

1. Oceňování podniku a jeho vazba na FA

- žádná objektivní hodnota firmy neexistuje \Rightarrow 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 \Rightarrow 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 \Leftarrow 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
 - na bázi pay off profilů (derivátové modely)

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_N)

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

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

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

CF_S = stálé CF pro k-té a další období (**poslední jistá hodnota**)

e) hodnota určená srovnáním

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

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

- problém:
 - i) vyhledání podobného („stejného“) podniku
 - ii) stanovení prémie

- proto **přechod na multiplikátory**

- pro srovnatelné podniky jsou stejné multiplikátory (intervalový odhad)
- 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)Jde o NPV s využitím flexibility, která umožňuje vylepšení NPV díky volatilitě - vzorový příklad viz učebnice str. 129-131 (2. vydání).

$$\text{Goodwill} = \text{kupní cena} - S_N$$

Souhrnné ocenění všech nehmotných aktiv (přehled metod viz učebnice, kapitola 30 DODATEK)

Jeho faktory:

- management a personál (kvalifikace)
- obchodní spojení
- odbytové kanály
- příhodné umístění
- příznivá výrobní prognóza

11.9.2014