

METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

DEFINICE PODNIKU

Obchodní zákoník § 5:

„... soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná ...“

Tuto definici je však třeba doplnit:

- nezbytnou součástí podnikání je využívání závazků všeho druhu
- na podnik je nutno z ekonomického hlediska pohlížet jako na funkční celek (není to hromada věcí)

Proto je preferovaná tato německá definice:

„účelné kombinace materiálních a nemateriálních hodnot, jejímž smyslem je nahospodařit zisk“

HLADINY HODNOTY PODNIKU

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

- a) hodnota brutto – hodnota podniku jako celku, podnikatelské jednotky, zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele
- b) hodnota netto – hodnota na úrovni vlastníků podniku, v principu oceňujeme vlastní kapitál

Vymezením těchto hladin se zabývá obchodní zákoník.

Hodnota brutto: **Obchodním majetkem** podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely zákona rozumí majetek, který patří podnikateli a slouží nebo je určen pro podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.

Hodnota netto: **Obchodní jmění** = soubor obchodního majetku a závazků

Čistý obchodní majetek:

- obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou

Čistý obchodní majetek se bude od vlastního kapitálu odlišovat zejména v těchto ohledech:

- 1) Rozdíl ve způsobu oceňování

Vlastní kapitál je postaven na oceňování podle účetních pravidel, kde rozhodující váhu mají stále historické pořizovací ceny. Jejich výhodou je průkaznost, nevýhodou postupná ztráta vazby na ekonomickou realitu. Naproti tomu čistý obchodní majetek by měl být postaven na ocenění odpovídající ekonomické realitě.

- 2) Rozdíl v položkách zahrnovaných do ocenění

- a) Cizí pasiva podle účetnictví nemusí být dluhem z pohledu ČOM. Týká se to především nákladových rezerv a účtů časového rozlišení. Na druhé straně součástí ČOM by měly být i závazky, o kterých není v rozvaze účtováno a nejsou zachyceny jako cizí pasiva. Příkladem mohou být závazky plynoucí z ručení ze směnek.
- b) Součástí ČOM jsou ale i aktiva, která v rozvaze nenajdeme. Týká se to především nehmotného majetku vytvořeného vlastní činností (ochranné známky, goodwill, další nehmotný majetek vytvořený pro vlastní použití v účetní jednotce.
- c) Součástí ČOM však naopak nemusí být aktiva vykazované v účetnictví. Jako například lze opět uvést problematiku časového rozlišení.

Vlastní kapitál v účetnictví: souhrn majetku – cizí pasiva

Výpočet ČOM:

- a) Opět na základě součtu jednotlivých položek majetku sníženého o souhrn závazků. Tento postup lze však použít pouze ve dvou případech:
- když se jedná o podnik, který nemá z podnikatelského hlediska jasnou perspektivu (a v důsledku toho je oceňován likvidační hodnotou)
 - když bychom byli skutečně schopni ocenit veškeré majetkové položky včetně všeho majetku nehmotného, což však bude případ výjimečný.
- b) Cestou ocenění podniku jako celku, především výnosovými metodami, případně metodami tržního srovnání. Tento postup budeme považovat za základní způsob, jak ocenit ČOM.

EKONOMICKY POJÍMANÁ HODNOTA

2 základní stránky:

- schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho užitnou hodnotu (závisí na možnostech využití, preferencích atd.)
- pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy směnnou hodnotu

Hodnota podniku též závisí na budoucím užitku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užitky mohou mít na obecné rovině nejrůznější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bez prostředně vyjádřen není. Z praktických důvodů je nutno omezovat se pouze na užitek vyjádřený v penězích.

Hodnota podniku je tedy dána budoucími očekávanými příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

KATEGORIE HODNOTY

TRŽNÍ HODNOTA

- tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

SUBJEKTIVNÍ (INVESTIČNÍ) OCENĚNÍ

- je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Základní charakteristiky:

- budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny proti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však prezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
- Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

Pokud tedy oceňovatel vyvozuje budoucí toky v rozhodující míře z podkladů poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jeho přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu.

OBJEKTIVIZOVANÁ HODNOTA

Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky.

Zásady:

- Udržovat substanci
 - objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata
- Volný zisk
 - ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohu vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku
- Nepotřebný majetek
 - majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se pak týká především té části, která je provozně nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně.
- Možnosti změn v podniku
 - při ocenění se vychází z podniku, jak stojí a leží v okamžiku ocenění, předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu. Změny jsou uvažovány jen v rozsahu již rozestavěných investic nebo investic, o kterých bylo již rozhodnuto.
- Metoda
 - metoda ocenění by měla být jednoznačná a jasná. Jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými nebo podobnými výsledky. Proto je dávana přednost kombinované výnosové a majetkové metodě.
- Management
 - Výnosová metoda závisí na setrvání managementu podniku. V rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá
- Zdanění
 - oproti běžné praxi v ČR se doporučuje zohlednit i daně vlastníka, a to opět na typizované úrovni

KOLÍNSKÁ ŠKOLA

V evropských zemích se často poukazuje na skutečnost, že je obecně problematické hovořit o tržní hodnotě, poněvadž trh s podniky má v evropských podmínkách stále mnoho omezení:

- rozsah transakcí s „obdobnými“ podniky není velký
- trhu chybí transparentnost (není přehled o transakcích)
- není zřejmé, zda cena byla zaplacená za pokračující podnik, nebo zda obsahuje určité synergie

Subjektivní postoj = Kolínská škola

Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování:

- a) funkcí poradenskou – informace o maximální a minimální ceně
- b) funkcí rozhodčí – nezávislý oceňovatel – hraniční hodnoty, spravedlivá hodnota
- c) funkci argumentační – hledání argumentů pro zlepšení pozic jednotlivých stran
- d) funkci komunikační – poskytnout podklad pro komunikaci s veřejností (investoři, banky)
- e) funkci daňovou – pro daňové účely

Není odhadem nějaké obecné ceny ale jedná se o hodnotu vázanou na pozici zúčastněných stran.

SROVNÁNÍ ZÁKLADNÍCH PŘÍSTUPŮ K OCENĚNÍ

INVESTIČNÍ HODNOTA (SUBJEKTIVNÍ OCENĚNÍ)

Pokud jde o vztah ke konkrétním podnětům k ocenění podniku, bude subjektivní přístup často vhodný v těchto situacích:

- koupě a prodej podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit, zda je pro něj transakce výhodná
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, kdy má stávající vlastník představu, co by byl ještě s podnikem schopen udělat a zjišťuje, zda by měl podnik větší hodnotu, kdyby pokračoval v činnosti a vlastník uplatnil své představy jak jej řídit, nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku

TRŽNÍ HODNOTA A OBJEKTIVIZOVANÉ OCENĚNÍ

Jsou vhodné naopak v situacích, kdy by hodnota neměla být závislá na konkrétním subjektu. Zásadní odlišnosti mezi těmito přístupy pak spočívá v tom, že objektivizované ocenění je založeno převážně na nesporných faktech a na současnosti, zatímco tržní hodnota vyjadřuje jakési průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, které se může rychle měnit.

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při:

- uvádění podniku na burzu
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat

O objektivizované ocenění bychom se měli snažit tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav:

- při poskytování úvěru
- při zjišťování současné reálné bonity podniku

Kolínská hodnota a zejména rozhodčí hodnota pak může mít rozhodující význam tam, kde je třeba vyvažovat zájmy jednotlivých stran. Patří sem především podstatná část podnikových transformací, ale i prodej podniku.

DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU

OCENĚNÍ SOUVISEJÍCÍ S VLASTNICKÝMI ZMĚNAMI

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku (vklad podniku)
- ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69 a obchodního zákoníku
- ocenění v souvislosti s rozdělením společností dle § 69 c obchodního zákoníku
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí § 183 a další obchodního zákoníku

OCENĚNÍ PRO PŘÍPADY, KDY NEDOCHÁZÍ K VLASTNICKÝM ZMĚNÁM

- změna právní formy společnosti dle § 69 d
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru
- ocenění v souvislosti se sanací podniku

DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

- 1) Je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost:
 - dlouhodobě přežít
 - tvořit hodnotuTato analýza je nutná bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity. Ani ocenění substanční hodnotou se nemůže obejít bez odpovědi na otázku, zda je podnik schopen existující substanci využít.
- 2) Teprve na základě předchozí analýzy bychom měli zvolit vhodné metody ocenění. Pokud jde o ocenění pro účely spojování podniků, je účelné tento krok rozdělit do dvou částí:
 - oceňujeme podnik sám o sobě, tj. oceňujeme za předpokladu, že by podnik pokračoval jako samostatný a ke spojení by nedošlo. Takto zjištěná hodnota může tvořit dolní hranici pro jednání o ceně získávaného podniku.
 - Pak teprve oceňujeme podnik z hlediska záměrů, které mohou být uskutečněny až po spojení s jinou firmou, tj. do ocenění zahrneme efekty synergie. Součet hodnoty samostatného získávaného podniku a hodnoty synergie vzniklé spojení může tvořit horní hranici ceny.

PŘEHLED METOD PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ PODNIKU

Výsledná hodnota, kterou hledáme, se většinou opírá o více oceňovacích metod. V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod:

- 1) metody opírající se o analýzu výnosů (výnosové metody)

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- kombinované (korigované) výnosové metody
- metoda ekonomické přidané metody

2) metody založené především na analýze aktuálních cen na trhu

- ocenění na základě tržní kapitalizace
- ocenění na základě srovnatelných podniků
- ocenění na základě srovnatelných transakcí
- ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

3) metody založené na ocenění vynaložených nákladů

- účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- likvidační hodnota
- substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- substanční hodnota na principu úspory nákladů

Danému podnětu k oceňování a podle něj zvolenému základnímu přístupu k ocenění by pak měly odpovídat i jednotlivé metody výpočtu hodnoty, které použijeme. Například:

- je-li cílem subjektivní ocenění, bude vhodné sáhnout například po metodě diskontovaných peněžních toků, kterou založíme na peněžních tocích očekávaných konkrétním subjektem
- chceme-li získat tržní hodnotu, můžeme použít metodu diskontovaných peněžních toků, ale použijeme peněžní toky očekávané trhem, tj. průměrným potenciálním kupujícím. Dále můžeme pro tento účel použít některou metodu tržního srovnávání
- má-li jít o objektivizované ocenění, budou vhodné konzervativnější a z hlediska dat průkaznější metody jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů, kombinované metody nebo metody majetkové. Pro objektivizované ocenění je ovšem možno využít i metodu DCF, pokud budou peněžní toky a diskontní míra stanoveny odpovídajícím způsobem.

Nejvhodnější je výsledné ocenění utvořit syntézou výsledků všech základních metod.