



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

# **OCEŇOVÁNÍ PODNIKU I**





# Osnova

- Základní pojmy, podněty a předpisy pro oceňování podniku
- Báze(kategorie) hodnoty
- Faktor času a rizika při oceňování podniku
- Přehled metod pro oceňování podniku
- Strategická analýza při oceňování podniku
- Finanční analýza při oceňování podniku
- Generátory hodnoty podniku
- Sestavení finančního plánu ( pro výnosové ocenění)
- Metoda DCF - úvod do problematiky
- Varianty metody DCF
- Pokračující hodnota podniku ( výnosové metody)
- Kalkulovaná úroková míra
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů





# Základní pojmy, podněty a předpisy pro oceňování podniku





Důvod, proč vzniká nutnost oceňovat podnik:

- 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.



# Základní pojmy

- Hladiny pro ocenění podniku jsou Hodnota brutto – entity a Hodnota netto – equity.
- Obchodní majetek §6 Oz ( hladina brutto )
- Čistý obchodní majetek ( dále ČOM ) §6 Oz ( hladina netto
- Vlastní kapitál § 6
- Obchodní jmění § 6 Oz
- Báze hodnoty



# V ČR se oceňuje podle

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997
- International Valuation Standards
- European Valuation Standards
- IDW S 1 (pro podniky) – Německý standard
- Metodika „ZNAL“ (do roku 2010) a „OCE“ (od roku 2010) – metodiky ČNB pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění





# Báze (kategorie) hodnoty







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).



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.

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

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



# Faktor času a rizika při oceňování podniku



- **Faktor času úzce souvisí s budoucí hodnotou peněz.**
- **Riziko:**
  - Riziko chápeme v rámci oceňování jako míru přesnosti, s níž jsme schopni předvídat výsledky hospodaření podniku.
- **Faktor rizika**
  - Obchodní riziko
  - Finanční riziko



# Přehled metod pro oceňování podniku



# Metody oceňování podniku

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



# Strategická analýza při oceňování podniku





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**:

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





# Analýza potenciálů (vnitřní + vnější)

- **Analýza vnějšího potenciálu**
- **Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly**



# Finanční analýza při oceňování podniku



- Je důležitou součástí metod oceňování podniku.
- Základním požadavkem kladeným na analýzu je komplexnost.
- V rámci oceňování plní **dvě základní funkce**:
  - prověření finančního zdraví podniku
  - vytvoření základní struktury pro finanční plán
- Je to formalizovaná metoda, která poměřuje získané údaje mezi sebou navzájem
- Umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření, majetkové a finanční situaci podniku.



# Postup finanční analýzy

1. Prověřit úplnost a správnost vstupních údajů.
  - 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
  - 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 =  $\text{oběžná (krátkodobá aktiva)} / \text{krátkodobý cizí kapitál (dluhy)}$
- Pohotová likvidita =  $(\text{krátkodobá aktiva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé dluhy}$
- Okamžitá likvidita =  $\text{peněžní prostředky} / \text{okamžité splatné dluhy}$
- Pracovní kapitál =  $\text{krátkodobá aktiva} - \text{krátkodobé závazky}$



**ukazatelé rentability** – schopnost dosahovat výnosu (zisku), výnosnost vložených prostředků.

- **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 obrátů aktiv celkem za rok = roční tržby/ aktiva celkem nebo



- **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



# Generátory hodnoty podniku

- 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.





- **Vymezení generátorů hodnoty ( GH )**
- **Význam generátorů hodnoty ( GH ) v oceňování podniku**
- **Postupy jejich prognózování**
- **Pracovní kapitál ( WC )**
- **Dlouhodobý majetek a investice**



# Sestavení finančního plánu (pro výnosové ocenění)





## Kompletní finanční plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

- výsledovka
- rozvaha
- výkaz peněžních toků



# Zásadní odlišnosti oproti finančnímu plánu podniku

	Plán podniku	Plán pro ocenění
Období	=<3 roky	=<10 let
Hlavní	Rozvaha, výsledovka 2.	FCF, CF
Uspořádání	Dle účetních výkazů	Provozní a neprovozní
Podrobnost	Dle účetních výkazů	Agregovaně
Metoda	Extrapolace	Projekce generátorů hodnoty



## 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.

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





# Metoda DCF



- **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:
  - **metoda DCF entity** (entity = jednotka, podnik oceňujeme jako celek – peněžní toky pro vlastníky a pro věřitele).
  - **metoda equity** (equity = vlastní kapitál):
  - **1.3.metoda APV** (adjusted present value = upravená současná hodnota)



# Varianty metody DCF





# Postup při použití metod DCF

- Provozní a neprovozní majetek
- Investovaný kapitál
- Volné peněžní toky

# DCF ekvity



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 zvláště vyčleněnou hodnotou daňového štítu. Je metodou dvoukrokovou. Specifická tím, že hodnota bruto je složena ze dvou částí:
- **1)** Zvláště 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) Přiřítá **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
- $\text{Roční daňový štít} = \text{CK}_{t-1} * n_{\text{CK}} * d.$
- kde:  $\text{CK}_{t-1}$  – úročený cizí kapitál k počátku roku  $t$
- $n_{\text{CK}}$  - náklady cizího kapitálu v procentech (tj. úroková míra z CK)
- ( $\text{CK} * n_{\text{CK}}$  jsou tedy nákladové úroky v absolutním vyjádření)
- $d$  – sazba daně z příjmů



# Pokračující hodnota podniku





**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:



# Kalkulovaná úroková míra





## 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:**
  - $$WACC = n_{CK} (1-d) * CK/K + n_{VK(Z)} * VK/K$$





# Metoda kapitalizovaných čistých výnosů





# 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.
- **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



# 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.

