



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Oceňování podniku II

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

Jiří Oubrecht

**2013
České Budějovice**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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: Varianty metody DCF (prohloubení znalostí)	5
Kapitola 2: Kapitálová struktura podniku	18
Kapitola 3: Metoda EVA a MVA	23
Kapitola 4: Kombinované metody pro oceňování podniku	32
Kapitola 5: Majetkové ocenění podniku	37
Kapitola 6: Likvidační hodnota	45
Kapitola 7: Metody založené na analýze trhu	50
Kapitola 8: Model oceňování kapitálových aktiv	58
Kapitola 9: Oceňování synergií	64
Kapitola 10: Oceňování nehmotného majetku	71
Kapitola 11: Oceňování technologických zařízení	86
Kapitola 12: Oceňování oběžného majetku	91
Kapitola 13: Souhrnné ocenění samostatného podniku	97
Použitá literatura	102



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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. Posluchači kurzu si zároveň 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 posluchači 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. Text je orientován na čtenáře, tj. na posluchače daného předmětu.

Vytvoření této podpory pro studium oceňování podniků pouze orientuje posluchače 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 členěn do propojených a vzájemně navazujících studijních témat, které odpovídají struktuře publikací vydaných na tuto problematiku.

Po absolvování předmětu posluchač kurzu:

- Umí obecné základy pro oceňování podniku s prohloubením znalostí u metod DCF a získáním znalostí o majetkových metodách a oceňování technologií, nehmotného majetku, oběžného majetku a synergií.
- 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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

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

Základní okruhy studia

1. Varianty metody DCF;
2. Kapitálová struktura podniku (vliv na ocenění);
3. Metoda EVA a MVA;
4. Kombinované metody pro oceňování podniku;
5. Majetkové ocenění podniku;
6. Likvidační hodnota;
7. Metody založené na analýze trhu;
8. Model oceňování kapitálových aktiv;
9. Oceňování synergií;
10. Oceňování nehmotného majetku;
11. Oceňování technologických zařízení;
12. Oceňování oběžného majetku (pohledávky);
13. Souhrnné ocenění samostatného podniku.

Průběh studia, zakončení, komunikace

Výuka bude probíhat formou přednášek, cvičení a konzultací. Především pak E-learningem. Přednášky a cvičení slouží k objasnění obtížnější problematiky, diskusi a řešení složitějších příkladů, prezentaci prací posluchačů 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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 1: Varianty metody DCF (prohloubení znalostí)



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 – prohloubení znalostí.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 32 hodin



Výklad:

Využívání modelu DCF je založeno na určitých předpokladech, které je nutné připomenout, protože jedině tehdy lze s těmito modely pracovat:

- 1) kapitálové trhy jsou efektivní,
- 2) kapitálová struktura podniku je tvořena pouze vlastním jmění a dluhem,



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

3) existuje pouze daň z příjmů,

4) podnik, z pohledu going concern principu, musí trvale investovat do výše odpisů, potom platí, že odpisy $O_t = \text{investice } I_t + \text{přírůstek pracovního kapitálu } \Delta WC_t$.

V úvodu zrekapitulujeme probrané zásadní znalosti 3 variant DCF :

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).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- 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. Diskontní míry a výsledky (vypočtené hodnoty) uvedených metod:

2.1. úvod do problematiky:

Ve výkladu v Oceňování podniku I v kapitole 10. na je vysvětlen **postup při použití metod DCF**, to znamená způsob rozdělení aktiv na potřebná a nepotřebná - **provozní a neprovozní majetek**, následně pojem **provozně nutný investovaný kapitál** – tento provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný **upravený pracovní kapitál** a **provozně nutná dlouhodobá aktiva**. V návaznosti na to je řešena problematika **volných peněžních toků**, které se u jednotlivých variant liší. Obecně lze zrekapitulovat, že výše **uvedené 3 varianty výpočtu DCF se tedy liší**:

- 1) Výpočtem **volného cash flow (free cash flow = FCF)**, který je podrobně řešen v Oceňování podniku I v kapitole 10. Zopakujme jen, že určujeme, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v podniku, tj. provozní peněžní tok **minus** investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti = **volné cash flow (free cash flow = FCF)**.
- 2) **Diskontní mírou** - uvedené metody se odlišují, **každá používá jinou diskontní míru**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

3) **Oceněním - výsledky vypočtené hodnoty** - výnosová hodnota podniku je **součtem budoucích diskontovaných volných peněžních toků generovaných 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:

- fáze zahrnuje období, po které je vypracována prognóza volných peněžních toků v jednotlivých letech,
- fáze zahrnuje období od konce 1. fáze do nekonečna.

n.....počet období

Hb.....Hodnota podniku brutto

PH.....Pokračující hodnota – 2 varianty výpočtu

2.2. prohloubení znalostí:

V této části si ukážeme pokračování **ocenění výpočtem diskontní míry a hodnoty ocenění podle jednotlivých metod:**

Postup určení diskontní míry a výpočtu hodnoty podniku pro ocenění závisí na variantě metody DCF. Podle metody oceňování se používají následující diskontní míry a výpočty hodnot podniku v rámci oceňování:

2.2.1. metoda DCF entity:

a) Výpočet diskontní míry:

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

výpočet WACC:

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



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

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.

b) Výpočet ocenění:

Hodnota netto $H_n = H_b - CK$ (+ oceněná neprovozní aktiva)

$$\text{Hodnota podniku celkem- brutto - } H_b = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{PH}{(1+WACC)^T}$$

$FCFF_t$...je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t

n.....počet období



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Hb.....Hodnota podniku brutto

PH.....Pokračující hodnota – 2 varianty výpočtu

Pro výpočet pokračující hodnoty lze použít:

1) Gordonův vzorec

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

kde: T je poslední rok 1.fáze

i_k je kalkulovaná diskontní míra

2) Parametrický vzorec

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

kde: m_I je míra investic

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

2.2.2. metoda DCF equity:

a) Výpočet diskontní míry:

- diskontní míra je daná **odhadem nákladů na VK** (vlastní kapitál) při konkrétní úrovni zadlužení , **jedná se pouze o nároky vlastníků**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- kalkulovaná diskontní míra $i_k = n_{VK(z)}$

b) Výpočet ocenění:

$$\text{Hodnota podniku celkem } Hn = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + n_{VK(z)})^t} + \frac{PH}{(1 + n_{VK(z)})^T} \quad \text{kde}$$

$FCFE_t$...je volný peněžní tok pro vlastníky v čase t

n.....počet období

Hn.....hodnota podniku netto

PH.....pokračující hodnota

$n_{VK(z)}$náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i

Pokračující hodnota lze vypočítat:

$$PH = \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g}, \quad \text{kalkulovaná diskontní míra } i_k = n_{VK(z)}$$

2.2.3. metoda DCF APV:

Jedná se o variantu zatím nejméně používanou. Proto malá rekapitulace z úvodní části této kapitoly. Vychází se pouze z názorů vlastníků - FCFF (free cash flow to firm)a z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu. (APV – adjusted present value)



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

= upravená současná hodnota). 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 předpokládáme, že všechna aktiva (provozně nutná dlouhodobá aktiva a pracovní kapitál) byla kryta pouze vlastním kapitálem, pak:

- FCFF – vyprodukuje celý provoz podniku,
 - diskontní míra bude financována pouze vlastním kapitálem, odpovídá nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení $n_{VK(n)}$, kde náklady by obsahovaly rizikovou premii pokrývající pouze obchodní riziko, ale žádné finanční riziko.
- 2) K ní se pak přičítá hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem.

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

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

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

Současná hodnota nekonečné řady daňových štítů za předpokladu stability = $CK * d$



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

a) Výpočet diskontní míry:

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

b) Výpočet ocenění:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+n_{VK})^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK}(1+n_{VK})^T} + \sum_{t=1}^T \frac{d \cdot CK_{t-1} \cdot n_{CK}}{(1+n_{CK})^t} + \frac{d \cdot CK_T}{(1+n_{CK})^T}$$

kde:

H_b hodnota podniku brutto

$FCFF_t$ volný peněžní tok do firmy v roce t

$n_{VK(n)}$ náklady vlastního kapitálu (VK) při nulovém zadlužení v roce n –

provozní náklady VK při nulovém zadlužení

n_{ck} náklady cizího kapitálu v roce t

CK_{t-1} cizí úročený kapitál **vždy k počátku roku t**

d_t daňová sazba předpokládaná pro rok t

T počet let první fáze

g stabilní tempo růstu ve 2. fázi



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Hodnota aktiv je tedy počítána bez vlivu financování jako hodnota nezadlužené firmy.

Hodnota netto $H_n = H_b - CK$ (+ oceněná neprovozní aktiva)

2.3. Závěrečné zhodnocení variant DCF:

2.3.1. Zhodnocení DCF Entity:

Klady (+):

- Nejvíce používaná metoda (i ve světě)
- Vhodná pro ocenění aktiv 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.

Zápory (-):

- Obtížnější výpočet (propočít) pro nestabilní kapitálovou strukturu.

2.3.2. Zhodnocení DCF Equity:

Klady (+):

- Druhá nejpoužívanější metoda.
- Přímé určení shareholder value equity - přímo určí hodnotu vlastního kapitálu.
- Přímá kalkulace změny zadlužení a úroky.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- Použití pro ocenění finančních institucí.

Zápory (-):

- Nutnost znát finanční politiku (jak se bude splácet).
- Problém přepočtu nákladů vlastního kapitálu (n_{vk}) při změnách zadlužení (**platí i pro entity**)!

2.3.3. Zhodnocení DCF APV:

Klady (+):

- Nejsou problémy s kapitálovou $\left(\frac{CK}{VK}\right)$ strukturou - není třeba iterace.
- Omezení problémů s kapitálovou strukturou v tržní hodnotě.
- Podrobnější vhléd do hodnoty podniku – oddělení vlivu financování a daně na hodnotu podniku.
- Považuje se za standard (etalon).
-

Zápory (-):

- Odhad nákladů při nulovém zatížení.
- Správné určení diskontní míry při diskontaci daňového štítu.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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



Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.



Otázky a úkoly

- 1) Definujte diskontní míry u všech 3 metod DCF.
- 2) Jaký je vzorec pro diskontní míra se stanoví na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC)?



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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 metodě DCF APV. Zamyslete se nad tím, jaký rozdíl je mezi ČOM a vlastním kapitálem.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad.
- 2) Viz. výklad.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 2: Kapitálová struktura podniku



Klíčové pojmy:

orientačními odhady struktury kapitálu, iterační postup, modely vztahu zadlužení a hodnoty podniku



Cíle kapitoly:

- pochopení základních pojmů;
- porozumění metodě iterace;
- znalost iteračního postupu.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 10 hodin



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výklad:

Úvod do problému kapitálové struktury při výnosovém ocenění podniku:

Určení kapitálové struktury je důležité při výpočtu WACC pro **určení vah** jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Vznikají dva problémy:

- a) **Kapitálová struktura se v průběhu dalšího vývoje bude měnit.**
- b) Potřebujeme **kapitálovou strukturu oceňovaného podniku na základě tržních hodnot (nikoliv účetních)**, včetně tržních hodnot vlastního kapitálu, které jsou zároveň cílem hodnocení, čímž se dostáváme do uzavřeného kruhu (poměr vlastního a cizího kapitálu se promítá do vzorce pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu WACC(hodnota brutto i netto se mění v závislosti na použité WACC).

1. Tyto problémy lze řešit **dvěma** základními způsoby:

1.1. orientačními odhady struktury kapitálu v tržních hodnotách(tzv. cílová struktura kapitálu):

- a) odhad **současné** kapitálové struktury v tržní hodnotě (např. pomocí tržní kapitalizace z tržních hodnot akcií, určení tržní hodnoty dluhopisů z budoucích plateb a odhadu ratingu dluhopisu, **u bankovních úvěrů lze vycházet z účetních hodnot**, nebo přepočítat na tržní hodnotu obdobně jako u dluhopisů, na leasing se díváme obdobně jako na úvěr). Cizí kapitál = celkovému zpoplatněnému kapitálu.
- b) zjistíme **kapitálovou strukturu srovnatelných společností** (počítanou z tržních cen) - přezkoumáme vlastní strukturu kapitálu a zjišťujeme hlavní příčiny odchylek, můžeme použít pro počáteční odhad.
- c) zjistíme, jakou kapitálovou strukturu v tržních hodnotách považuje současné vedení za žádoucí.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

d) odhadneme optimální strukturu kapitálu pro oceňovaný podnik, tj. strukturu umožňující dosáhnout minimálních WACC.

U všech čtyř popsanych odhadů a) – d) se jedná se pouze o odhad, který může být nepřesný, nebo chybný, je proto nezbytné **po stanovení hodnoty podniku udělat zpětný propočet podílu výsledné hodnoty brutto a netto**, zkontrolovat, zda se tento poměr neliší od zadané struktury, použité pro výpočet WACC.

1.2. Iterační postup

- je **nejpřesnější způsob odhadu vah pro WACC**, pokud jsou správně zvoleny ostatní vstupní veličiny pro ocenění, získáme „skutečnou“ tržní strukturu kapitálu.

Princip iterační metody- jedná se o techniku sladění: pro každý rok je jiná kapitálová struktura, jiná diskontní míra WACC – jedná se o **postup odzadu = rekurzivní výpočet**.

Postupujeme tedy tak, že odhadneme výchozí kapitálovou strukturu (může být cílová nebo účetní), propočteme náklady kapitálu, určíme hodnotu podniku a na základě relace mezi cizím kapitálem plynoucím z finančního plánu a propočtenou výnosovou hodnotou brutto (která je zároveň odhadem hodnoty tržní), spočteme hodnotu vlastního kapitálu a tomu odpovídající kapitálovou strukturu. Tuto strukturu **porovnáme** s odhadnutou výchozí strukturou a pokud zjistíme výraznější rozdíly, **použijeme nově zjištěnou kapitálovou strukturu jako nové východisko pro celý výpočtový cyklus** (náklady vlastního kapitálu - **dle reagenční rovnice Millera a Modiglianiho**, WACC, hodnota brutto, hodnota vlastního kapitálu a nová kapitálová struktura), který s touto novou strukturou opakujeme. **Cyklus opakujeme tak dlouho, až se výchozí kapitálová struktura srovná s propočtenou.**

Sladění zadané a propočtené kapitálové struktury je podmínkou správnosti výpočtu hodnoty a zároveň podmínkou pro to, aby jednotlivé **varianty metody DCF poskytovaly shodné výsledky.**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Vliv zadlužení patří k dlouhodobým problémům, teorie nabízí tři základní modelové odpovědi na to, jaký je typický vztah mezi zadlužením podniku a jeho hodnotou:

Modely vztahu zadlužení a hodnoty podniku: 1. tzv. naivní, 2. tradiční model, 3. modelové řešení autorů Miller-Modigliani a navazující úpravy jejich modelů.



Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Otázky a úkoly

- 1) Určete, zda následující tvrzení jsou pravdivá (P) nebo nepravdivá (N):
 - a) Princip iterační metody- jedná se o techniku sladění.
 - b) Na základě iterace poskytují varianty metody DCF poskytovaly shodné výsledky.
- 2) Vymenujte modely vztahu zadlužení a hodnoty podniku.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Diskutujte o jednotlivých krocích iterační metody.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) a) P
b) P
- 2) Viz. výklad.

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 3: Metoda EVA a MVA



Klíčové pojmy:

ekonomická přidaná hodnota (EVA), vymezení, základní způsoby výpočtu, možnosti využití ukazatele EVA, základní pojmy související s metodou EVA, porovnání s metodou DCF



Cíle kapitoly:

- pochopení pojmu ekonomická přidaná hodnota (EVA);
- porozumění základním způsobům výpočtu;
- znalost základních pojmů související s metodou EVA a MVA.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 24 hodin



Výklad:

1. Úvod.

Ekonomická přidaná hodnota (economic value added = EVA) je v podstatě ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky ostatních ukazatelů výnosnosti, jako jsou především různé ukazatele rentability (ROE, ROA atd.) založené na účetním výsledku hospodaření.

Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího).

K propočtu EVA potřebujeme tyto **3 veličiny**:

- 1) hospodářský výsledek z operativních činností (po zdanění),
- 2) tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva (operativní aktiva),
- 3) průměrné vážené náklady kapitálu.

2. Základní výpočet ukazatele EVA:

Konkrétní výpočet EVA za rok t možno provádět 2 způsoby, ale se stejným výsledkem.

Pomocí **vzorce nákladů na kapitál**:

Operační ekonomický zisk = Operační zisk – Celkový náklad na kapitál

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC_t$$

Pomocí **vzorce hodnotového rozpětí**:

Operační ekonomický zisk = (Operační rentabilita – WACC) x Operační aktiva

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}$$

NOPAT – zisk z operační činnosti podniku po dani

NOA – čistá operační aktiva

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Ukazatel EVA lze použít při hodnocení podniku v rámci finanční analýzy, jako nástroj řízení a motivování pracovníků i jako nástroj ocenění.

Jak EVA, tak i metoda DCF **dávají stejný výsledek** pokud:

- Jsou v obou metodách použity stejné hodnoty WACC.
- Je použit stejný zisk (u DCF musí pro výpočet FCFE být také použit NOPAT).
- Investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA.

3. Doporučené úpravy účetních výkazů pro správný výpočet ekonomické přidané hodnoty.

Účelem převodu účetních dat na data ekonomická je zajistit, aby ukazatel EVA skutečně měřil čistý ekonomický **výnos pro vlastníky**.

Účetní data jsou primárně určena pro věřitele, nikoli pro vlastníky. Nelze proto za NOPAT pouze dosadit provozní výsledek hospodaření a za NOA aktiva celkem z rozvahy bez další úpravy.

3.1.NOA (net operating assets – čistá operační aktiva)

Kromě úprav společných s ostatními metodami oceňování (vydělení neoperačních aktiv, snížení aktiv o neúročený cizí kapitál a vyloučení mimořádných položek) se provedou následující typy úpravy účetních dat na data ekonomická:

1. **goodwill** (zejména je-li odepisován a přitom je tvořen aspekty, které neztrácejí hodnotu);
2. **leasing** (platí zejména pro české účetnictví – zvýšení aktiv o hodnotu majetku pořízeného na leasing a současně zvýšení úročených závazků o závazek k leasingové společnosti);



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

3. **aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky** (náklady spojené se vstupem na nové trhy, marketing, reklama, školení, náklady spojené s restrukturalizací);
4. **přecenění majetku** (zreálnění hodnoty aktiv, i když jsou v rozvaze uvedena; dlouhodobý majetek reprodukční hodnotou sníženou o opotřebení, cenné papíry tržními hodnotami, oběžná aktiva reálnými hodnotami apod.).

Do NOA by měla být **zahrnuta všechna aktiva, která podnik využívá**, i ty která nejsou zahrnuta do účetnictví (klíčem je, zda existuje kontrola nad užitky z příslušného aktiva), a to v ocenění, která odpovídá jejich skutečné hodnotě. Je třeba odpovídajícím způsobem upravit i pasiva, nejčastěji formou změny vlastního kapitálu, někdy však zvýšením závazků.

3.2. NOPAT (net operating profit after taxes – operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní)

- nutno rozhodnout, zda za základ vzít výsledek hospodaření (VH) za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření.

Je-li **základem VH za běžnou činnost**, pak úpravy účetních dat na ekonomická zahrnují:

1. připočtení placených úroků včetně úroků z leasingových plateb, pokud byly do VH (výsledku hospodaření) zahrnuty, zpět k výsledku hospodaření;
2. vyloučení mimořádných a jednorázových položek (prodeje dlouhodobého majetku a jejich dopad do výnosů a nákladů, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku);
3. dopočtení vlivu změn vlastního kapitálu z úprav NOA (aktivace nákladů investiční povahy a odhad jejich odpisu – výzkum a vývoj, goodwill, úpravy opravných položek k oběžnému majetku, zreálnění odpisů apod.);
4. posouzení, do jaké míry má finanční majetek (krátkodobý i dlouhodobý) operační charakter a do jaké míry slouží k dlouhodobé tvorbě finančních rezerv; výnosy z provozně nepotřebných aktiv z VH odečíst;
5. zjištění upravené daně.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

4. MVA (tržní přidaná hodnota), využití pro ocenění podniku.

4.1. Úvod:

Smyslem MVA je zjištění, zda vedení společnosti vytvořilo hodnotu pro akcionáře za určité období. V případě, že MVA převyšuje hodnotu investovaného kapitálu, tak podnik bohatne a akcionáři s ním. **Tržní přidaná hodnota MVA je současná hodnota všech budoucích EVA** a je dána vztahem:

MVA = tržní hodnota podniku – investovaný kapitál

MVA je jakýsi **provozní goodwill** – oceněný trh.

Vztah mezi MVA a EVA:

EVA měří úspěch společnosti během minulého roku zato MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.

MVA lze vypočítat 2 způsoby:

- 1) **Ex post – skutečné ocenění na trhu** - jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tržní hodnota je přitom zjišťována jako aktuální cena na trhu. Přístup ex post k výpočtu MVA je možné provádět jen u obchodovaných akciových společností.
- 2) **Ex ante** - jako **současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků EVA.**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



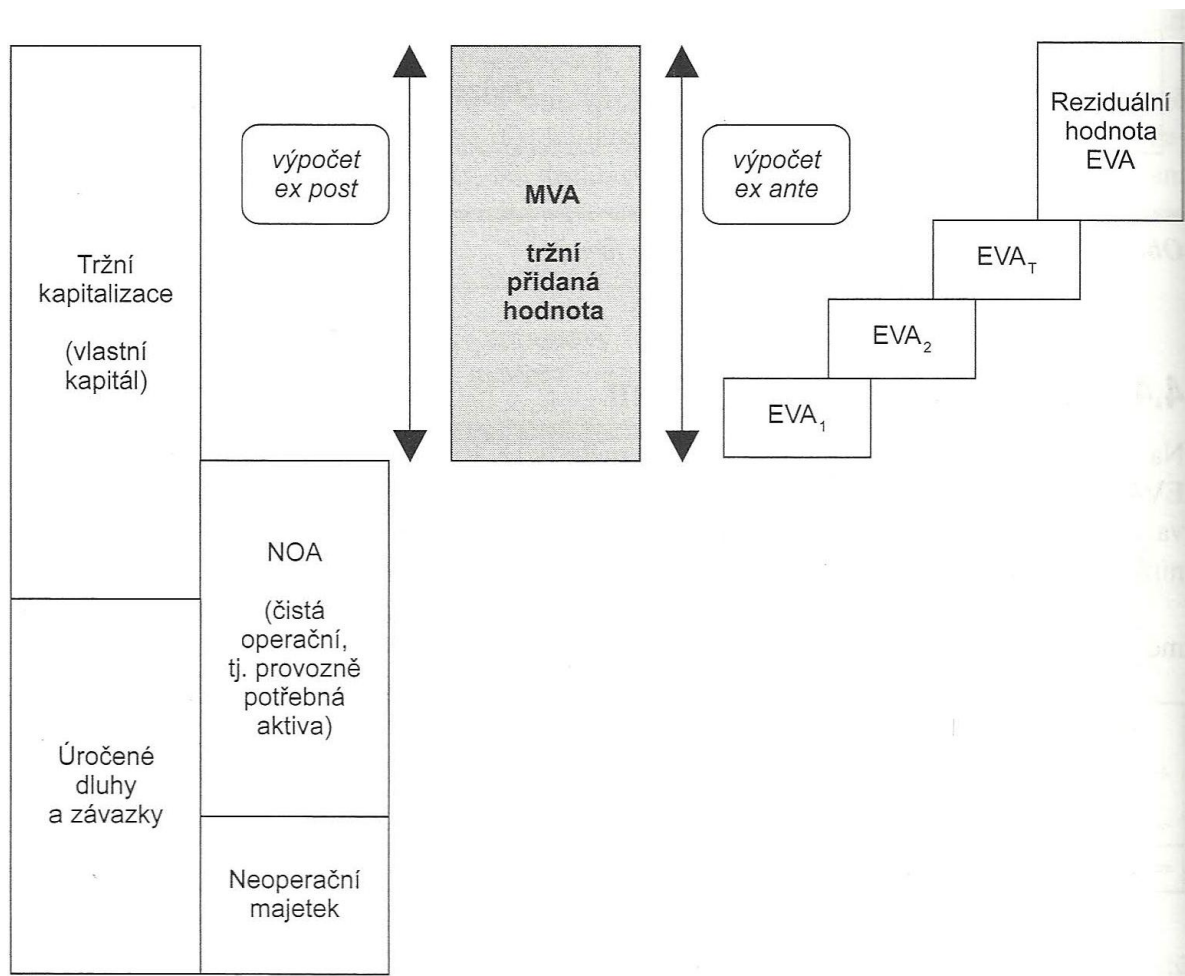
MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdelávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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



Vztah mezi NOA, EVA a MVA

Jaký je význam majetkového ocenění – substanční hodnoty (NOA) v rámci oceňování podniku pomocí EVA?

- V případě měření výnosnosti hraje velikost NOA zásadní roli. Čím větší bude NOA, tím menší bude (při jinak stejných podmínkách) EVA.
- Při oceňování podniku pomocí EVA, má hodnota vykázaných aktiv menší význam, protože její velikost nemá vliv na vypočtenou hodnotu podniku.

Pro **výpočet EVA entity** volíme dvoufázovou metodu. Druhá fáze bývá počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna.

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0}_{MVA}$$

MVA

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

H_n – hodnota vlastního kapitálu

EVA_t – EVA v roce t

NOA_0 – čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} – čistá operační aktiva ke konci předch. roku

$NOPAT_t$ – operační výsledek hospodaření po dani v roce t

T – počet let explicitně plánovaných EVA

WACC – průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 – hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 – ostatní neoperační aktiva



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Ocenění metodou EVA Equity

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EAT_t - n_{VK} \cdot VK_{t-1}}{n_{VK} \cdot (1 + n_{VK})^t} + \frac{EAT_{T+1} - n_{VK} \cdot VK_T}{n_{VK} \cdot (1 + n_{VK})^T} + A_0$$

kde:

EAT.....Earnings After Tax (výsledek hospodaření VH po zdanění)

VK.....NOA – cizí úročený kapitál

A₀.....neoperační aktiva k datu ocenění



Studijní materiály:

Povinná 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 (pouze vybrané kapitoly), ISBN 978-80-86929-80-4.

Doporučená literatura:

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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení, druhé aktualizované vydání*,
Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

? Otázky a úkoly

- 1) Jaké veličiny potřebujete k propočtu EVA ?
- 2) Kolika způsoby lze vypočítat MVA?
- 3) Vyjmenujte úpravy účetních dat na data ekonomická u NOA.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad tím, za jakých podmínek EVA a metoda DCF **dávají stejný výsledek.**

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad.
- 2) Viz. výklad.
- 3) Viz. výklad.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 4: Kombinované metody pro oceňování podniku



Klíčové pojmy:

metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda), výnosová hodnota V, metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů



Cíle kapitoly:

- pochopení pojmu kombinované metody pro oceňování podniku;
- porozumění základním cílům této metody;
- znalost metody kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů a metoda střední hodnoty (Schmalenbachovy metody).



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



Výklad:

1. Úvod:

Kombinované metody oceňování podniku jsou metody, které kombinují ocenění výnosové a majetkové – někdy se označují jako korigované výnosové metody.

Jsou to metoda střední hodnoty a metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů (KMČV)



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

1.1. Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda) - hojně užívaná v praxi. Standardní postup vyžaduje použít jen hodnoty vlastního kapitálu. Tuto metodu jde použít jen v případě, že se výnosová a substanční hodnota od sebe příliš neliší – tj. odchylka činí cca 5-10%.

Výnosovou hodnotu V počítáme pro účely této metody velmi často metodou kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů. **Substanční hodnotu** založenou na reprodukčních cenách označíme **S**. Pak **hodnotu podniku H** vypočteme jako průměr, tj.:

$$H = \frac{V + S}{2}$$

Substanční založená na reprodukčních cenách má v různých odvětvích různý význam a proto se prostý průměr používá zřídka a častěji se volí pro různá odvětví rozdílné váhy a pak se **hodnotu podniku H** vypočte

$$H = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}$$

kde **x1 a x2** jsou **zvolené váhy** pro obě veličiny.

Zde je třeba dát pozor na to, zda se jedná o hodnoty vlastního kapitálu nebo podniku jako celku. Je samozřejmé, že nesmíme průměrovat například substanční hodnotu netto s výnosovou hodnotou celého podniku či naopak. Standardní postup vyžaduje použít jen **hodnoty vlastního kapitálu**.

1.2. Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů – nepoužívá se v praxi moc často, ale je vhodnější než **metoda střední hodnoty**. Celková hodnota podniku se skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“, kde hodnota „firmy“ je rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Vyjadřuje goodwill (tj. hodnoty jako stálý okruh zákazníků, účinný systém řízení apod). Základem je kapitalizovaný mimořádný čistý výnos = rozdíl mezi celkovým čistým výnosem podniku a čistým výnosem, který bychom měli dostat při normálním zúročení vloženého kapitálu (kalkulovaná úroková míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Postup a logika výpočtu je pak následující:

- Obvyklý čistý výnos za rok = $i_k * S_n$

- Mimořádný čistý výnos za rok = $\check{C}V - i_k * S_n$

Je to rozdíl mezi plánovaným čistým výnosem podniku a obvyklým čistým výnosem, který by požadoval investor do vlastního kapitálu podniku, aby kompenzoval své riziko.

Pokud podnik dosáhne vyššího zisku, než jsou náklady kapitálu, vzniká mimořádný zisk a ten je pávě zdrojem goodwillu.

Hodnota vlastního kapitálu podniku (H_n) při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu je

$$H_n = S_n + \frac{\check{C}V - i_k \cdot S_n}{i_{k2}}$$

Mimořádný čistý výnos je spojen se značnými riziky, a proto je zde obvykle kalkulováno s vyšší úrokovou mírou i_k .

Hodnota vlastního kapitálu podniku (H_n) při omezeném trvání mimořádného čistého výnosu

$$H_n = S_n + \sum_{t=1}^n \frac{\check{C}V_t - i_k \cdot S_n}{(1 + i_{k2})^t}$$

(Mařík str.279,280)



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

Otázky a úkoly

- 1) Napište vzorec pro metodu střední hodnoty.
- 2) Napište vzorce pro metodu kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad tím, co vyjadřuje goodwill v metodě kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad.
- 2) Viz. výklad.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 5: Majetkové ocenění podniku



Klíčové pojmy:

metody majetkového ocenění, metoda účetní hodnoty, metoda substanční hodnoty, výpočet a použití substanční hodnoty



Cíle kapitoly:

- pochopení základních pojmů;
- porozumění základním cílům metody substanční hodnoty;
- znalost výpočtu a použití substanční hodnoty.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



Výklad:

1. Úvod:

Majetková podstata podniku = *substance* = **substanční hodnota** = zastřešující pojem pro všechny varianty majetkového ocenění.

Majetková hodnota podniku = souhrn individuálně oceněných položek majetku (minus individuálně oceněné závazky – viz dále substanční hodnota brutto resp. netto).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



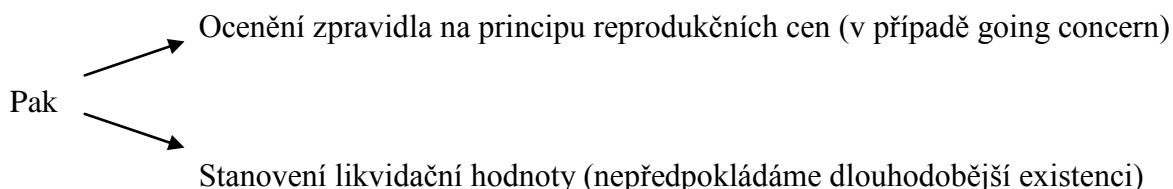
OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Metody majetkového ocenění:

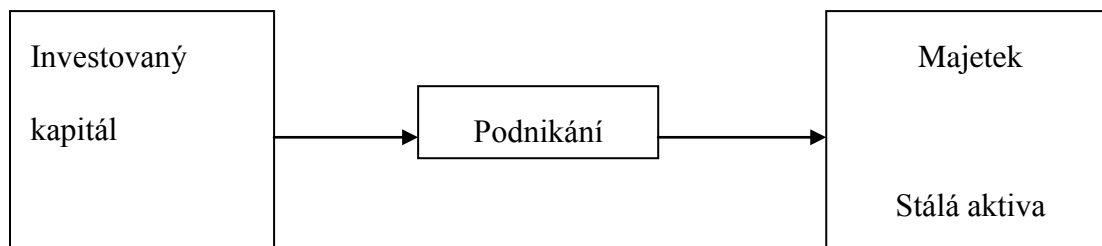
volba metody závisí na různých faktorech, základním principem je pak kritérium, zda předpokládáme další pokračování podniku (**going concern**).



2. Majetkové ocenění podniku

Pro pochopení věcné podstaty problému metod založených na stavových veličinách, je podstatné se vrátit k vlastním základům podnikání. Koncept založení podniku lze na nejobecnější úrovni chápat jako proces přeměny kapitálu a určitého podnikatelského záměru do různých typů aktiv. Má-li být podnikání úspěšné, je nutné, aby aktiva, do kterých je kapitál investován, byla časem vyšší než původně investovaný kapitál podnikatelem nebo akcionářem.

Obrázek 1: Podstata podnikání



Aktiva – majetek, do kterého musí každý podnik na počátku investovat kapitál – představuje čtyři základní skupiny. První skupinou jsou složky stálých aktiv, do kterých řadíme nehmotný investiční majetek (software, zřizovací výdaje, ocenitelná práva apod.), hmotný investiční majetek (budovy, stroje, zařízení apod.) a finanční investice (podílové cenné papíry atd.). Další skupinu tvoří složky oběžného majetku, do kterých řadíme zásoby, dlouhodobé a



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

krátkodobé pohledávky a finanční majetek (peníze, účty v bankách apod.). Třetí a čtvrtou skupinu tvoří pohledávky za upsané vlastní jmění a ostatní aktiva.

Při majetkovém ocenění podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka. Součtem těchto cen pak získáme souhrnné ocenění aktiv podniku. Odpočteme-li všechny dluhy a závazky, dostaneme hodnotu vlastního kapitálu. Můžeme však získat tři různé majetkové hodnoty v závislosti na tom, jaké ceny použijeme:

- **účetní ceny** (metoda účetní hodnoty)
- **likvidační ceny** (metoda likvidační hodnoty)
- **reprodukční ceny** (metoda substanční hodnoty)

Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetková hodnota může být pojímána v závislosti na přístupu k ocenění jednotlivých položek:

- Ocenění na bázi historických cen – dostáváme se k **účetnímu** přístupu.
- Ocenění na bázi reprodukčních cen – označované jako **substanční hodnota** v užším slova smyslu.
- Ocenění na bázi uspořené nákladů.
- Ocenění na bázi tržních hodnot.

2.1. Metoda účetní hodnoty:

Ze zákona o účetnictví vyplývá, že každá podnikatelská jednotka, bez ohledu na právní formu podnikání, musí jednou za rok zpracovat účetní závěrku. Účetní evidence nám poskytuje alespoň tyto informace:

- účetní hodnotu podniku jako celku = aktiva (pasiva);
- hodnotu základního jmění = počet akcií x nominální hodnota akcie;
- hodnotu vlastního jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Proti praktickému použití metody účetní hodnoty existuje celá řada výhrad především díky účetním technikám. Přesto v ní můžeme spatřovat smysluplný nástroj, který poskytuje informace především pro ty analytiky, kteří věří tzv. vnitřní hodnotě. Účetní hodnota totiž vyjadřuje původní rozsah investovaného kapitálu.

Přes všechny námitky proti účetní hodnotě by ocenění na jejím základě nemělo být zcela pomíjeno. Jeho výhodou je **jednoduché zjištění a průkaznost hodnot**, ze kterých vychází. V oceňovacích posudcích bývá většinou uvedeno alespoň jako výchozí hodnota.

2.2. Metoda substanční hodnoty:

Substanční (věcná) 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 podle poměrně objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (tzv. going-concern princip). Tato metoda tedy svým způsobem reaguje na nedostatky metody účetní hodnoty, tj. především na princip účtování v historických cenách (resp. reprodukčních cenách).

Těžiště substanční metody spočívá ve stálých aktivech, u nichž je problém historických a čistých reprodukčních nákladů aktuální. To vede případně k podhodnocení majetkových částí. Jedná se o majetkové části, které jsou dlouhodobě v podniku vázány a vytváří kapacitu, která je základem tvorby užitných hodnot. Při aplikaci substanční hodnoty u oběžných aktiv jde prioritně o to, zda částky uváděné v účetnictví vztahující se k zásobám, pohledávkám a jiným krátkodobým složkám oběžného majetku jsou schopny reálné přeměny v pohotové likvidní prostředky. Znamená to tedy, že aktiva mají rozdílnou funkci, a z toho pohledu je nutné přistoupit k jejich přehodnocení v účetním vyjádření.

Součástí práce odhadce je však nejen práce s aktivy, ale i s pasivy. Jde především o reálné vyjádření závazků, které z fungování podniku jako takového vyplývá. Odhadce musí vyjádřit i ty potenciální závazky, které sice účetnictví nepodchycuje, ale v případě realizace směny by znamenaly zatížení nákladů pro nového majitele podniku.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Metoda věcné hodnoty se v prvním postupovém kroku opírá převážně o informace z účetnictví podniku. Odhadce postupuje tak, že probírá jednotlivé majetkové části a ty znovu oceňuje z pohledu zapojení do fungujícího podniku, avšak prioritně jde o náklady znovupořízení s vyjádřením míry opotřebení.

Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čistých reprodukčních nákladů. Hodnota substance má dát **odpověď na základní otázku, kolik by musel investor zaplatit, kdyby podobný podnik měl „na zelené louce“ pořídit znovu.** Hlavní akcent je přitom kladen především na užitnou hodnotu jednotlivých majetkových částí.

Zjišťování substanční hodnoty:

Náklady na znovupořízení, které jsou základem pro určení substanční hodnoty, je v zásadě možno **zjišťovat několika způsoby:**

- **indexovou metodou** – vychází z historických cen, které jsou upraveny vhodně zvoleným cenovým indexem k datu ocenění (např. index životních nákladů),
- **přímým zjišťováním cen** – založeno na odvozování cen z podkladů výrobců jako jsou ceníky, kalkulace cen apod.,
- oceňováním podle zvolené jednotky – podobné jako předchozí bod, zjištěné ceny se však přepočítávají na zvolenou jednotku (např. čtvereční metr budovy),
- **funkčním zjišťováním cen** – vychází ze zjišťování nákladů na určitý proces (např. produkce určitého množství výrobků), kdy náklady na jednotku se s rozsahem mění. Zde se obvykle kombinují všechny předešlé metody.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výpočet a použití substanční hodnoty:

Vlastní stanovení substanční hodnoty probíhá podle následujícího schématu:

1. Stálá aktiva
 - a. Pozemky a komunikace
 - b. Budovy a stavby
 - c. Stroje a zařízení
 - d. Finanční investice
 2. Oběžná aktiva
 - a. Zásoby
 - b. Pohledávky
 - c. Peníze
-

BRUTTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (aktiva celkem)

3. Cizí zdroje celkem
 - a. Krátkodobé závazky
 - b. Dlouhodobé závazky
 - c. Rezervy
-

NETTO SUBSTANČNÍ HODNOTA (vlastní kapitál v tržní hodnotě)

Substanční hodnota byla v Evropě používána jako jeden z hlavních způsobů oceňování. Byla však postupně vytlačena výnosovou metodou. Často se ale setkáváme s jejím použitím v rámci kombinovaných výnosových metod díky její zdánlivě vyšší objektivitě. V současné době převažuje názor, že je účelné zjišťovat substanční hodnotu jako pomocnou veličinu, která doplňuje výnosové ocenění.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Význam hodnoty substance spočívá v tom, že:

- poskytuje představu o velikosti převážně věcného kapitálu, který je potřebný pro provoz podniku,
- je předpokladem pro výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (např. poskytují informace nezbytné pro odhad výše odpisů nutných k uchování majetkové podstaty podniku),
- je nutnou položkou v různých kombinovaných výnosových metodách,
- odhaduje eventuální finanční rizika,
- pokud by bylo možné odhadnout i náklady na pořízení všech hlavních nemateriálních aktiv (goodwillu) a vypočítat tak úplnou substanční hodnotu, pak by tato veličina tvořila *horní hranici pro cenu podniku*.

Metoda substanční hodnoty se využívá v praxi všude tam, kde podnik nemá vyjasněný podnikatelský záměr (popř. jeho finanční zdraví je narušeno) nebo tam, kde podnik disponuje specifickými aktivy, která nelze využít pro jiný účel.

Studijní materiály:

Základní literatura

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku* – 2. přepracované a doplněné vydání, vydavatelství Praha, C.H. Beck, 2001, ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7



Otázky a úkoly

- 1) Napište postup výpočtu substanční hodnoty.
- 2) Jaký je rozdíl mezi účetní a substanční metodou.



Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad významem hodnoty substance.



Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad
- 2) Viz. výklad

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 6: Likvidační hodnota



Klíčové pojmy:

metoda likvidační hodnoty, likvidační hodnota, rychlost likvidace



Cíle kapitoly:

- pochopení pojmu likvidační hodnota;
- porozumění základnímu použití metody likvidační hodnoty.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



Výklad:

1. Úvod:

Metody majetkového ocenění:

Volba metody závisí na různých faktorech, základním principem je pak kritérium, zda předpokládáme další pokračování podniku (going concern).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



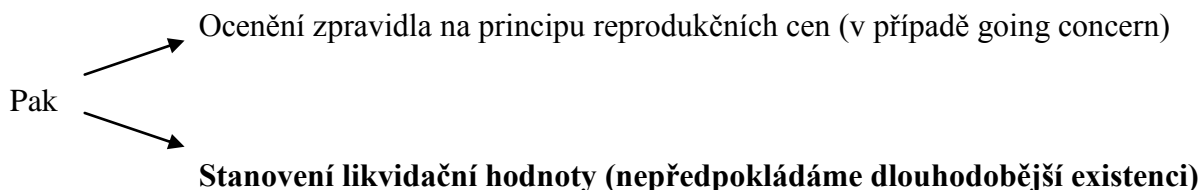
MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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



2. Majetkové ocenění v případě omezeného trvání podniku - metoda likvidační hodnoty.

Likvidační hodnota představuje množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku. Je tedy dána součtem prodejních cen jednotlivých majetkových složek podniku. Přitom se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost, jednotlivá aktiva budou rozprodána a veškeré závazky uhrazeny. Klíčovou roli hraje především faktor času. Na rozdíl od substanční hodnoty, kde jsou jednotlivé majetkové části oceňovány z pohledu going-concern principu, se zde předpokládá i prodej jednotlivých částí podle zájmu eventuálního kupce. Tento způsob oceňování tedy může značně podhodnotit některá specifická aktiva (speciální stroj v rámci určité technologie).

Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Pokud bychom tedy při oceňování např. výnosovou metodou dospěli k nižší hodnotě, než je hodnota likvidační, měla by být za hodnotu podniku označena hodnota likvidační. V případě, že výnosová metoda byla správně aplikována a opírala se o seriózně zpracovaný plán, pak může být právě likvidace zajímavým řešením pro vlastníky, kteří získají více, než kdyby podnik zůstal nadále v chodu.

Pokud je uvažováno o sanaci podniku, měl by odhadce určit jednak likvidační hodnotu podniku a jednak výnosovou metodu vypočítanou z finančního plánu. K sanaci by měl podnik přistoupit jedině tehdy, bude-li výnosová hodnota vyšší než hodnota likvidační.

Metoda likvidační hodnoty se používá v případech, kdy se **nepředpokládá dlouhodobější trvání podniku** a to jak vynuceně (pod vnějším tlakem např. věřitelů, kdy bude likvidační hodnota nižší) tak na základě dobrovolného rozhodnutí.

Metoda likvidační hodnoty může být z určitého hlediska metodou výnosovou, neboť hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace (prodeje). Jedná se však o **ocenění statické**, kdy určujícím faktorem jsou možnosti trhu vstřebat podnikový majetek v určeném časovém intervalu.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Při této metodě je potřeba brát v úvahu **rychlost likvidace** podniku (časové období, které budeme potřebovat pro likvidaci podniku, resp. rozprodej podnikového majetku) a **intenzitu** = míru rozdělení podnikového majetku na části, které mohou být s nejvyšší výhodou prodány).

Problémem při aplikaci této metody je schopnost **odhadnout**, jak bude **trh schopen vstřebat majetek likvidovaného podniku a za jaké ceny** – zvláště u specializovaných podniků, kde bývá likvidační hodnota velmi nízká.

Stanovení likvidační hodnoty

- + **příjmy** z prodeje majetku (současná hodnota při postupném rozprodeji)
- **výdaje** na vyrovnání dluhů a na úhradu nákladů na likvidaci
- ± **běžné podnikové příjmy a výdaje**, pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti

Použití

1. Jako součást ocenění **podniků s omezenou životností** (např. těžební podniky). Zde se kombinuje s výnosovým oceněním, kdy první částí je současná hodnota výnosů z podniku po omezenou dobu jeho existence a druhou částí je likvidační hodnota podniku na konci doby existence.
2. Ocenění **ztrátových** podniků. U těchto podniků by výnosová hodnota vyšla ztrátová, proto použijeme ocenění likvidační hodnotou.
3. Odhad **dolní hranice ocenění** podniku.
4. Rozhodování mezi **likvidací a sanací** podniku. Provede se ocenění výnosovou (nikoliv tržní ocenění, ale založené na sanačním plánu) i likvidační hodnotou. Je-li likvidační hodnota vyšší, doporučuje se likvidace podniku.
5. Měřitko **jistoty kapitálu investovaného do podniku** – informace pro investory. Je-li likvidační hodnota vysoká (např. dobře prodejné pozemky) je riziko investování do



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

takového podniku poměrně nízké a naopak (u podniků s nehmotným majetkem, kdy je likvidační hodnota poměrně nízká).

6. Použití pro **ocenění neprovozního majetku** nebo ocenění jen vybraného majetku za účelem jeho prodeje.

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku – 2. přepracované a doplněné vydání*, vydavatelství Praha, C.H. Beck, 2001, ISBN 80-7179-529-1.

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

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Otázky a úkoly

- 1) Pro jaké použití se využívá likvidační metoda?
- 2) Jakou hranici hodnoty podniku při oceňování tvoří likvidační metoda?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad tím, jaký rozdíl je mezi likvidační a substanční metodou.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) 1)Viz. výklad.
- 2) 2)Viz. výklad.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 7: Metody založené na analýze trhu



Klíčové pojmy:

přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu, ocenění metodou tržního porovnání, metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí, metoda odvětvových multiplikátorů, násobitele (multiplikátory)



Cíle kapitoly:

- pochopení základních pojmů;
- porozumění základním cílům přímého ocenění na základě dat kapitálového trhu ocenění metodou tržního porovnání;
- znalost násobitelů.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 10 hodin



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výklad:

1. Úvod:

Existují **dvě základní situace** pro ocenění podniku těmito metodami:

- 1.1. přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu
- 1.2. ocenění metodou tržního porovnání

1.1. Přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu:

Jako oceňovatelé máme k dispozici tržní cenu akcií (akcie jsou běžně obchodovatelné). Zdánlivě stačí *vynásobit aktuální cenu počtem akcií*. Získáme tzv. **tržní kapitalizaci**, která bývá často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ve skutečnosti se obě veličiny zpravidla liší:

- První odlišnost – **cena akcie**. Pro tržní hodnotu nelze automaticky vzít poslední tržní cenu a nebrat v úvahu její volatilitu (*v praxi to znamená, že se vychází z průměrné ceny za poslední období*).
- Druhá odlišnost – **vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou**. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií.

Zkušenosti z vyspělých trhů naznačují, že při koupi většího podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20-50%. **Prémie** zaplacená nad úroveň běžné tržní ceny má své důvody:

- a) akcie jsou přeplacené;
- b) premie je cenou za možnost kontrolovat chod společnosti;
- c) teorie tzv. **nákladů zastoupení** – vznikají v důsledku oddělení výkonu vlastnických práv a vlastního řízení společnosti. Zájmy managementu jsou zcela shodné se zájmy akcionářů v běžném řízení se však zájmy managementu uplatňují přednostně.;



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- d) Akcie jsou často kupovány, aby umožnily užší spojení činnosti zainteresovaných společností. Spojení má umožnit vznik **synergií**, které by se měly souhrnně projevit růstem hodnoty nově vzniklého podnikatelského celku.

Je zřejmé, že pro potřeby oceňování going concern – pokračujícího podniku jsou vhodná vysvětlení a) až c).

1.2. Ocenění metodou tržního porovnání:

používáme, pokud podniky nejsou běžně obchodovány. Metody jsou:

- metoda srovnatelných podniků;
- metoda srovnatelných transakcí;
- metoda odvětvových multiplikátorů.

Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu (IPO).

1.2.1. Metoda srovnatelných podniků – srovnáváme s podniky, které již byly oceněny, postup:

- analýza stavu a vývoje NH (HDP, úroková míra, inflace);
- analýza stavu a vývoje příslušného odvětví;
- analýza oceňovaného podniku a finanční analýza oceňovaného podniku;
- výběr srovnatelných podniků ;
- výběr vhodných násobitelů (multiplikátorů), nejvíce používaný je poměr **P/E** (= cena akcie a zisk na akcii);
- volba hodnot násobitelů (použijeme tu hodnotu, která vyšla ze souboru srovnatelných podniků u těch, které jsou nejbližší oceňovanému podniku), pokud se je nám nepodaří zjistit, použít alespoň průměrná data z Damodarana.
- výpočet hodnoty akcie oceňovaného podniku různými metodami a odvození konečné ceny akcie.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Hledání srovnatelného podniku je asi nejnáročnějším krokem celého ocenění. Srovnatelnost by se měla týkat především následujících znaků:

- odvětví a obor podnikání,
- výrobné produkty,
- velikost,
- právní forma,
- struktura financování,
- základní technologie,
- struktura dodavatelů a odběratelů,
- výkonnost,
- perspektiva.

Výsledkem mezipodnikového srovnání je:

- který ze srovnávaných podniků má nejbliže k oceňovanému podniku;
- v jakém vztahu je oceňovaný podnik k souboru podniků srovnatelných: průměrný, špičkový, nadprůměrný.

1.2.2. Metoda srovnatelných transakcí - podobně jako u srovnatelných podniků, jen násobitele počítáme na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky (nepoužíváme tedy přepočty na akcii).

Použijeme hodnoty ze souboru srovnatelných podniků, násobitele se nevztahují k akcii, ale k celému podniku.

Použijeme odvětvové násobitele (násobitele obvyklé pro určitou branži).

1.2.3. Metoda odvětvových násobitelů – nepoužíváme hodnoty násobitelů za jednotlivé vybrané podniky, ale **průměry hodnot násobitelů za celé odvětví**. **Zhodnocení:** jednodušší než výnosové metody, tržní analýza se zdá objektivnější, ale je vázána na rozvinutý

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

kapitálový trh (který u podniků není), časté a průhledné transakce s podniky a dostatek spolehlivých dat (velká datová základna u nás také chybí).

2. Násobitele (multiplikátory) se používají při ocenění metodou tržního porovnání.

Násobitel je poměr tržní ceny akcie k nějaké vztahové veličině. Nejznámějším je

P/E (Price / Earnings ratio).

Násobitele rozlišujeme podle:

<p>vyjádření tržní ceny akcie ^{*)} (hodnoty čitatele)</p>	<p>→ equity value (equity) = hodnota VK / akcii → enterprise value - EV (entity) = hodnota podniku (brutto) / akcii</p>
<p>vyjádření vztahové veličiny ^{*)} (ukazatele ve jmenovateli)</p>	<p>→ násobitele výnosové = na základě zisku za běžné období - EBIT, EBITDA, cash flow, tržby → násobitele majetkové = účetní hodnota VK, účetní hodnota investovaného kapitálu (VK+úročený CK)</p>
<p>časového určení násobitele</p>	<p>→ vyjádření veličin v aktuálních cenách / Ø za určité období / predikce na příští období, apod.</p>
<p>přístupu, jakým je aplikována metoda tržního porovnání</p>	<p>→ násobitel pro metodu srovnatelných podniků („stand alone multiples“) → násobitel pro metodu srovnatelných transakcí (tzv. transakční násobitele) → násobitel množstevní → násobitel odvětvový</p>

^{*) důležité je zachovat symetrii čitatele a jmenovatele}



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

tj. u entity použít EBIT, EBITDA, tržby (výnosové), účetní hodnotu investovaného kapitálu (majetkové)

u equity použít zisk, cash flow (výnosové), tržní / účetní hodnota VK (majetkové)

2.1. Využití v rámci ocenění podniku:

2.1.1. Metodou srovnatelných podniků

Zvolíme si násobitele a zjistíme jejich hodnoty u vybraných srovnatelných podniků. Na základě výsledků analýzy a hodnot násobitele srovnatelných podniků odhadneme hodnotu násobitele pro oceňovaný podnik – *např. pokud výkony oceňovaného podniku odpovídají průměru výkonů srovnávaných podniků, zvolíme násobitele na úrovni průměrné hodnoty za soubor, jsou-li výkony slabší, zvolíme hodnotu na úrovni nejnižších hodnot vyskytujících se v souboru podobných podniků, atp.* Pomocí odhadnutého násobitele oceníme akcii oceňovaného podniku.

$$H_A = \text{Vztahová veličina}_{(OP)} \times \text{Násobitel typu „equity value“}$$

$$H_A = \text{Vztahová veličina}_{(OP)} \times \text{Násobitel typu „enterprise value“} - \text{Úročený cizí kapitál na akcii}$$

Poznámka: H_A = hodnota akcie, OP = oceňovaný podnik

Při použití více násobitelů, získáme několik odhadů akcie, přičemž konečnou hodnotu akcie zjistíme expertním odhadem nebo váženým průměrem z dílčích odhadů. Hodnotu akcie lze upravit pomocí srážek nebo přírážek určených subjektivně oceňovatelem. Výslednou hodnotu podniku tvoří násobek takto zjištěné ceny akcie a celkového počtu akcií oceňovaného podniku (tržní kapitalizace).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

2.1.2. Metodou srovnatelných transakcí

Postup je obdobný jako u „srovnatelných podniků“, avšak ukazatele jsou vztaženy na podnik jako celek (nikoli akcii), neboť se vychází z údajů skutečných zaplacených cen za podniky. Hodnota podniku (VK) je zjištěna přímo.

2.1.3. Metodou odvětvových násobitelů

Zdrojem hodnot násobitele jsou průměry hodnot násobitelů za odvětví (nutná datová základna, odvětvová i regionální). Patří sem i **množstevní násobitel**, např. u telefonních společností, hotelů, vydavatelství, kdy násobitel = tržní kapitalizace / počet zákazníků, počet pokojů, počet vydání/předplatitelů, apod.

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání,
Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

? Otázky a úkoly

- 1) Jaké znáte násobitele?
- 2) Vyjmenujte metody tržního porovnání.
- 3) Jaké ukazatele se používají při ocenění metodou tržního porovnání?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad tím, jaký rozdíl je mezi přímým oceněním na základě dat kapitálového trhu a oceněním metodou tržního porovnání

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad
- 2) Viz. výklad
- 3) Viz. výklad



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 8: Model oceňování kapitálových aktiv



Klíčové pojmy:

přímka cenných papírů, bezrizikové úrokové míry r_f , rizikové prémie kapitálového trhu, použitelnost CAMP



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie;
- orientace v teoretických přístupech;
- znalost modelu pro oceňování nákladů na vlastní kapitál CAMP.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 12 hodin



Výklad:

Model oceňování kapitálových aktiv je základní model pro oceňování **nákladů na vlastní kapitál**.

1. tzv. přímka cenných papírů je důležitým prvkem modelu CAMP – odvozuje střední očekávanou výnosnost cenných papírů od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Platí:

$$E(R_A) = r_f + (E(R_m) - r_f) \cdot \beta_A$$

$E(R_A)$... střední očekávaná výnosnost cenného papíru

r_f ... bezriziková výnosnost

$E(R_m)$... střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tržního portfolia)

β_A ... koeficient beta cenného papíru; váže se ke konkrétnímu podniku

2. Použití CAMP pro odhad nákladů na vlastní kapitál závisí na třech proměnných:

- **Stanovení bezrizikové úrokové míry r_f**

- stanovuje se z výnosnosti státních dluhopisů pro dobu splatnosti deset let a více

- **Určení očekávané rizikové prémie kapitálového trhu**

- Stanovujeme na základě historických dat nejlépe z dat kapitálového trhu USA.

- Pro výpočet je nejlepší použít geometrický průměr (USA je g. průměr v rozmezí 4-6%).

- Pro ČR je nutné připočítat rizikovou premii země.

- Je nutné vycházet ze stejné bezrizikové výnosnosti pro celý vzorec.

- **Stanovení očekávané výše β**

Odhadujeme třemi způsoby:

a) z minulého vývoje (historické β)

- výpočtem regresního koeficientu mezi výnosem akcie a trhu

b) metodou analogie



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

použije se β podobných podniků. Je nutné řešit odlišnost v obchodním riziku (nutný expertní odhad = přípočet k β) a finančním riziku = odlišná kapitálová struktura – je nutné přepočítat viz. níže

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left(1 + d \cdot \frac{CK}{VK} \right) - \beta_{CK} \cdot d \cdot \left(\frac{CK}{VK} \right)$$

kde:

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

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

β_{CK} = β pro cizí kapitál

d = sazba daně z příjmu

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

β_N by mělo být závislé na odvětví a provozní práce, β_{CK} většinou považujeme za nulové. Potom:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left(1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK} \right)$$

c) na základě analýzy působících faktorů – odhad prognózované budoucí β na základě analýzy faktorů (oblast podnikání, provozní páka = podíl fixních nákladů na celkových



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

nákladech, finanční páka = poměr cizího kapitálu a vlastního kapitálu) – je složitá a pro zkušené analytiky

3. Závěr použitelnosti CAMP:

Je to zatím jediný teoreticky podložený a světově oceňovací praxí uznávaný způsob kalkulace diskontní míry pro tržní ocenění

Vzhledem k malé využitelnosti dat z kapitálového trhu v ČR je lépe použít data z USA a upravit vzorec o aktuální riziko země (ČR)

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$$

kde:

n_{VK} odhad nákladů vlastního kapitálu

r_f aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA

β odvětvové β přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu

a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku

RPT riziková prémie kapitálového trhu; doporučujeme používat premii z trhu USA

RPZ = riziková prémie země - doporučuje se postup založený na odlišnostech ve výnosnosti státních a podnikových dluhopisů, pokud možno upravený o vliv diferencí ve volatilitě akciového a dluhopisového trhu v ČR



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Základní rovnici $n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$ doporučujeme modifikovat v případě potřeby o další přírážky:

R_1 = přírážka pro malé společnosti (přírážka orientačně do 3 %)

R_2 = přírážka pro společnosti s nejasnou budoucností, které se vyznačují vysokým podílem tržní a účetní hodnoty vlastního kapitálu (přírážka do 3 %)

R_3 = přírážka na nižší likviditu oceňovaných vlastnických podílů

Rovnice pak má tvar:

$$n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 + R_3$$

Uvedená rovnice slouží jako základ pro odhad nákladů vlastního kapitálu pro:

- tržní ocenění,
- investory, kteří obecně mají možnost diverzifikace rizika a jsou tedy odměňováni jen za riziko systematické.



Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

? Otázky a úkoly

- 1) Jak a kolika způsoby se stanovuje očekávaná výše β ?
- 2) Jak se počítá riziková prémie země?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Diskutujte nad stanovením bezrizikové úrokové míry r_f v podmínkách ČR.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad
- 2) Viz. výklad



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 9: Oceňování synergií



Klíčové pojmy:

ocenění synergií, znalost postupu pro oceňování synergií



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie;
- orientace v teoretických přístupech;
- znalost postupu pro oceňování synergií.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 10 hodin



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výklad:

Úvod oceňování synergií

V rámci podnikových akvizic probíhá oceňování ve dvou fázích:

- 1) Ocenění kupovaného podniku – v případě kontinuálního nezávislého pokračování jeho činnosti (going concern).
- 2) **Ocenění synergií** – to znamená **přírůstku hodnoty v důsledku spojení s kupující firmou.**

Efekt, který plyne ze spojení jednotlivých částí do celku, je základem synergií.

1. Náklad a zisk z akvizice

Zdroje synergií mohou být různé. Význam z podnikatelského hlediska mohou mít pouze v tom případě, jestliže samy jednotlivě vytvářejí přírůstek hodnoty. Obecně lze celý proces zaznamenat jednoduchými vztahy.

Vycházíme z předpokladu, že firma A kupuje firmu B. Hodnoty (ocenění) obou firem označíme jako H_A a H_B a ocenění vzniklé firmy AB jako H_{AB} . Cena, za kterou koupila firma A firmu B, může být ale vyšší, než je hodnota firma B (prodávající uplatní eventuální povědomost a možné synergie). Zaplacená cena je označena jako P_B .

Oceněním synergie je potom přírůstek hodnoty za spojení:

$$\Delta H = H_{AB} - (H_A + H_B)$$

Náklad akvizice je rozdíl mezi cenou zaplacenou a hodnotou samotné firmy B:

$$\text{Náklad akvizice} = P_B - H_B$$

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Zisk z akvizice nakupující společnosti je chápán jako přírůstek čisté současné hodnoty získávající společnosti:

Výpočet zisku z akvizice:

$$\Delta \check{C}SH = \underbrace{H_{AB} - (H_A + H_B)}_{\text{Efekt spojení}} - \underbrace{(P_B - H_B)}_{\text{Efekt rozdělení}}$$

Toto vyjádření názorně představuje složení souhrnného efektu z akvizice. V první části výrazu (efekt spojení) je vyjádřen efekt, který akvizice přinesla, to znamená hodnotu synergie. V druhé části (efekt rozdělení) je vyjádřen způsob rozdělení tohoto efektu mezi kupující a kupovanou firmou.

Tento proces je možné vyjádřit i z jiného úhlu pohledu:

$$\Delta \check{C}SH = \underbrace{H_B + \Delta H}_{\text{Hodnota získané firmy pro firmu získávající}} - P_B$$

Hodnota získané firmy
pro firmu získávající

Je samozřejmé, že v obou dvou případech je nutno dospět k stejnému výsledku.

Zdrojem růstu hodnoty je přírůstek peněžních toků vyvolaných akvizic.

$$\Delta H = \sum_{t=1}^n \frac{\Delta CF_t}{(1+i_k)^t} = \sum_{t=1}^n \sum_{j=1}^m \frac{\Delta CF_{tj}}{(1+i_k)^t}$$



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

kde:

- ΔCF_t přírůstek peněžních toků vyvolaný akvizicí v roce t
 ΔCF_{tj} přírůstek peněžních toků vyvolaný akvizicí v roce t a zdrojem přírůstku j
n počet let, za které synergii počítáme
m počet zdrojů růstu peněžních toků, který je vyvolaný akvizicí

2. Přírůstky výnosů

Hlavním zdrojem hodnoty synergii jsou **nejpravděpodobněji vyšší provozní výnosy**.

V případě horizontální akvizice připadá v úvahu možnost zlepšení si postavení ve struktuře odvětví.

Z tohoto důvodu jsou lepší marketing a produkce brány především jako možný zdroj vyšších výnosů. Zlepšení marketingu se může týkat všech jeho oblastí:

- distribuční síť
- komunikace
- produktu

Některé akvizice mohou přinášet i tzv. strategické výhody

3. Snížení nákladů

Možnost snížení nákladů je **jedním z velice častých důvodů fúze**.

Zdrojem těchto úspor označovaných jako pravé zdroje synergie mohou být:

- úspory z množství – dané především vyšším využitím kapacit nižšími fixními náklady na jednotku produkce – je to nejčastější efekt horizontálních akvizic;
- úspory z využití zkušenostní křivky – jedná se o snížení nákladů v důsledku kumulativního vyprodukovaného množství, které vede ke snížení variabilních nákladů na jednotku;
- lepší koordinace blízkých provozních činností;
- technologické transfery – např. získání patentů držených kupovanou firmou;
- úspory ze společného nákupu;
- vzájemné využití managementu.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

4. Daňové úspory

Přesná podoba daňových úspor vychází samozřejmě z konkrétní daňové soustavy.

Lze ale obecně konstatovat, že je možné počítat s využitím:

- čistých provozních ztrát,
- přecenění majetku, který se odepisuje,
- zvýšení kapacity zadluženosti,
- využití „rezervních fondů“.

V případě spojení ziskových a ztrátových firem jsou ztráty zdrojem daňových úspor pro ziskové firmy.

Zdrojem daňových úspor může být i přecenění majetku, pokud může být odepisováno. V případě, že je kupována firma jako celek, dá se uplatnit i další možnost – oceňovací rozdíl k nabytému majetku.

Zvýšení kapacity zadluženosti je další možností. Vychází se z toho, že kupovaná nebo kupující firma ještě zcela nevyužila možnosti zadlužení.

Poslední možnost, která se nabízí, je využití „rezervních fondů“.

5. Snížení rizika a nákladů cizího kapitálu

Snížení kapitálových nákladů v souvislosti s akvizicemi se může projevit několika způsoby. Jednou z možností je **úspora emisních nákladů** při emisi nových akcií. S narůstajícím množstvím akcií klesají náklady připadající na jednu akcii.

6. Souhrnné ocenění synergií

Oceňování synergií je **jednou z nejobtížnějších součástí oceňování podniku**. Většinou je možné vycházet jen z odhadů. Na druhé straně je ale potřeba na základě zkušeností upozornit, že chybné ocenění synergií bývá jedním z hlavních zdrojů neúspěchu akvizičních projektů.

Obecnější závěry pro celkové ocenění synergií:

- Pro jednotlivé složky přírůstku peněžních toků je vhodné použít i odlišné diskontní míry, pokud existují výrazné rozdíly v riziku.
- V některých případech je odhad přírůstku peněžních toků dost obtížný. Přesto je i v těchto případech tato technika schůdná.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍRr: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

? Otázky a úkoly

- 1) Napište vzorec výpočtu zisku z akvizice.
- 2) Napište vzorec ocenění synergie.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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 zdrojích zisku z akvizice.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) *Viz. výklad*
- 2) *Viz. výklad*



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 10: Oceňování nehmotného majetku



Klíčové pojmy:

metoda licenční analogie, vynález, patent, průmyslový vzor, ochranná známka



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie;
- orientace v teoretických přístupech;
- znalost metody licenční analogie.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

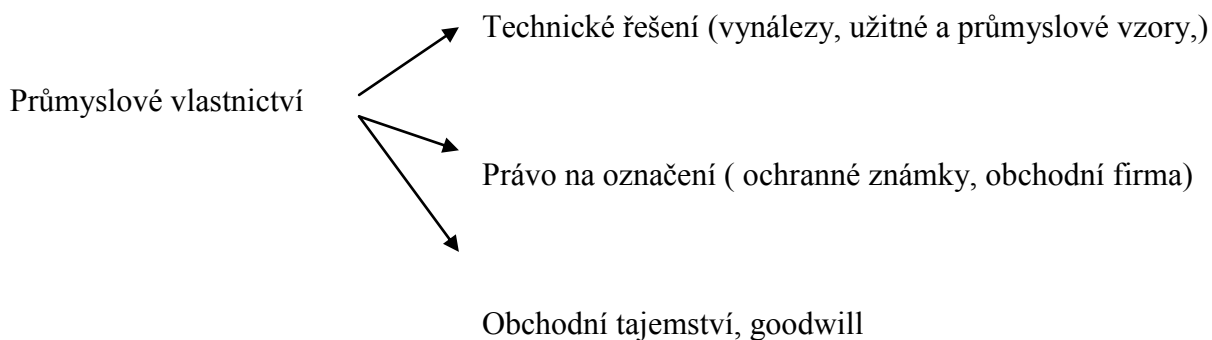
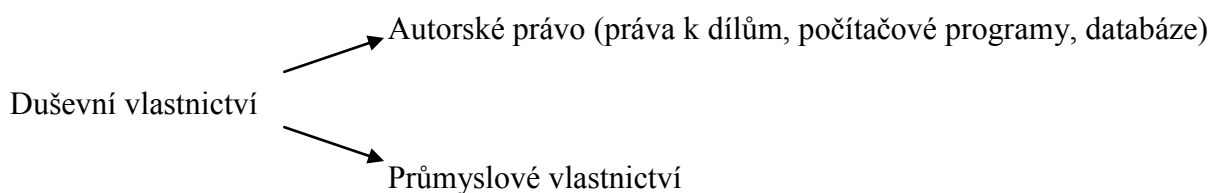
Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu
CZ .1.07/3.2.08/03.0035

Výklad:

Hlavní předměty nehmotného majetku jsou vynálezy, průmyslových vzory a ochranné známky.

1.Vymezení vynálezů a průmyslových vzorů

Znakem předmětů duševního vlastnictví je jejich schopnost stát se předmětem společenských vztahů, zejména vztahů obchodních.





evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



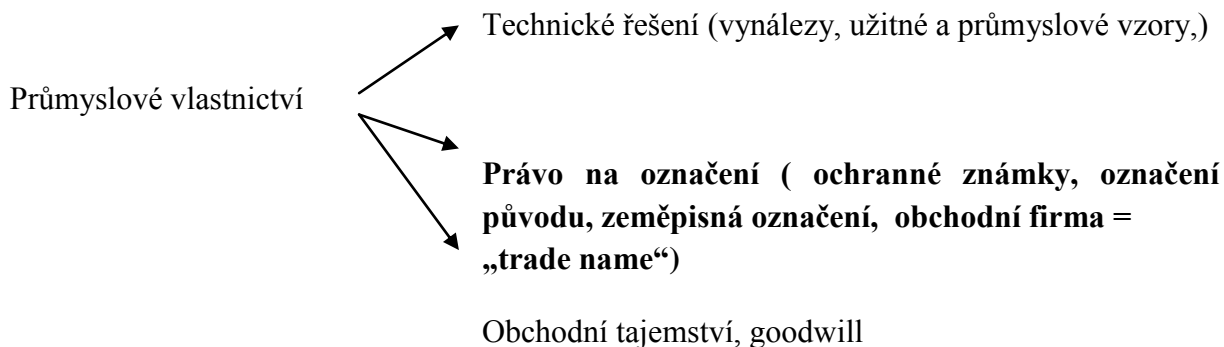
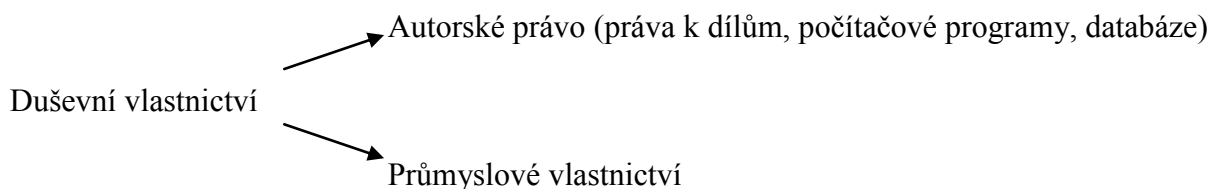
OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

2.Vymezení ochranné známky

Znakem předmětů duševního vlastnictví je jejich schopnost stát se předmětem společenských vztahů, zejména vztahů obchodních.



1.1.Vynálezy:

Právní ochrana vynálezu → patent, Zk. 527/1990 Sb. ve znění Zk. 116/2000 Sb.

Patenty se udělují na vynálezy, které jsou nové, jsou výsledkem vynálezecké činnosti a jsou průmyslově využitelné. Patent je udělen po provedení úplného průzkumu, tzn. porovnání předmětu patentové přihlášky se stávajícím stavem techniky. Patentová ochrana v ČR je 20 let od data zveřejnění ve Věstníku a může být prodloužena pro léčiva a prostředky na ochranu rostlin o 5 let. Patentová ochrana se vztahuje nejen na výrobní postup, ale zároveň i na výrobky tímto postupem vyrobené = → nepřímá ochrana. Právní ochrana vynálezu se vytváří tzv. patentovými nároky → popis a výkresy. V rámci řízení o patentové přihlášce dochází po



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

18 měsících k jejímu zveřejnění. Po provedení úplného průzkumu, v jehož rámci dochází k porovnání předmětu patentové přihlášky se stávajícím stavem techniky, dochází k udělení patentu. Majitel patentu má výlučné právo chráněného vynálezu využívat, poskytovat souhlas k využívání jiným osobám, což se děje zpravidla písemnou licenční smlouvou, a dále má právo převést patent na třetí osobu a také zapovědět jakékoli nakládání s chráněným předmětem třetím osobám. Tyto účinky patentu nastávají ode dne oznámení o udělení patentu ve Věstníku Úřadu průmyslového vlastnictví.

Doba ochrany je v České republice, stejně jako ve většině dalších vyspělých států, určena na 20 let od podání přihlášky vynálezu (dodatková ochranná osvědčení až o 5 let – léčiva a přípravky na ochranu rostlin). Ochrana vynálezů má teritoriální charakter, takže český patent platí pouze na území ČR.

1.2. Užitné vzory

Užitný vzor je technické řešení, které je nové, přesahuje rámec pouhé odborné dovednosti a je průmyslově využitelné. Ochrana platí 4 roky od data podání přihlášky a lze ji dvakrát vždy po třech letech prodloužit, tzn. že celková možná doba ochrany je pak 10let. Užitné vzory se zapisují do rejstříku pouze na základě registrace, tzn. před zápisem se neporovnává užitný vzor se stavem techniky. Každý pak má možnost podat návrh na výmaz užitného vzoru, pokud se ukáže, že se nejedná o nové řešení. → Tzn. že užitný vzor představuje rizikovější právo než patent. Nutno zahrnout při oceňování. Zákon č. 478/1992 Sb.

1.3. Průmyslové vzory

Průmyslový vzor znamená vzhled výrobku – je dán kresbou, obrysem, barvou, tvarem, materiálem výrobku, zdobením → znaky, které jsou zjistitelné lidskými smysly.

Na průmyslové vzory se vztahuje samostatný předpis č. 207/2000 Sb. mapující Směrnici EU. Doba ochrany může činit až 25 let od data podání přihlášky. Podmínkou je novost a individuální povaha průmyslového vzoru.

1.4. Důvody oceňování nehmotného majetku – vynálezů a průmyslových vzorů

- Nepeněžitý vklad nehmotného majetku do ZK společnosti.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- Oceňování pro účely účetní evidence.
- Použití jako zástavného předmětu.
- Přeměny obchodních společností.
- Odprodej nehmotného majetku.
- Ocenění v případě konkurzu nebo likvidace.
- Vypořádání dědictví.
- Vstupní informace pro majitele práv k obchodním jednáním.

1.5. Význam nehmotného majetku – vynálezů a průmyslových vzorů v rámci hodnoty podniku

Vynálezy a průmyslové vzory jsou součástí nehmotného majetku. Nehmotný majetek tvoří jednu z nejdůležitějších **konkurenčních výhod** podniku na trhu a tím významně přispívá k růstu hodnoty podniku. Při oceňování je zásadní praktickou otázkou stanovit, s jakou částí produkce oceňované právo (vynález, průmyslový vzor) souvisí. Ekonomické údaje jsou totiž k dispozici za celý podnik, divizi, závod atd. Když určíme, jaká část produkce odpovídá např. konkrétnímu výrobku, musíme dále zvážit podíl oceňovaného práva na výrobě, službách, výrobku nebo zařízení. To proto, že oceňované právo se může týkat pouze určité části výrobku nebo se na daném výrobku může podílet více chráněných práv.

Technická řešení postupně zastarávají a tím ztrácejí postupem času od svého vytvoření na hodnotě – na rozdíl od práv na označení (ochranné známky), kde je tendence opačná, takže postupem času nabývají na hodnotě.

1.6. Přístupy k ocenění vynálezů a průmyslových vzorů

Obecně jsou tři tradiční přístupy k oceňování veškerého majetku: tržní, výnosový a nákladový.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

1.6.1. nákladový - zachycuje pořizovací náklady v historických cenách; pro oceňování technických řešení je považován za přístup s nízkou vypovídací hodnotou.

1.6.2. tržní - vychází ze srovnatelnosti základních ukazatelů statku, jehož ocenění je známo s ukazateli oceňovaného statku; v ČR téměř nepoužitelné – neexistují zdroje tržních cen nehmotných statků, srovnatelnost majetkových práv je obecně obtížná (zahraniční cenové údaje jsou obtížně použitelné).

1.6.3. výnosový - opírá se o projektované peněžní toky; zahrnují i časovou proměnlivost hodnoty peněz; připouští rizikovost peněžních toků; připouští možnosti změn oceňovaného práva – zrušení, zánik; připouští měnící se rizika – opční cenový model; je nejvíce používán především při oceňování průmyslových práv i jiného duševního vlastnictví.

Každý přístup, každý model je ale omezený, nelze jej užívat mechanicky – mimořádně velký počet aspektů vyžaduje odborníka, který je schopen vybrat metodu přiměřenou situaci.

Základní metodou výnosového ocenění je „licenční analogie“ → je založena na úvaze, že oceňovaný vynález (patent) nebo průmyslový vzor by byl prodán na základě smlouvy za úplatu třetí osobě, případně by bylo poskytnuto právo užívání tohoto technického řešení. Za to by byly placeny poplatky po dobu platnosti smlouvy, resp. do konce užitečné životnosti tohoto technického řešení.

1.6.3.1. Metoda licenční analogie

je založena na úvaze, že hodnota patentu, užitného nebo průmyslového vzoru se rovná ceně, která by byla s největší pravděpodobností na trhu zaplácena za souhlas s využíváním shodného nebo obdobného řešení, případně za jeho převod. Za právo je využívat se platí přiměřená finanční náhrada, obvykle formou licenčních poplatků – v závislosti na objemu výroby. Výše licenčních poplatků se zpravidla stanovuje v procentech z čisté ceny.

Výhodou této metody je dlouhodobé obchodování na otevřeném trhu, takže ceny se ustálily v určitém rozpětím, které je odborníkům známé.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Celkové ocenění konkrétního práva provedeme sečtením jednotlivých ročních ocenění za období, které odpovídá předpokládané době užívání oceňovaného práva :

$$HV = RV \times LP \times KZ \times KK \times PM$$

HV = roční ocenění nehmotného majetku

RV = roční *rozsah výroby* ve finančním vyjádření

LP = licenční poplatek

KZ = koeficient zastarání, případně koeficient zhodnocení

KK = koeficient míry kapitalizace

PM = podíl průmyslového práva (nehmotného majetku) na výrobě

Licenční poplatek

1. Licenční poplatek nejčastěji představuje 20 až 45% ze zisku, který nabyvatel produkuje vlastní licenční výrobou.
2. U patentů se licenční poplatek pohybuje od 0,5 do 12%, přičemž nejčastější je od 2% do 8% z čisté prodejní ceny.
3. U průmyslově právně nechráněných řešení se poplatek pohybuje asi na 35% až 70% licenčního poplatku patentu.
4. (U průměrně zavedené ochranné známky, která se netýká zvláštních oborů podnikání, bývá licenční poplatek 1% z objemu výrobků nebo služeb, které jsou oceňovanou ochrannou známkou skutečně označovány.)
5. (U všeobecně známých ochranných známek se licenční poplatky pohybují v rozpětí 5% až 10%.)

Koeficient zastarání - nutno odhadnout délku užitečné životnosti – technická řešení mají vždy jen časově ohraničený dosah, neboť budou v budoucnu překonána.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Koeficient zhodnocení -přichází v úvahu **zejména u ochranných známek.**

Koeficient míry kapitalizace - odráží konkrétní ekonomické podmínky v daném teritoriu, inflační tendence, ztrátu likvidity, riziko nedostatečného odbytí, systematické (porovnatelné investice) a nesystematické (zvláštnost daného případu) rizikové faktory.

Výpočet koeficientu míry kapitalizace:

$$KK = \frac{1}{(1 + d)^t}$$

KK = koeficient míry kapitalizace

d = sazba míry kapitalizace

t = jednotlivá po sobě jdoucí období, v nichž se zjišťuje aktualizovaná hodnota

Počet let užívání - snažíme se na základě marketingových údajů stanovit délku inovačního kroku – tj. přiblížit se době skutečného užívání oceňovaného práva, to je asi do doby, pokud nese alespoň průměrný zisk. Přihlížíme k typu inovace.

Podíl oceňovaného práva na výrobě

1.6.3.2. Oceňování nehmotného majetku podle Zákona č. 151/1997 Sb.

Použití při konkurzu, soudní ocenění, dědictví, dary, daně, DPH. Jedná se o **ocenění výnosové** - → **roční čistý výnos užívání.**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Vstupní informace pro majitele práv k obchodním jednáním.

Použití při konkurzu, soudní ocenění, dědictví, dary, daně, DPH. Jedná se o **ocenění výnosové - → roční čistý výnos užívání.**

Roční čistý výnos se zjistí:

1. Ze smluv o užívání práva platných v den ocenění (licenční smlouvy).
2. Podle skutečnosti za poslední kalendářní rok užívání v období pěti let předcházející roku ocenění, nelze-li určit podle ad 1).

Počet let užívání se zjistí ze smluv, nejvýše však 5 let u průmyslových práv, výrobně technických a obchodních poznatků (a 10 let u práv na označení).

Cena se zjistí podle následujícího vzorce:

$$C_v = \sum_{j=1}^n \frac{Z_j}{\left(1 + \frac{p}{100}\right)^j}$$

C_v = cena majetkového práva zjištěná výnosovým způsobem

Z_j = roční čistý výnos užívání práva v letech, po které bude právo využíváno

p = míra kapitalizace v % uvedená v příloze č. 34 vyhlášky č. 279 /1997 Sb.

j = pořadové číslo roku, ve kterém bude právo využíváno

n = počet let, po které bude právo využívání, nejvýše však podle ustanovení § 17, odst.3

Uvedená diskontní míra ve Vyhlášce je v současné době (13 ?), resp. 14 %.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

2. Vymezení ochranné známky:

2.1. Pojem ochranné známky a podmínky ochrany

Je tradičním **prostředkem práva na označení**. Usnadňuje spotřebitelům orientaci na trhu, je pro ně zárukou kvality, kterou pod zavedeným označením očekávají.

Slouží k odlišení výrobků nebo služeb jedné osoby od výrobků nebo služeb stejného druhu jiné osoby. Ochrana není absolutní – vždy pouze pro výrobky a služby zapsané v rejstříku a výrobky podobné. Ochrana se vztahuje na užívání v hospodářské soutěži – pro obchodní účely. Značka – ochranná známka – nezapsané označení.

Právní souvislosti - současná právní úprava vychází ze zákona č. 441/2003 Sb. a prováděcí vyhlášky č.97/2004 Sb. Umožňuje zapsat do rejstříku jako ochrannou známku označení schopná grafického znázornění, zejména slova, včetně osobních jmen, barvy, kresby, písmena, číslice, tvar výrobku nebo jeho obal, pokud je toto označení způsobilé odlišit výrobky nebo služby jedné osoby od výrobků nebo služeb jiné osoby.

2.2. Přístupy k ocenění ochranné známky

Obecně jsou tři tradiční přístupy k oceňování veškerého majetku: tržní, výnosový a nákladový (popsáno u vynálezů).

2.2.1. Tržní přístup klade důraz na srovnávací charakteristiky. To předpokládá dlouhodobé rozvinuté tržní podmínky – takové podmínky u nás zatím nejsou. Neexistuje legální zdroj k získávání podstatných údajů. Lze použít tam, kde je velký počet obdobných případů (potravinářský průmysl, kosmetika, atd..)

2.2.2. Nákladový přístup se u nehmotného majetku používá málo, neboť náklady na pořízení (tj. odměny autorům či původcům), dále správní poplatky při zřízení a údržbě právní ochrany nebo za právní zastoupení při přihlašování vynálezu u „Úřadu průmyslového vlastnictví“ (patentový zástupce nebo advokát) vynálezů a průmyslových vzorů představují jen zlomek jejich hodnoty. Tento způsob lze použít např. při oceňování nové, zatím nezavedené, ale registrované ochranné známky.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

2.2.3. Výnosový přístup se používá nejvíce, zejména právě při oceňování průmyslových práv. Při oceňování vynálezů (patentů) a průmyslových vzorů výnosovými metodami je kromě rizik obchodních či finančních nutno brát v úvahu riziko spočívající v možné budoucí ztrátě oceňovaného práva nebo jeho podstatného omezení (např. kolize s právy třetích osob). Míru rizika lze zahrnout do koeficientu kapitalizace nebo tím, že bude ocenění provedeno ve více variantách se stanovením váhy těchto variant.

2.2.4. Další – v praxi obtížně používané - výnosové metody jsou **varianta „přírůstku přínosu“**, které se v praxi použije v případech, kdy je možno prokázat, že výrobky opírající se o oceňované průmyslové právo, vynález, **ochrannou známku**, mají v prodejní ceně zakalkulován vyšší zisk oproti stejnému nebo obdobnému výrobku konkurenčního výrobce. V praxi lze těžko použít, možné je to např. u nápojů a potravinářského zboží, běžné kosmetiky, kde je možná zjistit řadu reprezentativních údajů.

Metoda předpokládané ztráty výnosu, resp. zisku. Výchozím předpokladem je představa, že by majitel oceňovaného práva toto právo ztratil – k jakému snížení zisku by došlo.

Reziduální výnosová metoda je založena na postupu, kdy se od celkového výnosu podniku odečtou výnosy spojené s hmotnými statky. Rozdíl je pak výnos, který lze přiřadit k nehmotnému majetku.

2.3. Metody oceňování ochranné známky

2.3.1 Metoda licenční analogie

je založena na úvaze, že hodnota ochranné známky, (patentu, užitného nebo průmyslového vzoru) se rovná ceně, která by byla s největší pravděpodobností na trhu zaplácena za souhlas s využíváním shodné nebo obdobné ochranné známky, případně za její převod. Za právo je využívat se platí přiměřená finanční náhrada, obvykle formou licenčních poplatků – v závislosti na objemu výroby. Výše licenčních poplatků se zpravidla stanovuje v procentech z čisté ceny.

Výhodou této metody je dlouhodobé obchodování na otevřeném trhu, takže ceny se ustálily v určitém **rozpětím, které je odborníkům známé.**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Celkové ocenění konkrétního práva provedeme sečtením jednotlivých ročních ocenění za období, které odpovídá předpokládané době užívání oceňovaného práva a nebo době, kterou můžeme v tržních podmínkách považovat za rozumnou:

$$HV = RV \times LP \times KZ \times KK \times PM$$

HV = roční ocenění nehmotného majetku

RV = roční *rozsah výroby* ve finančním vyjádření

LP = licenční poplatek

KZ = koeficient zastarání, případně koeficient zhodnocení

KK = koeficient míry kapitalizace

PM = podíl průmyslového práva (nehmotného majetku) na výrobě

Licenční poplatek

1. Licenční poplatek nejčastěji představuje 20 až 45% ze zisku, který nabyvatel produkuje vlastní licenční výrobou.
2. U patentů se licenční poplatek pohybuje od 0,5 do 12%, přičemž nejčastější je od 2% do 8% z čisté prodejní ceny.
3. U průmyslově právně nechráněných řešení se poplatek pohybuje asi na 35% až 70% licenčního poplatku patentu.
4. U průměrně zavedené ochranné známky, která se netýká zvláštních oborů podnikání, bývá licenční poplatek 1% z objemu výrobků nebo služeb, které jsou oceňovanou ochrannou známkou skutečně označovány.
5. U všeobecně známých ochranných známek se licenční poplatky pohybují v rozpětí 5% až 10%.

Koeficient zastarání, koeficient zhodnocení - zejména u ochranných známek, **Koeficient míry kapitalizace** – viz kapitola 1.6.3.1



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výpočet koeficientu míry kapitalizace:

$$KK = \frac{1}{(1 + d)^t}$$

KK = koeficient míry kapitalizace

d = sazba míry kapitalizace

t = jednotlivá po sobě jdoucí období, v nichž se zjišťuje aktualizovaná hodnota

Počet let užívání -dobré ochranné známky jsou používány běžně několik desetiletí, někdy i více než 100 let. Reálné zjišťování doby skutečného budoucího užívání ochranné známky je jednak obtížné a jednak nelze předpokládat, že potenciální zájemce by byl ochoten i za přínosy, k nimž dojde za velmi dlouhou dobu. Doba používání je v tomto případě uvažována na 10 let, lze ji v odůvodněných případech prodloužit na max. 15 až 20 let. U označení, která nebyla vůbec používána nebo jen málo, by měla být uvažovaná doba zkrácená pod 5 let.

2.4. Označení původu výrobků (appellation of origin)

Označení původu je název země, oblasti nebo místa, který se stal výlučně známý jako údaj o tom, odkud pochází výrobek. Má význam pro země s klasickým goodwillem svých výrobků, u nás hlavně pro sklo, pivo, bižuterii. Označení původu nemůže být předmětem mezinárodního obchodu, ale musí být při něm bráno v úvahu.

Formou ochrany je registrace u patentového úřadu obvykle na dobu neurčitou. Poskytnutí licence na označení původu je vyloučeno.

Rozlišovat!

Druhové označení = nese sice název zeměpisné oblasti, ale nepochází z ní (např. vídeňská káva)



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

2.5. Obchodní firma – obchodní jméno (trade name)

Je název, pod kterým podnikatel činí právní úkony. Obchodní jméno je zařazeno mezi předměty průmyslového vlastnictví, je upraveno v Obchodním zákoníku. Jeho agendu nevyřizuje patentový úřad. Jeho ochrana vzniká užíváním a vznik ochrany není vázán formální registrací, i když zápis do Obchodního rejstříku je nezbytným podkladem. U podnikatelů, kteří do obchodního rejstříku nezapisují, vzniká ochrana obchodního jména jeho užíváním.

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Otázky a úkoly

- 1) Napište postup výpočtu metodou licenční analogie.
- 2) Vypočtete koeficient míry kapitalizace.

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Zamyslete se nad tím, jaký rozdíl je mezi vynálezem a patentem

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad
- 2) Viz. výklad

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 11: Oceňování technologických zařízení



Klíčové pojmy:

stanovení výchozí ceny stroje (VCS), stanovení výchozí technické hodnoty stroje (VTH), stanovení základní amortizace (ZA), stanovení srážek a přírážek (PS) na základě technické prohlídky, stanovení aktuální technické hodnoty stroje, Stanovení časové ceny stroje (ČC), stanovení ceny obvyklé



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie;
- orientace v teoretických přístupech;
- znalost postupu při oceňování strojů a strojního zařízení.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 10 hodin



Výklad:

Oceňování technologických zařízení v rámci substanční hodnoty podniku je specializovaným oborem.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Postup při oceňování strojů a strojního zařízení :

1. Identifikace stroje (porovnání údajů z evidence majitele se štítkovými údaji) zahrnuje např. karty dlouhodobého majetku, zápisy o převzetí stroje, inventurní soupisy.

2. Technická prohlídka stroje – kontrola funkčnosti stroje (tj. např. vzhled, deformace, vůle, koroze, úniky maziv, stav instalací, stupeň opotřebení, rovnoměrnost chodu, vibrace, hlučnost). Výsledkem je stanovení rozsahu opotřebení a potřeba oprav. Porovnává se také vybava stroje s obvyklým vybavením.

3. Stanovení výchozí ceny stroje (VCS), tj. ceny, za kterou by bylo možné pořídit stejný nebo srovnatelný stroj k datu ocenění. Stanovuje se podle **pořizovací ceny stejného stroje**, pokud je dostupný na trhu. Pokud již není dostupný na trhu, použije se **cenové porovnání s podobným strojem**, přičemž bereme v úvahu rozdíl v účelu použití, v koncepci konstrukce stroje, výkonových parametrech, v kvalitě provedení, v servisu, náhradních dílech a možnostech úprav. Další (náhradní) možností je **vycházet z historické pořizovací ceny** oceňovaného stroje a přepočítat ji indexem růstu cen.

4. Stanovení výchozí technické hodnoty stroje (VTH), tj. stanovení technické hodnoty oceňovaného stroje v porovnání k hodnotě nového stroje továrně vyrobeného, tj. stanovení zbývající životnosti stroje v relaci k novému stroji. Např. VTH nového stroje je 100%, po celkové opravě 50 – 80%, Po generální opravě 90%. VTH po modernizaci může být dokonce vyšší než 100%.

5. Stanovení základní amortizace (ZA), tj. obvyklá ztráta hodnoty v závislosti na stáří stroje. Základní amortizaci vyjadřujeme **pomocí amortizačních stupnic a křivek**. Předpokládáme, že v prvních letech života stroje je opotřebení rychlejší, dále mírnější pokles do 10 – 30% technické hodnoty stroje, v závěru opět pokles hodnoty vlivem nedostatku náhradních dílů a růstu poruchovosti. Na rozdíl od účetnictví předpokládáme, že hodnota stroje neklesá pod 10%, pokud je tento stroje funkční.

$$ZA (v \%) = 100 - TH (v \%)$$

kde TH= technická hodnota v % (bez srážek a přírážek)



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

6. Stanovení srážek a přírážek (PS) na základě technické prohlídky. Upravujeme jimi základní amortizaci (opotřebení) stanovenou pomocí amortizačních stupnic a křivek.

Srážky a přírážky (přírážka = vyšší hodnota stroje, než by odpovídalo obvyklé hodnotě podle amortizační stupnice v důsledku např. běžné opravy, údržby, malého využívání; srážka = uplatní se při horším než obvyklém stavu stroje a má odrážet zjevné poruchy, vyšší opotřebení, nedostatečnou údržbu, korozi

7. Stanovení aktuální technické hodnoty stroje. Vyjadřuje zbytkovou technickou životnost stroje na základě odhadu a posouzení oceňovatele. V praxi je používán vzorec (vyjádření v %)

$$TH = \frac{VTH \times (100 - ZA) \times (100 \pm PS)}{10^4}$$

10⁴

kde PS = přírážky nebo srážky podle výsledků technické prohlídky

8. Stanovení časové ceny stroje (ČC) je násobkem výchozí ceny stroje a jeho technické hodnoty. Vyjadřuje hodnotu (v rámci substanční hodnoty podniku), za kterou bychom stroj k datu ocenění pořídili se zahrnutím vlivu jeho konkrétního opotřebení. Zde **na stroj pohlížíme jako na majetek provozně nutný.**

$$ČC (Kč) = \frac{VCS(Kč) \times TH(\%)}{100}$$

100

9. Pokud se nejedná o majetek nutný k provozu, stanovíme cenu obvyklou. Cena obvyklá (CO) je násobkem časové ceny a koeficientu prodejnosti (Kp). Koeficient prodejnosti je v praxi často stanoven na základě odhadu, protože není k dispozici dostatek podkladů pro jeho výpočet. (Výpočet Kp by měl být stanoven ze zjištěných prodejních a časových cen strojů stejného případně srovnatelného typu, jichž bylo dosahováno v posuzovaném období a lokalitě při prodejích na otevřeném trhu. Tj. jako podíl sumy vážených cen prodejních a sumy



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

vážených cen časových, kde váhou je počet zjištěných případů ocenění a skutečných prodejů podobných strojů.)

Cena obvyklá (CO) $CO = \check{C}C \times Kp$

kde (Kp)=koeficient prodejnosti – zjištěn z prodejních a časových cen strojů stejného typu dosahovaných v posuzovaném období a lokalitě při prodejkách na otevřeném trhu (Mařík str. 357-363)

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. upravené a rozšířené vydání, EKOPRESS 2011, ISBN 978-80-86929-67-5.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.

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

Doporučené studijní zdroje:

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.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Otázky a úkoly

- 1) Jak se počítá technická hodnota?
- 2) Jak se počítá časová cena stroje?
- 3) Jak se počítá cena obvyklá?

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Diskutujte o výchozí technické hodnotě a používání amortizačních křivek a stupnic.

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) Viz. výklad
- 2) Viz. výklad
- 3) Viz. výklad



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 12: Oceňování oběžného majetku



Klíčové pojmy:

oběžný majetek, zásoby, pohledávky, finanční majetek, časové rozlišení



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie;
- orientace v teoretických přístupech;
- znalost modelu pro oceňování pohledávek.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



Výklad:

1. Oceňování zásob:

Zásoby tvoří spolu s pohledávkami rozhodující část oběžných aktiv podniku. Pro oceňovací praxi je typické, že se **opouští účetní koncept historické ceny a princip opatrnosti.**



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

1.1. Zásoby provozně nepotřebné (nevyužitelné či nadbytečné) – ocenění likvidační cenou

$$LH = RH \cdot I_p \cdot (1/(1+i_k))^t$$

(LH = likvidační hodnota, RH = reprodukční hodnota – viz níže, I_p = index prodejnosti, i_k = kalkul. úrok. míra na úrovni WACC)

1.2. Zásoby provozně nutné

- *materiál* – reprodukční pořizovací cenou; *vlastní výroba* – úplné vlastní náklady na bázi reprodukční pořizovací ceny (nebo čistá prodejní hodnota, pokud je nižší); *zboží* – reprodukční pořizovací cenou k datu ocenění (nebo čistá prodejní hodnota, pokud je nižší).

Reprodukční pořizovací cena (RH) se odvozuje od:

- aktuálních cen na trhu,
- historické ceny po úpravě o inflační index,
- ceny srovnatelných zásob.

U některých zásob je třeba hodnotu snížit o opotřebení

$$RH = n \cdot VH \cdot Inf \cdot Its \cdot Iz$$

(VH = výchozí hodnota za jednotku, Inf = index růstu cen, Its = index technické shodnosti, Iz = index techn. znehodnocení/zastarání)

2. Pohledávky - 2 základní přístupy:

- a) v rámci ocenění podniku jako celku (**pohledávky související s hlavním provozem podniku**),
- b) ostatní případy (**nesouvisející s hlavním provozem** v rámci oceňování podniku jako celku nebo samostatné oceňování pohledávek pro účely např. postoupení, vkladu, zástavy ...).



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

- **ad a)** vychází se z účetní hodnoty, která se upravuje, aby výsledná hodnota odrážela riziko nesplacení pohledávky a faktor času (odložení platby).

Pohledávky se obvykle podrobují analýze a dělí do kategorií (analogie bankovního přístupu) – **standardní, sledované, nestandardní, pochybné, ztrátové** – dle kategorie se aplikují koeficienty srážející nominální hodnotu pohledávky + při splatnosti nad 1 rok diskontování diskontní mírou na úrovni WACC podniku.

Toto zjednodušené oceňování (aplikace koeficientu na skupinu pohledávek bez detailnější analýzy) je **použitelné pouze pro oceňování pohledávek jako jedné majtkové součásti při oceňování podniku jako celku + platí především pro určování substanční hodnoty podniku**. Při nenaplnění going concern předpokladu je vhodnější stanovit likvidační hodnotu (časová tíseň vs. dostatek času).

- **ad b)** obvykle **aplikován výnosový přístup** (nákladový a porovnání nejsou prakticky aplikovatelné).

Bonita dlužníka – **žádoucí je stručná strategická a finanční analýza dlužníka**

a) jednoznačné vymezení předmětu ocenění (tj. včetně příslušenství pohledávky);

b) analýza právních dokumentů;

c) kategorizace dle předpokládaného způsobu úhrady – splátkový kalendář, zástava, ostatní (konkurz);

d) stanovení peněžních toků a jejich časové rozložení pro jednotlivé kategorie;

e) určení diskontní míry = bezriziková výnosnost + riziko odvětví + riziko pohledávky

$$\text{riziko pohledávky (prémie)} = P \cdot V$$

(P = právní kvalita dokumentů – koeficienty P),

$$V = \text{volatilita bonity dlužníka} - 0,5 \text{ až } 1,5$$



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

f) výsledné ocenění pohledávky nebo souboru pohledávek

$SH = \Sigma (\text{Splátka} / (1+i_1)^{t_j}) + (\text{příjem z prodeje zástavy} / ((1+i_2)^{T_2})) + (\text{příjem z konkurzu nebo soudního řízení} / ((1+i_3)^{T_3}))$

i_1, i_2, i_3 – diskontní míry pro jednotlivé kategorie (*pozn.: liší se dle rizika*)

3. Finanční majetek

- Peněžní prostředky – nominále, přepočítání z cizí měny.

- Cenné papíry – individuální přístup – v zásadě není rozdíl mezi substanční a likvidační hodnotou.

a) CP obchodované na kap. trzích – tržní data

b) neobchodované majetkové CP – tržní porovnání s využitím násobitelů příp. ocenění vlastního kapitálu podniku

c) neobchodované dluhové CP – výnosové ocenění (diskontní míra = požadovaný výnos do doby splatnosti)

4. Časové rozlišení

- zpravidla se ponechává v účetních hodnotách.

- při významnějších hodnotách se doporučuje přepočítávat na současnou hodnotu.

$$SH = (\text{účetní hodnota} \cdot (1 - \text{daň})) / (1 + i)^t$$



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Studijní materiály:

Základní literatura:

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7

Otázky a úkoly

- 1) Napište vzorec pro výsledné ocenění provozně potřebných zásob.
- 2) Napište vzorec pro výsledné ocenění pohledávky nebo souboru pohledávek.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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 postupu při oceňování pohledávek.

🔑 Klíč k řešení otázek:

1) Viz. výklad

2) Viz. výklad



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Kapitola 13: Souhrnné ocenění samostatného podniku



Klíčové pojmy:

diskonty a prémie při ocenění podniku, diskonty a prémie na úrovni akcionáře a podniku jako celku



Cíle kapitoly:

- znalost základní terminologie,
- orientace v teoretických přístupech,
- znalost diskontů a prémie na úrovni akcionáře a podniku jako celku.



Čas potřebný ke studiu kapitoly: 8 hodin



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Výklad:

1. Úvod

Pro ocenění podniku používáme více metod, platí zásada, že minimálně dvě. Jednotlivé metody poskytují ale rozdílné výsledky. V závěrečné fázi ocenění podniku budeme hledat odpovědi:

- a) jak z jednotlivých výsledků vyvodíme výsledek souhrnný,
- b) jak určit hodnoty různě velkých podílů na základním kapitálu společnosti.

2. Hledání souhrnného výsledku:

Zabýváme se oceněním vlastního kapitálu podniku jako celku se zohledněním specifik oceňovaného podniku do vstupních veličin jednotlivých oceňovacích metod.

V české oceňovací praxi se uznává zásada, že při ocenění podniku je nutné použít minimálně dvě oceňovací metody, příp. více metod.

Výsledky jednotlivých metod se však často liší a **neexistuje pravidlo** umožňující výběr konečného výsledku, **existují ale určitá doporučení jak postupovat:**

- a) použít **minimálně dvě metody ocenění**, vybrat je dle funkce a účelu ocenění, přání klienta a dle postoje trhu,
- b) **nepoužívat jako výsledek mechanicky vypočítaný průměr výsledků** jednotlivých metod,
- c) dle charakteru jednotlivých metod, dané situace podniku a kvality vstupních dat **přiřadit použitým metodám určitou funkci a prioritu** v rámci výsledného ocenění.



INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

3) Diskonty a prémie při ocenění podniku

V praxi nastávají případy, kdy práce oceňovatele nekončí zjištěním výsledku té či oné metody, a to **ze dvou základních důvodů**:

- a) v rámci použité metody ocenění se **nepodařilo zohlednit některá specifika podniku** mající vliv na jeho hodnotu,
- b) úkolem oceňovatele není zjistit hodnotu vlastního kapitálu podniku jako celku, ale **zjistit hodnotu určitého podílu na vlastním kapitálu podniku** (v praxi častý případ).

Pokud některý z těchto případů nastane, **máme k dispozici další nástroj oceňování, tj. diskonty a prémie** = obecně absolutní nebo relativní částka, která představuje změnu očekávaného rizika nebo užítku investora z titulu faktorů, které nebyly zahrnuty do výpočtu základní hodnoty, na niž se diskont aplikuje.

Diskonty a prémie dělíme na:

a) diskonty na úrovni podniku jako celku (entity-level discounts nebo company-level discounts)-aplikují se na celý vlastní kapitál podniku, ovlivňují plošně a stejnoměrně hodnotu pro všechny akcionáře, patří sem nejčastěji:

- diskont za klíčovou osobu ve vedení podniku,
- diskont za mimorozvahové závazky.

b) diskonty a prémie na úrovni akcionáře (shareholder-level discounts) - působí nerovnoměrně (tj. pouze na úrovni daného akcionáře), hodnota akcie není alikvótní podílu na vlastním kapitálu podniku jako celku:

- diskont za omezenou obchodovatelnost,
- diskont za minoritu, resp. prémie za kontrolu.



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

Diskont nemá sám o sobě žádný význam, dokud není definována základna, na kterou se má aplikovat—základní podmínkou správné aplikace diskontu je tedy správná identifikace základny, na kterou je diskont aplikován.

Studijní materiály:

Základní literatura

MAŘÍK, M. a kol.: *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. 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.

Doporučené studijní zdroje:

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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

? Otázky a úkoly

- 1) Jaké znáte diskonty při ocenění podniku

? Úkoly k zamyšlení a diskuzi

- 1) Diskutujte o doporučení pro stanovení rolí při vyvozování výsledného ocenění jednotlivých metod , **využijte doporučení v odborné literatuře.**

🔑 Klíč k řešení otázek:

- 1) *Viz. výklad*



evropský
sociální
fond v ČR



EVROPSKÁ UNIE



MINISTERSTVO ŠKOLSTVÍ,
MLÁDEŽE A TĚLOVÝCHOVY



OP Vzdělávání
pro konkurenceschopnost

INVESTICE DO ROZVOJE VZDĚLÁVÁNÍ

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

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* – 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.

MAKOVEC JAROMÍR: *Oceňování strojů a výrobních zařízení*, druhé aktualizované vydání, Nakladatelství Oeconomica, Praha 2006, ISBN 978-80-245-1737-7.

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku* – 2. přepracované a doplněné vydání, vydavatelství Praha, C.H. Beck, 2001, ISBN 80-7179-529-1.