jeho výkonnost a získané informace umět vyhodnotit. K tomu se využívají statistická data z minulých období, jejich vzájemné srovnání, srovnání s výsledky celého oboru a zároveň se zahrnuje predikce hospodaření do budoucnosti.

Poměrových ukazatelů je poměrně hodně, ne všechny jsou však schopny zahrnout některá hlediska, která je žádoucí ve finanční analýze zohlednit.

Nejdůležitější poměrové ukazatele **pro finanční analýzu v rámci oceňování podniku:**

ukazatelé likvidity – schopnost podniku splácet dluhy (cizí kapitál)

- Běžná likvidita = oběžná (krátkodobá aktiva) / krátkodobý cizí kapitál (dluhy)
- Pohotová likvidita = (krátkodobá aktiva – zásoby) / krátkodobé dluhy
- Okamžitá likvidita = peněžní prostředky / okamžité splatné dluhy
- Pracovní kapitál = krátkodobá aktiva – krátkodobé závazky

Krátkodobým cizím kapitálem (dluhy) jsou všechny povinnosti splatné do jednoho roku. Oběžná krátkodobá aktiva jsou všechna aktiva, která lze do jednoho roku přeměnit na peníze.

Do oběžných aktiv **nepatří dlouhodobé pohledávky**, které v rozvaze účetní položka oběžná aktiva obsahuje.

ukazatelé dlouhodobé finanční rovnováhy – analýza struktury aktiv a pasiv

Jedná se zejména o tyto statické ukazatele:

-podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu,
-podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech a složení dlouhodobého majetku,
-krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem (Vlastní kapitál + Dlouhodobý cizí kapitál / Dlouhodobý majetek)
-krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem (Vlastní kapitál / Dlouhodobý majetek)

Zadlužení je porovnáváno s doporučovanými hodnotami. Míru zadlužení a podíl vlastního kapitálu se musí posuzovat na základě analýzy struktury aktiv (podíl dlouhodobého majetku ovlivňuje potřebný dlouhodobý kapitál). Zkoumá se proto zejména podíl dlouhodobého kapitálu k dlouhodobému majetku.

Mezi nejčastěji používané dynamické ukazatele zadluženosti patří **teoretická doba splácení dluhů** v letech a pro hledání odpovědi na důležitou otázku, do jaké míry je dluhové zatížení únosné, mohou účinně posloužit **ukazatele úrokového krytí a ukazatele krytí fixních plateb**.

ukazatelé rentability – schopnost dosahovat výnosu (zisku), výnosnost vložených prostředků. Nejdůležitější je výnos na celkový investovaný kapitál, nebo-li

rentabilita celkového kapitálu (r_{ck}) = výsledek hospodaření po dani+úroky*(1-d)/ celkový kapitál

Rentabilita aktiv = výsledek hospodaření / celková aktiva

Rentabilita VK = výsledek hospodaření po dani / VK

Zisková marže = výsledek hospodaření po dani / tržby

ukazatelé aktivity – schopnost podniku rychle využívat svého majetku, analyzují schopnost podniku hospodařit s aktivy

Počet obratů aktiv celkem za rok = roční tržby/ aktiva celkem nebo

Relativní vázanost stálých aktiv = stálá aktiva celkem / roční tržby – čím nižší, tím lépe, měřítkem celkové efektivnosti, vypovídá o relativní výkonnosti, s níž firma využívá stálých aktiv s cílem dosáhnout tržeb

Doba obratu zásob = průměrné zásoby / průměrné denní tržby – počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podnikání

Doba obratu pohledávek = obchodní pohledávky / průměrné denní tržby(na obchodní úvěr) – průměrný počet dnů, po něž naši odběratelé zůstávají dlužní

Doba obratu dluhů = obchodní dluhy / denní nákupy na obchodní úvěr – doba, která v průměru uplyne mezi nákupem zásob a jejich úhradou

ukazatelé zadluženosti – hodnotí míru zadlužení podniku

Ukazatel celkové zadluženosti, věřitelského rizika = celkové dluhy / celková aktiva, VK / celková aktiva

Zadluženost 1 = dlouhodobé dluhy / VK

Zadluženost 2 = dlouhodobé dluhy / vložený K

Pákový ukazatel = celková pasiva / VK – kolikrát převyšuje celkový K velikost VK

Logicky nás jako první zajímá finanční fungování podniku – schopnost hradit své krátkodobé závazky (ukazatel likvidity) a následně dlouhodobá finanční rovnováha. Dále nás zajímá výnosnost našich aktiv – rentabilita.

Poměrové ukazatele dokáží letmým pohledem na rozvahu a výkaz zisku a ztráty říci, jak moc náš podnik funguje z pohledu vlastníka efektivně či nikoliv. Některé ukazatele mají větší vypovídající schopnost, jiné jsou spíš orientační a zjednodušující.

3. Závěr – zpracování souhrnného zhodnocení získaných poznatků o finančním zdraví podniku.

Oceňovatel musí z finanční analýzy vyvodit závěry, zejména:

1. předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy.

2. doplnit předpoklady pro stanovení rizika podniku.

Na závěr se zastavme u stručného výčtu možností, jak synteticky vyjádřit finanční zdraví podniku.

Zhodnotíme-li různé stránky finančního zdraví podniku, zpravidla dospíváme k závěru, že v některých oblastech vykazuje hodnoty lepší, v jiných horší. Pokud vyhlídky na další existenci nejsou valné, mělo by se ocenění podniku zúžit na zjištění likvidační hodnoty. V případě slušných vyhlídek na další rozvoj je splněna důležitá podmínka pro využití **výnosových metod**.

Jakými metodami je však vyvozován konečný verdikt finanční analýzy? Praxe ukazuje, že můžeme vybrat ze dvou možností:

1) Finanční analytik vynese konečný soud na základě své zkušenosti a intuice.

2) Použijeme vhodně zvolený algoritmus a závěr podepřeme číselným výsledkem.

Konkrétní variantou druhé cesty jsou **například bodovací metody**. Princip je velmi jednoduchý. Bodujeme nebo známkujeme dílčí ukazatele pro jednotlivé oblasti. Lze přitom doporučit, aby bylo vybráno jen několik nejdůležitějších ukazatelů.

Další variantou pro formulaci závěru finanční analýzy je použití konceptu, na kterém je založen **Altmanův model**. Jedná se o metody založené na sledování statistických dat z ekonomické praxe a jejich diskriminační analýze.

Smyslem Altmanova modelu a podobných modelů je souhrnně vyjádřit finanční důvěryhodnost. V modifikaci, která byla odvozena pro naše podmínky Inkou a Ivanem Neumaierovými, jedná se o tzv. **souhrnný index finanční důvěryhodnosti IN**.

Finanční analýza by měla být uspořádána tak, aby oceňovateli poskytla přesvědčivou argumentaci pro zodpovězení základních otázek pro přehlednost si je znovu připomeneme:

- z finančního hlediska **doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy,**
- **doplnit podklady pro stanovení rizika podniku**, pokud ve finančním hospodaření najdeme nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5 .

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha: C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

Otázky a úkoly

1) Jak se vypočítá rentabilita celkového kapitálu (r_{ck}) – vzorec po daních.

2) Kolik je ukazatelů likvidity, napište vzorce.

3) Kolik ukazatelů finanční analýzy obsahuje „rychlý test podniku“.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o Altmanově modelu.

Klíč k řešení otázek:

1) Viz výklad.

2) Viz výklad.

3) Bodovací metody.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 7: Generátory hodnoty podniku

Klíčové pojmy:

generátory hodnoty, tržby a jejich růst, provozní marže a daně, pracovní kapitál a jeho růst, dlouhodobý majetek a investice, diskontní sazba, způsob financování, horizont existence podniku

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **generátory hodnoty, principy, využití, základní rysy generátorů hodnoty.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:18 hodin

Výklad:

Finanční analýza jako důležitý nástroj finančního řízení je důležitou součástí metod oceňování podniku. Základním požadavkem kladeným na analýzu je komplexnost. V rámci oceňování plní **dvě základní funkce**, a to prověření finančního zdraví podniku (řeší se v 6. Kapitole) a **vytvoření základní struktury pro finanční plán.** Vytváří se pouze hlavní složky pro

finanční plán- pouze hlavní ukazatele, neboť jde o dlouhodobý vývoj oceňovaného podniku. Tyto podklady pro plán řeší **analýza a prognóza generátorů hodnoty.**

Generátory hodnoty jsou soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které vytváří a vymezují hodnotu podniku a obvykle se používají jako základ tvorba plánu pro výnosové metody.

Při oceňování se pracuje s těmito základními veličinami – generátory hodnoty:

1) tržby a prognóza vývoje do budoucna,

2) marže korigovaného provozního zisku,

3) investice do pracovního kapitálu,

4) investice do dlouhodobě provozně nutného kapitálu,

5) diskontní míra,

6) způsob financování,

7) doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (CF) –tedy doba existence podniku.

7.1. Vymezení generátorů hodnoty (GH) :

- jsou to tedy podnikohospodářské veličiny, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku:

Tržby a jejich růst.

Provozní marže a daně.

Pracovní kapitál a jeho růst.

Dlouhodobý majetek a investice.

Hodnoty , které se řeší jinak:

diskontní sazba,

způsob financování,

horizont existence podniku.

7.2. Význam generátorů hodnoty (GH) v oceňování podniku:

GH jsou veličiny, které hodnotu ovlivňují hlavním způsobem a je třeba se na ně soustředit a důkladně je analyzovat

Analýza GH přináší zasvěcenější pohled na minulost podniku a jeho vývoj v minulosti v hlavních oblastech finančního plánu

Prognóza GH je kostra finančního plánu a finanční plán ověřuje reálnost projekce GH

7.3. Postupy jejich prognózování

Tržby a jejich růst (prognóza)

Ze strategické analýzy z prognózy vývoje odvětví, z prognózy vývoje tržního podílu, z vývoje cen a plánu prodeje ve fyzických jednotkách se sestavuje plán budoucích tržeb ve formě prognózy. Tato prognóza je korigována z pohledu kapacitních možností podniku – zejména omezení výrobní kapacitou.

Provozní zisková marže:

Zisková marže úzce souvisí s rentabilitou investovaného kapitálu. Mimo vývoje tržeb a nákladů se má posuzovat i z pozice konkurenční struktury trhu –na něm existujících firem.

Je definována jako poměr:

=**Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) před odpisy a daněmi / Tržby (výkony)** - (bez vlivu prodeje investičního majetku)

Prognóza marže shora:

Jedná se o základní výpočet vycházející z minulého vývoje. Analyzuje historické faktory konkurenceschopnosti (konkurence, bariéry vstupu, substituční produkty, síla ve vztazích s okolím, a z toho vyplývající podíl a velikost přidané hodnoty na výkonech).Minulost KPVH přebírá z výkazů, dopočítává do ziskové marže. Na základě analyzování minulosti v souvislosti s tržbami analyzuje **faktory konkurenceschopnosti**.

Základní vliv na ziskovost podniku má **intenzita konkurence** závisí především na:

- počtu a struktuře odběratelů (zákazníků),
- počtu a struktuře přímých konkurentů,
- počtu a struktuře dodavatelů,
- stupni standardizace produktu,
- síle vazeb k dodavatelům a odběratelům,
- stabilitě poptávky
- růstu trhu,
- velikosti tržních bariér,
- možnosti použít substituty.

Pro přidanou hodnotu **není ani tak rozhodující faktická výkonnost podniku, ale spíše jeho ekonomická síla ve vztahu k dodavatelům a odběratelům.**

Ve vazbě na tyto analýzy prognózuje faktory konkurenceschopnosti a prognózuje ziskovou marži v procentech. Jde o odhad, jak budou minulé faktory působící na ziskovou marži působit v budoucnosti.

Prognóza marže zdola:

Postup výpočtu ziskové marže zdola vychází z historických provozních nákladových položek za více let. U nepřímá prognózy marže „zdola“ se vychází z analýzy a prognózy hlavních nákladů (nákladových položek), z prognózy tržeb se dopočítá korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) jako rozdíl nákladů a výnosů a z takto získaného KPVH a tržeb dopočítáváme ziskovou marži.

Oba způsoby je třeba sladit.

Dílčí závěr k prognóze ziskové marže:

Oceňovatel musí při plánování ziskových marží důkladně studovat konkurenční situaci s tím, že:

- Vysoká intenzita přímé konkurence bude snižovat ziskové marže a lze jí čelit jen tím, že podnik disponuje nějakou zásadní konkurenční výhodou.
- Druhým důležitým faktorem je poměr sil mezi podnikem a odběrateli na straně jedné a dodavateli na straně druhé.
- Je však třeba počítat s tím, že vysoká přidaná hodnota a z toho plynoucí zisky mohou přilákat do odvětví další společnosti.

7.4. Pracovní kapitál (WC)

Pro oceňování je nutné je nutné oproti finanční analýze(pracovní kapitál je definován jako oběžná aktiva – krátkodobý cizí kapitál) provést modifikaci na provozně nutný investovaný kapitál do aktiv provozně potřebných. Jedná se o tyto dvě zásadní modifikace:

Krátkodobý cizí kapitál se neodečítá od oběžných aktivit, od nichž ale odečítáme neúročený cizí kapitál.

Výpočet upraveného pracovního kapitálu je pak následující:

Krátkodobý finanční majetek (v označení platném od 1.1.2003)

+ Zásoby

+ Pohledávky

- Neúročené závazky

+ Časové rozlišení aktivní

- Časové rozlišení pasivní

= Pracovní kapitál

Všechny tyto položky započítáváme **jen v rozsahu provozně nutném.** Oceňovatel postupuje při oceňování tak, že zjišťuje náročnost růstu výkonů podniku na jednotlivé složky WC v minulosti (výpočet doby obratu ve dnech), zjistí hlavní příčiny (faktory) sledovaného vývoje (dodavatelské cykly, úroveň pojistných zásob, poskytování delší splatnosti pohledávek,…), odhadne působení zjištěných faktorů do budoucnosti a odhadne vývoj náročnosti výkonů na položky WC v budoucích létech. Zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky neprognózuje prostým odhadem tempa růstu podle minulosti, ale ve vazbě na prognózované výkony a obrátkovost těchto položek.

7.5. Dlouhodobý majetek a investice:

Existují 3 varianty přístupu k plánování dlouhodobý majetek (DM):

Globální přístup – v situaci pravidelné obnovy, pro výpočet koeficientu se bere investice brutto do provozně nutného DM. Analyzuje se náročnost minulého vývoje (Historické poměry) na **Dlouhodobý majetek - Investice/tržby** a **Dlouhodobý majetek/tržby** za víc let. Navazuje se prognózou poměrů ve spojení s prognózou tržeb do výsledku v Kč .

přístup podle hlavních položek – vychází se z konkrétního podnikového investičního plánu podle dle jednotlivých investičních akcí a projekt

přístup založený na odpisech - vychází se z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů nemůže stačit ani k přežití, natož k růstu.Analyzuje se poměr investice/odpisy historicky za víc let i za projekce dle předchozích dvou metod - měl by být dlouhodobě nad 1, aby podnik dlouhodobě přežil.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Rozhodněte, zda následující tvrzení jsou pravdivá (P) nebo nepravdivá (N):

a) U pracovního kapitálu jsou dvě modifikace pro oceňování .V praxi to obvykle znamená, že budeme odečítat krátkodobé závazky, ale nebudeme odečítat běžné bankovní úvěry (snižování aktiv o neúročené závazky je obecný princip, používaný hlavními výnosovými metodami DCF, EVA).
b) Generátory hodnoty jsou veličiny, které hodnotu neovlivňují hlavním způsobem.

c) Existují 3 varianty přístupu k plánování dlouhodobý majetek.

2) Vyjmenujte hlavní 4 generátory hodnoty.

3) Vyjmenujte položky pracovního kapitálu pro ocenění.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o výpočtu provozní ziskové marže.

Klíč k řešení otázek:

1) a) P

b) N

c) P

2) Viz výklad.

3) Viz výklad.

Kapitola 8: Sestavení finančního plánu (pro výnosové ocenění)

Klíčové pojmy:

Výsledovka, Rozvaha, Výkaz peněžních toků, Aktiva, Pasiva

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **postup při sestavování finančního plánu pro ocenění.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin

Výklad:

1.Kompletní finanční plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

výsledovka,

rozvaha,

výkaz peněžních toků.

2. zásadní odlišnosti oproti finančnímu plánu podniku

	Plán podniku	Plán pro ocenění
Období	=<3 roky	=<10 let
Hlavní	Rozvaha, výsledovka	FCF, CF
Uspořádání	Dle účetních výkazů	Provozní a neprovozní
Podrobnost	Dle účetních výkazů	Agregovaně
Metoda	Extrapolace	Projekce generátorů hodnoty

finanční výkazy se člení na **dvě** části :

- pro provozní majetek;

- pro neprovozní majetek.

Jádrem finančního plánu pro provozní majetek je **analýza a prognóza generátorů hodnoty,** sestavuje se na delší období 5-10 let, pracuje s agregovanými položkami a musí být komplexní, musí obsahovat i plán cash flow CF a FCF.

Finanční plán neprovozní je prognózách položek nesouvisejících s provozní činností – např. plán odprodejů nepotřebného majetku.

3. Základní postupy sestavení plánu

Rozdělení na provozní a neprovozní plán.

Provozní plán: dle analýzy a prognózy generátorů hodnoty (tržby,zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk, pracovní kapitál a investice).

Neprovozní plán: např. plán prodeje nepotřebného majetku, investice do cenných papírů apod.

Plán financování: nabírání a splácení dluhových instrumentů včetně úroků, změny vlastního kapitálu včetně výplat podílů na zisku.

4. Hlavní složky finančního plánu pro ocenění: Výsledovka, rozvaha, CF, FCF, finanční analýza plánu.

4.1.výkaz zisků a ztrát obsahuje plán výnosů,plán nákladů,plán rozdělení hospodářského výsledku, daně

4.2 rozvaha agregovaná –hodnocení majetkové a kapitálové struktury

plán aktiv - plán oběžných aktiv

- plán stálých aktiv (investiční program)

plán pasiv - krátkodobé cizí zdroje

- dlouhodobé zdroje (vlastní a cizí)

4.3. Plán peněžních toků (CF) – hodnocení finanční rovnováhy

- provozní činnost,

- investiční činnost,

- finanční činnost.

- plán FCF – bývá součástí plánu CF.

4.4. Finanční analýza plánu plánované hodnoty poměrových ukazatelů (zadluženost, likvidita, aktivita, rentabilita).

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

Otázky a úkoly

1) Vyjmenujte základní odlišnosti plánu běžného a plánu pro ocenění.

2) Jaké jsou hlavní složky plánu pro ocenění?

Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o plánu CF a FCF.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Klíč k řešení otázek:

1) Viz výklad.

2) Viz výklad.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 9: Metoda DCF - úvod do problematiky

Klíčové pojmy:

základní rysy výnosových metod, metoda DCF entity, metoda equity, metoda APV, peněžní toky, provozně nutný investovaný kapitál, metoda jednofázová, metoda dvoufázová, hodnota brutto, hodnota netto, pokračující hodnota

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **technika propočtu hodnoty podniku, jednofázová a dvoufázová metoda.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:18 hodin

Výklad:

1) Metoda DCF je jeden ze způsobů oceňování podniku výnosovou metodou. Tato metoda je z pohledu teorie označována **za základní metodu**. Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách. Rozlišujeme tři základní techniky:

1.1. metoda DCF entity (entity = jednotka, podnik oceňujeme jako celek – peněžní toky pro vlastníky a pro věřitele).

1.2.metoda equity (equity = vlastní kapitál):

1.3.metoda APV (adjusted present value = upravená současná hodnota)

Smyslem uvedených metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku resp. vlastního kapitálu (VK). Uvedené metody se liší podle toho jakým postupem k hodnotě VK dojdeme.

Metodu DCF entity – tedy ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku – dle praxe i odborné literatury lze považovat za základní metodu.

Peněžní toky

Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Z hlediska specifikace peněžního toku rozlišujeme následující možnosti podle toho, pro koho je peněžní tok určen:

FCFF – free cash flow to the firm entity, metoda pracuje s volnými hotovostními toky směrem k vlastníkům i věřitelům kapitálu;

FCFE – free cash flow to the equity, peněžní tok směrem k vlastníkům kapitálu (akcionářům);

EVA (economic value added) – představuje peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství.

Volný peněžní tok u metody DCF představuje peněžní tok, který mohou vlastníci a věřitelé z podniku odčerpat (např. použít jej na splátky úvěrů, vyplatit jej ve formě dividend), aniž by byl narušen očekávaný vývoj podniku. Jak už bylo řečeno, volný peněžní tok odpovídá očekávaným výnosům a u DCF entity se počítá volnými hotovostními toky směrem k vlastníkům - cash flow (CF) pro vlastníky i k věřitelům kapitálu - cash flow (CF) pro věřitele (úroky a splátky jistin).

Provozně nutný investovaný kapitál, jeho vymezení, význam a využití při oceňování podniku:

Potřeba stanovení provozně nutného investovaného kapitálu vyplývá z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření a k tomuto základnímu podnikatelskému zaměření potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře vč. přiměřených kapacitních rezerv. Všechna ostatní aktiva pak nejsou pro toto základní podnikatelské zaměření nezbytná. Pokud

má podnik více aktivit, pak se oceňuje každá jednotka samostatně a celý podnik pak jako součet ocenění těchto jednotek.

Rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná, tj. určení provozně nutného investovaného kapitálu, je důležité provádět u většiny metod ocenění podniku. Provozně nutný investovaný kapitál pak odpovídá **provozně nutným aktivům** a podnik je oceňován nikoli na úrovni bilanční sumy, ale na **úrovni majetku, který generuje stabilní příjmy v rámci hlavní činnosti podniku, tj. na úrovni provozně nutného investovaného kapitálu.**

U většiny metod pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to možné, je potřeba rozdělit aktiva podniku na:

- **provozně nutná** (podnik je nezbytně potřebuje pro své základní podnikání);

- **provozně nepotřebná** (je nutné zároveň oddělit i výnosy a náklady spojené s těmito nepotřebnými aktivy).

Po rozčlenění aktiv vyčíslíme pro minulé roky kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných, t.j. **provozně nutný investovaný kapitál,** který se počítá takto:

Provozně nutná oběžná aktiva

+ Časové rozlišení aktivní (provozně nutná)

– Neúročené závazky (krátkodobé) vztahující se k provozně oběžným aktivum

– Pasivní časové rozlišení provozní povahy

= Provozně nutný investovaný kapitál

Provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva.

Investovaný kapitál - z účetního pohledu:

na straně pasiv ze zpoplatněného kapitálu (vlastní kapitál plus úročený cizí kapitál),

na straně aktiv z dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Kapitál podniku je vyjádřen v pasivech rozvahy:

1) vlastní kapitál, 2) cizí úročený kapitál, 3) rezervy (nákladové), 4) závazky, 5) časové rozlišení.

Výchozím bodem je **rozvaha, kterou upravíme vždy ve dvou krocích:**

určíme náklady na tento investovaný kapitál,

rozčleníme aktiva na provozně nutná a nepotřebná.

Investice do provozně nutného investovaného kapitálu by měly být realizované ty, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu.

Volné peněžní toky pro metodu DCF entity:

Určujeme, kolik peněz je možno odčerpat z podniku bez narušení jeho předpokládaného rozvoje. Východiskem je produkce peněz v podniku, tj. provozní peněžní tok **mínus** investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti = **volné cash flow (free cash flow = FCF):**

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)

– Upravená daň z příjmů (=$KPVH_D$ x daňová sazba)

= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH_D$)

+ Odpisy

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

= Předběžný peněžní tok z provozu

– Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)

– Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)

= Volný peněžní tok (FCF)

Na FCF jsou založeny metody používané při oceňování podniků. Východiskem pro tyto metody je vždy volný peněžní tok (FCF), jehož výpočet se však pro různé používané metody liší.

Pro metodu DCF entity se peněžním tokem rozumí prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům (převážně na dividendy) a věřitelům (na splátky půjček a úroků), tj. z pohledu všech investorů poskytujících podniku explicitně zpoplatněný kapitál. Obvykle se používá pojem volné peněžní toky do firmy **(FCFF – free cash flow to firm).**
FCFF počítáme **nepřímou metodou**, tj. vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření - používá se i výraz EBIT (earnings efore interest and tax).

Klasický výpočet :

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)

+ Odpisy (*provozně nutného majetku*)

+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv)

- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu

- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Pracujeme s **investicemi brutto** do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Zkrácený výpočet, využívající **investice netto**, tj. investice snížené o odpisy:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)

+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv)

- Investice netto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Technika propočtu hodnoty podniku metodou DCF :

metoda jednofázová:

Předpokládá „ going koncern“. Počítá se celková hodnota (Hb = hodnota brutto) na základě diskontování současné hodnoty FCFF. Ve druhém kroku se vypočte hodnota netto

Hn = Hb - úročený cizí kapitál (CK) ke dni ocenění . Výsledná hodnota vlastního kapitálu je

H= Hn + hodnota neprovozních aktiv.

Výpočet Hb v prvním kroku je takto:

$Hb = \text{suma } FCFt/(1+ik)^t$

kde: FCFt = volné cash flow v roce t

ik = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let existence podniku

metoda dvoufázová:

Vychází z rozdělení budoucího období na dvě fáze. První fází je období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu CF pro jednotlivé roky, druhá fáze je pak období od první fáze do nekonečna.

$Hb=suma\ FCFt/(1+ik)^t+PH/(1+ik)^T$

kde: FCFt = volné cash flow v roce t = (1 až T)

ik = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra) na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

výsledná hodnota=Hn + neprovoz. aktiva

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Rozhodněte, zda následující tvrzení jsou pravdivá (P) nebo nepravdivá (N):

a) Nejčastějšími **provozně nepotřebnými aktivy** (nejsou nezbytně nutná pro základní podnikání) jsou:

- krátkodobý finanční majetek;
- krátkodobé cenné papíry;
- provozně nepotřebné peníze ;
- dlouhodobý finanční majetek pokud nemá charakter strategických investic za účelem spojení podniků;
- ostatní nemovitosti, které neslouží základní podnikatelské činnosti;
- pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku;
- majetek provozně málo využitelný, např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky;
- majetek, který sice slouží k hlavní podnikatelské činnosti, ale podnik ho má v nadbytečném množství.

b) FCFF se může počítat pouze jedním způsobem.

2) Která je základní výnosová metoda pro oceňování podniku?

3) Vyjmenujte tři varianty metody metody DCF.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o jednofázové a dvoufázové metodě výpočtu hodnoty podniku metodou DCF entity.

Klíč k řešení otázek:

1) a) P

b) N

2) Metoda DCF entity.

3) Viz výklad.

Kapitola 10: Varianty metody DCF

Klíčové pojmy:

metoda DCF entity, metoda equity, metoda APV, peněžní toky, potřebný a nepotřebný majetek, provozně nutný investovaný kapitál, metoda jednofázová, metoda dvoufázová, hodnota brutto, hodnota netto, pokračující hodnota

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **výhody a nevýhody jednotlivých variant metod DCF.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Výklad:

1. Metoda DCF je jeden ze způsobů oceňování podniku **výnosovou metodou.** Tato metoda je z pohledu teorie označována za základní metodu. Metoda DCF se vyskytuje ve více variantách. Rozlišujeme **tři základní techniky**:

1.1. metoda DCF entity = jednotka zde označuje podnik jako celek (entity = jednotka), podnik oceňujeme jako celek – peněžní toky pro vlastníky a pro věřitele).

Výpočet probíhá ve dvou krocích:

- **První krok** je ocenění majetku z pohledu investora (akcionáři a věřitelé).Vyjdeme z peněžních toků, které byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku - **hodnotu brutto $H_{b.}$**

- V **druhém kroku** odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu - **hodnota netto H_n).**

1.2. metoda equity = vlastní kapitál:

Oceňujeme pouze peněžní toky, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku, jejich **diskontováním** získáme přímo **hodnotu vlastního kapitálu $H_{n.}$**

1.3. metoda APV = upravená současná hodnota (adjusted present value)

Tato metoda je zatím u nás nejméně využívána, výpočet probíhá ve dvou krocích:

-**První krok** se zjišťuje hodnota podniku brutto (H_b) se zjišťuje jako součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení (nezadlužená firma) a k této hodnotě se přičítá současná hodnoty daňových úspor z úroků (hodnota daňového štítu).

- V **druhém kroku** se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je netto hodnota (Hn).

Smyslem uvedených metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku resp. vlastního kapitálu (VK). Uvedené metody se liší podle toho jakým postupem k hodnotě VK dojdeme.

Zásadně se mezi sebou liší vymezením volných peněžních toků a diskontní míry a rovněž bezprostředním výsledkem, který vyplyne z diskontování volných peněžních toků.

Smyslem uvedených metod je zjistit hodnotu čistého obchodního majetku resp. vlastního kapitálu (VK). Uvedené metody se liší podle toho jakým postupem k hodnotě VK dojdeme.

Metodu DCF entity – tedy ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku – dle praxe i odborné literatury lze považovat za základní metodu.

2. Postup při použití metod DCF:

2.1. Provozní a neprovozní majetek.

Majetek (rozvaha strana **aktiv**) rozlišujeme na provozní a neprovozní. **Provozně potřebná aktiva** jsou aktiva, která jsou **nezbytná** pro tu část podnikání, kterou oceňujeme - základní podnikání. Ostatní aktiva nejsou nezbytně nutná pro základní podnikání a nazýváme je provozně nepotřebnými aktivy. Nejčastějšími **provozně nepotřebnými aktivy jsou:**

- krátkodobý finanční majetek;
- krátkodobé cenné papíry;
- provozně nepotřebné peníze;
- dlouhodobý finanční majetek pokud nemá charakter strategických investic za účelem spojení podniků;
- ostatní nemovitosti, které neslouží základní podnikatelské činnosti;
- pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku;
- majetek provozně málo využitelný, např. nepotřebné zásoby, nedobytné pohledávky;
- majetek, který sice slouží k hlavní podnikatelské činnosti, ale podnik ho má v nadbytečném množství.

Důvody pro vyčlenění neprovozního majetku jsou odlišná rizika a využitelnost oproti provozně potřebnému majetku, nebo jiné metody oceňování (např. pozemky).

2.2. investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv vyčíslíme pro minulé roky kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných. Pro tuto veličinu se často používá pojem **provozně nutný investovaný kapitál.**

Provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný **upravený pracovní kapitál** a **provozně nutná dlouhodobá aktiva**.

Provozně nutný **upravený pracovní kapitál** vypočteme jako:

1) Provozně nutná oběžná aktiva

1) + Časové rozlišení aktivní (provozně nutné)
2) – Neúročené závazky (krátkodobé) vztahující se k provozně oběžným aktivům
3) – Pasivní časové rozlišení provozní povahy
4) = Provozně nutný investovaný kapitál

Investovaný kapitál z účetního pohledu:

a) na straně pasiv ze zpoplatněného kapitálu (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál),
b) na straně aktiv z dlouhodobého majetku + upraveného pracovního kapitálu (jedná se o dlouhodobý kapitál, kterým kryjeme část oběžných aktiv)

Základní **zdroje kapitálu** jsou (je vyjádřen v pasivech rozvahy) vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, rezervy (nákladové), závazky (včetně dohadných položek), časové rozlišení pasivní.

Pracovní kapitál je v běžném pojetí chápán jako ta část oběžných aktiv, která je financována pomocí **dlouhodobého kapitálu** (vlastního i cizího). Počítá se obvykle takto:

Pracovní kapitál = Oběžná aktiva – Krátkodobé závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Zvyšuje se o časové rozlišení aktivní a snižuje se o časové rozlišení pasivní.

V tomto kontextu je pak nutné také upravit výsledek hospodaření, kdy základem pro výpočet volných peněžních toků je **pouze výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.**

2.3. Volné peněžní toky:

Potřebujeme určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v podniku, tj. provozní peněžní tok **mínus** investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních tok v budoucnosti = **volné cash flow (free cash flow = FCF).**

metoda DCF entity :

FCFF počítáme **nepřímou metodou**, tj. vycházíme z korigovaného provozního výsledku hospodaření - používá se i výraz EBIT (earnings efore interest and tax).

Klasický výpočet :
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
+ Odpisy (*provozně nutného majetku*)
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv)
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku

= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Pracujeme s **investicemi brutto** do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Zkrácený výpočet, využívající **investice netto,** tj. investice snížené o odpisy:

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv)
- Investice netto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

1. + Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2. – Upravená daň z příjmů (=$KPVH_D$ x daňová sazba)
3. = Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH_D$)
4. + Odpisy
5. + Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6. = Předběžný peněžní tok z provozu
7. – Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8. – Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9. **= Volný peněžní tok (FCF) – obecnější vyjádření**

DCF ekvity:

– metoda dvoukroková – vychází se z finančních prostředků, které jsou k **dispozici vlastníkům**, tj. teoreticky dividendy, obecněji výplaty podílů na zisku vlastníkům(rozdělení zisků vlastníkům). Používá se označení **FCFE – free cash flow to equity:**

Úplný výpočet :	Zkrácený výpočet :
Korigovaný prov.výsl.hosp.před daní	Volné peněžní toky do firmy (FCFF)
– Nákladové úroky	– Nákladové úroky * (1- daňová sazba)
= Korigovaný výsledek hosp.před daní	– Splátky úročeného cizího kapitálu
- Upravená daň připadající na korig. VH	+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu
= Korigovaný výsl.hosp.po dani (tj. korigovaný VH pro vlastníky)	**= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)**
+ Odpisy	
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákl.rezerv)	
– Investice do provozně nutného prac. kap.	
– Investice do provz. nutného dlouh. maj.	
– Splátky úročeného cizího kapitálu	
+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu	
= **Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)**	

metoda DCF APV:

Vycházíme z **peněžních toků pro firmu FCFF** se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu. Je metodou dvoukrokovou. Specifická tím, že hodnota bruto je složena ze dvou částí:

1) Zvlášť se počítá s výnosovou **hodnotou nezadlužené firmy** na základě volných peněžních toků do firmy diskontovaných **nezadluženými náklady vlastního kapitálu:** hypoteticky se předpokládá, že všechna aktiva (provozně nutná dlouhodobá aktiva a pracovní kapitál) byla kryta pouze vlastním kapitálem, pak:

-peněžní toky jsou rovné **volný peněžním tokům do firmy (FCFF),**

- diskontní míra za hypotetické situace financování pouze vlastním kapitálem odpovídá nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení $n_{VK(n)}$ - žádné finanční riziko.

2) Přičítá **hodnota daňového štítu** plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem. Základní problém metody je, jak odhadnout ten daňový štít.

Peněžní toky v tomto případě tvoří úspory na daních v jednotlivých letech, které vypočteme jako součin nákladových úroků a daňové sazby

Roční daňový štít = $CK_{t-1} * n_{CK} * d$.

kde: CK_{t-1} – úročený cizí kapitál k počátku roku t

n_{CK} - náklady cizího kapitálu v procentech (tj. úroková míra z CK)

($CK * n_{CK}$ jsou tedy nákladové úroky v absolutním vyjádření)

d – sazba daně z příjmů

Hodnota brutto = Nezadlužená firma + daňový štít

3. Porovnání metod, výhody V a nevýhody N

3.1.metoda DCF entity

V: - nejvíce používaná (i ve světě)

- vhodná pro ocenění i vnitropodnikových jednotek

- vhodná pro ocenění jako celku, když nechceme do hodnoty promítat dluhy a úvěry podniku

- ocenění interních podnikových jednotek, na které není možné alokovat konkrétní dluhy a úvěry

- ocenění při stabilní kapitálové struktuře

N: - obtížnější propočet pro nestabilní kapitálovou strukturu

3.2. metoda DCF equity

V: - přímo kalkuluje změny zadlužení a úroky. Je tak přímo počítána shareholder value

-přímo kalkuluje změny zadlužení a úroky

N: -nutnost znát finanční politiku podniku

-problém přepočtu nákladů vlastního kapitálu při změnách zadlužení

3.3 metoda DCF APV

V: - omezení problémů s kapitálovou strukturou v tržní hodnotě

-podrobnější vhled do hodnoty podniku – oddělení vlivu financování a daní na hodnotu podniku

-považuje se za standard

N: -odhad nákladů kapitálu při nulovém zadlužení

-správné určení diskontní míry při diskontaci daňového štítu

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

Otázky a úkoly

1) Napište postup výpočtu pro upravený pracovní kapitál.

2) Napište postup pro zkrácený výpočet pro volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE).

3) Napište vzorec pro roční daňový štít.

Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o výhodách a nevýhodách uvedených výnosových metod.

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Klíč k řešení otázek:

1) Viz výklad.

2) Viz výklad.

3) Viz výklad.

Kapitola 11: Pokračující hodnota podniku (výnosové metody)

Klíčové pojmy:

pokračující hodnota (PH), Gordonův vzorec, parametrický vzorec, očekávaná rentabilita nových (čistých) investic r_I, m_I je míra investic

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **porovnání parametrického vzorce a Gordonova vzorce.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:10 hodin

Výklad:

Pokračující hodnota PH řeší délku časového horizontu při technice propočtu hodnoty podniku metodou DCF, kterou řešíme propočet současné hodnoty podniku k datu ocenění. Vycházíme z předpokladu, že známe prognózu FCF (je součástí finančního plánu pro ocenění) a existuje odhad diskontní míry (představuje náklady na kapitál). Výnosová hodnota podniku je součtem budoucích diskontovaných volných peněžních toků generovaných **provozně potřebnými aktivy** podniku. Při ocenění výnosovými metodami se

ale předpokládá „going concern“, tzn., že podnik bude fungovat, resp. generovat příjmy nekonečně dlouho. Pro takové období je pak nemožné plánovat peněžní toky na jednotlivé roky. Tento problém je obvykle řešen dvoufázovou metodou, kdy:

- 1. fáze zahrnuje období, po které je **vypracována prognóza** volných peněžních toků v jednotlivých letech (doporučené období je 5-7 let)

- 2. fáze zahrnuje období od konce 1. fáze do nekonečna

Hodnota podniku za období 2. fáze je pak označována jako **pokračující hodnota (PH).**

Pro druhou fázi se dává jako předpoklad pro uplatnění vhodného modelu stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota je tedy současnou hodnotou této nekonečně rostoucí časové řady peněžních toků ve 2. fázi.

Pro výpočet pokračující hodnoty v čase T lze použít **Gordonův vzorec**:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T je poslední rok 1.fáze
i_k je kalkulovaná diskontní míra
g je tempo růstu

Podmínkou platnosti Gordonova vzorce je, aby bylo $i_k > g$

1. Parametrický vzorec

Výnosová metoda výpočtu pokračující hodnoty, jedná se o vzorec, který pracuje s dvěma základními faktory (generátory) hodnoty:

- **tempo růstu g** korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně
- **očekávaná rentabilita nových (čistých) investic r_I**. Jedná se o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

$$Pokračující_hodnota = \frac{KPV_{T+1}\left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

nebo v jiné podobě

$$PH_T = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - m_I)}{i_k - g}$$

kde: m_I je míra investic

$m_I = \frac{g}{r_I}$, kdy r_I je předpokládaná rentabilita investic ve 2.fázi

Preferovanou variantou výpočtu pokračující hodnoty je parametrický vzorec, protože Gordonův vzorec zohledňuje pouze jeden z generátorů hodnoty, kterým je tempo růstu, a nedokáže zcela postihnout investice, které jsou pro udržení daného tempa růstu nezbytné. Ty jsou obsaženy ve vzorci parametrickém.

Pokračující hodnota je stanovena vždy k začátku 2.fáze, proto je nutné ji dále diskontovat k datu ocenění.

1.1. Způsoby odhadu jednotlivých parametrů

tempo růstu g

pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Vychází ze souvislosti mezi vývojem podniku a vývojem NH vyjádřeným tempem růstu HDP. Doporučený postup: základ je tempo růstu tržeb, HDP je horní mez (v běžných cenách do 6%,ve stálých – s inflací –do 3 %), inflace dolní mez, tempo růstu tržeb je odvislé od dlouhodobého tempa růstu trhu, dále o vývoje tržeb v minulosti a v 1. fázi

rentabilita investic pro druhou fázi

odvozujeme v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu . Aby podnik tvořil novou hodnotu,musí být rentabilita investovaného kapitálu vyšší než náklady kapitálu.

korigovaný provozní výsledek hospodařeni pro první rok druhé fáze

nejjednodušším postupem je vynásobit korigovaný provozní zisk z posledního roku první fáze indexem růstu odhadnutým na základě zvoleného tempa růstu, ale pouze v případě, že

v posledním plánu již skutečně byla dosažena stabilizovaná zisková marže, která bude platit i pro druhou fázi. Zisk by neměl být ovlivněn žádnými jednorázovými vlivy.

volný peněžní tok pro první rok druhé fáze a s ním související míra investic

odhad získáme, když projektovaný korigovaný provozní zisk pro první rok druhé fáze snížíme o odhadované investice netto.

2. Porovnání s Gordonovým modelem

Parametrický vzorec je rozvinutím Gordonova vzorce. Při správné volbě parametrů dávají

stejné výsledky

$$Pokračující_hodnota_v_čase_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

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

FCF = volný peněžní tok

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Napište Gordonův vzorec.

2) Napište parametrický vzorec.

3) Napište vzorec pro rentabilita investic $r_{I.}$.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o faktorech tvorby hodnoty pro parametrický vzorec.

Klíč k řešení otázek:

1) Viz výklad.

2) Viz výklad.

3) r_I rentabilita investic= přírustek provozního zisku KPVH po daních / přírustek investic netto

Kapitola 12: Kalkulovaná úroková míra

Klíčové pojmy:

diskontní míra pro metodu DCF , WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, náklady na vlastní kapitál,metoda CAMP

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **WACC – průměrné vážené náklady kapitálu, náklady na vlastní kapitál,metoda CAMP.**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:10 hodin

Výklad:

Kalkulovaná úroková míra při metodě DCF = **diskontní míra**. Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá **faktor času a faktor rizika**.

Diskontní míra tedy je:

- 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.

Při hledání diskontní míry vlastně hledáme srovnatelnost mezi investicí do podniku a alternativní investicí do jiné formy podnikání, zejména na kapitálovém trhu (výnosové metody). Tato srovnatelnost je posuzována z hlediska rizika, doby investování a likvidity. V této souvislosti je třeba rozlišovat diskontní míru a míru kapitalizace (Kapitalizační míra = diskontní míra – tempo růstu). Ve vztahu k riziku se vychází z bezrizikové míry upravené o jistou míru rizika. U investorů bez možnosti diverzifikace je třeba kalkulovat do rizikové přirážky riziko celé, tj. systematické (vazba k faktorům ovlivňující celý kapitálový trh) i specifické riziko.

Při oceňování podniku vycházíme z vymezení základních bází hodnoty, kterým bude odpovídat i **použitá diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) i_k – hledaná báze má dopad na způsob kalkulace diskontní míry $i_{k.}$**

Při oceňování používáme různé způsoby určování diskontní míry :

- u tržní hodnoty – diskontní míry musí vycházet z kapitálového trhu (CAPM), nebo z trhu s podniky (pokud existuje srovnatelnost s podobnými subjekty a známe jejich ocenění),

- u investičního ocenění – expertní odhad, stavebnicová metoda, požadavek investora,

- objektivizovaná hodnota – nesporná data.

Na způsob kalkulace diskontní míry $i_{k.}$ má vliv **typ investora** – schopný/neschopný diverzifikace.

Diskontní míra pro metodu DCF

Postup určení diskontní míry závisí na variantě metody DCF. Podle metody oceňování se používají následující diskontní míry:

- **DCF entity** – diskontní míra se stanoví na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (WACC),

- **DCF equity** – diskontní míra je daná **odhadem nákladů na VK** (vlastní kapitál) při konkrétní úrovni zadlužení,

- **DCF APV -** diskontní míra se stanoví na **úrovni nákladů VK** při nulovém zadlužení, při výpočtu **daňového štítu náklady cizího kapitálu**.

DCF entity – výpočet WACC – průměrných vážených nákladů kapitálu:

$$\mathbf{WACC = n_{CK}\,(1\text{-}d) * CK/K + n_{VK(Z)} * VK/K}$$

Kde: CK - cizí kapitál – tržní hodnota- pouze úročeného, do CK nezahrnujeme neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že tyto platby jsou zahrnuty v provozních peněžních tocích.

VK - vlastní kapitál- tržní hodnota

K = VK+CK, investovaný provozně nutný kapitál

n_{CK} - náklady cizího kapitálu

$n_{VK(Z)}$ - náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení

d - sazba daně z příjmu

Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu je následující:

1. Určíme váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu.
2. Určíme náklady na cizí kapitál.
3. Určíme náklady na vlastní kapitál.
4. Propočteme průměrné vážené náklady kapitálu .

ad1) Váhy jednotlivých složek kapitálu

- určíme váhy složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu – CK/K a VK/K. Musí se dbát na **změnu kapitálová struktury**, kterou zjišťujeme na základě **tržních hodnot**.

Řešení cílová struktury kapitálu je možné dvěma základními způsoby: **orientačními odhady** struktury kapitálu v tržních hodnotách pro budoucí období nebo **iterační postupem**.

ad2) Náklady na cizí kapitál -vypočítáme jako **vážený průměr z efektivních úrokových sazeb** – všechny placené cizího kapitálu (úroky, disážio a další výdaje).

Pro výpočet efektivní úrokové míry platí vzorec:

$D = \sum U_t (1-d) + S_t / (1+i)^t$

D=čistá částka peněz získaná výpůjčkou

Ut=úrokové platby

St=splátka dluhu za dohodnutý časový interval

i=hledaná úroková míra, pro kterou je rovnice splněna a která vyjadřuje výši efektivního úroku

n=počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu

Jedná se v podstatě o obecný zápis výpočtu výnosu do doby splatnosti dluhu, který můžeme použít pro jakýkoli typ úročeného cizího kapitálu! Vypočteme tím již náklady očištěné o daň!

ad3) Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. Když chceme určit, kolik takový vlastní kapitál stojí, nejčastěji se používá metoda CAPM (model oceňování kapitálových aktiv).

Model CAPM

Mezi důležité prvky patří tzv. přímka cenných papírů, která odvozuje očekávanou výnosnost cenných papírů (CP) od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu. Pro očekávanou průměrnou výnosnost CP tedy platí:

$E(R_A) = R_f + [E(R_m) - r_f]*\beta_A$

Očekávaná výnosnost cenného papíru A tedy závisí na bezrizikové úrokové míře R_f , prémii za tržní riziko $E(R_m) - r_f$ a faktoru β. Beta se jediná váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost je použita jako náklad VK. Parametr Beta se vypočítá jako kovariance mezi výnosem papíru A a výnosem tržního portfolia/riziko tržního portfolia vyjádřené směrodatnou odchylkou^2.

Historické Beta - odhad koeficientu β (jediný faktor, který se váže ke kokrétnímu podniku) se uvažuje z minulého vývoje. Musí se zjistit regresní závislost mezi výnosy akcie o-ceňovaného podniku a výnosy trhu jako celku a použít sklon regresní křivky jako parametr β. β pak můžeme konkrétně vypočítat jako podíl kovariance mezi výnosem trhu a akcie a rozptylu výnosnosti trhu .

$\beta = COV(Rm,Ri)/S^2_m$

Analogie – použijeme β podobných podniků, které jsou obchodovány a jejichž činnost není diverzifikovaná. Musíme však dát pozor na případné odlišnosti v obchodním riziku a odlišnosti ve finančním riziku, které závisí na kapitálové struktuře. Vliv případných odlišností v obchodním riziku se do β promítá expertním odhadem. **Vliv kapitálové struktury**, tj. vliv **výše zadlužení na β** podniku můžeme vyjádřit tímto vztahem:

$\beta = \beta_N*(1+(1-d)*CK/VK) - \beta_{CK} * (1-d) * (CK/VK)$, *kde*

β_Z = β vlastního kapitálu u zadlužené firmy (tzv. spekulované beta)

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tzv. nespekulovatelné beta)

β_{CK} = β pro cizí kapitál

D = sazba daně z příjmů

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

β_N by mělo být závislé na odvětví a provozní páce. B_{CK} většinou považujeme za nulové. Potom:

$$\beta_Z = \beta_N * (1+(1-d) * CK/VK)$$

Kapitálová struktura, tj. podíl vlastního a cizího kapitálu musí být vyjádřena v tržních hodnotách!

Odhad β na základě analýzy faktorů

Formálně se zachovává základní struktura modelu CAPM, koeficienty B však prognózujeme bez propočtů jejich historických hodnot. Tento postup může být použit:

- Pro „nezávislou“, tedy na historická data se neválící prognózu koeficientu β

- Pro expertní úpravu historických β

- Pro úpravu β v rámci metody analogie

a) Jaké faktory působí na koeficient β ?

-oblast podnikání – trh a tržní podmínky

- provozní páka – podíl fixních nákladů na nákladech celkových. Při výkyvech výkonů je variabilita zisků tím větší, čím větší je podíl FN.

finanční páka – je dána poměrem úročeného CK a VK. Větší podíl CK má za následek i vyšší podíl fixních plateb. Zadlužení tedy působí podobně jako podíl finančních nákladů FN u provozní páky.

b) prognóza β

-na základě fundamentálních faktorů

-na základě analýzy provozního a finančního rizika

Závěry k CAPM:

Tento model představuje zatím jediný teoreticky podložený a zároveň uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění.

Doporučujeme základní rovnici naplnit daty z USA a upravit o aktuální riziko země:

$n_{VK} = R_f + \beta * RPT + RPZ$

r_f = aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů v USA

β = odvětvové β přenesené z amerického nebo jiného kap.trhu a upravené o zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT = riziková prémie kapitálového trhu (dop. z trhu USA)

RPZ = riziková prémie země

Základní rovnice se ještě modifikuje o různé přirážky (za malou společnost, za nejasnou budoucnost, za nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů)

Takže:

$n_{VK} = R_f + B * RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$

Stavebnicová metoda (kromě CAPM je tu ještě metoda jiná):

Základní schéma vyhlíží takto:

Výnosnost „bezrizikových“ CP (tj. desetiletých státních dluhopisů)

+ přirážka za riziko

= Kalkulovaná úroková míra

Jedná se o subjektivní, nikoli tržní ohodnocení rizika.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy.* 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2.

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Vyjmenujte jaké faktory působí na koeficient β.

2) Napište vzorec průměrných vážených nákladů kapitálu.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Zamyslete se nad rozdíly pojetí modelu CAMP a stavebnicové metody.

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz výklad.*

2) *Viz výklad.*

Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Kapitola 13: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Klíčové pojmy:

metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV), analytická metoda, paušální metoda

Cíle kapitoly:

- **znalost základní terminologie;**
- **orientace v teoretických přístupech;**
- **základní postupy metody kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).**

Čas potřebný ke studiu kapitoly:10 hodin

Výklad:

1. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (KČV)

Jedná se o **výnosovou metodu.**Vychází z toho, že čistý výnos je rozdíl mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Prakticky tedy stejné jako metoda DCF equity. V případě použití peněžních toků je však třeba přezkoušet, jestli je opravdu můžeme rozdělit mezi vlastníky (zároveň se vypočítá VH za běžné období a ověří se, jestli to stačí na rozdělení podle zákona a je to v souladu s peněžními toky).

Čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření, z rozdílů nákladů a výnosů (upravených). Metoda KČV je vhodná, pokud do dostatečné míry nejsme schopni plánovat investice dlouhodobě s dostatečnou přesností, ztrácí se tak výhoda metody DCF. Pak se v tomto případě **plánované investice promítají do ocenění prostřednictvím odpisů.**

Zásady pro oceňování metodou KČV :

Pro ocenění je určující jeho účel.

Podnik je třeba oceňovat jako hospodářskou jednotku.

Princip rozhodného dne.

Ocenění provozně nutného majetku.

Oddělené ocenění neprovozního majetku.

Zásada transparentnosti posudku.

Vlastní postup při metodě KČV:

Obdobný jako u všech výnosových metod:

Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku

Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce ČV

Odhad kalkulované úrokové míry

Vlastní propočet výnosové metody a to:

- Analytickou metodou nebo;
- Paušální metodou.

a) ANALYTICKÁ METODA – základní metoda

Výnosové ocenění je **postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování.** Očekávaný výnos z podniku kalkulujeme z upravených budoucích výsledků hospodaření – sestavení finančního plánu.Obdobná jako metoda DCF equity, kde však očekávanou hodnotu podniku kalkulujeme z peněžních toků.

Postup se liší podle toho, zda jde o subjektivní nebo objektivizované ocenění. Při objektivizovaném vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů (skutečné, účetní politikou nejméně ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku). Máme-li tedy k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokládáme-li trvalou existenci podniku, můžeme použít dvoufázovou nebo třífázovou metodu. Pro dvoufázovou metodu platí:

$$H_n = \sum ČV_t /(1+i_k)^t + TČV/i_k * 1/(1+i_k)^T$$

Pro třífázovou:

$$H_n = \sum ČV_t /(1+i_k)^t + \sum ČV/(1+i_k)^t + TČV/i_k * 1/(1+i_k)^{m+n}$$

1.fáze 2.fáze 3.fáze

První fáze je pojímána shodně jako u metody dvoufázové – čistý výnos v každém roce je zjištěn ze sestaveného finančního plánu. Ve druhé fázi předpokládáme, že ČV poroste určitým tempem. Nejsou tedy již sestavovány celé plány, ale ČV se odhadne jako ČV v předcházejícím roce zvýšený o odhadnuté tempo růstu. V této přechodné fázi tedy lze použít v každém roce jiné (například postupně klesající) tempo růstu. Fáze třetí je vzdálené období, o

kterém nemůžeme říci nic přesného. Pro jednoduchost proto ve třetí fázi předpokládáme stabilní výši čistého výnosu.

Pokud má podnik omezenou životnost, pak počítáme hodnotu jako:

$H_n = \sum ČV_t /(1+i_k)^t + L_T/(1+i_k)^n$

L_T = likvidační hodnota podniku ke konci roku T (na úrovni hodnoty VK – tedy likvidační hodnota aktiv snížená o veškeré existující závazky k datu likvidace)

b) PAUŠÁLNÍ METODA

Metoda paušální – je odlišná od ostatních výnosových metod.

- **je založena na analýze minulých výsledků a jejich prognóze do budoucnosti**

- pro podniky s určitou minulostí, obtížně predikovatelnou budoucností, není očekáván budoucí růst spíš setrvalý stav. Pro případy, kdy je jakákoli prognóza obtížná, používá se tato metoda. Týká se to především podniků s nejasnou budoucností. Například podniky pracující na zakázku – mohou jak dále růst, tak ukončit činnost

Kdy je metoda použitelná:

-odhad dolní hranice výnosové hodnoty,

-kde je obtížně predikovatelná budoucnost,

-nepřepokládají se výrazné růstové tendence,

-vhodná pro objektivizované ocenění.

Základní podmínky použití:

-není ohrožena existence podniku,

-oceňovatel věří v tvorbu TČV k rozdělení i v budoucnu.

Vlastní postup je:

- Analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření.

- Z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, a to jako vážený průměr těchto upravených čistých výnosů:

Trvale odnímatelný ČV: $\sum q_t * ČV / \sum q_t$

Vynásobíme jednotlivé čisté výnosy (ČV) vahami q_t a pak vydělíme součtem vah.

Zpracujeme výhled podniku do budoucnosti a posoudíme, zda je trvale schopen dosahovat alespoň stejný trvalý čistý výnos jako za minulé roky.

Určíme kalkulovanou úrokovou míru. U paušální metody je třeba očistit o inflaci, protože se počítá se stálými cenami, zatímco u dluhopisů je to nominální výše. Výpočet kalkulované úrokové míry i_k (KÚM) je tedy:

+Aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů

-předpokládaná inflace

+ riziková přirážka

= KÚM pro paušální metodu

Vypočítáme výnosovou hodnotu podniku – z odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu (TČV)

$$H_n = TČV / i_k$$

TČV je vyjádřen ve stálých cenách k datu ocenění a KÚM je očištěna o inflaci, tedy reálná míra!

Poznámky k metodě KČV:

Budoucí časové výnosy se počítají ve stálých cenách platných v období ocenění. Potom i KÚM je očištěna o inflaci. Platí to bezezbytku pro paušální metodu, ale obvyklé i u analytické.

Předpokládá se financování investic především z odpisů, pokud se požadují vyšší investice, než jsou odpisy, tak si podnik vezme úvěr, do výše čistého výnosu se pak promítají úroky z cizího kapitálu. Metoda DCF naopak předpokládá, že rozšiřovací investice jsou hrazeny z vlastního kapitálu.

Metoda KČV vede k přímému zjištění hodnoty VK podniku.

Je kladen důraz na minulá data.

Jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

Použití: Vede k přímému zjištění hodnoty vlastního kapitálu. Vyznačuje se větší snahou o **objektivitu a opatrnost.** Je vhodnější u malých a středních podniků, resp. těch, kde je obtížně odhadnutelná budoucnost a lze se argumentačně věrohodně opřít alespoň o minulé upravené hospodářské výsledky.

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

Doporučené studijní zdroje:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé* – hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H.Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.

? Otázky a úkoly

1) Vyjmenujte zásady pro oceňování metodou KČV.

2) Porovnejte analytickou a paušální metodu výpočtu a definujte zásadní rozdíly výpočtu.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

1) Diskutujte o tom, jakým způsobem se promítá prognóza investic do výpočtu metody KČV.

Klíč k řešení otázek:

1) *Viz výklad.*

2) *Viz výklad.*

Použitá literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy.* 3. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-80-4.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika* 1. vyd. Praha: Grada, 2012. 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

MULAČ P., MULAČOVÁ V. *Podniková ekonomika.* České Budějovice : VŠTE, 2007, ISBN 978-80-903888-0-2

SYNEK M. A KOL. *Podniková ekonomika.* 4. přepracované a doplněné vydání, Praha : C. H. Beck, 2006, ISBN 80-7179-892-4.