

- Kapitola 1.

## Teorie hodnoty a oceňování podniků

**Klíčová slova:** Cena, hodnota, hodnota podniku pro investory, akcionáře, věřitele, metody oceňování podniků, shareholder, stakeholder

V první kapitole se budeme zabývat teoretickými pojmy jako je cena, hodnota, hodnota podniku pro konkrétní subjekty a metody oceňování podniků. Jedná se o důležité pojmy, které je třeba znát k následnému studiu předmětu Finance podniku II.

Prvními pojmy, kterými se budeme věnovat podrobněji je cena a hodnota. Ačkoli by se na první pohled mohlo zdát, že pojmy jsou synonyma nebo mezi nimi platí úzká vazba, z pohledu ekonomické teorie jde o dva zcela rozdílné pojmy založené na odlišných konceptech.

Cena. Cena je definovaná jako množství peněžních jednotek, které je nutné vynaložit k získání daného statku (koupě). Obecněji je to vyjádření směnného poměru mezi dvěma statky zpravidla v cenách jednoho ze dvou těchto statků, když jedním mohou být i peníze. Např. „1 kráva = 20 000 Kč nebo 5 prasat“, opačně „1 prase = 4 000 Kč nebo 1/5 krávy“). Barterový obchod – tzv. směnný obchod. Jde o formu obchodu, kdy se směňuje zboží či služba za jiné zboží nebo službu bez použití peněz. V případě klasické obchodní transakce souvisí cena s pojmem „cenovka“ tedy vyjádření ceny jednoho statku v množství/jednotkách statku druhého, nutných ke koupi. Zpravidla jsou ceny stanovovány prodejci, když ti se snaží o maximalizaci ceny, naopak kupující bojují za minimální ceny.

Funkce ceny

**Informační** – Spotřebitele informuje, které výrobky má spotřebovat, aby učinil svou spotřebu co nejefektivnější a výrobce informuje o tom, jaké zdroje má využívat, aby vyráběl co nejefektivněji.

**Motivační** – perspektivista většího výdělku. Růst ceny se promítne do růstu zisku a výrobce tak podnítí k tomu, aby více vyráběl.

**Alokační** – změny v poptávce a nabídce působí na tvorbu ceny. Motivace výrobců, na základě cenových signálů, aby realokovali své výrobní zdroje.

**Distribuční** – rozdělování služeb a zboží dle závislosti na jejich ceně. Zboží se rozdělí mezi spotřebitele dle jejich ochoty platit. Čím vzácnější zboží je, tím větší má cenu.

Cena z pohledu marketingu – cena je jedním z nejvýznamnějších marketingových nástrojů marketingového mixu. Má přímý dopad na zisk.

Dopady na zákazníka – vyšší cena vzbuzuje v zákazníkovi pocit vyšší kvality. Koupí tohoto výrobku zákazníkovi dodává sebedůvěru a úctu. Naopak nižší ceny mají pomoci rozšířit okruh zákazníků.

Prémiová cena – nejvyšší cena daného výrobku. Tento výrobek je v nejvyšší kvalitě a může být limitovaný množstvím.

Dumpingová cena – cena zboží nebo služby, která nepokrývá náklady na výrobu. Jde o cenu, která se využívá pro prodej výrobku nebo služby pod jeho výrobní hodnotu. Nastavuje se za účelem likvidace konkurence. Dumpingová cena bývá legislativně zakázána, a její využívání bývá hodnoceno jako nekalá konkurenční soutěž.

Cenová válka – druh konkurenčního boje. V cenové válce jde o to, že jeden z konkurentů sníží své ceny a ostatní ho následují. Jsou krátkodobě výhodné pro spotřebitele, kteří mohou těchto nízkých cen využít. Cenová válka může být nevýhodná až likvidační pro jednu nebo více společností, které se cenové války zúčastnili.

V ekonomické teorii je nejčastěji pracováno s rovnovážnou cenou, tedy cenou vytvořenou na základě střetu nabídky a poptávky na volném trhu. Rovnovážná cena je cena zboží, při které je trh v rovnováze. Rovnováha trhu znamená, že jsou síly nabídky a poptávky vyrovnané. Cena, za kterou chtějí spotřebitelé nakoupit a výrobci prodat je stejná. Stejně je to i u množství. V případě, že množství výrobků, které prodáváme se shoduje s množstvím výrobků, po kterém je poptávka, trh je v rovnováze. Ekonomická rovnováha znamená, že jsou ekonomické síly vyrovnané, bez vnějších vlivů se základní ekonomické proměnné nezmění. Jde o obecný pojem, který lze popisovat z několika hledisek. Ekonomickou rovnováhu lze rozdělit na makroekonomickou a mikroekonomickou rovnováhu.

Dalšími typy cen mohou být: Pořizovací cena, tržní cena, reprodukční pořizovací cena, zjištěná cena, světová cena, administrativní cena, výchozí cena nebo obvyklá cena.

- Pořizovací cen – cena, za kterou byl majetek pořízen. Používá se pro oceňování pořízeného majetku.
- Tržní cena – cena, které dosáhneme na trhu. Úzce souvisí s nabídkou a poptávkou.
- Reprodukční pořizovací cena – cena za kterou lze majetek získat v čase, kdy je majetek oceňován.
- Zjištěná cena – cena zjištěná na základě zákona o oceňování majetku.
- Světová cena – typická pro burzovní obchod. Cena zboží na rozhodujícím trhu rozhodujícího dodavatele.
- Administrativní cena – cena jenž je zjištěná při přepisu majetku.
- Výchozí cena – je rovna reprodukční nebo pořizovací ceně. Jde o cenu výrobku továrně nového.
- Obecná cena – cena, za kterou by bylo možné statek koupit nebo prodat v rozhodné době a místě, pojem legislativně nahrazený pojem „Obvyklá cena“ v roce 1997.

K tvorbě ceny je možné využít odlišných metod a přístupů, jako je:

- Smluvní cena – vzniká dohodou mezi prodávajícím a kupujícím.
- Metoda orientovaná na konkurenci – stanovení ceny vyšší nebo nižší než konkurence. Vyšší ceny jsou stanoveny především u značkového výrobku. U nižší ceny pobízíme zákazníka, aby si koupil větší množství. Zde je nevýhodou, že nižší cena může evokovat nižší kvalitu a zákazníka cena odradí.
- Nákladová – nejvyužívanější. Podnik si stanoví náklady na výrobu a připočítá k tomu určitou míru zisku.
- Cena podle hodnoty vnímané zákazníkem – jedná se o jednu z nejlepších metod. Vychází z marketingové koncepce a zahrnuje ocenění výrobku z pohledu zákazníka. Jakou hodnotu má výrobek z pohledu zákazníka.
- Metoda orientovaná na poptávku – vychází z cenové přizpůsobivosti poptávky. Jejím cílem je maximalizace zisku.

- Konkurní cena – cena je vyhlášená institucí, která si z nabídky firem v konkurním řízení vybírá tu, která je dle zadaných kritérií nejlepší.

S cenou souvisí i cenová strategie. Strategií je opět několik. Jednou z nich je strategie, založená na psychologickém principu. Jde o tzv. „Baťovu“ nebo „Baťovskou cenu“. U toto přístupu jde o psychologickou manipulaci, kdy se zákazníkovi jeví cena např. 9 Kč mnohem nižší než 10 Kč. Je to způsobeno tím, že číslo devět je pouze jednociferné a číslo 10, jelikož je dvouciferné, působí na zákazníka opticky mnohem větší. Proto vznikly ceny zakončené na číslo 9. Např.: 99,- Kč, 299,- Kč apod. Tyto ceny mohou být posíleny o desetiny jako například 99,90,-Kč, 299,90,- Kč apod. Jedním z důvodů nastavení těchto cen byla reakce na reklamní slepotu (adaptování zákazníka nereagováním na manipulaci).

Z pohledu české legislativy je cena zakotvena ve dvou právních předpisech, zákon o cenách § 14 odst. 2 zákona č. 526/1990 Sb. a zákon o oceňování majetku – zákon č. 151/1997 Sb. když se jedná o obvyklou cenu, která odpovídá ceně, jež byla dosažena při prodeji stejného nebo podobného majetku nebo služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. V případě, kdy nelze obvyklou cenu stanovit, oceňuje se majetek nebo služba tržní hodnotou, pokud právní předpis nestanoví jinak.

Druhým pojmem, který jsme již zmiňovali, je hodnota.

Hodnota. Hodnota je více abstraktní pojem, a souvisí s pojmem užitek, resp. je subjektivním vnímáním užitku.

Užitek – subjektivní pocit uspokojení plynoucí ze spotřeby jednotlivých statků. Spotřebitel se rozhoduje, jaký spotřební koš si zvolí.

Mezní užitek – vyjadřuje o kolik vzroste celkový užitek, jestli se množství statku zvýší o jednotku.

Obecně existují dva odlišné přístupy k užítku, označované jako kardinalistická (užitek je přímo měřitelný, to znamená, že spotřebitel je schopný přiřadit každému spotřebnímu koši (kombinace množství statků) konkrétní hodnotu užitku) a ordinalistická (užitek není přímo měřitelný, ale spotřebitel dokáže všechny spotřební koše seřadit od nejpreferovanější až po nejméně preferovaný) teorie užitku.

Soudobá teorie rozlišuje několik kategorií a bází hodnot, z nichž pouze „směnná hodnota“ nebo někdy „Tržní hodnota“ se rovná „tržní ceně“.

Další kategorie hodnoty jsou:

Likvidační hodnota – používá se u jež nemá vidinu dalšího užívání. Je dána sumou peněz, která se získá individuálním rozprodejem konkrétních aktiv snížených o náklady na likvidaci.

Pojistná hodnota – představuje částku, jež vystupuje v pojistné smlouvě a z níž se odvíjí případné pojistné plnění – v zásadě nemusí být žádnou vazbu na tržní hodnotu (lze aktivum „podpojistit“ i „nadhodnotit“).

FMV - (*Fair market value*) – cena, která by byla stanovená na otevřeném trhu za podmínek: cena je stanovená tak, že kupující i prodávající mají relevantní informace o konkrétním aktivu.

Dle IVS 1 a IVS 2 to jsou kategorie:

- IVS 1

- Tržní
- IVS 2
  - Value in Use
  - Value in Exchange
  - Investment Value, Investment Worth
  - Going Concern Value
  - Insurable Value
  - Assessed, Rateable, Taxable Value
  - Salvage Value
  - Special Value
  - Mortgage Lending Value
  - Synergistic Value
  - Fair Value

Jak bylo vysvětleno, hodnota je subjektivním pojmem, a může být pro každou osobu odlišná, a navíc je časově poměrně nestálá. V případě podniku, lze rozlišovat hodnotu z pohledu:

Hodnota podniku pro akcionáře – díky kontrole manažerů vlastníky, se mohou získávat informace ohledně nakládání se zdroji podniku, které akcionář do podniku již vložil. Akcionář využívá zpráv o finanční výkonnosti podniku. Sleduje se míra rizika.

Hodnota podniku pro věřitele – využívá informace z finanční analýzy pro závěry o finanční situaci pro potenciálního nebo současného dlužníka. Na základě těchto informací se věřitel rozhoduje, zdali neposkytne nebo poskytne úvěr, za jakých podmínek a v jak vysoké výši.

Hodnota podniku pro investory – investor = poskytovatel kapitálu pro společnost. Sleduje se míra rizika a výnosů spojených s vloženým kapitálem. Využívají se zprávy o finanční výkonnosti podniku pro rozhodování o možném investování v konkrétním podniku

FCFE – množství hotovosti, které podnik generuje a které je možno potenciálně rozdělit mezi shareholders.. Měřítko, kolik peněz je k dispozici akcionářům společnosti po splacení všech nákladů, reinvestic a dluhů. FCFE je měřítkem vlastního kapitálu.

FCFF – hotovostní peněžní tok, který je přístupný všem investorům v podnikání.

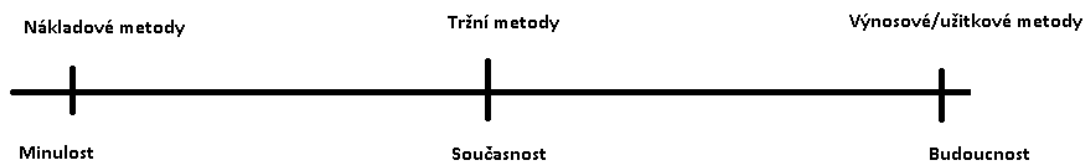
Nyní se seznámíme s pojmy shareholder a stakeholders.

Shareholder – vlastní akcie

Stakeholder – zainteresovaný subjekt, který je členem skupiny, jenž má zájem na podnikání společnosti. Stakeholder se dělí na dvě části. Na vnitřní a vnější. Vnitřní stakeholders jsou zaměstnanci, členové managementu, a vlastníci. Vnější jsou oproti tomu dodavatelé, odběratelé, věřitelé aj. Stakeholders očekávají od společnosti dodržování zákonů a kolegiální jednání.

S oceňováním podniků souvisí pojem „going concern“ - účetní termín pro společnost, která je dostatečně finančně stabilní, aby mohla splnit své závazky a pokračovala v podnikání v dohledné budoucnosti, která je většinou stanovená na 12 měsíců, nebo stanovením účetního období. Koncept *going concern* je základním předpokladem k vytvoření účetní závěrky, proto se předpokládá, že účetní závěrka nemá potřebu ani záměr likvidovat nebo omezovat rozsah svých operací.

Oceňovací, resp. ohodnocovací přístupy mohou v zásadě vycházet ze třech konceptů a jejich kombinací:



V případě podniků lze za užitek považovat budoucí výnosy.

K ocenění podniků je možné oceňovací metody rozlišit do čtyř skupin, a to metody majetkové, výnosové, tržní a kombinované.

Majetková metoda je metoda založená na stavových veličinách, resp. na ocenění majetku v podniku. Tedy nepojímá podnik jako věc hromadnou, ale zaměřuje se na jednotlivé majetkové prvky.

Majetková metoda může být tzv. úplná nebo neúplná, a to podle zohlednění/nezohlednění nehmotného majetku (goodwill, know-how). Tato metoda se dále rozděluje na další varianty a to, na účetní, substituční a likvidační. Majetkovou metodu na bázi účetních hodnot lze zapsat jako hodnota podniku = bilanční sumě. Výhodou této metody je jednoduchý výpočet. Nevýhodou ale je nezahrnutí nehmotných složek podnikání (osobní složky jednatele/společníka, goodwill, know-how, ...). Z důvodu této nevýhody je tato metoda využívána spíše jako podpůrná.

Další metodou je majetková metoda na bázi tržní hodnoty. Hodnotu společnosti se zjistí tak, že se sečte tržní hodnota jejich majetku a odečte se hodnota závazků.

A poslední variantou je majetková metoda založena na likvidační bázi hodnoty. Tato metoda se využívá v případě, kdy se nepočítá s tím, že podnik bude v budoucnu existovat. Likvidační hodnota je teda částka, kterou by vlastníci zinkasovali při rozprodeji majetku se zohledněním nákladů na likvidaci. Při výpočtu této metody jsou hodnoty nejnižší ze všech majetkových metod. V případě, že by hodnoty byly vyšší než hodnoty výnosových metod, je výnosnějším postupem podnikání ukončit.

Druhou skupinu tvoří výnosové metody, tyto metody vyjadřují současnou hodnotu budoucích předpokládaných užitků plynoucích z držení daného aktiva (podniku). Skupina výnosových metod je nejpočetněji zastoupena, a tvoří ji:

DCF – metoda diskontovaných peněžních toků. Založená na odhadech budoucích CF (cash flow), které plynou z podnikatelské činnosti. Při výpočtu volných peněžních toků se vychází z čistého provozního zisku, připočítají se odpisy a od kterého se odečítá změna čistého pracovního kapitálu a investice.

EVA – ekonomická přidaná hodnota. Zohledňuje při oceňování podniku ekonomickou přidanou hodnotu, která byla zjištěna ukazatelem EVA. Ten je vhodný stanovit na základě ukazatele ROA z investovaného kapitálu z WACC.

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

NOPAT – hospodářský výsledek

WACC – vážené kapitálové náklady

C – investovaný kapitál

MVA – tržní přidaná hodnota. V současné době je to pojem, který označuje velmi významné hodnotové měřítko. Měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a hodnotou investovaného kapitálu – vyjadřuje bohatství vlastníků.

Kapitalizace čistého zisku – metoda, jenž vychází z trvale dosažitelného zisku a míry kapitalizace. Trvale dosažitelného zisku můžeme dosáhnout pomocí váženého aritmetického průměru předchozích hospodářských výsledků a míru kapitalizace můžeme odhadnout z úrokové míry dlouhodobých úvěrů nebo dluhopisů. Hodnota podniku je poté vypočítána pomocí vzorečku  $\frac{Z_1}{r}$ , kde  $Z_1$  je trvale dosažitelný zisk a  $r$  míra kapitalizace.

Další metodou majetkového oceňování je kombinovaná metoda. Kombinovaná metoda je spojení metody majetkové a metody výnosové. Je rozdělena na dvě metody. Metoda střední hodnoty a metoda nadzisku. Metoda střední hodnoty má vzoreček

$$EV = \frac{IV + SV}{2}$$

kde,

EV = hodnota podniku

IV = hodnota podniku stanovená výnosovou hodnotou

SV = hodnota podniku stanovená majetkovou hodnotou

Metoda odvětvových multiplikátorů je základní zjednodušenou variací kapitalizace zisku, když uvažuje s tím, že hodnota podniku je dána součinem vybraného ekonomického parametru podniku (zpravidla EBITDA) a odvětvového multiplikátoru. Odvětvové multiplikátory bývají stanovovány pro každé odvětví ekonomiky odděleně, když tímto je vyjádřena investiční náročnost, materiální zázemí i rizikovost podnikání.

Třetí skupinou jsou metody tržní. Tržní metody jsou založeny na principu komparace oceňovaného aktiva s dalšími aktivy, jež byly realizovány či jsou inzerovány k prodeji na trhu. V případě podniků se tato metoda nejčastěji využívá při ocenění – zjištění tržní kapitalizace podniků obchodovaných na akciových burzách. Méně často se lze setrnout s aplikací této metody v případě ocenění menších – lokálních podniků.

Poslední skupinou jsou metody kombinované, založené na kombinaci a stanovení střední hodnoty nebo váženého poměru výsledků dalších oceňovacích metod.

