

Obsah

Úvod	13
------------	----

ČÁST I – VÝNOSOVÉ METODY

1. Metoda diskontovaných peněžních toků	17
1.1 Varianty metody DCF	17
1.1.1 Metoda DCF entity	18
A) Vymezení volných peněžních toků	18
B) Diskontní míra	20
C) Ocenění	20
D) Výhody a nevýhody metody DCF entity	21
1.1.2 Metoda DCF equity	21
A) Vymezení volných peněžních toků	21
B) Diskontní míra	22
C) Ocenění	22
D) Výhody a nevýhody metody DCF equity	23
1.1.3 Metoda DCF APV	23
A) První část – hodnota nezadlužené firmy	23
B) Druhá část – hodnota daňového štítu	24
C) Ocenění	24
D) Výhody a nevýhody metody DCF APV	25
1.2 Hlubší pohledy na pokračující hodnotu	26
1.2.1 Vztah rentability investovaného kapitálu, rentability investic netto a tempa růstu	27
A) Rentabilita investic bude ve druhé fázi stejná jako rentabilita investovaného kapitálu ($r_I = r_K$)	31
B) Příklad, kdy je rentabilita investic nižší než rentabilita kapitálu ($r_I < r_K$) ..	31
C) Příklad, kdy je rentabilita investic vyšší než rentabilita kapitálu ($r_I > r_K$) ..	36
D) Porovnání výsledků	38
1.2.2 Vztah tempa růstu, odpisů a investic	42
1.2.3 Možné přístupy k odhadu parametrů pokračující hodnoty	47
A) Konvergenční procesy a tempo růstu g	48
B) Konvergenční procesy a rentabilita	50
C) Jednoduchý konvergenční model	54
D) Heuristický model A. Weilera	57
2. Metoda ekonomické přidané hodnoty	73
2.1 Transformace účetních dat na ekonomický model v rámci konceptu EVA	74

2.1.1	Vyloučení neoperačních aktiv	76
2.1.2	Neúročené závazky	77
2.1.3	Přecenění aktiv	78
	A) Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv	79
	B) Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku	79
2.1.4	Goodwill vykázáný v rozvaze	80
2.1.5	Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky	81
2.1.6	Finanční leasing	84
2.1.7	Operativní leasing a nájem	92
2.1.8	Úprava daní v <i>NOPAT</i>	92
2.1.9	Rekapitulace úprav výkazů	93
2.2	Varianty metody EVA	95
2.2.1	Metoda EVA entity	96
2.2.2	Metoda EVA equity	97
2.2.3	Metoda EVA APV	98
2.3	Komplexní příklad na metodu EVA entity včetně úprav vstupních dat	99
	A) Příprava úprav výkazů týkající se marketingu a leasingu	101
	B) Úprava rozvahy, jejímž výsledkem jsou <i>NOA</i>	103
	C) Úprava výsledku hospodaření, jejímž výsledkem bude <i>NOPAT</i>	105
	D) Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu	105
	E) Výpočet <i>EVA</i> a ocenění metodou EVA k 1. 1. 2023	106

ČÁST II – KAPITÁLOVÁ STRUKTURA A HODNOTA PODNIKU

3.	Teorie vlivu zadlužení podniku na jeho hodnotu	111
3.1	Naivní model	111
3.2	Tradiční model	112
3.3	Základní model Miller–Modigliani	113
3.4	Upravený model Miller–Modigliani	118
4.	Způsoby stanovení struktury kapitálu při ocenění podniku	123
4.1	Cílová struktura	124
4.2	Iterační postup	129
4.3	Finanční strategie ve vazbě na diskontní míru	131
	4.3.1 Strategie stabilní kapitálové struktury	131
	4.3.2 Autonomní strategie financování	132
4.4	Technika sladění kapitálové struktury při iteračním postupu	132

ČÁST III – VZÁJEMNÉ VZTAHY MEZI VÝNOSOVÝMI METODAMI

5.	Vzájemná shoda variant metody DCF	145
5.1	Obecné vztahy mezi variantami metody DCF	145
5.2	Vliv kapitálové struktury na shodu výsledků metody DCF	149
	5.2.1 Stabilní cílová struktura kapitálu	149

5.2.2	Iterační postup s reagenční funkcí založenou na modelu Millera a Modiglianiho	155
5.2.3	Iterační postup s obecněji použitelnou reagenční funkcí.	156
5.2.4	Analýza vlivu hlavních faktorů působících na velikost chyby plynoucí z nesprávně volené struktury kapitálu	162
5.3	Diskontní míra pro úrokový daňový štít	166
5.4	Koeficient beta a jeho vliv na shodu výsledků metody DCF	179
5.4.1	Nejvíce rozšířená a zároveň nejvíce problematická funkce	180
5.4.2	Cizí kapitál není bezrizikový.	186
5.4.3	Cizí kapitál nemá stabilní výši.	188
5.4.4	Diskontní míra pro daňové štíty na úrovni $n_{VK(n)}$	192
5.4.5	Univerzální reagenční funkce pro betu	194
5.5	Pokračující hodnota a vztah variant metody DCF.	197
5.6	Závěr k vzájemnému vztahu variant metody DCF a reagenčním funkcím.	201
6.	Metody DCF a EVA	207
6.1	Obecné vazby mezi metodami DCF entity a EVA entity z hlediska teorie.	207
6.2	Vztah mezi aktivy a náklady na jejich financování.	210
6.3	Analýza vztahu ocenění pomocí DCF a EVA při praktickém použití.	214
6.3.1	Úpravy společné pro metody DCF a EVA.	215
6.3.2	Daň z příjmů	221
6.3.3	Nákladové rezervy.	221
6.3.4	Aktivace nákladů s dlouhodobým účinkem.	226
6.3.5	Úprava goodwillu	231
6.3.6	Přecenění majetku	235
6.3.7	Zahrnutí leasingu do rozvahy	236
6.4	Varianty EVA entity, EVA equity a EVA APV.	245
6.5	Pokračující hodnota a vztah metody DCF a EVA.	251
6.6	Závěr ke vztahu metody DCF a metody EVA.	257
7.	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metody DCF a EVA.	259
7.1	Zásady pro metodu kapitalizovaných čistých výnosů.	260
7.2	Vliv investic a jejich financování na čisté výnosy k rozdělení	264
7.2.1	Investice financovaná neutrálně.	265
7.2.2	Investice financovaná cizím kapitálem	267
7.2.3	Investice financovaná cizím i vlastním kapitálem.	271
7.2.4	Obecné vztahy mezi metodou KČV a ostatními metodami.	275
7.3	Závěr ke vztahu metody KČV k metodě DCF a EVA.	278

ČÁST IV – METODY ODHADU DISKONTNÍ MÍRY

8.	Úvod k metodám odhadu diskontní míry	281
9.	Symetrie v diskontní míře	285
9.1	Symetrie z hlediska cen.	285

9.2	Symetrie z hlediska daní	286
9.3	Symetrie z hlediska investorů	288
9.4	Symetrie z hlediska rizika	290
9.5	Symetrie z hlediska času	291
9.6	Symetrie z hlediska likvidnosti (mobility)	291
10.	Bezriziková výnosová míra	293
10.1	Vymezení pojmu bezrizikové výnosnosti	293
10.2	Současná praxe v kalkulaci bezrizikové výnosnosti a její problémy	294
10.2.1	Prognóza r_f na základě minulých výnosností státních dluhopisů	294
10.2.2	Prognózy r_f založené na přímém pohledu do budoucnosti	296
	A) Prognóza úrokových měr	296
	B) Použití aktuálních výnosností státních dluhopisů	296
	C) Spotové a další úrokové míry kapitálového trhu	298
10.3	Variantní výnosové míry na finančním trhu	298
10.3.1	Výnos do doby splatnosti kuponových obligací a jeho problémy	299
10.3.2	Spotové výnosové míry	300
10.3.3	Výnos do doby splatnosti kuponových obligací, nebo spotové míry? . . .	302
10.3.4	Implicitní termínové úrokové míry	307
10.3.5	Bootstrapping – metoda odhadu spotových úrokových měr na základě kuponových obligací	309
10.3.6	Swapové úrokové míry	313
10.3.7	Svenssonova metoda	321
10.4	Odhad bezrizikové úrokové míry pro druhou fázi	322
10.4.1	Způsoby odhadu r_f pro druhou fázi	322
10.4.2	Jednotná r_f dopočtená z dvoufázového modelu	323
10.5	Shrnutí k bezrizikové úrokové míře	325
11.	Tržní náklady vlastního kapitálu odvozené z minulých dat	329
11.1	Model oceňování kapitálových aktiv	329
11.2	Třífaktorový model Fama–French jako alternativa k modelu <i>CAPM</i>	332
11.3	Náklady vlastního kapitálu pro investora bez možnosti diverzifikace	335
12.	Odhad nákladů vlastního kapitálu ex-ante	339
12.1	Možnosti prognózování koeficientu beta	340
12.1.1	Prognóza β na základě analýzy soustavy rizikových faktorů	341
12.1.2	Úpravy tržních historických beta pro účely prognózy	344
12.2	Riziková prémie ex-ante	345
12.2.1	Základní princip odhadu rizikové prémie ex-ante	345
12.2.2	Dvoufázový dividendový diskontní model	347
12.2.3	Dvoufázový model <i>FCFE</i> prof. Damodarana	349
12.2.4	Modely založené na reziduálních ziscích	352
12.2.5	Zhodnocení rizikové prémie ex-ante	355

13. Metoda jistotních ekvivalentů	357
13.1 Jistotní ekvivalent výnosů odvozený z individuálního postoje k riziku	357
13.1.1 Základní koncept jistotních ekvivalentů výnosů	357
13.1.2 Srovnání metody jistotních ekvivalentů s metodou rizikových přírážek	363
13.2 Jistotní ekvivalenty na základě tržních dat	372

ČÁST V – SPECIFICKÉ TYPY PODNIKŮ

14. Podniky s omezenou perspektivou	379
14.1 Vymezení výnosově slabého podniku	379
14.1.1 Klasické „evropské“ pojetí výnosově slabých podniků	379
14.1.2 Širší pohled na výnosově slabé podniky	380
A) Podnik jako předmět krizového řízení	380
B) Sanace, oceňování a rozhodování	382
14.1.3 Zvláštní případy oceňování výnosově slabých podniků	384
A) Fungující podnik s omezenou budoucností.	384
B) Ocenění pro strategického partnera.	385
C) Orientační odhady	385
14.2 Amortizační hodnota	386
14.2.1 Základní principy amortizační hodnoty.	386
14.2.2 Využití amortizační hodnoty	388
14.2.3 Možná úskalí při použití amortizační hodnoty	389
A) Varianty amortizační hodnoty a cizí kapitál	389
B) Provozně nepotřebný majetek	390
15. Oceňování koncernu	401
15.1 Koncerny v českém právním řádu.	401
15.1.1 Právní subjektivita koncernu a hodnota koncernu.	402
15.1.2 Ovládání.	403
15.1.3 Jednání ve shodě	403
15.1.4 Vlastní akcie, nemožnost výkonu hlasovacích práv	405
15.1.5 Smluvní koncern, ovládací smlouva	409
15.2 Závěry	410
15.3 Aktiengesetz	411
15.4 Analýza typu koncernu	412
15.5 Přístupy k řízení koncernu	414
15.5.1 Neholdingový typ řízení	414
15.5.2 Holdingový typ řízení	414
15.6 Specifika ocenění koncernu.	416
15.6.1 Ekonomická síla a vyjednávací pozice	416
15.6.2 Pracovní kapitál	416
15.6.3 Transferové ceny	418

15.6.4	OECD Transfer pricing guidelines	419
	A) Faktory determinující srovnatelnost transakcí či podniků	419
	B) Metody stanovení převodních cen podle Směrnice	421
15.6.5	Synergické efekty	427
15.6.6	Diskonty za diverzifikaci	427
15.6.7	Tržní hodnota vs. hodnota užití	428
15.7	Ocenění koncernu – po částech nebo vcelku?	428
15.7.1	Konsolidované účetní závěrky z pohledu oceňování	430
	A) Užití konsolidovaných závěrek při ocenění koncernu	430
	B) Účetní předpisy zobrazování podnikových kombinací	431
	C) Účetní metody při zobrazování podnikových kombinací	432
	D) Metody konsolidace a zobrazení hodnoty ekonomického celku	435
15.7.2	Ocenění koncernu a daňové předpisy	436
15.7.3	Doporučený postup při analýze tržeb	437
15.7.4	Finanční analýza	438
15.7.5	Finanční plán	439
15.8	Výnosové ocenění koncernu	440
15.8.1	<i>FCFF</i> , <i>CCFF</i> , <i>WACC</i> , daňové štíty, apod.	443
15.8.2	Náklady kapitálu koncernu	453
15.8.3	Náklady kapitálu vs. ocenění koncernu v celku	458
15.8.4	Přízpůsobovací mechanismy	461
15.8.5	Možné postupy odhadu nákladů kapitálu	466
	A) Odhad nákladů kapitálu zdola nahoru	467
	B) Problémy odhadu nákladů kapitálu zdola nahoru	468
15.8.6	Specifické problémy nadnárodních koncernů	471
	A) Volba měny pro bezrizikovou výnosnost při ocenění koncernu	471
	B) Úroková parita, parita kupní síly	473
	C) Daňová sazba u nadnárodního koncernu	480
15.8.7	Konsolidované výnosy (zisky, peněžní toky, <i>EVA</i>)	482
15.8.8	Metody ocenění podniku založené na tržním porovnání	484
	A) Srovnatelnost podniků/transakcí	485
	B) Limity ocenění metodou tržního porovnání po částech	486
	C) Možnosti ocenění koncernu, na základě srovnání, v celku	486
	D) Konsolidace a její dopady na srovnatelnost	488
15.9	Majetkové metody ocenění koncernu	490
15.9.1	Účetní hodnota	490
15.9.2	Substanční hodnota	491
15.9.3	Likvidační hodnota	491
15.10	Srážky a přírážky	491

ČÁST VI – OSTATNÍ

16. Pohled do černé skříňky diskontů a premií	497
16.1 Teoretické kvantitativní modely diskontů za omezenou obchodovatelnost	498
16.1.1 Kvantitativní model založený na evropské put-opci	498
16.1.2 Kvantitativní model založený na analýze horní hranice nákladů neobchodovatelnosti (na zpětné put opci)	499
16.1.3 Kvantitativní model založený na asijské put-opci	500
16.1.4 Kvantitativní model založený na požadované míře výnosnosti	502
16.1.5 Kvantitativní model založený na rozkladu na ekonomické komponenty	502
16.1.6 Kvantitativní model založený na <i>CAPM</i> a rizikové premií vlastního kapitálu	503
16.1.7 Kvantitativní model založený na pravděpodobnostní funkci získání likvidity v čase	505
16.1.8 Závěry ke kvantitativním modelům diskontu za omezenou obchodovatelnost	507
16.2 Je obchodovatelná minorita ocenění na kontrolní úrovni nebo minoritní?	512
16.3 Mercerova Integrovaná teorie oceňování podniků	515
A) Úroveň obchodovatelné minority	515
B) Úroveň finanční kontrolní	516
C) Úroveň strategická kontrolní	520
D) Úroveň neobchodovatelné minority	522
E) Závěry ke vztahu úrovni hodnot a kategorií hodnot	523
F) Závěry ke otázce rozdílné diskontní míry minoritních a kontrolních akcionářů	524
16.4 Co je pravou příčinou existence kontrolních premií a kde se bere dodatečné očekávané <i>CF</i> kontrolních akcionářů?	525
16.4.1 Trhy podílů a tržní struktura	525
16.4.2 Odlišnosti v očekávaném peněžním toku	527
16.5 Jaké jsou způsoby měření kontrolních premií a co přinášejí empirické studie kontrolních premií pro odhad výše kontrolních premií v praxi oceňovatele?	529
16.5.1 Studie porovnávající cenu akcií v majoritním balíku s cenou minoritní neovlivněnou	531
A) Metodologie studie	531
B) Charakter prezentovaných dat	532
C) Příklad výsledků studie kontrolních premií Mergerstatu	532
D) Co obsahuje kontrolní premie Mergerstatu?	533
E) Závěry pro možnosti aplikace v podmínkách ČR	533
F) Vztah mezi kontrolní premií a diskontem za minoritu	535
16.5.2 Studie založené na porovnání ceny majoritní s cenou minoritní ovlivněnou, tzv. studie soukromých výhod kontroly	535

A) Příčiny vzniku kontrolní prémie	536
B) Způsoby „přerozdělení“ mezi akcionáři v praxi	536
C) Metodologie studie	537
D) Problémy metodologie a možná zkreslení výsledků.	538
E) Interpretace výsledků studie	539
F) Jak omezit výši soukromých výhod kontroly	540
16.5.3 Studie hlasovacích práv	541
16.5.4 Závěry k empirickým studiím kontrolní prémie	542
16.6 Jaký je vztah mezi hodnotami na úrovni podílů k hodnotě na úrovni podniku jako celku?	544
16.6.1 Tržní hodnota na úrovni akcionářů	544
16.6.2 Tržní hodnota podniku jako celku při roztroušeném vlastnictví	546
16.7 Vliv obchodovatelnosti u kontrolních podílů na velikost kontrolní prémie	547
16.7.1 Model vlivu konkurenční struktury trhu kontrolního podílu na kontrolní prémii	547
16.7.2 Předpoklady modelu	548
16.7.3 Koncepce modelu	548
16.7.4 Výchozí situace	549
16.7.5 Předakviziční situace před zveřejněním informace o akvizici	551
16.7.6 Předakviziční situace po zveřejnění informace o akvizici.	553
16.7.7 Postakviziční situace	557
16.7.8 Závěry k vlivu obchodovatelnosti u kontrolních podílů	557
A) Role akviziční ochrany minoritních akcionářů.	557
B) Role tržní struktury na trhu majoritních podílů.	557
16.8 Černá skříňka pootevřena?	558
Seznam literatury	561
Summary	569
Rejstřík.	571