

# Obsah

Úvod .....	13
<b>1. Obecné základy pro oceňování podniku .....</b>	<b>15</b>
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) ocenění .....	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
<b>2. Faktor času a rizika – základní stavební kameny ocenění .....</b>	<b>39</b>
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	<b>Základní principy tvorby a posuzování hodnoty z hlediska praktického použití</b> .....	52
<b>3.</b>	<b>Postup při ocenění podniku</b> .....	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 atraktivity trhu</i> .....	63
<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (analýza atraktivity 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>	<i>124</i>
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	Náročnost na investice do dlouhodobého majetku .....	136
3.5.6	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu .....	138
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (generátory hodnoty) .....</i>	<i>139</i>
3.5.7	Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....	147
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (předběžné ocenění podle generátorů hodnoty) .....</i>	<i>147</i>
3.6	Sestavení finančního plánu .....	149
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (sestavení finančního plánu) .....</i>	<i>157</i>
<b>4.</b>	<b>Ocenění na základě analýzy výnosů .....</b>	<b>163</b>
4.1	Metoda diskontovaného čistého 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 nenutný .....	168
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (výpočet investovaného provozně nutného kapitálu) .....</i>	<i>169</i>
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>	<i>175</i>
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>	<i>202</i>
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 premie 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 $\alpha$ ) .....	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
<b>6.</b>	<b>Ocenění na základě analýzy majetku .....</b>	<b>321</b>
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 výnosové (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	<i>Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů</i> .....	371
6.6.2.2	<i>Dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů</i> .....	373
6.6.2.3	<i>Ostatní provozně potřebné pohledávky</i> .....	373
6.6.2.4	<i>Závěr k oceňování pohledávek v rámci ocenění podniku jako celku</i> .....	373
6.6.3	Oceňování pohledávek pro účely postoupení .....	374
6.6.3.1	<i>Základní princip výnosového ocenění pohledávky</i> .....	375
6.6.3.2	<i>Hlavní faktory, které ovlivňují hodnotu pohledávky</i> .....	375
6.6.3.3	<i>Vlastní postup při oceňování</i> .....	377
	<i>Příklad UNIPO, a.s. – pokračování (ocenění půjčky poskytnuté jinému podniku)</i> ...	383
6.6.3.4	<i>Zjednodušené oceňování pohledávek pro účely postoupení</i> ...	385
6.6.3.5	<i>Tržní a subjektivní ocenění pohledávek</i> .....	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> .....	390
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	<i>Vynálezy</i> .....	394
6.9.3.2	<i>Užitné vzory</i> .....	395
6.9.3.3	<i>Průmyslové vzory</i> .....	395
6.9.3.4	<i>Ochranné známky</i> .....	396
6.9.3.5	<i>Obchodní tajemství</i> .....	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	<i>Vztah hodnoty nehmotného majetku a času</i> .....	400
6.9.6.2	<i>Rizika oceňování</i> .....	400
6.9.6.3	<i>Podíl nehmotného majetku na výrobě</i> .....	400
6.9.6.4	<i>Náklady průmyslové právní ochrany</i> .....	400
6.9.7	Metody oceňování nehmotného majetku .....	401
6.9.7.1	<i>Oceňování nehmotného majetku podle zákona č. 151/1997 Sb.</i> .....	401
6.9.7.2	<i>Oceňování nehmotného majetku podle licenční analogie</i> ....	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
<b>7.</b>	<b>Souhrnné ocenění samostatného podniku .....</b>	<b>423</b>
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	Prémie v legislativě ČR .....	450
<b>8.</b>	<b>Oceňování synergií .....</b>	<b>453</b>
8.1	Přírůstky výnosů .....	455
8.2	Snížení nákladů .....	456
8.3	Daňové úspory .....	456
8.4	Snížení rizika a nákladů cizího kapitálu .....	458
8.5	Souhrnné ocenění synergií .....	458
<b>Příloha A – Zadání příkladu UNIPO, a. s. ....</b>	<b>461</b>	
1	Účel, předmět a datum ocenění .....	461
2	Základní informace o oceňovaném podniku .....	461
3	Finanční výkazy za minulé období .....	462
4	Přehled jednotlivých částí řešení příkladu .....	465
<b>Příloha B – Statistické modely v rámci strategické analýzy .....</b>	<b>467</b>	
1	Statistické analýzy pro účely prognózy relevantního trhu na příkladu podniku UNIPO .....	467
1.1	Výběr vysvětlujících proměnných .....	468
1.2	Výběr regresního modelu .....	469

1.2.1 Přehled hlavních postupů pro posuzování kvality modelu .....	469
1.2.2 Výběr modelů pro relevantní trh podniku UNIPO .....	471
2 Převod základních regresních funkcí na funkce lineární v parametrech pro účely Excelu .....	479
<b>Seznam literatury .....</b>	<b>481</b>
<b>Rejstřík .....</b>	<b>487</b>