

# 1. Oceňování podniku a jeho vazba na FA

- žádná objektivní hodnota firmy neexistuje ⇒ neexistuje ani jediné správné ocenění
- metody oceňování vypovídají (více méně) o ceně (tržní ceně) hodnoceného podniku
- FA oceňuje hodnotu podniku syntetickými ukazateli v rámci testů finančního zdraví (bonitní/bankrotní modely)

## Typy a stupně oceňování

### a) ocenění nezávislé na vůli vlastníků (pro potřeby státní správy)

- nutná jednoznačnost výsledků ⇒ zjednodušení, práce s uzanciemi a standardizovanými postupy (uzance - uznané zvyklosti)
- pro účely:
  - daňové
  - dědické spory
  - spory vlastníků (určování majetkových účastí)
  - poskytování úvěrů (v souvislosti s jejich ručením)

### b) ocenění z vůle vlastníků (pro podnikatelské účely)

- vyjadřuje šance a rizika
- jeho smyslem je odhadnout tržní hodnotu ⇐ odhad podle mezinárodních standardů = odhad peněžní částky
- podmínky, má-li být odhad tržní hodnotou:
  - kupující i prodávající jednají zcela dobrovolně a legálně - bez vnějších tlaků či nekalých úmyslů
  - obě strany mají zájem na uskutečnění transakce
  - obě strany mají k dispozici všechny důležité informace o předmětu prodeje
  - na obou stranách je přiměřená konkurence
- používáno pro účely:
  - koupě a prodeje podniku
  - spojování firem (akvizice)
  - sanace
  - konkurzu
  - uvedení na burzu
  - získání dalšího vlastního / cizího kapitálu

## 2 stupně podnikatelského ocenění

### 1. podnik "sám o sobě" (stand - alone basis, going concern)

- tak jak podnik "stojí a leží" v daný okamžik
- pohledy do budoucnosti (pokud se uvažují) se musí odvíjet od současného stavu

### 2. z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnu

- z pohledu nového majitele (po spojení firem)
- s uvážením synergických efektů

## Přehled metod oceňování

- a) založené na dosud vynaložených nákladech
  - substanční hodnota
- b) založené na oceňování výnosu firmy
  - metoda diskontovaného CF
  - metoda kapitalizovaných zisků
  - korigované výnosové metody
- c) založené na srovnání
  - na bázi srovnatelných podniků
  - na bázi srovnatelných transakcí

## Vybrané metody

### a) likvidační hodnota

- padá předpoklad trvání podniku (podnikatelských aktivit)
- hodnota = "cena šrotu"
- hodnota = 20 % tržní hodnoty

### b) hodnota vlastního kapitálu (s oceněním aktiv a závazků dle účetnictví)

aktiva - závazky = hodnota vlastního kapitálu  
(assets - liabilities = owner's equity)

### c) substanční metoda

- ocenění majetku i závazků je reálné  $\Rightarrow$  odpovídá aktuálním cenám, za něž by bylo možné daný majetek pořídit  $\neq$  účetní hodnota
- hodnota podstaty (substance) je zřejmá zvláště v případě akvizice (koupit stávající podnik nebo vybudovat nový ?)
  - $\Downarrow$
- substanční hodnota tvoří horní cenovou hranici  $\Rightarrow$  má pomocnou funkci (výhodnější pro prodávajícího)
- v oceňování dochází ke zvyšování vykazované hodnoty aktiv o tiché rezervy, vyplývající z:
  - inflace  $\Rightarrow$  růst nákladů na znovupořízení
  - odpisů: pokud by byly vyšší, než by odpovídalo skutečné ztrátě hodnoty
- zvyšování hodnoty aktiv (rozpuštění tichých rezerv) může ovlivnit zisk a tím i hodnotu daní (hodnota závazků)  $\Rightarrow$  substanční hodnotu je třeba o tyto latentní daně snížit
- klíčový význam mají zásady oceňování majetkové podstaty podniku, zvláště hodnoty nemateriálních statků

### Substanční hodnota brutto =

= souhrn majetkových hodnot potřebných k dalšímu podnikání v aktuálních cenách  
+ výnos z prodeje majetku přebytečného a vedlejšího (rekreační středisko)  
- hodnota všech závazků a dluhů  
= substanční hodnota netto ( $S_M$ )

- $S_M$  ukazuje pouze, kolik kapitálu je v podniku investováno - neuvažuje návratnost
- tiché rezervy = náklady znovupořízení - odpisy - účetní hodnota

### Goodwill = kupní cena - $S_M$ a jeho faktory:

- management a personál (kvalifikace)
- obchodní spojení

- odbytové kanály
- příhodné umístění
- příznivá výrobní prognóza

**d) diskontované CF (výnosová metoda)**

- princip: hodnota = současná hodnota budoucích výnosů = kapitálová hodnota (Net Present Value)
- klíčové problémy:
  - co jsou to výnosy a jak je určíme
  - jak určíme hodnotu budoucích výnosů (nejednotné)
  - jak stanovit diskontní sazbu
  - jak v ocenění zvážit riziko

- CF (free CF = peněžní toky k rozdělení)
  - = zisk před úroky a daněmi
  - daně (z EBIT)
  - + odpisy
  - výdaje na pořízení HIM a NIM
  - zvýšení pracovního kapitálu (+ snížení)

$$H = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

- prognóza CF na delší období (trvalá renta) = dvou fázová metoda

$$H = \sum_{t=0}^k \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_s}{i * (1+i)^k}$$

$CF_s$  = stálé CF pro k-té a další období

**e) hodnota určená srovnáním**

- východisko: tržní kapitalizace = počet akcií \* cena akcie = tržní hodnota vlastního kapitálu

$$H = \text{tržní kapitalizace} + \text{prémie}$$

- pro srovnatelné podniky jsou stejné multiplikátory
- multiplikátor: kupní cena / zisk (SRN)
  - chemie 7 - 10
  - obchod potravinami 4 - 6
  - obchod nábytkem 4 - 6
  - výroba nástrojů 6 - 8

- multiplikátor: kupní cena / obrat (pro obchod)
- multiplikátor P/E (cca 7 - 9)

**f) hodnota určená srovnáním payoff profilů (aplikace opční metodologie - derivátní model)**

- východiska - srovnávají se:
  - firma financovaná dluhem (obligace) a akciovým kapitálem
  - opce call (evropská), vystavené na podkladové aktivum (akcii)