

Obsah

Úvod	13
1. Obecné základy pro oceňování podniku	15
1.1 Podnik jako předmět ocenění – vymezení pojmu	15
1.1.1 Definice podniku	15
1.1.2 Hladiny hodnoty podniku	16
1.2 Podle jakých předpisů se oceňuje podnik	18
1.3 Jak rozumět pojmu hodnota podniku	20
1.4 Kategorie (standarty) hodnoty	21
1.4.1 Tržní hodnota	22
1.4.2 Subjektivní (investiční) hodnota	26
1.4.3 Objektivizovaná hodnota	27
1.4.4 Kolínská škola	30
1.4.5 Další netržní kategorie hodnoty	32
1.5 Srovnání základních přístupů k ocenění	34
1.6 Důvody pro ocenění podniku	35
1.7 Doporučený postup při oceňování podniku	36
1.8 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	36
2. Faktor času a rizika – základní stavební kameny ocenění	39
2.1 Faktor času	39
2.2 Faktor rizika	40
2.2.1 Vymezení rizik spojených s podnikatelskou činností	41
2.2.1.1 <i>Výchozí předpoklady</i>	41
2.2.1.2 <i>Obchodní riziko</i>	42
2.2.1.3 <i>Finanční riziko</i>	44
2.2.1.4 <i>Celkové podnikatelské riziko</i>	44
2.2.2 Systematické a nesystematické riziko	45
2.3 Obecné poznámky k diskontní míře	47
2.3.1 Vymezení základních pojmů	47
2.3.1.1 <i>Diskontní míra, kalkulovaná úroková míra a náklady kapitálu</i>	48
2.3.1.2 <i>Diskontní míra a míra kapitalizace</i>	49
2.3.2 Diskontní míra a riziko	49
2.3.3 Diskontní míra a účel ocenění	50
2.3.3.1 <i>Kategorie hodnoty a diskontní míra</i>	51

2.3.3.2	<i>Převládající typ investorů a diskontní míra</i>	51
2.4	Základní principy tvorby a posuzování hodnoty z hlediska praktického použití	52
3.	Postup při ocenění podniku	53
3.1	Sběr vstupních dat	54
3.2	Strategická analýza	56
3.2.1	Úvodní poznámky	56
3.2.1.1	<i>Vymezení a struktura strategické analýzy</i>	56
3.2.1.2	<i>Účel strategické analýzy</i>	57
3.2.1.3	<i>Postup strategické analýzy</i>	58
3.2.2	Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)	59
3.2.2.1	<i>Základní data o trhu</i>	59
<i>Příklad UNIPO, a.s. – začátek (vymezení relevantního trhu a jeho velikosti)</i>	62	
3.2.2.2	<i>Analýza atraktivitu trhu</i>	63
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (analýza atraktivitu trhu)</i>	66	
3.2.2.3	<i>Prognóza vývoje trhu</i>	68
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (prognóza vývoje trhu)</i>	70	
3.2.3	Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku	74
3.2.3.1	<i>Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku</i>	75
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (tržní podíl podniku)</i>	75	
3.2.3.2	<i>Identifikace hlavních konkurentů</i>	76
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (identifikace konkurentů)</i>	76	
3.2.3.3	<i>Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku</i>	77
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (konkurenční síla a prognóza tržního podílu)</i> ...	90	
3.2.4	Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb	93
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (perspektivnost podniku)</i>	93	
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (prognóza tržeb)</i>	95	
3.3	Analýza finančního zdraví podniku	96
3.3.1	Úplnost a správnost vstupních údajů	97
3.3.2	Analýza základních účetních výkazů	97
3.3.2.1	<i>Rozvaha</i>	97
3.3.2.2	<i>Výkaz zisku a ztráty</i>	99
3.3.2.3	<i>Výkaz peněžních toků (cash flow)</i>	99
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	102
3.3.3.1	<i>Ukazatele likvidity</i>	103
3.3.3.2	<i>Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy</i>	104
3.3.3.3	<i>Ukazatele výnosnosti</i>	105
3.3.3.4	<i>Ukazatele aktivity</i>	106
3.3.3.5	<i>Propojení ukazatelů výnosnosti s dílčími ukazateli</i>	107
3.3.3.6	<i>Ukazatele odvozené z kapitálového trhu</i>	108
3.3.3.7	<i>Vypovídací schopnost poměrových ukazatelů</i>	108
3.3.4	Syntetické pohledy na finanční zdraví podniku	109
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (finanční analýza)</i>	111	
3.4	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	118
3.4.1	Nejčastější provozně nepotřebná aktiva	120

3.4.1.1	Krátkodobý finanční majetek	120
3.4.1.2	Dlouhodobý finanční majetek	121
3.4.1.3	Ostatní provozně nepotřebná aktiva	122
3.4.2	Provozně nutný investovaný kapitál	122
3.4.3	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	123
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (rozdělení majetku)</i>		124
3.5	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	125
3.5.1	Vymezení pojmu generátory hodnoty	125
3.5.2	Tržby	126
3.5.3	Provozní zisková marže	127
3.5.3.1	Intenzita konkurence	129
3.5.3.2	Ostatní faktory provozní ziskové marže	132
3.5.4	Pracovní kapitál	132
3.5.5	Investice do dlouhodobého majetku	136
3.5.6	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu	138
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (generátory hodnoty)</i>		139
3.5.7	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	147
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (předběžné ocenění podle generátorů hodnoty)</i>		147
3.6	Sestavení finančního plánu	149
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (sestavení finančního plánu)</i>		157
4.	Ocenění na základě analýzy výnosů	163
4.1	Metoda diskontovaného cash flow	164
4.1.1	Úvod	164
4.1.2	Investovaný kapitál	165
4.1.2.1	Úprava plynoucí z potřeby určit náklady na kapitál	166
4.1.2.2	Úprava plynoucí z potřeby rozčlenit majetek na provozně nutný a nenuitný	168
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (výpočet investovaného provozně nutného kapitálu)</i>		169
4.1.3	Peněžní toky pro metodu DCF entity	170
4.1.3.1	Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF	171
4.1.3.2	Investice pro výpočet FCFF	174
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (výpočet volných peněžních toků)</i>		175
4.1.4	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	177
4.1.4.1	Dvoufázová metoda	178
4.1.4.2	Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy	183
4.1.4.3	Pokračující hodnota založená na jiných než výnosových modelech	199
4.1.4.4	Třífázová metoda	200
4.1.4.5	Zjištění výsledné hodnoty podniku	201
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění podniku metodou DCF entity)</i>		202
4.1.5	Metoda DCF equity	205
4.1.6	Diskontní míra pro metodu DCF	206

4.1.6.1	WACC – KROK 1: VÁHY JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK KAPITÁLU	207
4.1.6.2	WACC – KROK 2: NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL	212
4.1.6.3	WACC – KROK 3: NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL	215
4.1.6.4	Náklady na vlastní kapitál – CAPM	216
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (odvození rizikové prémie trhu)	222
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (odhad nákladů VK pomocí CAPM)	235
4.1.6.5	Náklady na vlastní kapitál – stavebnicová metoda	236
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (odhad koeficientu α)	239
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (komplexní stavebnicová metoda)	241
4.1.6.6	Náklady na vlastní kapitál – ostatní přístupy	252
4.1.6.7	WACC – KROK 4: VÝSLEDNÝ PROPOČET	253
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (výpočet WACC)	254
4.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	257
4.2.1	Úvod	257
4.2.2	Zásady pro oceňování metodou kapitalizovaných čistých výnosů	259
4.2.3	Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů	263
4.2.3.1	Úprava minulých výsledků hospodaření	264
4.2.3.2	Plán budoucích výsledků hospodaření	265
4.2.3.3	Určování kalkulované úrokové míry	268
4.2.3.4	Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou	270
4.2.3.5	Propočet výnosové hodnoty paušální metodou	271
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění paušální metodou KČV)	275
4.2.4	Závěrečné poznámky k metodě kapitalizovaných čistých výnosů	277
4.3	Kombinované výnosové metody	278
4.3.1	Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)	278
4.3.2	Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů	279
4.4	Metoda ekonomické přidané hodnoty	282
4.4.1	Úvod	282
4.4.2	Základní výpočet ukazatele EVA	284
4.4.3	Propočet NOA	286
4.4.4	Určení velikosti operačního výsledku hospodaření – NOPAT	289
4.4.5	EVA jako ukazatel finanční analýzy	291
4.4.5.1	Relativní ukazatele EVA	291
4.4.5.2	Zhodnocení EVA jako ukazatele výnosnosti	293
4.4.6	EVA jako nástroj řízení a motivování pracovníků	293
4.4.7	EVA jako nástroj ocenění	295
4.4.8	Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF	298
Příklad	UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění metodou EVA)	301
5.	Metody založené na analýze trhu	303
5.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	303
5.2	Ocenění metodou tržního porovnání	304
5.2.1	Metoda srovnatelných podniků	305
5.2.1.1	Postup při použití metody srovnatelných podniků	305
5.2.1.2	Volba násobitelů	306
5.2.1.3	Určení hodnoty násobitelů a vlastní ocenění	309

5.2.2	Odvození hodnoty podniku z údajů o podnicích uváděných na burzu	313
5.2.3	Metoda srovnatelných transakcí	313
5.2.4	Metoda odvětvových násobitelů	314
5.3	Metoda tržního porovnání a metody výnosové	315
5.4	Závěry k metodám založeným na analýze trhu	318
6.	Ocenění na základě analýzy majetku	321
6.1	Likvidační hodnota	321
6.2	Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	324
6.2.1	Účetní hodnota na principu historických cen	324
6.2.2	Substanční hodnota na principu reprodukčních cen	324
6.2.3	Substanční hodnota na principu úspory nákladů	327
6.2.4	Majetkové ocenění na principu tržních cen	329
6.3	Nemovitosti	330
6.3.1	Základní přehled nemovitostí a přístupů k jejich ocenění	330
6.3.1.1	<i>Základní pojmy</i>	330
6.3.1.2	<i>Účetní evidence nemovitostí</i>	331
6.3.1.3	<i>Evidence nemovitostí v katastru nemovitostí</i>	332
6.3.1.4	<i>Základní přístupy k oceňování nemovitostí</i>	333
6.3.2	Faktory ovlivňující hodnotu podnikových nemovitostí	334
6.3.2.1	<i>Pozemky</i>	334
6.3.2.2	<i>Administrativní budovy</i>	335
6.3.2.3	<i>Výrobní haly a sklady</i>	336
6.3.3	Oceňování provozně potřebných nemovitostí v rámci ocenění podniku jako celku	337
6.3.3.1	<i>Oceňování provozně potřebných staveb</i>	338
6.3.3.2	<i>Metody pro ocenění pozemků</i>	340
6.3.4	Oceňování nemovitostí pro účely převodu jejich vlastnického práva ...	341
6.3.4.1	<i>Porovnávací metoda</i>	342
6.3.4.2	<i>Výnosové metody</i>	342
6.3.4.3	<i>Stanovení kapitalizační (diskontní) míry</i>	348
6.3.5	Oceňování nemovitostí podle zákona o oceňování	350
6.3.6	Oceňování nemovitostí coby jištění úvěru	353
6.4	Stroje a strojní zařízení	356
6.4.1	Stroje a zařízení v účetnictví	356
6.4.2	Oceňování strojů a strojního zařízení	357
6.5	Zásoby	363
6.5.1	Zásoby v účetnictví	363
6.5.2	Oceňování zásob mimo účetnictví	365
6.5.2.1	<i>Základní principy</i>	365
6.5.2.2	<i>Technika ocenění</i>	366
6.6	Pohledávky	368
6.6.1	Základní přehled pohledávek a přístupů k jejich ocenění	368
6.6.1.1	<i>Pohledávky v účetnictví</i>	368
6.6.1.2	<i>Další podstatné výchozí informace týkající se pohledávek</i> ...	369
6.6.1.3	<i>Základní přístupy k oceňování pohledávek</i>	370

6.6.2	Oceňování provozně potřebných pohledávek v rámci ocenění podniku jako celku	371
6.6.2.1	Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů	371
6.6.2.2	Dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů	373
6.6.2.3	Ostatní provozně potřebné pohledávky	373
6.6.2.4	Závěr k oceňování pohledávek v rámci ocenění podniku jako celku	373
6.6.3	Oceňování pohledávek pro účely postoupení	374
6.6.3.1	Základní princip výnosového ocenění pohledávky	375
6.6.3.2	Hlavní faktory, které ovlivňují hodnotu pohledávky	375
6.6.3.3	Vlastní postup při oceňování	377
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění půjčky poskytnuté jinému podniku) ...</i>	<i>383</i>
6.6.3.4	Zjednodušené oceňování pohledávek pro účely postoupení ...	385
6.6.3.5	Tržní a subjektivní ocenění pohledávek	386
6.7	Finanční aktiva	386
6.7.1	Finanční aktiva v účetnictví	387
6.7.2	Oceňování finančního majetku mimo účetnictví	389
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění dluhopisů)</i>	<i>390</i>
6.8	Časové rozlišení	391
6.8.1	Časové rozlišení v účetnictví	391
6.8.2	Oceňování položek časového rozlišení	392
6.9	Nehmotný majetek	393
6.9.1	Nehmotný majetek v účetnictví	393
6.9.2	Obecně k pojmu nehmotného majetku	393
6.9.3	Jednotlivé předměty nehmotného majetku	394
6.9.3.1	Vynálezy	394
6.9.3.2	Užitné vzory	395
6.9.3.3	Průmyslové vzory	395
6.9.3.4	Ochranné známky	396
6.9.3.5	Obchodní tajemství	396
6.9.4	Důvody oceňování nehmotného majetku	398
6.9.5	Obecné přístupy k oceňování nehmotného majetku	399
6.9.6	Specifika oceňování nehmotného majetku	400
6.9.6.1	Vztah hodnoty nehmotného majetku a času	400
6.9.6.2	Rizika oceňování	400
6.9.6.3	Podíl nehmotného majetku na výrobě	400
6.9.6.4	Náklady průmyslově právní ochrany	400
6.9.7	Metody oceňování nehmotného majetku	401
6.9.7.1	Oceňování nehmotného majetku podle zákona č. 151/1997 Sb.	401
6.9.7.2	Oceňování nehmotného majetku podle licenční analogie	402
6.9.8	Příklady oceňování nehmotného majetku	404
6.10	Cizí pasiva	412
6.10.1	Krátkodobý cizí kapitál	412
6.10.2	Dlouhodobý cizí kapitál	413
6.10.3	Nákladové rezervy	414
6.10.4	Latentní daňové závazky z tichých rezerv	415

6.10.4.1	Základní princip latentních daňových závazků	415
6.10.4.2	Daňová rezerva pro předmět určený k brzkému prodeji	416
6.10.4.3	Daňová rezerva pro odepisovatelná aktiva	417
6.10.5	Substanční hodnota a odložená daň	419
6.10.5.1	Základní princip odložené daně v účetnictví	419
6.10.5.2	Odložená daň a ocenění podniku	421
7.	Souhrnné ocenění samostatného podniku	423
7.1	Hledání souhrnného výsledku	423
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – závěr (souhrnné ocenění)</i>	<i>428</i>
7.2	Diskonty a prémie při ocenění podniku	429
7.2.1	Diskonty na úrovni podniku	430
7.2.2	Diskonty a prémie na úrovni akcionáře	431
7.2.3	Základna diskontů a premií a použité metody ocenění	432
7.2.3.1	<i>Mercerův (tradiční) přístup</i>	<i>433</i>
7.2.3.2	<i>Bolotského přístup</i>	<i>436</i>
7.2.3.3	<i>Vazby metody základního ocenění a základny diskontu</i>	<i>437</i>
7.2.4	Diskont za (omezenou) obchodovatelnost	438
7.2.4.1	<i>Teoretické kvantitativní modely diskontů za omezenou obchodovatelnost</i>	<i>439</i>
7.2.4.2	<i>Empirické studie diskontu za omezenou obchodovatelnost ...</i>	<i>440</i>
7.2.4.3	<i>Faktory vlivu na diskont za omezenou obchodovatelnost</i>	<i>444</i>
7.2.5	Diskont za minoritu, resp. prémie za kontrolu	445
7.2.5.1	<i>Metodologie studií Mergerstatu a problémy spojené s jejich využitím při ocenění</i>	<i>446</i>
7.2.5.2	<i>Příklad výsledků studie kontrolních premií Mergerstatu</i>	<i>448</i>
7.2.5.3	<i>Vztah mezi kontrolní premií a diskontem za minoritu</i>	<i>448</i>
7.2.5.4	<i>Faktory vlivu na kontrolní premií Mergerstatu</i>	<i>449</i>
7.2.6	Závěr – zásady použití premií a diskontů	449
7.2.7	Ochrana minoritních akcionářů v legislativě ČR	450
8.	Oceňování synergií	455
8.1	Přírůstky výnosů	457
8.2	Snížení nákladů	458
8.3	Daňové úspory	458
8.4	Snížení rizika a nákladů cizího kapitálu	460
8.5	Souhrnné ocenění synergií	460
Příloha A – Zadání příkladu UNIPO, a. s.	463	
1	Účel, předmět a datum ocenění	463
2	Základní informace o oceňovaném podniku	463
3	Finanční výkazy za minulé období	464
4	Přehled jednotlivých částí řešení příkladu	467
Příloha B – Statistické modely v rámci strategické analýzy	469	
1	Statistické analýzy pro účely prognózy relevantního trhu na příkladu podniku UNIPO	469
1.1	Výběr vysvětlujících proměnných	470
1.2	Výběr regresního modelu	471

1.2.1	Přehled hlavních postupů pro posuzování kvality modelu	471
1.2.2	Výběr modelů pro relevantní trh podniku UNIPO	473
2	Převod základních regresních funkcí na funkce lineární v parametrech pro účely Excelu	481
	Seznam literatury	483
	Rejstřík	489