

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2012

Bc. Michal Vlček

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

Studijní obor: Finance a oceňování podniku

**Praktické rozdíly při ocenění podniku tržní
hodnotou, value in use a pro cenové jednání**

Autor diplomové práce:

Bc. Michal Vlček

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D.

Rok obhajoby:

2012

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Praktické rozdíly při ocenění podniku tržní hodnotou, value in use a pro cenové jednání“ jsem vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v příloženém seznamu.

V Praze dne

.....

podpis

Poděkování

Rád bych na tomto místě poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Jiřímu

Hlaváči, Ph.D. a panu Ing. Tomáši Podškubkovi za přínosné postřehy, rady a vstřícný přístup.

Abstrakt

Cílem této práce je objasnit základní charakteristiky praktického využití a rozdíly jednotlivých způsobů ocenění. V první kapitole uvádím obecnou charakteristiku zkoumaných kategorií hodnot a faktory ovlivňující jejich použitelnost. Druhá kapitola se zabývá odhadem tržní ceny a faktory, jež ji ovlivňují. Další, pořadově třetí a čtvrtá, část mé práce je zaměřena na porovnání uváděných metod ocenění (tržní vs. cenová jednání, subjektivní a objektivizovaná, komplexní hodnota) a na tvorbu ceny pro cenová jednání v podmínkách českého a evropského trhu. Sled příkladných aspektů ocenění je ukázán v páté kapitole na praktickém příkladu. Zde jsou sledována zejména předběžná ocenění na základě jednotlivých kategorií hodnot. Předchozí srovnávání výhod a nevýhod u jednotlivých kategorií hodnot se zaměřením se na metody ocenění, zejména na důsledky jejich použití, vyúsťuje v samotný závěr mé práce, kde jsou vytyčeny stěžejní body praktických rozdílů a jejich přínosy.

Abstract

This thesis aims to explain the basic characteristics of valuation method in practice use. The first chapter is about basic character of each method of valuation and factors which influence its applicability. The second chapter mentions estimation of market value/appraisal, includes affecting factors. Then, the third and fourth parts aim to comparing these appraisals (market. vs. price bargaining, subjective and objective, complex appraisal) and price formation for price bargaining in the Czech a EU market. Chain of model facets in appraisal is demonstrated by fair example in the fifth part. Mainly prefeasibility appraisal and bargaining based on the categories of value are followed. These entire complexes comparing of advantages and disadvantages of each category of value with a focus on valuation methods, in particular the consequences of their use are gone to conclusion of my thesis. At the very end of the thesis there are the main points of practical differences and their benefits to it and their contributions summarized.

Obsah

Úvod	1
1 Charakteristika kategorií hodnot	3
1.1 Obecná charakteristika zkoumaných kategorií hodnot	3
1.2 Tržní hodnota	5
1.3 Value in use	8
1.4 Cenová jednání	10
2 Odhad tržní ceny	11
2.1 Terminologie odhadu tržní ceny	11
2.2 Kvalita kvalifikovaného odhadu tržní ceny	12
2.3 Strategický plán podniku a jeho reálnost. Schopnosti managementu	14
3 Netržní kategorie hodnot vs. tržní hodnota, value in use, cenová jednání (využití, vhodnost, rozdíly)	15
3.1 Subjektivní hodnota (koncipováno jako investiční hodnota)	15
3.2 Objektivizovaná hodnota	17
3.3 Komplexní přístup na základě Kolínské školy	21
4 Cenová jednání	24
4.1 Faktory ovlivňující cenu podniku (resp. kupní cenu)	24
4.2 Závislost kupní/prodejní ceny na správné a kvalifikovaně stanovené tržní hodnotě a zapojení poradenské společnosti do transakce	28
4.2.1 Volba správného akvizičního postupu	30
4.2.2 Standardní oceňování firem a jejich správná a přiměřená aplikovatelnost	31
4.2.3 Argumentace při vyjednávání a právní zajištění rizik v kupní smlouvě	31
4.3 Přehled zkoumaných kategorií hodnot a jejich použitelnosti z teoretického hlediska (teoretického zkoumání)	33
5 Popis vybrané transakce – ocenění za účelem fúze sloučením	35
5.1 Rozbor ocenění společnosti „XY“ pro účely její fúze sloučením se společností „AB“	38
5.2 Ocenění společnosti dle dostupného znaleckého posudku	39

5.2.1	Zkrácená analýza pro účely zhodnocení posudku a použitých metod	42
5.2.2	Analýza inženýrského stavitelství v Evropě a v ČR	45
5.3	Výnosový přístup - Metoda diskontovaných peněžních toků	48
5.4	Přístup tržního porovnání – Metoda kapitálových trhů	49
5.5	Cenová jednání – hledání hraničních hodnot a výsledné hodnoty	51
5.5.1	EBIT/EBITDA násobky (EBIT/EBITDA Value Multiples - Damodaran)	52
5.5.2	Multiplikační metoda	55
5.5.3	Porovnání jednotlivých hodnot a stanovení hraničních hodnot pro případná cenová jednání	57
6	<i>Shrnutí základních praktických rozdílů zmiňovaných kategorií hodnot (při použití konkrétního ocenění)</i>	59
	<i>Závěr</i>	63
	<i>Seznam použité literatury</i>	65
	<i>Seznam obrázků, grafů a tabulek</i>	68
	<i>Přílohy</i>	69

Úvod

Ocenění podniku jako celku či jeho části anebo podílu na tomto podniku je složitým procesem, který zahrnuje na jedné straně teoretický základ pro ocenění a na druhé straně praktický tržní náhled na hodnotu podniku pro jeho okolí a zejména pro zainteresované subjekty, jež mají své zájmy. V rámci různých způsobů ocenění lze vyzorovat převahu teorie nebo pohledu trhu či jejich vzájemný kompromis.

Cílem mé diplomové práce je objasnit základní charakteristiky jednotlivých zkoumaných kategorií hodnot, vystižení rozdílů ocenění při jejich použití a důsledků použitelnosti konkrétní hodnoty pro celkové ocenění konkrétního podniku či jeho části na daném příkladu.

Jak název práce napovídá, jde tu o porovnání třech způsobů ocenění: tržní hodnotou, value in use a hodnotou pro cenová jednání. V rámci své diplomové práce pro získání přehledu a lepší porovnání těchto hodnot ocenění se zaměřuji na základní kategorie hodnot podniků běžných v českých podmínkách ve srovnání zejména s méně častými hodnotami ocenění a jejich využitelnosti (jako např.: investiční hodnota, vyměřená, odhadní nebo zdanitelná hodnota, hodnota zbytkového majetku etc.). Toto srovnání není hlouběji analyzováno, ale je dáno do opozice (argumentace) jako doplněk k hlavnímu cíli a obohacení této práce.

Hlavním cílem je ukázat jak se v praxi využívá metod ocenění, vycházejících z kategorií hodnot a jenž je dáno jak teoretickým předpokladem použitelnosti, tak zejména ovlivňujícími tržními faktory a osobním přístupem zainteresovaných osob. V některých případech lze vyloučit teorii či praxi a ubírat se pouze jedním směrem. Přístup zainteresovaných osob má však hlubší vliv na ocenění podniku a bývá téměř vždy součástí oceňovacího procesu v kombinaci s předešlými.

Téma je dle mého názoru zajímavé z několika pohledů, kam bych zařadil úvahy o aktuálním používání kategorií hodnot pro zjištění tíženého účelu ocenění z teoretických i praktických hledisek a tím konečné hodnoty aktiva. Důležité je pak v praxi, která se neustále v tomto

směru vyvíjí, to, aby se její výsledky mohly promítnout i do aktualizací teorie v oblasti oceňování.

Práce je rozčleněna do několika částí a kapitol, které se mohou na sebe vzájemně odkazovat a doplňovat. V některých částech práce odkazují i nepřímo na publikace či jiné zdroje, které hlouběji analyzují nepřímo související oblasti s danou tematikou

První kapitola je zaměřena na obecnou charakteristiku zkoumaných kategorií hodnot a na faktory ovlivňující jejich použitelnost.

Druhá kapitola se zabývá přímým i nepřímým odhadem tržní ceny a faktory, jež je ovlivňují. Z analýzy faktorů pak vyvozují výhody a nevýhody použitelnosti tržní hodnoty pro ocenění.

Další, pořadově třetí a čtvrtá, část mé práce je zaměřena na porovnání uváděných způsobů ocenění (tržní vs. cenová jednání, subjektivní a objektivizovaná, komplexní hodnota) a na tvorbu ceny pro cenová jednání v podmínkách českého a evropského trhu.

Poslední dvě kapitoly, pátá a šestá kapitola, ukazují sled příkladných aspektů ocenění na praktickém příkladu. Zde jsou sledována zejména předběžná ocenění skrze kategorie hodnoty, výběr mezi více variantami jak z objektivní stránky ocenění, tak v rámci subjektivního pohledu hledání hodnoty cenového jednání.

V samotném závěru jsou shrnuta předchozí srovnávání zkoumaných kategorií hodnot, jejich výhod a nevýhod u jednotlivých typů ocenění v rámci jejich kategorie, zejména tržní hodnoty, value in use a cenových jednání. Zde jsou vytyčeny stěžejní body a přínosy (volby) kategorie hodnoty pro konkrétní ocenění.

1 Charakteristika kategorií hodnot

1.1 Obecná charakteristika zkoumaných kategorií hodnot

Při charakteristice jsou formulace zkoumaných kategorií hodnot opírány o modifikované definice mezinárodní organizace pro oceňování - International Valuation Standards Committee (dále jen „IVSC“), na které navazují jak české právní předpisy - zákon o účetnictví, Obchodní zákoník, tak i evropské standardy oceňování TeGOVA (či německý standard IDW S 1).

Tržní hodnota

Tržní hodnota může být založena na základním předpokladu jejího stanovení: **„Kolik je ochoten zaplatit běžný (tj. průměrný) zájemce na trhu?“**¹ Tedy předpokladem je trh s velkým množstvím kupujících a prodávajících, kteří vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. Tento trh musí splňovat několik zásadních podmínek, které jsou zároveň faktory ovlivňující potencionální tržní cenu, již označujeme jako tržní hodnotu. Konkrétněji se jimi zabýváme v následující kapitole.

Definice dle IVSC, na kterou je kladen značný důraz a je jádrem oceňovacích standardů je následující¹:

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

Rozbor této definice je konkrétněji řešen v samostatné kapitole.

¹ Mařík a kol.- Metody oceňování podniku str.22, IVS, 2007,s.27

Tržní hodnota (Market Value) může být interpretována jako hypotetická cena na trhu, která vyjadřuje užitek vycházející z vlastnických práv k danému aktivu. Zároveň by měla odrážet tzv. „kolektivní vnímání a akce na likvidním trhu“, jež jsou tvořeny dostatečnou interakcí nabídky a poptávky.

Value in use

Value in use můžeme chápat jako čistou současnou hodnotu peněžního toku nebo jiných příjmů, které aktivum přináší jejímu majiteli za jeho určitého použití. IVS jej definují šířeji jako „**současnou hodnotu očekávaných budoucích peněžních příjmů generovaných aktivem či obchodní jednotkou – tedy podnikem.**“ (>>>překlad z anglického znění)

Tato hodnota je též často uváděna na úrovni skutečné užitné hodnoty, která je nižší než za největšího a nejlepšího užití a její výše je často podhodnocována a bývá nižší než tržní hodnota daného aktiva.

Hodnota podniku cenového jednání

Hodnota vycházející z cenového jednání nelze jednoduše určit pouhým střetem nabídky a poptávky na trhu či užitnou budoucí hodnotou generovaných příjmů pro subjekty.

Cenová jednání představují složitý proces ocenění zejména v rámci fúzí a akvizicí podniků^[1]². Tento proces samozřejmě musí vycházet z nějakého základu, kterým mohou být jak kategorie hodnot – tržní hodnota a value in use, tak následně rozvinuté metody ocenění – DCF, EVA či substanční metody. Obecně jej popíši v následujících kapitolách a postup ukáži na praktickém příkladu.

²Dostupné z WWW: http://modernizovani.ihned.cz/c4-10048490-45932690-600000_d-fuze-a-akvizice-jak-predejit-rizikum (aktualizováno: 26. 8. 2010 10:20)

1.2 Tržní hodnota

Tržní hodnota je ve značné míře ovlivněna několika faktory určující podmínky vzniku tržní ceny:

- i. správně odhadnutá částka aktiva akceptovatelná samostatnými a nezávislými partnery; abstrahuje např. od financování, zpětného pronájmu aj.
- ii. podmíněná směnitelnost aktiva za odhadnutou částku v daném čase
- iii. stanovení data ocenění – tržní hodnota musí být časově omezena
- iv. existence ochotného kupujícího a prodávajícího na trhu – existence vlastní nezávislé motivace k realizaci transakce a nikoliv z důvodu nátlaku či tísně, cena je akceptovatelná na úrovni požadované tržní ceny.
- v. Vzájemná obchodní nezávislost mezi partnery a neexistence tržní či vlastnické propojitelnosti
- vi. samotnému prodeji předchází náležitý marketing pro potenciální kupující na trhu
- vii. přiměřená informovanost o podstatě aktiva každého participujícího subjektu transakce a jejich úsilí o nejlepší cenu pro jejich pozici v transakci.

Mezinárodní oceňovací standardy (resp. Mezinárodní standardy hodnoty³) dále zmiňují zejména nezohlednění nákladů na prodej nebo koupě a související daně při oceňování tržní hodnotou. Základním předpokladem je „nejvyšší a nejlepší možné využití“ („*highest and best use*“), jenž je definováno v IVS 2005 a má zavádějící charakter.

Nejlepší možné využití lze totiž chápat z objektivního, tak i subjektivního pohledu a při použití tržního ocenění i přes srovnání na relevantním trhu zahrnuje značnou část osobního úsudku oceňovatele. Tedy každý ze subjektů preferuje své zájmy a má zcela jedinečný pohled na využití a tím ocenění daného aktiva.

Data specifická pro konkrétní trh jsou dalším předpokladem správného ocenění aktiva. Zde narážíme na omezení při neexistenci relevantního trhu a vyvstává tím otázka, pro která

³ IVS 2005– kapitola General Valuation Concepts and Principles; Mařík a kol. - Metody oceňování podniku str.24

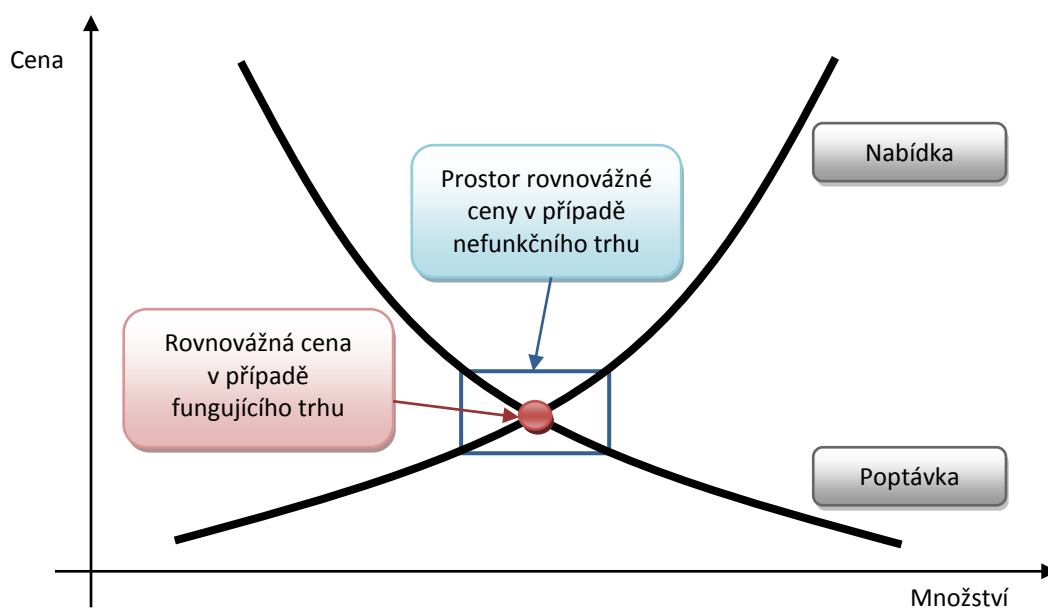
aktiva je ocenění tržní hodnotou méně vhodná či zcela nevhodná. Budu se touto problematikou zabývat v následujících kapitolách.

Teoretický náhled na odhad tržní ceny

Názory teoretiků se liší, ale zároveň se shodují a připouštějí použitelnost při odvození ceny daného aktiva též výnosové metody. Zejména však finanční plán či hlubší projekce cash flow by měla být odvozena z trhu. Tímto je podmíněno odvození diskontní míry z tržních dat.

Následující graf ukazuje odvození tržní ceny a jejího rozpětí z odhadované rovnovážné ceny na trhu.

Graf č.1 – Rovnovážná cena na funkčním a nefunkčním trhu



Zdroj: Mařík a kol. - Metody oceňování podniku (str.25)

Tento graf nám ukazuje na jedné straně odhad rovnovážné ceny ve formě konkrétní výše ceny, který je však reálný v případě zcela transparentního a fungujícího trhu. Na druhou stranu v případě omezeného a ne zcela transparentně fungujícího trhu je tímto odhadem rovnovážné ceny interval, jehož šíře závisí na fluktuaci trhu a subjektivním odborném odhadu znalce, jenž simuluje reálné uvažování trhu. Zde vystává právě otázka kvality subjektivního odhadu znalce.

Bodový odhad s konkrétní výší ceny je sice v mnoha případech vyžadován obchodním zákoníkem a pro účely ocenění soudních případů, ale je do značné míry jakousi fikcí, jejíž pravděpodobnost nastání je minimální.

Na závěr k hledání tržní hodnoty je nutné alespoň zmínit využití a prosazování dat ze zahraničních trhů, zejména pak při běžných odhadech diskontní míry. Faktem potvrzujícím myšlenku využívání tržních dat ze zahraničí je malá velikost českého trhu a jeho relativně krátká historie. Naopak jako protipólem tohoto tvrzení může být nefunkčnost zahraničních trhů v poslední dekádě a jejich značná volatilita a destabilizace po finanční krizi. Dále většina teoretiků nebere úvahu specifičnost českého trhu oproti evropskému a světovým trhům.

Užitek z aktiva a vztah k tržním datům

Užitek z aktiva je více používán u níže zmiňované Value in use, nicméně je o něm pojednáváno v publikaci Krabec (2009) a lze jej vztahovat k tržním datům takto:

„Finanční užitek z aktiva lze vymezit pouze u homogenních aktiv (majetku) jako jsou nemovitosti – zejména pak pozemky. Vyplývá to z využití nemovitostí a možností jejich komerčního rozvoje.”

Je pak na posouzení odborníka, který by se měl snažit o relativně spolehlivý odhad podpořený tržními daty.⁴ Naopak je zmiňováno, že problém nastává u věcí movitých a hromadných, např. i celého podniku. Každé hromadné aktivum je jedinečné a neexistují k němu objektivizující data ze srovnatelných transakcí.

Zdůrazňuje se zde opět, že u podniku závisí ve velké míře na podnikatelské strategii a dynamice konkurenčního prostředí a tedy dochází při ocenění podniku ve velké míře k subjektivnímu názoru oceňovatele.

⁴ KRABEC, T.: Oceňování podniku a standardy hodnoty, 1. vydání Praha, Grada Publishing, a.s., 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0 (str.184-185)

1.3 Value in use

Definici dle IVS jsem již uvedl v první kapitole a nebudu se jí dále zabývat.

Value in use a její definici dle originálního znění používané při ocenění nemovitostí uvádím zde: „*the worth of a property in a certain use, typically as it is currently being used. This amount may be greater or less than its market value. Contrast highest and best use.*“ [2]

Pro přehlednost opakuji, že tato hodnota je též často uváděna na úrovni skutečné užitné hodnoty, která je z teoretického hlediska nižší než za největšího a nejlepšího užití a její výše je často podhodnocována a bývá nižší než tržní hodnota daného aktiva.

Modifikací „value in use“ v evropských oceňovacích standardech EVS je jí termín **„existing use value“**. Dále můžeme nalézt i podobnou účetní definici dle IFRS 5 a s tímto standardy uvádějí *Value in Exchange*–*„Směnná hodnota“*.

Dle pana Krabce, který ve své dizertační práci rozebírá jednotlivé kategorie netržních hodnot, vyjadřuje Value in use hodnotu aktiva pro konkrétního vlastníka. Tato hodnota je výsledkem zapojení aktiva do konkrétní entity bez ohledu na nejvyšší a nejlepší využití či možný výnos realizovaný z prodeje tohoto aktiva⁵.

Většina předních teoretiků uvádí, že vliv stávajícího využití může být ovlivněno speciálními právy, patenty, licencemi, specifickou expertízou či goodwillem či jinými nehmotnými aktivy, která nejsou prodejná, resp. nemohou přejít na jiného vlastníka.

⁵ Ing. Tomáš Krabec, MBA - Dizertační práce: Standardizace oceňování v mezinárodní komparaci: teoreticko-institucionální pohled

Otázkou zde je: Jak moc subjektivní podtext v sobě váže, co se týká využitelnosti a očekávané výtežnosti z aktiva? Nezahrnuje v sobě hodnotu samotného synergického efektu pro konkrétního kupujícího (či prodávajícího)?

Myslím si, že ano, protože každý subjekt má jiná očekávání v podobě budoucích peněžních příjmů z tohoto aktiva. Může mít možnosti jak alternativně aktivum využít a se stávajícím majetkem mu přinést synergický efekt, čímž se mu opět zvýší budoucí příjmy, či se sníží náklady.

Uvedení konkrétního příkladu na alternativní použití z teoretického hlediska

Pokud bychom chtěli uvést konkrétní případ použití Value in use, tak lze jí aplikovat na ocenění přínosu, zde snížení nákladů na provoz, konkrétního výrobního zařízení – např. stroje pro tisk a grafiku.[3]⁶

Zde při analýze „value in use“ zjišťujeme rozdílné hodnoty (náklady) za stávajícího chodu a výroby tisku/grafiky a po začlenění nového stroje. Ohodnocujeme tedy rozdíl diskontovaných nákladů na provoz a výrobu nového a nynějšího (stávajícího) zařízení.

Tedy value in use je možné chápat nejen jako dnešní hodnotu očekávaných budoucích peněžních příjmů, ale taktéž snížení provozních nákladů, které je přínosem ve formě úspory pro podnik. Zahrnuje opět synergii a její hodnotu.

Použití Value in use je v oceňovacím procesu doprovázeno dalšími kategoriemi hodnot – na zmíněném příkladu je to např. salvage value – hodnota zbytkového materiálu a strojů nebo tržní cena (Machine market price). Samozřejmě je zakomponována vždy aktuální – diskontovaná hodnota (tedy za předpokladu a při použití metody DCF).

⁶ Value in use pricing - Dostupné z WWW: <http://www.mktgeng.com/downloadfiles/tutorials/S013%20-%20Value-in-Use%20Pricing%20Tutorial.pdf> (dated 25.4. 2011)

1.4 Cenová jednání

Hodnota aktiva či celého podniku zjišťována pro účely prodeje, akvizice či fúze představuje složitý proces a vychází z předpokladu, že každý podnik je jedinečný. V důsledku povětšinou složitých transakcí je důležitá role zprostředkovatelů/prostředníků transakcí, kteří vystupují jako agenti každé ze stran kontraktu.

Strana prodávajícího se snaží získat reálné informace o prodávaném podniku nebo aktivu a navenek jej prezentovat, tak aby dosáhla a přijala nejvíce nabídek za co nejvíce výhodných podmínek.

Samotný proces přípravy transakce, oslovení potenciálních kupujících, prezentace zájemcům a část due dilligence může být zahrnuto do první fáze procesu prodeje.

Jak jsem již zmiňoval, proces ocenění musí vycházet ze základu, kterým je v praxi při indikativním ocenění firmy využíváno násobků EBITDA či EBITu⁷. Při využívání těchto metod je přihlíženo taktéž k value-in-use a tržní hodnotě, pokud lze takovou hodnotu nalézt či stanovit pomocí metod ocenění. V ojedinělých případech, zejména u podniků negenerujících zisk (či potenciální zisk), se využívá substančních a likvidačních hodnot. Tento postup se však v procesu prodeje nedoporučuje.

Hodnota cenového jednání je pak determinována z indikativních nabídek (ocenění) jednotlivých kupujících na jedné straně a požadavků prodávajícího na straně druhé. Konečná forma a výše transakce je realizována v druhé fázi, která zaujímá due dilligence, samotnou strukturu transakce až po uzavření smlouvy s konkrétním kupujícím. Indikativní ocenění jako hodnota aktiva/podniku cenového jednání je dána tzv. „správnou cenou podniku“, kterou je zájemce ochoten prodávajícímu zaplatit.

⁷ Pozn.: jiné přístupy mohou již vycházet z upravených metod DCF či dokonce zohledňovat ukazatel EVA

2 Odhad tržní ceny

2.1 Terminologie odhadu tržní ceny⁸

V minulé kapitole jsem při definici uváděl vždy tržní hodnotu, nikoliv tržní cenu. Správně zde uvedu rozdíl mezi odhadem tržní ceny a tržním ohodnocováním, nikoliv nějaký typ ocenění tržní hodnotou či cenou, neboť při překladech ze zahraniční literatury do českého jazyka dochází často k záměně těchto pojmů a jejich nesprávného použití v důsledku zakotvení v zákonných úpravách (Zákon o cenách, zákon o oceňování majetku, Obchodní zákoník).

Tržní cena, resp. oceňování nějakého aktiva (z anglického: Appraisal) souvisí zejména se státní daňovou a jinou regulací. Oceňovatel tedy stanovuje cenu platnou pro konkrétní „nezávislý“ účel. Nezávislost by měla vycházet ze zákonných a platných norem a předpisů.

Tržní hodnota, resp. ohodnocování aktiva (z anglického: Valuation) je pak používáno ve smyslu pro účely tržních transakcí. Oceňovatel by měl stanovit hodnotu ve výši očekávané ceny obchodu vycházející z konkrétního zadání, které musí splňovat kategorii hodnoty - zde tržní hodnotu.

V České republice se často používají termíny jako oceňování podniku a oceňovací standardy, protože většina případů oceňování je používání ve formě znaleckých posudků a úkolem znalce je stanovení ceny pro účel ocenění, správně „ohodnocení“ dle konkrétního zadání. Z teoretického hlediska dle mého názoru i dle tvrzení pana Krabce by se mělo používat z angl.překladu pro Business Valuation tzv. „ohodnocování podniku“. Výsledkem by mělo být stanovení určité kategorie hodnoty, resp. standard hodnoty zahrnující vícero kategorií hodnoty, který by měl být vybrán v souladu s účelem ocenění. Účel ocenění je plně spjat s preferencemi zadavatelů ocenění a jeho výsledkem je pak praktické využití jednotlivých kategorií hodnot ocenění.

⁸ Krabec – Oceňování podniku a standardy hodnoty – str. 16-19

Tržní koncepce oceňování podniku (Finanční oceňování aktiv – neoklasická teorie dokonalého fungování kapitálového trhu) – nedostatky:

- Jde o finanční oceňování předpokládající dokonalý kapitálový trh
- Aplikace na nekótované podniky (ve smyslu věci hromadné)
- Nerespektování behaviorální ekonomie a „prospect theory“
- Iluze efektivního akciového trhu, který neodráží všechny hodnototvorné informace
- Výsledkem byla bublina finanční/hypotéční krize již v roce 2007

Tedy hypotéza efektivního trhu není a nebyla správná a vyústila v zásadní problém a vyvolala krizi doznívající až dodnes. Tímto se potvrdilo, že odvozované výnosové, zejména DCF – metody nemusí vést k správnému odhadu hodnoty podniku.

Teorie ohodnocování (oceňování) podniku

- Vychází z investování v podmínkách reálného světa
- Subjektivní rozhodování o výši ceny a podmínkách transakce
- Nalezení subjektivní hraniční ceny, nikoliv objektivní obecně platné
- Lépe aplikovatelné na investice a divestice pro konkrétní subjekty na trhu
- Je lépe uplatnitelná pro oceňovací standardy IVS a IDW
- Vychází z něj funkcionální ohodnocování tzv. „Kolínské školy“

2.2 Kvalita kvalifikovaného odhadu tržní ceny

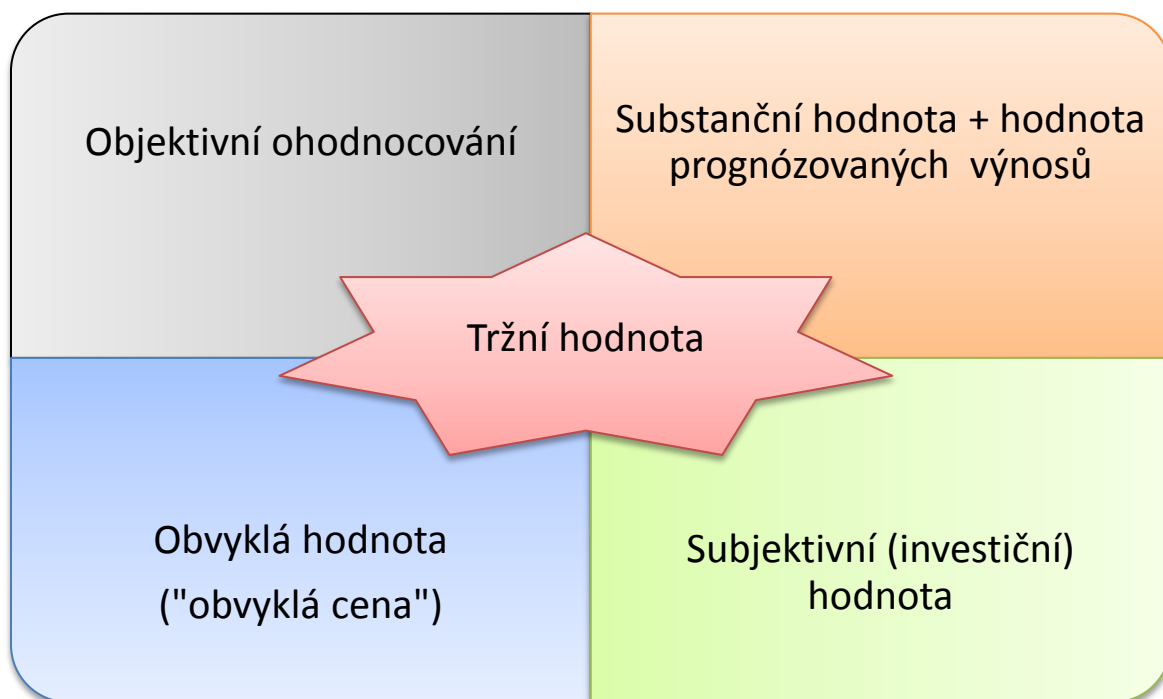
Tržní ocenění a z něho zjištěná tržní hodnota jsou diskutovány v mnoha rovinách a ovlivněny dvěma základními přístupy k ohodnocení majetku (či aktiva). Na jedné straně se snažíme objektivizovat hodnotu aktiva a zároveň je na druhou stranu potřeba na netransparentním a nedokonalém trhu uvažovat o investiční hodnotě, jež vyjadřuje subjektivní ohodnocení každého znalce. Dále je tržní hodnota ovlivněna substancí majetku a prognózou výnosů plynoucích z aktiva. Při respektování národních právních předpisů, zejména pro účely

soudního znaleství je třeba vycházet ze zákona č. 151/1997 a zde definované obvyklé ceny a hodnoty aktiva.

Tedy lze z rámce původního neoklasického pojetí vyvodit, že tržní hodnota není tvořena pouze podmínkami na dokonalém trhu, ale interakcí všech zmíněných přístupů k ohodnocení daného aktiva. Obdobně IVS netvrdí, že pro tržní ocenění je nutný dokonalý, plně transparentní trh. Graficky jsem se snažil ukázat „tvorbu“ tržní ceny na níže uvedeném obrázku.

Objektivní a subjektivní hodnotou se budu zabývat v třetí kapitole, ostatní přístupy budou zmiňovány při porovnání kategorií hodnot pro účely oceňování.

Obr. č. 1 - Postavení tržní hodnoty pro účely ocenění:



Zdroj: vlastní tvorba na základě „Oceňování podniku a standardy hodnoty – Tomáš Krabec“

2.3 *Strategický plán podniku a jeho reálnost. Schopnosti managementu*

Při strategickém plánování je třeba vzít v úvahu zejména tyto skutečnosti:

- Z jakých veličin vychází strategický/finanční plán a jaká je jeho reálnost, resp. pravděpodobnost nastání.
- Kalkulujeme v rámci finančního plánu s již reálnými tržními čísly, či se vychází z účetních hodnot a je třeba je upravovat na tržní či jiné hodnoty
- Jaké finanční ukazatele je potřeba zejména sledovat v našem konkrétním podniku (dle prostředí toho podniku)

Schopný management zcela zásadně ovlivňuje chod a tím dlouhodobý výhled a finanční zdraví podniku a je třeba si uvědomit zejména:

- Jakým způsobem a do jaké míry může kvalita managementu ovlivnit hodnotu podniku a jak to jednotlivé kategorie hodnot zachycují, pokud vůbec se zabývají kvalitou managementu.
- Úlohu managementu v procesu cenových jednání, a zda netvoří samotné či část know-how podniku, které je třeba ocenit. V praxi zatím nevyužíváno nebo využíváno nepřímo skrze kalkulace diskontních měř a přírážek za riziko.
- Zda jsou podklady pro odhad tržní ceny, tedy tržní hodnotu či value in use anebo ceny vznikající v rámci cenových jednání získávány z trhu (dostatečné množství dat) nebo je to otázkou přístupu managementu, který ovlivňuje znalce?

Podrobněji se k tomuto dostanu na praktické ukázce v poslední kapitole mé diplomové práce.

3 Netržní kategorie hodnot vs. tržní hodnota, value in use, cenová jednání (využití, vhodnost, rozdíly)

Tato kapitola se zabývá zejména porovnáním nejčastěji používaných kategorií hodnot k ocenění a ohodnocování aktiv v národním prostředí a hodnocení zkoumaných hodnot ocenění z hlediska jejich využití, vhodnosti a základních rozdílů mezi nimi.

Jako vhodné uvádím srovnání – rozdíly i podobnosti zkoumaných kategorií hodnot při respektování ostatních hodnot, jež uvádím níže.

V důsledku této faktické analýzy hodnot mohu navázat na kapitolu zabývající se cenovými jednáními a praktické rozdíly jejich použití při ocenění.

3.1 Subjektivní hodnota (koncipováno jako investiční hodnota)

Ocenění každého podniku je jevem zcela unikátním a je třeba na něj pohlížet očima konkrétního subjektu. Tímto subjektem nemusí být pouze konkrétní kupující daného aktiva či podniku, ale každý zainteresovaný investor či skupina investorů, kteří sledují své vlastní investiční cíle do specifického fixního aktiva. Skupinou fixních aktiv může být část či celý podnik.

Trh s podniky je diametrálně odlišný svou velikostí a likviditou od trhu s akciemi, dluhopisy aj. cennými papíry. Podnik je jedinečným a méně likvidním aktivem a na rozdíl od tržní hodnoty není subjektivní hodnota dána rovnovážnou ani pravděpodobnou cenou na trhu.

Pro srovnání s „value in use“ není explicitně uvedeno porovnání se subjektivní (investiční) hodnotou. Mohu pouze konstatovat, že subjektivní hodnota je dána očekávanými užitky z majetku konkrétního zainteresovaného subjektu, které lze přibližně kvantifikovat ze „současné hodnoty očekávaných budoucích peněžních příjmů generovaných aktivem či celým podnikem“, tedy výše definovanou „value in use“.

Pojem subjektivní hodnota byl zaveden v německé teorii a praxi. V Mezinárodních oceňovacích standardech (IVS č. 2), které nevycházejí z tržní hodnoty, je tatáž hodnota označována jako investiční hodnota (angl. investment value). Odpovídá i její definice.⁹

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou zejména tyto:

1. Budoucí peněžní toky vychází z individuálních představ manažerů oceňovaného podniku, popř. investorů a jsou z opatrnostních důvodů snižovány oproti těmto představám.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativního investování zainteresovaného subjektu - investora a tento výnos by měl management respektovat.

Dle dostupných dat¹⁰ jsou české posudky odhadců a znalců postaveny na tržním ocenění a jejich cílem je bodový, nikterak 100%-správný, odhad tržní hodnoty. Tyto posudky však obsahují investiční hodnotu a vzniká zde rozpor v následujícím tvrzení:

„Pokud oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky v rozhodující míře z podkladů (finančního plánu) poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jeho přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu.“

Pozn. autora: „Těmito dostupnými daty mám na mysli prozkoumané posudky – cca 90 posudků získaných prostřednictvím veřejných rejstříků a zjišťování účelu ocenění, jejichž cílem je aktivum ocenit na tržním principu obecně. Myšlenka je velice dobrá a snaží se objektivizovat, ale ne vždy se jeví jako správná a šťastně zvolená. Vstupní informace a data oceňovaného subjektu jsou velmi často přebírána od managementu této společnosti.“¹¹

⁹ „Investiční hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo skupinu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle nebo kritéria. 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.“^[4]

¹⁰ Viz. Dostupné veřejné posudky na WWW: <http://portal.justice.cz> a <http://ov.ihned.cz/>

¹¹ Definice a objasnění „dostupných dat“ pro hrubou analýzu posudků a v nich použitých kategorií hodnot.

Rozdíly mezi investiční a tržní hodnotou závisí na konkrétním subjektu a jeho:

- Očekávání určitých synergií z transakce
- Plánu proniknutí na nové trhy
- Postoji k riziku oproti tržnímu riziku jako celku
- Odlišné daňové pozici než je obvyklé
- Optimismu či pesimismu, jenž se odlišuje od průměru na trhu

Využití subjektivní hodnoty je vhodné využít zejména v těchto případech:

- Koupě a prodej podniku, pokud subjekt participující na transakci potřebuje zjistit (ne)výhodnost transakce
- Rozhodování mezi sanací a likvidací podniku

Při cenových jednáních se na počátku příprav transakcí setkáváme s odlišným subjektivním ohodnocením – kupujícím i prodávajícím a je zde vyzdvížena úloha prostředníka/ agenta transakce. V průběhu jednotlivých jednání se snaží obě strany nalézt společné řešení a přiblížit své subjektivní hodnocení, které v zásadě vyústí v pro obě strany akceptovatelný výsledek, kterým je aktuální hodnota podniku. V tomto kontextu jí můžeme brát jako utvořenou mikro-trhem, nikoliv však tržní hodnotu oceňovaného majetku.

3.2 Objektivizovaná hodnota

Původní méně realistická objektivní hodnota byla zavrhnuta mnoha odborníky v německy mluvících zemích. Hlavním argumentem byl fakt, že hodnota není objektivní vlastností podniku, a protože pro nezávislého znalce je potřeba vycházet z nesubjektivních předpokladů a poznatků začal se používat termín „objektivizovaná hodnota“.

Podle IDW S1 (německé oceňovací standardy) je objektivizovaná hodnota definována takto:

„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou metodu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně

podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

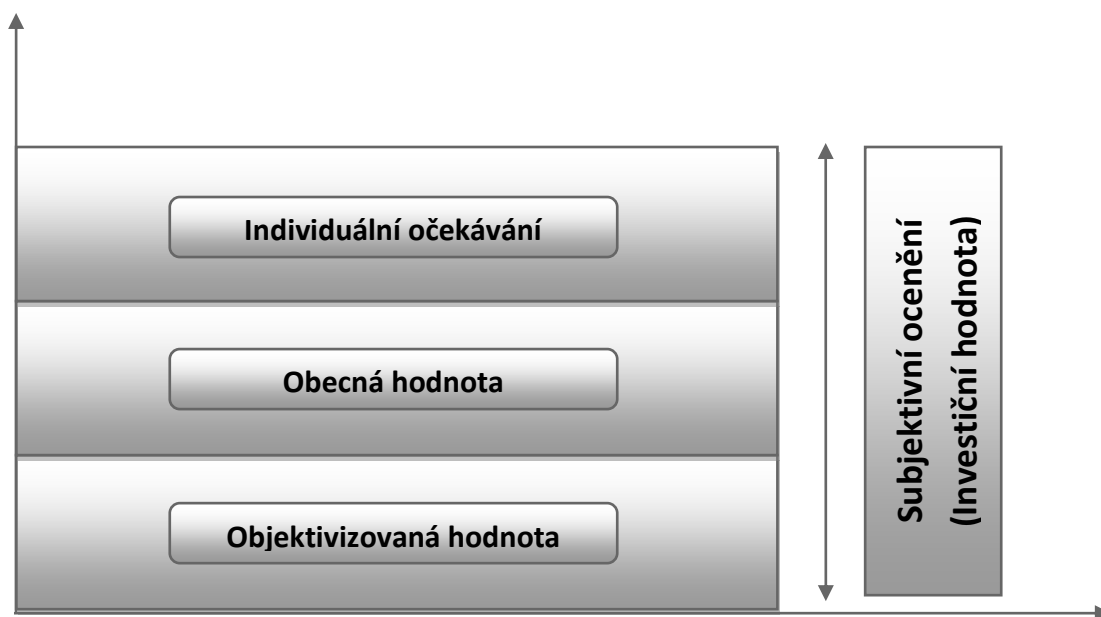
Objektivizovaná hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky.

V rámci porovnávání s ostatními metodami je vhodné jednotlivé zásady zmínit:

- Udržování substance - 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 České republice se doporučuje zohlednit i daně vlastníka, a to opět na typizované úrovni

Koncept objektivizované hodnoty se dosti liší od ostatních ocenění, nicméně tvoří nesporný základ pro odhadce, který respektuje stav oceňovaného aktiva k datu ocenění. Tvoří dolní mez hodnoty podniku, na kterou navazují další stupně ocenění s očekávaným a nejednoznačným individuálním oceněním. Tuto skutečnost názorně ukazuje graf „Vztahu objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění“:

Graf č. 2: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění

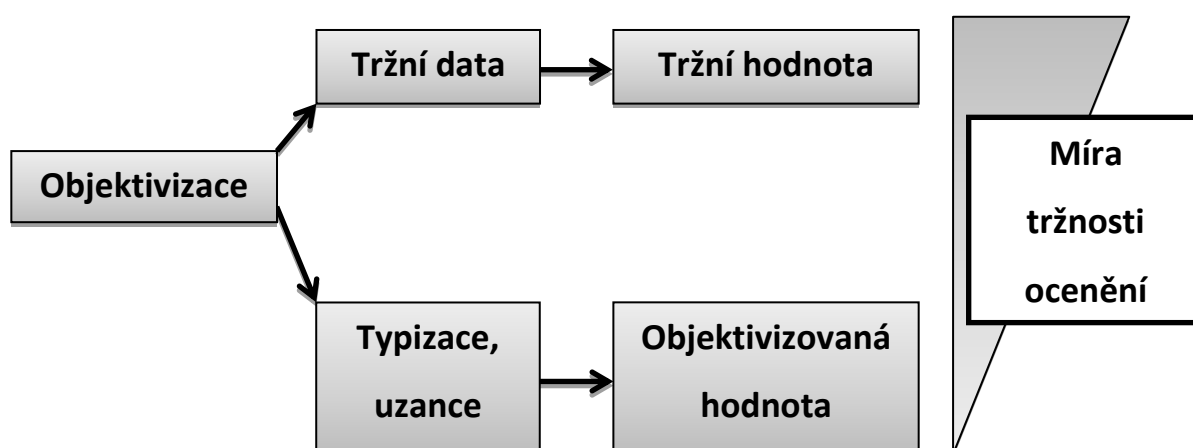


Zdroj: Mařík a kol. - Metody oceňování podniku (str. 29), vlastní zpracování

Pokud budeme srovnávat objektivizovanou a tržní hodnotu, najdeme shodu při použití dat z kapitálového trhu. Rozdíly těchto hodnot nacházíme v konceptu podniku. Objektivizovaná hodnota předpokládá setrvání v dosavadním konceptu podniku, ale tržní hodnota může vycházet i z akceptovatelné změny konceptu podniku trhem.

Je třeba mít na paměti, že dle IDW S1 lze objektivizaci uplatňovat určité uzance – přijímané zásady - např. uplatňování daní placených vlastníky do ocenění. Dále objektivizovaná hodnota by měla být tzv. pod trhem a realizovanými prodejními cenami, Tento předpoklad však platí u perspektivních podniků.

Obr. č. 2 - Vztah tržní a objektivizované hodnoty perspektivního podniku



Zdroj: Mařík a kol. - Metody oceňování podniku (str. 30), vlastní tvorba

Pokud se bavíme čistě o objektivizované hodnotě v porovnání se zbylými dvěma zkoumanými hodnotami – „value in use“ a hodnota cenového jednání, pak dle mého názoru tvoří objektivizovaná hodnota základ ocenění a zbylé dvě se vyznačují určitý nadstandardem ocenění. V případě „Value in use“ může být totožná při stejném volném zisku po zdanění jako užitek měřený hypotetickým ziskem, kdy se předpokládá dosavadní způsob využití oceňovaného aktiva. Na stranu při cenových jednáních lze vycházet z objektivizovaného ocenění, jež tvoří základ hodnoty podniku a navíc je k této hodnotě přičítána např. synergie z koupě/prodeje podniku či daňové aspekty, kterými oprávněný subjekt disponuje.

Vůči tržní hodnotě podle Krabec 2010 se mohou obě tyto kategorie hodnoty (tržní a objektivizovaná) numericky shodovat. Rozdíly spočívají především v pojetí standardizace. Objektivizovaná hodnota je přímo konstruována pro účel ocenění podniků. Tržní hodnota je primárně konstruována pro ocenění aktiv, pro která existuje trh (nemovitosti, věci movité či finanční nástroje) a její použití pro ocenění podniku by mělo být spíše méně významné.¹²

Objektivizovaná hodnota je založena převážně na nesporných faktech a na současnosti a měla by se používat tam, kde je v popředí zájmu prokazatelnost a současný stav, např.:

- Při poskytování úvěru
- Při zjišťování současné reálné bonity podniku

¹² Krabec - Standardizace oceňování v mezinárodní komparaci: teoreticko-institucionální pohled

3.3 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Kolínská škola představuje souhrnný subjektivní postoj k ocenění podniku při jeho nákupu či prodeji. Základem je tedy subjektivní hodnota prodávajícího na jedné straně a vlastní hodnota pro kupující stranu kontraktu.

„Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na tzv. obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“

Tyto funkce oceňování jsou i funkcí oceňovatele:

- Funkce poradenská
- Funkce rozhodčí
- Funkce argumentační
- Funkce komunikační
- Funkce daňová

Pro srovnání s tržní hodnotou komplexní přístup Kolínské školy poukazuje na problematické odvození tržní hodnoty na evropském trhu s podniky a poukazuje tato omezení:

- Rozsah transakcí s „obdobnými“ podniky není velký
- Trhu chybí transparentnost
- Není zde zřejmé, zda cena byla zaplacená za pokračující podnik, nebo zda obsahuje určité synergie.
- Reálný trh je pouze trh kapitálový a zde lze mluvit o tržní hodnotě

„Value in use“ jako netržní kategorie hodnoty vyznačuje hraniční hodnotu prodávajícího a tvoří část funkce poradenské definované Kolínskou školou.

Právě funkce poradenská je považována za jednu z nejdůležitějších funkcí vymezení ocenění, které poskytuje kupující straně podklady a informace o:

- Maximální ceně = hraniční hodnota kupujícího
- Minimální ceně = hraniční hodnota prodávajícího

Tyto hraniční hodnoty neboli hodnoty pro rozhodnutí vymezují prostor pro vlastní cenové jednání a to pouze za podmínky, že hraniční cena kupujícího je vyšší než ta prodávajícího.

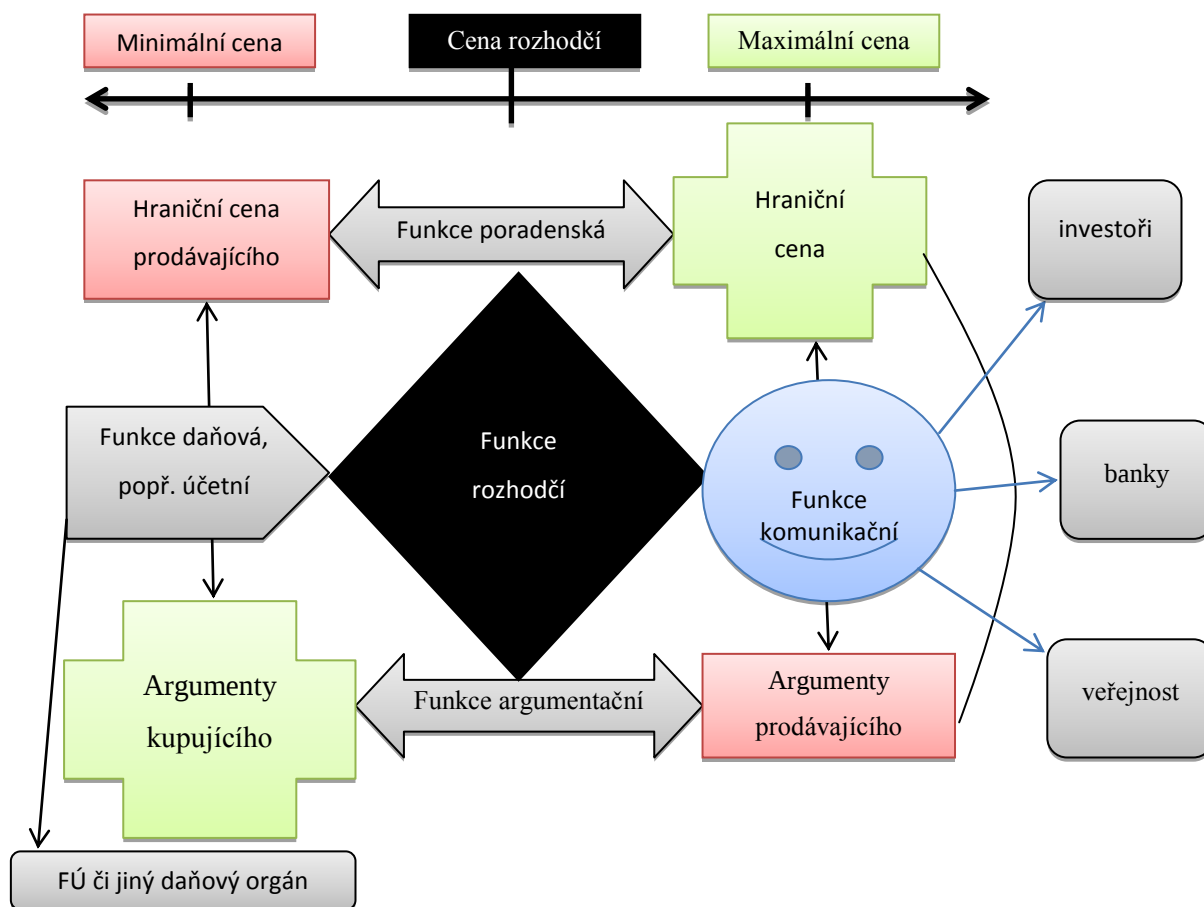
Při tom se předpokládá individuální (subjektivní) odhad hraničních hodnot vždy té druhé straně neznámý a podkladem jeho výše jsou individuální možnosti každé z obou stran transakce – jak nakládat s podnikem, alternativní investice anebo osobní vztah k podniku.

Z pohledu oceňovatele je nejdůležitější funkce rozhodčí a oceňovatel zde hraje roli nezávislého posuzovatele, který musí nalézt hraniční hodnoty obou účastníků transakce a zároveň nalézt spravedlivou hodnotu pro obě strany. Podkladem pro to nalézt spravedlivou „výslednou“ hodnotu jsou pro oceňovatele argumenty, jež si obhájí před oběma stranami. Ty tvoří podpůrnou funkci argumentační. Dalšími spíše podpůrnými funkcemi jsou daňová – sloužící pro daňové účely a komunikační – sloužící pro komunikaci s bankami, investory či veřejností. Více o vztahu a důležitosti jednotlivých funkcí pojednává čtvrtá kapitola „cenová jednání“.

Středem pozornosti by měla být zejména rozhodčí hodnota, kterou je třeba odlišovat od hodnoty objektivizované zejména v tom, že je vázána na pozici konkrétních zúčastněných stran a není odhadem tedy ceny obecné pro na sobě nezávislé subjekty.

Naopak rozhodčí hodnota je blízká objektivizované hodnotě ve smyslu základu pro ocenění a dle německých teoretiků může tak být použita v případě podnikových transformací – fúzí, akvizic, vkladů podniků aj.

Obr. č. 3 - Hlavní funkce oceňovatele dle Kolínské školy – její rozšíření



Zdroj: vlastní tvorba na základě principů Kolínské školy (Mařík a kol. - Metody oceňování podniku)

Na obrázku „Hlavní funkce oceňovatele dle Kolínské školy“ jsem uvedl všech pět základních funkcí, které rozdělují do dvou skupin podle jejich důležitosti při samotném ocenění. První a stěžejní skupinu tvoří funkce poradenská a argumentační, jež dle mého názoru vychází a zároveň tvoří funkci rozhodčí – tedy neutrální stanovisko nezávislého oceňovatele. Druhou podpůrnou skupinu tvoří funkce komunikační a funkce daňová, či může jít nad rámec Kolínské školy například i o funkci účetní, právních aspektů apod. Argumenty obou stran jsou protipólem k jejich hraničním cenám a v rámci cenových jednání je rozhodující shoda v tzv. rozhodčí ceně.

4 Cenová jednání

Cenová jednání a výsledná cena aktiva závisí na faktorech ovlivňující cenu podniku, kvalifikovaném odhadu tržní ceny, zapojení externího subjektu do transakce, dále způsobu úhrady transakce a zejména na samotném způsobu ocenění.

4.1 Faktory ovlivňující cenu podniku (resp. kupní cenu)

Při tvorbě konečné ceny v rámci cenových jednání lze vymezit několik základních ovlivňujících faktorů:

- Hodnota podniku vycházející z konkrétního ocenění a podmínek transakce

- *Synergické efekty*

Efekt ze spojení podniku k investorovým aktivitám není vždy pouze 100% hodnota nabývaného podniku, ale může znamenat posílení vlastní pozice na trhu nebo zvýšení marže a v důsledku toho konečného zisku plynoucího k investorovi

- *Vlastní ocenění* – na základě EBITu či Cash flow aj. („násobitelé hodnoty“)

Obě strany (či více stran) transakce mohou volit vlastní metodiku ocenění zejména volbou „násobitele hodnoty“ a tím se dostávat do konfrontace s výslednými hodnotami, ke kterým došly.

- *Náklady a poplatky transakce*

Prodávající strana se snaží o tyto poplatky zvýšit prodejní cenu a kupující naopak zohlednit odečtením případných nákladů spojených s transakcí.

- *Daňové zatížení*

Pro potenciální budoucí daňové zatížení platí obdobné kroky ze strany kupujícího i prodávajícího jako u očekávaných nákladů či poplatků.

- Parametry kupní ceny

- *Včasné splacení/Odložené splacení/ Jednorázové/Postupné splacení*

Včasné splacení, popř. zaplacení jednorázové zálohy může snížit konečnou kupní cenu, naopak odložené splátky či postupné splácení v sobě skrývají určité potenciální riziko a cenu zvyšují.

- Earn-out

Kupující se tímto zčásti jistí proti nepředvídatelným skutečnostem mající negativní dopad na výši transakce a eliminuje tím zatažení zásadních informací prodávajícím. Splácí záměrně postupně a budoucí doplatek uhrazuje v době pominutí absolutních rizik a dle nastavených parametrů.

- Opční schémata

Opce jako taková ukládá jedné ze stran transakce příležitost (obchodní možnost), nikoliv povinnost, využít možné plnění nebo naopak neplnění protistrany.

- Garance

- Předmět garance

Předmětem garance může být jednak administrativní dopad (jako např: daně, jiné náklady či budoucí poplatky...) nebo majetkový dopad (snížení hodnoty aktiva o více než je běžné)

- Výše garance

Vyšší garance zvyšují jistotu, ale také většinou i kupní cenu při vyjednávání.

- Doba garance

Zvyšující se doba garance je většinou ve prospěch kupující strany transakce.

- Tržní vlivy

- Trh s vysokým/nízkým potenciálem růstu

Potenciál růstu je úměrný cenové flexibilitě a tvorbě hodnoty aktiva.

- Dobře zajištěná pozice na trhu/Pozice na trhu není dobrá

Při spojení podniků s odlišnou strategií může růst podnik jako celek díky diverzifikaci rizik a naopak se může i situace podniku zhoršit na konkrétním trhu.

- Kvalita a bonita klíčových zákazníků

Pokud kupující získá akvizicí kvalitní portfolio klientů je to pro něj další zdroj příjmů, které do ceny promítne prodávající.

- Průmyslová a autorská práva aj.

Opět pokud kupující získává průmyslová práva (aj.), tak je to pro něj na jedné straně další zdroj příjmů a zároveň i určitá forma záruky získání práva užívat aktivum a dál ho například distribuovat.

- Nezávislost na dodavatelích a odběratelích

Nezávislostí zde rozumějme získání dalších distribučních kanálů nebo odkoupením dodavatelské či odběratelské společnosti.

- Technologická úroveň či monopolní postavení

Získání technologické úrovně koupí technologie či postupu by mělo být zohledněno v kupní ceně. Monopolní faktor se nejvíce projeví při koupi svého konkurenta a získání majoritního podílu na daném trhu.

- Interní vlivy

- Kvalita a zkušenosti managementu

Se samotnou společností přechází do nového podniku i management, který může přinést nové zkušenosti, kontakty na jiné trhy aj.

- Motivace zaměstnanců

Zaměstnanci mohou být motivováni novým majitelem (kupujícím) k větší produktivitě práce a možnostmi získání pracovních zkušeností ze spojených podniků. Jejich fluktuace a výkonnost ovlivňuje značnou část chodu podniku.

- Risk Management

Navazuje na postavení na trhu a eliminaci rizik jejich podnikovou diverzifikací. Společné řízení rizik se nepřímo zahrnuje do konkurenční výhody a ovlivňuje konečné ocenění.

- Kvalitní audit

Kvalitní audit by měl zajistit průhledné informace a skutečný (reálný) stav podniku. Tímto se snižují rizika pro obě strany transakce, ale zejména strana kupujícího má podstatně větší jistotu, že nekupuje tzv. „zajíce v pytli“

- Externí vlivy

- Hospodářské prostředí

Tvorbu ceny ovlivňuje stabilita makroprostředí, politické vlivy a flexibilita celého trhu, jak již bylo výše zmiňováno.

- Časový okamžik transakce

Období, ve kterém byla transakce uskutečňována, může zásadně ovlivnit postavení podniku, např. cenu nemovitostí, vývoj CF aj. Důkazem je toho právě probíhající krize, která srazila řadu cen směrem dolů i přes určitou absenci flexibility.

- Nabídka vs. poptávka obecně

Související s výše uvedenými aspekty je to princip vytvářející určitou „základní hodnotu“ vzniklou nabídkami a poptávkami na trhu stranami transakce.

- Osobní vlivy

- Zkušenosti vyjednávání

Zkušenější a silnější strana transakce může lépe manipulovat s protistranou a získat tím pro sebe výhodnější podmínky transakce.

- Osobní kontakty

Pokud vyjednávající strana disponuje osobními kontakty a ti mohou mít přímý i nepřímý vliv na výši transakce, dává to určitou výhodu. Vše by však mělo probíhat v mezích fair-play.

- Vazba na předešlé obchody

Pokud již strany transakce dělaly v minulosti nějaký společný obchod či měly společné podnikání může zde docházet ke vstřícnému přístupu a tím snížení nákladů (tedy i prodejní ceny) na cenová jednání.

4.2 Závislost kupní/prodejní ceny na správné a kvalifikovaně stanovené tržní hodnotě a zapojení poradenské společnosti do transakce

Prodej firmy či jiná transakce s podnikem je komplexní proces, který vyžaduje promyšlenou strategii, dobré vyjednávací schopnosti a důkladnou znalost pravidel a trhu. Jakékoliv opomenutí či neznalost může vést k neúspěchu transakce či finanční ztrátě.[1]¹³

Kvalifikovaný odhad tržní ceny, tedy nalezení hodnoty majetku blížící se co nejvíce k možné tržní ceně závisí na volbě kategorie hledané hodnoty za použití metod ocenění.

Přístupy k ocenění majetku za účelem zjištění tržní hodnoty jsou:

1. Výnosové metody:

- Metoda diskontovaného peněžního toku (budoucího, očekávaného DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů (minulých, již dosažených nebo plánovaných)
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
- Kombinované výnosové metody – kombinace výnosového ocenění s majetkovým (vážené či prosté průměry)

2. Tržního porovnání:

- Ocenění na základě srovnatelných transakcí (prodeje/převody podobného majetku)
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě tržní kapitalizace (dle dat z kapitálového trhu)

Další možnou volbou ocenění je nákladové, které se však přímo nevyužívá k nalezení tržní hodnoty, ale plní metodu doplňkovou. Výsledky nákladového ocenění by měly být konfrontovány s metodami na základě srovnatelných transakcí.

¹³ Fúze a akvizice: Jak předejít rizikům (online 26.8.2010)

U aplikace výnosových metod pak konkrétní kupní/prodejní cena závisí např. na:

- Analýze a úpravě dosavadních výsledků podniku – peněžních toků či čistých výnosů (zisku)
- Prognóze peněžních toků a budoucích čistých výnosů – scénáře vývoje
- Odhadu diskontních faktorů (WACC, nákladů kapitálu, kalkulované úrokové míry z modelu CAPM) – možné vývoje a rozdílné strategie ovlivňují hodnoty faktorů
- Odhadu času a rizika za trvání činnosti podniku (nynější i budoucí hodnoty)
- Zjištění, jaký majetek je potřebný/nepotřebný – zjištění neprovozního majetku, aktiv negenerujících příjem, odnímatelných aktiv

U aplikace tržního porovnání pak lze hledat problematiku v:

- Relevanci srovnatelných transakcí či podniků
- Datech kapitálového trhu – jejich spolehlivost a výše rozptylu hodnot použitých násobitelů
- Ocenění pohledávek či nehmotného majetku – jedinečnost a nedostatek transakcí

Kromě výše uvedených existuje mnoho dalších faktorů ovlivňujících kvalifikovaný odhad tržní ceny a jeho kvalitu, nicméně by to bylo nad rámec této diplomové práce. Na konečnou kupní/prodejní cenu má vliv vícero faktorů, které jsou již zmiňovány v první části této kapitoly a váží se zejména k cenovým jednáním a poradcům transakcí.

Dle veřejných informací společnosti REDBAENK¹⁴ bylo v roce 2009 jenom cca 20% z celkového počtu transakcí provedeno s participací poradce na jedné či druhé straně. Ve finanční vyjádření však poradci (poradenské společnosti) asistovali u 85% celkového finančního objemu. Tedy většina větších transakcí se neobešla bez účasti poradenské firmy. Zároveň platí a je logické, že u větších podniků a tedy transakcí, existuje mnohem složitější postup oceňování, který v sobě skrývá řadu problémů, jež vlastní management ani

¹⁴Dostupné z WWW:<http://www.redbaenk.cz/cz/novinky/akvizicni-transakce-v-ceske-republice/>[cit. 27.6.2010]

specializovaná oddělení podniků nejsou schopny správně odhadnout. Poradenské společnosti mají větší zkušenosti s transakcemi i kapacity.

Zapojením poradenské společnosti do transakce se může prodávající či kupující vyvarovat čtyřech základních okruhů chyb, kterými jsou:

- Neznalost standardního postupu při prodeji/nákupu či akvizici jiné firmy
- Nesprávné ocenění firmy
- Nezvládnutí odpovídající argumentace při vyjednávání
- Nezajištění rizik v kupní či prodejní smlouvě

4.2.1 Volba správného akvizičního postupu

Před samotným přistoupením k prodeji společnosti je třeba vzít v úvahu, zda půjde o prodej cílenému kupci či skupině kupců nebo provedení veřejného tendru. S tím je spojena celá řada faktů a potenciálních rizik. Prodej konkrétnímu kupci, z interních důvodů dočasně prohlášeným za strategického/finančního investora, volíme při potřebě utajit informace před konkurencí, což by mohlo společnosti uškodit na jejím trhu. Tato volba může být v řadě případů nevýhodná, protože může celou transakci prodražit z titulu jediného kupujícího. Při vyjednávání s více již dříve předem vybranými zájemci či při veřejném tendru (aukci), na základě konkurenčního prostředí, dochází k dosažení nejvyšší kupní ceny. V druhém postupu je již většinou angažován specialista/poradce na konkrétní typ akvizice či fúze.

Většina informací a dokumentů o plánovaných prodejkch/koupích či akvizic jsou dnes velice hodnotnými „aktivy“, které ovlivňují budoucí hodnotu podniku. Pro zachování důvěrnosti informací je třeba tyto dokumenty připravovat v úzkém okruhu zodpovědných manažerů či přenechat jejich přípravu externímu subjektu – poradenské společnosti.

Proces oslovení potenciálních kupujících začíná zasláním krátkého profilu, který je souhrnem základních a zpracováním nezneužitelných dat a často bez uvedení názvu společnosti. V dalších fázích po podpisu dohody o mlčenlivosti se zasílá informační (investiční) memorandum a prezentuje se společnost a její záměr. Následně lze očekávat, že prodávající strana obdrží indikativní nabídku. Následně pak procesy due dilligence a uzavření kontraktu.

4.2.2 Standardní oceňování firem a jejich správná a přiměřená aplikovatelnost

Prodávající často nedisponuje alespoň elementárními znalostmi ocenění a domnívá se, že může stanovit cenu určitým násobkem multiplikátoru EBITDA (či dokonce účetního zisku), který byl stanoven v jiném, jemu známém, případě prodeje (jiné odvětví, rozdílná zadluženost a ziskovost etc.). V lepším případě cenu přestřelí a hrozí mu, že nenajde takového kupce či akviziční jednání předčasně ukončí. V horším případě podhodnotí cenu svého podniku a ošidí se tím o značnou část kupní ceny.

Specializovaný poradce má ve svém zájmu přehled o použitelných metodách, komparativních transakcích z oboru či použitelnosti vhodných multiplikátorech tržeb, EBITDA, EBIT či čistého zisku anebo vlastního kapitálu u porovnatelných veřejně obchodovatelných firem. Takovýto sofistikovaný pohled na ocenění je pak základem pro to, aby se stanovili limity ceny.

4.2.3 Argumentace při vyjednávání a právní zajištění rizik v kupní smlouvě

Za předpokladu správného akvizičního postupu a jeho vývoji do fáze vyjednávání o konečné výši kupní ceny, jež vychází z reálného ocenění, přichází na řadu argumentační fáze, při níž má poradce obhájit pozici zastupující strany. Poradce či poradenská společnost má specializované právní zastoupení se zkušenostmi a relativně objektivním pohledem na transakci. Dále akviziční smlouvy a právní dokumentace jsou velice specifické a běžný komerční právník, který fakticky není schopen tyto smlouvy sám vytvořit, aby zahrnovaly veškerá akviziční ujednání.

Proces tvorby smluv se může zdát být na první pohled záležitostí právníka, ale zkušený poradce dokáže rozdílnost v názorech na kupní či prodejní cenu rychle a schůdně vyřešit např. earn-outem (platbami v budoucnosti v závislosti na předem stanovených parametrech). Dále je schopen přepočítat cenový návrh kupujícího na finální reálné hodnoty (úpravy pracovního kapitálu, přepočet čistého dluhu, výpočet upravené či normalizované ziskovosti na úrovni EBIT nebo EBITDA) či například dokáže obhájit rizika a eliminovat

pochopitelné obavy kupujícího vhodnými nástroji. Při argumentaci v této oblasti je vždy nesmírně výhodné znát standardy trhu.

Vhodné nástroje eliminace kupních rizik:

- vázaný účet
- výše zádržného

Např.: Dle standardu trhu uvádí společnost REDBAENK výše zádržného maximálně 20 % z kupní ceny nanejvýš po dobu 2 let s postupným uvolňováním finančních prostředků^[5]

- pravidla pro odstoupení od smlouvy

Pravidla mohou být různá, jde zejména o zatajování informací a vedlejší závažné vlivy na hodnotu majetku

- maxima ručení

4.3 Přehled zkoumaných kategorií hodnot a jejich použitelnosti z teoretického hlediska (teoretického zkoumání)

Tab.č.1 – Přehled zkoumaných kategorií hodnot¹⁵

Kategorie hodnoty	Tržní hodnota	„Value in use“	Cenová jednání	Investiční hodnota	Objektivizovaná hodnota
Základní předpoklad	„highest and best use“	skutečné využití pro subjekt	jedinečnost podniku	očekávané užítky z aktiva	dostatek dostupných dat
Tržní data	ANO	NE	ANO	NE (/ANO*)	ANO
Rizika trhu	ANO	NE	ANO	NE (/ANO*)	ANO
Problematika	Relevantní trh	NE	ANO	Pod/nadhodn ocenění aktiv	Jednoznačná data
(Ne)závislost na subjektu/jiných	Převažuje nezávislost	Relativní závislost/zájem	Závislost na jednání	Závislost na subjektu	Založena na nezávislosti na subjektu
Míra objektivnosti	Maximální	Střední	N/A	Minimální	Maximální
Potřeba externího subjektu/znalce	ANO	NE – interně ANO - externě	ANO	NEMUSÍ	NE
Tvorba hodnoty Základní/horní/ dolní/kompromis/ hraniční hodnota	Odhad rovnovážné ceny – základní hodnota D x S	Horní hranice prodávajícího	Hledaný kompromis	Hraniční hodnota prodávajícího / kupujícího	Dolní hranice hodnoty podniku
Použití (co, kde)	Nemovitosti, nehromadná aktiva, tržní transakce	Stroje, zařízení, části projektů	Koupě/prodej podniku; Fúze a akvizice	Koupě/prodej podniku; likvidace	(Při) poskytování úvěru, zjišťování bonity/ratingu

¹⁵ Pozn.: Vysvětlení některých zkratk v tabulce:

- N/A – nelze objektivně
- „highest and best use“ – předpoklad nejlepšího využití (anglický překlad nemusí vystihovat podstatu), která je obhajitelná jakémukoliv účastníkovi transakce či objednateli znaleckého posudku
- *Tržní data i rizika přímo neovlivňují Investiční hodnotu, ale investor (kupující) a prodávající podstupují jiná rizika a subjektivní hodnota přihlíží k tržním podmínkám.

Výše uvedené shrnutí vychází z teoretického zkoumání a odvození v předchozích kapitolách mé práce a vystihuje pouze stěžejní body, mnou vnímaných jako důležité.

Použitelnost kategorií se odvíjí od jejich předdefinovaného základního předpokladu a jeho použití v praxi. Zásadní problematiku při teoretickém srovnávání kategorií hodnot lze sledovat z pohledu nezávislého subjektu, prodávajícího či investora obecně. Při kategorizaci je třeba vycházet z cíle ocenění, tedy za jakým účelem je oceňováno a komu má informace sloužit.

Dle mého pohledu zásadní nuance leží na relevantnosti trhu – dostatku tržních dat, výskytu rizik, míře závislosti oceňovaného podniku na subjektu, který má zájem na co nejvyšší/nejnižší ocenění a tím objektivnosti ocenění. Při řadě objemnějších transakcí je třeba zapojit mediátory – externí subjekty či přímo znalce, kteří disponují většími kapacitami a mají rychlejší a přesnější informace k situaci na trhu. Na druhou stranu mohou být ovlivněni managementem oceňovaného podniku a tím jejich úloha ztrácí smysl.

Teoretické zkoumání mne přivedlo na myšlenku, zda již zkoumané kategorie hodnot nejsou přeci jen částečnými metodami oceňování. Největší tento posun při zkoumání jednotlivých kategorií hodnot je znatelný u „Value in use“ a „Cenová jednání“ každé strany transakce se nedají jednoznačně označit jen za kategorie hodnot, ale spíše cestu jak získat konečnou hodnotu transakce. Tedy poté co základní nuance leží na relevantnosti trhu, míře závislosti a objektivnosti, je z teoretického hlediska dobré klasifikovat tvorbu hodnoty a její praktické použití (zatím myšleno z teoretického hlediska, minulosti a akademických pohledů na věc).

Při praktickém zjišťování rozdílů použitých dat pro výsledné či částečné ocenění podniku vidím nedostatky v samotném pojetí tržní či jiné hodnoty a její aplikaci. Dále se tímto budu zabývat na vybrané transakci.

5 Popis vybrané transakce – ocenění za účelem fúze sloučením

Při praktickém zjišťování rozdílů mezi jednotlivými kategoriemi hodnot je třeba si uvědomit celou řadu faktorů a konsekvencí mající vliv na výsledné ocenění, na hodnotu aktiva či celého podniku. Dále jej pro přehlednost rozepíši a budu se jimi zabývat při modelování částečných kalkulací.

Ocenění při použití jednotlivých kategorií hodnot mohou nabývat velkého hodnotového rozpětí a ne zcela vždy odráží skutečný účel ocenění. Tímto účelem může být na jedné straně klasický prodej společnosti či jeho sloučení s jinou anebo na druhé straně administrativní účely typu „daňová optimalizace“¹⁶.

Při sledování aktuálního trhu, který disponuje v posledních letech značně vysokou volatilitou, jsem se zaměřil na oblasti stavebního průmyslu, přesně oblast „Stavebnictví a inženýrství“. Pak z hlediska dostupných dat jsem vybral znalecký posudek společnosti XY a.s. – ocenění za účelem fúze sloučením s jinou společností z oboru. Tento je ve zjednodušené formě možný k nahlédnutí dle odkazu ve zdrojích a Obchodním věstníku, ale název společnosti nebude veřejně přístupný¹⁷. Jeho konkrétní obsah není nikterak zásadní pro závěry a účel této práce. Má pomoci zjistit zásadní faktory pro volbu metod či přístupů a tím dosažení konkrétních zkoumaných hodnot podniku¹⁸.

¹⁶ „Fúze: Motivem těchto operací bývá nejčastěji zjednodušení organizačních struktur a řízení společností, často však přináší zajímavé synergické efekty v podnikání a může znamenat i daňovou optimalizaci.“[6]; dostupné ze stránek společnosti CYRRUS a.s., WWW: <http://www.cyrrus.cz/sluzby/corporate-finance>

¹⁷ Zástupci společnosti XY nedali výslovný souhlas s uvedením společnosti ani znalce. Jedná se však o ocenění jmění ve smyslu § 28 a následujícího zákona číslo 125/2008 Sb. o přeměnách obchodních společností a družstev pro účely fúze sloučením.

¹⁸ Pozn.: Transakcí je celá řada, nicméně znalecké posudky k samostatným prodejům jsem přes Obchodní věstník a pak zveřejněných na justici neobjevil, dokonce i většina fúzí realizovaných od začátku roku 2010 do teď nejsou zveřejňovány ani u a.s. ani u s.r.o. a při tom se třeba o těch prodejkách/fúzích píše na webových stránkách společností.

Faktory mající vliv na výsledné ocenění:

- způsob zpracování znaleckého posudku - použití minimálně jedné metody ocenění vedoucí k tržní hodnotě; v konkrétním případě byly zvoleny metody DCF a Tržní porovnání, kde znalec stanovuje tzv. reálnou tržní hodnotu (tzv. FAIR MARKET VALUE)
- vývoj růstu tržeb v jednotlivých segmentech trhu, kde společnost „XY“ působí a samotné společnosti, obhajitelnost tempa růstu tržeb
- předpoklady pro kvalitní a obhajitelnou prognózu, které jsou dány relativně stabilními tržbami a pozitivními očekáváními na trhu; v době recese je složitější prognózovat
- analýza jednotlivých položek aktiv či pasiv a jejich ocenění

Faktorů ovlivňujících výsledné ocenění je celá řada, nicméně těmito bych se rád zabýval obecně při použití jednotlivých kategorií hodnot.

Základní poznatky k daným faktorům z konkrétního posudku jsou následující:

- Závěr finanční analýzy ukazuje vývoj růstu tržeb v jednotlivých segmentech trhu, kde spol. XY působí a samotné společnosti. Otázka je, zda tato prognóza je reálná či vůbec obhajitelná, i když se očekává nestabilní ekonomická situace?
- Z analýzy aktiv bych se zaměřil více na ocenění pohledávek – tvoří více než 57% bilanční sumy (to samé poté i závazky). Není je potřeba ocenit zvlášť?
- Znalec zde zmiňuje zvyšování ukazatele EBITDA a EBIT a proto se musíme ptát, jakým způsobem by bylo dobré zkusit nastínit vývoj těchto ukazatelů a pokusit se o ocenění multiplikací EBITDA nebo EBIT?

Specifické poznatky a otázky k zamyšlení k oběma použitým metodám v posudku:

Ocenění DCF – dvoufázové ocenění

- Odvození nákladů vlastního kapitálu - byly odvozeny z modelu CAPM (tržní data z akciového trhu USA. Zde je diskutabilní a problém bych viděl v konstrukci a ve stanovení diskontní sazby VK, zejména pak proč volí znalec takovou prémii za tržní riziko a malou tržní kapitalizaci a specifické riziko?
- Volba struktury kapitálu?

Ocenění metodou tržního porovnání (metoda kapitálových trhů)

- Otázkou zde může být stanovení oceňovacích násobků Tržeb, EBITu a EBITDA a jednotlivých vah těchto násobků ke konečnému ocenění. Jsme schopni určit tržní hodnotu jako objektivizovanou hodnotu z podobných transakcí?
- Dále podléhá struktura neprovozních aktiv a finanční investice ocenění násobkem?

Výběr metody ocenění/rekapitulace ocenění pro zjištění konkrétní hodnoty podniku

- Diskuzí by zde mohlo být stanovení vah jednotlivých ocenění pro konečnou výslednou hodnotu.
- Jak by mohl vypadat propočet hodnoty podniku při využití násobků Tržeb/ EBITu/ EBITDA či EATu v podobě cenových jednání?
- V rámci cenových jednání budeme hledat hodnotu podniku v určitém rozmezí hodnot.

Postup při srovnání kategorií hodnot a stanovení hodnoty:

- 1) Stručná analýza posudku
- 2) Identifikace kritických faktorů/ukazatelů v ocenění
- 3) Jak se změní ocenění při použití jiných faktorů, hodnot a tím i metody ocenění?
- 4) Lze kvantifikovat value in use v některém případě?
- 5) Kdyby existovalo více subjektů na trhu, kde je možné hledat vyjednávací podmínky/změny v rámci hypotetického cenového jednání a kde?

5.1 Rozbor ocenění společnosti „XY“ pro účely její fúze sloučením se společností „AB“¹⁹

Společnost „XY“ a.s. si nechala vypracovat posudek v roce 2009 za účelem jejího sloučení se společností „AB“ a.s. Tento posudek znaleckého ústavu budu interpretovat pouze ve zjednodušené formě a data z něj použitá jsou zaokrouhlená či jinak upravená pro účely této práce. Všechny ostatní informace a výsledky nemohou a neměly by ovlivnit tento posudek v žádném reálném posuzování věci „ex nunc“ ani případných záležitostí v budoucnu.

Konkrétní struktura praktické části:

- Ocenění společnosti dle dostupného znaleckého posudku
 - použité přístupy a metody v rámci „Value in use“
 - zkrácená analýza pro účely zhodnocení posudku a použitých metod
 - analýza inženýrského stavitelství v Evropě a v ČR
- Výnosový přístup - Metoda diskontovaných peněžních toků
 - zde použití a odůvodnění „Value in use“
 - jaká data se využívají k výpočtu peněžních toků?
- Přístup tržního porovnání – Metoda kapitálových trhů
 - zde použití objektivních dat, která reflektují nejbližší tržní hodnotu
 - tržní porovnání pomocí násobků EBIT, EBITDA a Tržeb
 - relevantnost jednotlivých násobků
- Cenová jednání – hledání hraničních hodnot a výsledné hodnoty cenového jednání
 - EBIT/EBITDA násobky – „Damodaran multiples“
 - EBIT/EBITDA násobky - „Technische Multiplikation“ (Multiplikační metoda)
 - Zjištění hraničních hodnot, prostor pro cenová jednání a výsledná hodnota
- Srovnání jednotlivých přístupů a hodnot z praktického hlediska
 - teoretické předpoklady
 - výsledné hodnoty
 - zásadní rozdíly ve výsledných hodnotách

¹⁹ Posudek znalce z roku 2009 (neveřejný); datum ocenění 31. 12. 2008

5.2 Ocenění společnosti dle dostupného znaleckého posudku

Znalecký posudek na danou společnost vychází zejména z informací od stávajícího managementu a dat, které společnost poskytuje i veřejně. Z tohoto pohledu se při výše uvedené kategorizaci hodnot může jednat o použití finančního plánu za stávajícího použití, které bylo znalcem upraveno.

Z informací od managementu společnosti²⁰ bylo pro ocenění použito aktuálních účetních dat. Dále je uváděno kromě použití finančních výkazů a finančního plánu získání některých stěžejních informací přímo od managementu jako:

- Aktuální pozice společnosti na trhu a prognózy jí samotné od zástupců společnosti
- Koncesní listiny mezi společnostmi a spřízněnými společnostmi
- Informace o finančních investicích do těchto společností k datu ocenění
- Plány odběratelů na budoucí roky z dat společnosti
- Veřejné mínění o společnosti (tzv. Public Relations)
- Ostatní data použitá pro výsledné ocenění z dostupných internetových kanálů jako „justice.cz“ či ze stránek společnosti (neveřejné)

Naproti tomu samozřejmě může stát použití objektivních dat ze světových, zejména evropských a amerických databází jako „Damodaran“, „ECB“ nebo i tuzemských: „ČNB“²¹. V případě pak tržního porovnání to je čerpání dat o podobných společnostech z databáze „OneSource“.

Po dlouhé úvaze, kdy aktuální data byla upravována více podle potřeb managementu je možné tímto reálný posudek – část založenou na aktuálních faktech k datu ocenění vnímat jako ocenění na principu „Value in use“ – stávajícím (reálném) použití a nikoliv na principu „Highest and best use“. Částečným omylem znalce je dle mého názoru nazývat tuto výslednou hodnotu podniku reálnou tržní hodnotou, i přes to, že použil značné množství dat z kapitálového trhu, např. pro výpočet diskontní míry.

²⁰ Poskytnutí základních dat, nikoliv celého finančního plánu od zástupce společnosti (neveřejné)

²¹ ECB – European Central Bank (Evropská centrální banka), ČNB – Česká národní banka

Použité přístupy a metody v rámci „Value in use“ a „Tržního ocenění“

Při ocenění pro konkrétní účel bylo zvoleno za nejvhodnější použití přístupů a metod diskontovaných peněžních toků jako výnosový (příjmový) přístup a metoda kapitálových trhů jako aplikace tržního porovnání. Znalec zde nepoužil žádnou metodu přístupu založeného na ocenění aktiv a neaplikoval diskont za omezenou kontrolu či obchodovatelnost. Tato rozhodnutí lze akceptovat a nebude je hodnotit jako srovnání praktických použití jednotlivých přístupů ocenění.

Na druhou stranu znalec pro nalezení hodnot použil vstupní data od managementu a přejal je pro výpočet, který nazval „tržní hodnotou“. Finanční plán nebyl založen na „highest and best use“, které lze jen těžko přesně kvantifikovat, ale na principu „value in use“, protože data od managementu by měla vycházet ze skutečností a za stávajícího využití.

V rámci praktické části – tržního porovnání jsem se pokusil dle dostupného posudku namodelovat co nejobektivnější ocenění, které se bude blížit tržní hodnotě a její definici. Přebíraný zjednodušený znalecký posudek vypovídá spíše o určité „value in use“ – hodnotě, kterou nelze zpochybňovat jako parciální výsledek ocenění.

Důvody pro volbu přístupů ocenění a k čemu dle mého názoru vedou:

Metoda DCF

- potřeba zohlednit dopad očekávaného budoucího vývoje společnosti a její specifickou
- značná volatilita vývoje investičních nákladů a poměrně velké změny v provozních maržích, které jsou pro obory jako stavebnictví a inženýrství typické
- tato metoda v konkrétním posudku nevede přímo k nalezení tržní hodnoty, ale spíše k „Value in use“

Metoda kapitálových trhů („tržní porovnání“)

- aplikace byla možná pro dostupnost dat veřejně obchodovatelných společností s podobným zaměřením jako má oceňovaná společnost a násobků ocenění (multiples valuation)
- při úvaze o použití jiného přístupu – „metoda srovnatelných transakcí“ dospěl znalec k zamítavému závěru pro nedostupnost privátní transakce se zveřejňovanými daty jako v tomto případě ocenění
- nalezená hodnota dle násobků ocenění vede spíše k objektivní hodnotě, která zde reprezentuje námi zkoumanou tržní hodnotu

Pro dominantní postavení společnosti v jejím regionu a předpoklad „going concern“ byl zamítnut jakýkoliv přístup založený na ocenění aktiv, např. likvidační hodnotou. Nezpochybují zde správné rozhodnutí volby oceňovacích přístupů.

5.2.1 Zkrácená analýza pro účely zhodnocení posudku a použitých metod

Činnost společnosti, jak již bylo naznačeno v úvodu praktické části, spadá do několika oblastí stavebnictví, kde společnost působí již řadu let. Mezi největší stavební firmy se řadí v oblastech pozemních a vodohospodářských staveb, kde většina zakázek je vůči veřejnému sektoru. Kromě těchto stavebních prací se společnost zaměřuje i na privátní klientelu a to stavbami na klíč, inženýrskými stavbami či např. modernizací bytové zástavby aj. Společnost pro některé oblasti založila a zakládá dceřiné společnosti a tím diverzifikuje i riziko podnikání. Pro určitý přehled dodávám zkrácený přehled makroekonomické situace, mikro-prostředí, vybrané ekonomické ukazatele a situaci na trhu inženýrského stavitelství.

Makroekonomický přehled a analýza (zkrácená verze)

Posudek samozřejmě počítal s jinými makroekonomickými ukazateli a jejich vývojem, než je tomu níže z predikcí společnosti Patria Finance, a.s. od roku 2011. Zejména počítal s meziročním růstem pro léta 2009-2011 pouhých 0,5%. Dnešní prognózy jsou zcela odlišné (viz níže).

Pro přiblížení následujících výsledků ocenění na konci této kapitoly je níže zpracovaný zkrácený makroekonomický přehled, analýza trhu společnosti a přehled situace společnosti.

Tab. č.2 - Rekapitulace makroekonomického přehledu (pozn.: aktualizace od 2011 – není v posudku):

HDP	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ČR (v b. c. v mld. Kč)	2 983,90	3 222,40	3 535,50	3 689,00	3 628,10	3 678,60	3 819,00	4 005,50	4 233,81
Meziroční růst %	6,01	7,99	9,72	4,34	-1,65	1,39	3,82	4,88	5,70
Inflace %	1,9	2,5	2,8	6,4	1,1	1,5	2,4	2,3	1,9
Nezaměstnanost %	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7	XXX	XXX	XXX	XXX

Zdroj: Patria Finance, a.s.²²

Analýza mikro-prostředí společnosti a její konkurence (zkrácená verze)

Společnost XY působí ve třech regionech České republiky – středočeském, východočeském a severočeském. Na základě dostupných informací o vývoji a stavebních pracích z MPO a ČSÚ²³ lze vyvodit následující vývoj stavebnictví z vybraných statistik Českého statistického úřadu.

²² Patria Finance, a.s. – dostupné z WWW:<http://www.patria.cz.ezproxy.vse.cz/ekonomika/ukazatel/hdp.html>

Tab.č.3 - Stavební práce ve vybraných regionech – meziroční přírůstky (v běžných cenách dle místa stavby/realizace)

Rok	Stavební práce "S" celkem	Kraj - místa stavby					
		Praha	Středočeský	Ústecký	Liberecký	Královéhradecký	Pardubický
2000	189 703	7%	-15%	-2%	12%	59%	-3%
2001	211 652	11%	6%	23%	8%	-2%	31%
2002	223 118	9%	18%	14%	-6%	-11%	5%
2003	246 308	18%	21%	-3%	21%	2%	1%
2004	274 070	13%	16%	3%	4%	19%	24%
2005	274 732	0%	15%	15%	4%	-16%	-7%
2006	297 603	0%	-13%	4%	-1%	24%	3%
2007	322 406	11%	13%	17%	-1%	-1%	23%
2008	333 354	5%	0%	-11%	19%	-11%	10%
2009	307 019	-16%	20%	13%	-9%	8%	-13%
2010	270 226	-13%	-4%	-12%	-4%	-23%	-3%
Průměr 2000-2010		4%	7%	5%	4%	4%	7%

Zdroj: ČSÚ – Stavebnictví - Stavební práce "S" v tuzemsku podle místa stavby²⁴, aktualizace a vlastní zpracování

Jak je vidět ve statistikách stavebních prací poměrně stabilní nárůst do roku 2007, poté se tendence obrací ke stagnaci a recesi. V průměru za všechny regiony se ve zkoumaném období stavební práce obecně pohybovaly v kladných meziročních přírůstcích, v roce 2009 stagnovaly, pouze pro aktualizované období roku 2010 (oproti posudku k datu ocenění 31. 12. 2008) byl záporný na úrovni -10%. Při aplikaci klouzavých průměrů byla meziroční změna stavebních prací kladná, v posledních dvou letech se zejména kvůli roku 2010 však dostala do téměř 5%-ního propadu. Oproti makroekonomické recesi dochází ve vývoji stavebních prací ke zpoždění zpomalení růstu až k jeho poklesu v průběhu let 2009-2010. Do roku 2008 byl celkem stabilní růst v oblasti stavebnictví, který z hlediska času ovlivnil původní znalecký posudek. Při zjišťování tržní hodnoty je nutné zohlednit projekci s tendencí poklesu pro budoucí dva roky. Zde se očekává průměrný pokles 3-5% ročně. Stabilizace na úroveň roku 2007-2008 se očekává až od roku 2013, nicméně tímto se přímo práce nezabývá a nebude jej zahrnovat.

²³ MPO – Ministerstvo průmyslu a obchodu, ČSÚ – Český statistický úřad, dostupné z WWW:

<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/oborove-informace/analiza-vyvoj-ceske-stavebnictvi-do-2012/1000434/59047/> (Dostupné z WWW dne 20.10.2011)

²⁴ Stavební práce - dostupné z WWW:[http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/\\$File/stacr061311_6.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/$File/stacr061311_6.xls)

Vybrané ekonomické ukazatele společnosti XY (rok 2009 a 2010 je aktualizován)²⁵

Tab.č.4 – Struktura aktiv a pasiv (tis. Kč b.c.)

	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiva celkem	1 114 427	1 192 580	2 086 787	2 071 160	1 564 779
Dlouhodobý majetek	347 901	283 041	736 656	735 900	730 518
Oběžná aktiva	760 891	906 260	1 343 552	1 329 462	829 795
Vlastní kapitál	294 940	277 094	705 898	513 745	537 221
Cizí zdroje	674 512	835 373	1 213 350	1 388 778	914 390

Zdroj: Vybrané ekonomické ukazatele společnosti, vlastní zpracování

Tab.č.5 – Hospodářský výsledek (tis. Kč b.c.)

	2006	2007	2008	2009	2010
Provozní výsledek hospodaření	60 844	70 316	139 572	75 938	33 144
Finanční výsledek hospodaření	1 256	-10 488	-1 616	-13 948	-2 203
Výsledek hospodaření za účetní období	46 444	41 458	103 000	51 442	20 547

Zdroj: Vybrané ekonomické ukazatele společnosti, vlastní zpracování

Tab.č.6 – Tržby/zisk (mil. Kč b.c.)

	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby	2357	2237	3105	2651	1849
Zisk	46	42	103	51	21

Zdroj: Vybrané ekonomické ukazatele společnosti, vlastní zpracování

Zatímco roky 2006,2007 a 2009 vykazují relativně stabilní tržby i zisk, rok 2008 a 2010 se vychylují vždy přibližně o padesát procent (nárůst nebo pokles). V roce 2008 byl tento nárůst o více jak 40% na konečných 3,1 miliardy korun způsoben zvýšenou výstavbou výrobních hal a logistických center a společnost se poprvé dostala mezi deset největších stavebních firem v zemi. Bohužel z momentálně dostupných dat se firma v roce 2009 a 2010 potýkala z řadou komplikací na stavebním trhu a zpožděním či odsunutím zejména průmyslových staveb klesly její tržby na 1,8 miliardy a zisk na 21 miliónů; tedy oproti roku 2008 na pětinu.

²⁵ <http://www.bak.cz/ekonomicke-vysledky.htm>

5.2.2 Analýza inženýrského stavitelství v Evropě a v ČR

Obecná situace na trhu inženýrského stavitelství v Evropě

Dle posudku společnosti „XY“ trh inženýrského stavitelství v Evropě vzrostl v roce 2007 o 4,3% a je uveden průměrný růst za období 2003-2007 cca 3,5%. Nebytová výstavba zaujímala 57,6% celého inženýrského stavitelství. Pro roky 2007-2013 se předpokládá průměrné roční tempo růstu na úrovni 3,9%.

V České republice vzrostl tento trh o 6,7% a průměrné tempo za období 2003 – 2007 činilo 5,8%. Opět dominuje segment nebytové výstavby s 55,6%. Podíl ČR na evropském trhu inženýrského stavitelství činí 2,1%. Pro roky 2007-2013 se předpokládá průměrné roční tempo růstu na úrovni 5 %, tedy mělo by dojít ke zmírnění tempa růstu.

Vývoj v ČR je trochu odlišný a zcela zásadně může ovlivnit hodnotu tržní. Pro představu doplňuji informace z ČSÚ, které jsou prozatím limitovány do roku 2009.

Tab.č.7 - Vývoj stavebnictví v ČR –obecně do roku 2009

STAVEBNICTVÍ v ČR				
	2006	2007	2008	2009
Index stavební produkce				
meziroční	106,0	107,1	100,0	99,1
bazický (2005 = 100)	106,0	113,5	113,5	112,4
Stavební práce „S“ (podle dodavatelských smluv) celkem (mld. Kč, b.c.)	472,6	521,5	547,6	520,9
v tom:				
v tuzemsku	463,0	507,4	536,0	507,7

Zdroj: ČSÚ - [http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00382D50/\\$File/14091017.xls](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00382D50/$File/14091017.xls)

Dle statistik ČSÚ je meziroční index stavebních produkce klesající již od roku 2008 a dle dodavatelských smluv je tu též značný pokles již ve třetím čtvrtletí roku 2008, který právě naznačuje pokles v následujících letech, a jenž graduje v letech 2009 a poté i 2010. Pro rok 2010 zatím nejsou tato data dostupná.

Tab.č.8 - Stavební práce dle dodavatelských smluv (členění dle OKEČ) v ČR

	3. čtvrtletí		Od počátku roku	
	2007	2008	Index v % ze stálých cen	
Celkem v mil.Kč běžných cen	96766	106123	104,7	102
Z toho podle OKEČ				
příprava staveniště	1270	1609	120,5	111,1
pozemní a inženýrské stavitelství	87963	95627	103,8	101,1
stavební montážní práce	5941	6883	111,2	110,1
dokončovací stavební činnosti	1554	1969	121,6	120,5

Zdroj: Znalecký posudek spol. „XY“, statistiky ČSÚ

Ze stavebních prací převažují zejména pozemní a inženýrské stavitelství, které tvoří více jak 90% stavebních prací. Tabulka výše z posudku znalce je doplněna tabulkou č.3 (viz. výše), kde je ukázán vývoj stavebních prací za posledních uplynulých deset let.

Tab.č.9 - Přímý konkurenti k datu ocenění

Název firmy		Obrat (v mil.Kč)		
		2006	2007	
1.	Metrostav	21724	21980	-
2.	SKANSKA CZ	18201	15420	-
3.	STRABAG	22365	19523	-
4.	OHL ŽS	8792	10225	-
5.	TCHAS	5634	6972	-
6.	IMOS	7233	6675	-
7.	SYNER	2465	2948	-
8.	PSJ	2795	3207	-
9.	GEMO	2881	3803	-
10.	UNISTAV	2705	3775	-
11.	VCES	4099	3223	-
12.	„XY“	2400	2302	3185

Zdroj: Informace od zástupců společnosti, vlastní zpracování z posudku

Společnost „XY“ není hlavní lídrem na trhu stavebnictví, nepatří ani do TOP 5. Působí ve třech regionech Čech, kde jí dnes sice po fúzi se společností „AB“ patří větší podíl, avšak v celorepublikovém měřítku se i tak řadí na 7.-10.místo a nemůže být srovnávána s velkými

hráči jako jsou Metrostav, SKANSKA CZ či STRABAG. Konkurenti jsou na poli inženýrského stavitelství zejména společnosti PSJ a GEMO, které se vyznačují podobnou podnikovou filosofií. Při kalkulacích hodnoty společnosti není zohledněn minoritní podíl na trhu stavebních prací. Proto je pro nalezení tržní hodnoty důležité toto riziko zohlednit. V rámci zkoumaného posudku může být toto postavení v konkurenčním prostředí založeno na domněnkách a tvrzení oceňovaného subjektu, které konkrétně zde zejména ovlivňuje ocenění dle diskontovaných peněžních toků (viz následující kapitola).

Závěr analýzy trhu a společnosti

Na závěr uvádím tabulku shrnutí minulého a predikovaného vývoje růstu tržeb za vybrané segmenty trhu v Evropě i České republice a společnosti „XY“.

Tab.č.10 – Vývoj stavitelství a bytové výstavby k datu ocenění

Inženýrské stavitelství	2003-2007	2007-2012
Evropa	3,50%	3,90%
ČR	5,80%	5,00%
Bytová výstavba	2003-2007	2007-2012
Evropa	3,70%	4,70%
	2008/2007	2008 - 2011
XY a.s.	39,60%	14,90%

Zdroj: Informace od zástupců společnosti, vlastní zpracování z posudku znalce

Vývojové trendy inženýrského stavitelství jsou výrazně lepší v České republice než v celé Evropě, zejména lze i přes mírnou recesi očekávat nárůst, nejhůře stagnaci v oblasti soukromých zakázek. Veřejné zakázky tvoří pouze čtvrtinu veškerých zakázek společnosti, u kterých se očekává pokles, proto výhled zástupců společnosti je optimistický ve výši 14,9% mezi 2008-2011.

Situace dnes je trochu odlišná a krize zasáhla i sektor soukromých investic ve stavebnictví a dle zástupců největších stavebních společností (i stanoviska MPO) jsou 2/3 přesvědčení o poklesu sektoru stavebnictví o více jak -5%²⁶.

²⁶ Kvalitativní analýza českého stavebnictví 2011 - Výběr z informací z dokumentu CEEC Research s.r.o.: Výzkum potenciálu stavebnictví v zemích střední a východní Evropy, dostupné z WWW: <http://stavba.tzb-info.cz/7560-kvalitativni-analyza-ceskeho-stavebnictvi-2011>

5.3 Výnosový přístup - Metoda diskontovaných peněžních toků

Tab.č.11- Zkrácený výpočet dle metody diskontovaných peněžních toků k datu ocenění

CASH FLOW	2009	2010	2011
Čistý zisk/ztráta bez finančních nákladů (NOPAT)	138976	152375	163799
Odpisy	15691	14584	13478
Investice	-15691	-14584	-13478
Změna ČPK	-88682	-49125	-62500
Čisté peněžní toky celkového investovaného kapitálu	50294	103250	101299
Diskontní faktor	0,9403	0,8314	0,7351
Současná hodnota peněžních toků	47291	85842	74465
Součet současných hodnot peněžních toků	207598		
Současná hodnota terminální hodnoty (pro prognózu)	1012860		
Předběžný odhad provozní reálné hodnoty celkového investovaného kapitálu	1220458		
Celkové zadlužení (stav úročeného cizího kapitálu)	162 000		
Předběžný odhad provozní reálné hodnoty základního kapitálu	1 058 458		
Neprovozní aktiva			
Přebytek/nedostatek PK	-313839		
Dlouhodobé pohledávky	181078		
Finanční investice (majetkové podíly)	47035		
Odhad reálné hodnoty vlastního jmění	972 732		

Zdroj: Posudek znalce společnosti „XY“, vlastní zpracování

Hodnota vlastního jmění je touto metodou stanovena na přibližně 972 mil. Kč. Tato suma odpovídá hodnotě, kterou znalec stanovil na základě informací, finančního plánu a dat od zástupců oceňované společnosti. Použil při tom minimum přímých tržních ukazatelů pro výpočet diskontního faktoru. Za předpokladu, že odhadce převzal finanční plán a další informace od managementu²⁷, pak tato hodnota může odpovídat stávajícímu využití a můžeme jí pro účely této práce identifikovat s námi zkoumanou „Value in use“.

²⁷ Interní informace od jednoho ze členů managementu společnosti (neveřejné)

5.4 Přístup tržního porovnání – Metoda kapitálových trhů

Metoda kapitálových trhů odráží v samé podstatě daleko více tržních dat a srovnává oceňovanou společnost s konkrétními stavebními firmami v oboru pomocí mediánu násobků tržeb, EBITDA a EBITu. Tržní násobky jsou upraveny o riziko země, diskont za malou tržní kapitalizaci a rizika specifická pro společnost.

Tab.č.12 – Zkrácený výpočet dle metody kapitálových trhů

Přístup tržního porovnání - Metoda kapitálových trhů						
	Tržby	Tržby	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT
	A-0	A+1	A-0	A+1	A-0	A+1
Úroveň daného ukazatele pro "XY"	3 095 545	3 805 000	166 445	189 900	152 320	174 209
marže			5,40%	5,00%	4,90%	4,60%
Medián pro srovnatelné společnosti	0,44		3,89		5,77	
<i>Úpravy o rizika pro vlastní kapitál</i>						
Vybraný tržní násobek	0,35	0,30	4,50	4,00	6,00	5,50
Násobek upravený o riziko země - 0.0%	0,35	0,30	4,50	4,00	6,00	5,50
Násobek upravený o diskont za malou tržní kapitalizaci - 14.0%	0,30	0,26	3,90	3,47	5,20	4,77
Násobek upravený o rizika specifická pro společnost - 0.0%	0,30	0,26	3,90	3,47	5,20	4,77
Úpravy o rizika celkem - 14.0%	0,30	0,26	3,90	3,47	5,20	4,77
Předběžná indikace hodnoty investovaného kapitálu - minoritní, obchodovatelná báze	938 982	989 300	649 136	658 320	792 064	830 396
Celkové zadlužení	162 000	162 000	162 000	162 000	162 000	162 000
Předběžná indikace hodnoty investovaného kapitálu - minoritní, obchodovatelná báze	776 982	827 300	487 136	496 320	630 064	668 396
Přebytek/nedostatek pracovního kapitálu	-313 839	-313 839	-313 839	-313 839	-313 839	-313 839
Dlouhodobé pohledávky	181 078	181 078	181 078	181 078	181 078	181 078
Finanční investice (majetkové podíly)	47 035	47 035	47 035	47 035	47 035	47 035
Odhad reálné tržní hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých násobků	691 256	741 574	401 410	410 594	544 338	582 670
Odhad reálné tržní hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých násobků		711 383		405 084		559 670
Odhadovaná reálná hodnota vlastního jmění k 31. prosinci 2008		535 908				

Zdroj: Posudek znalce společnosti „XY“, vlastní zpracování

Odhad reálné tržní hodnoty jmění získaný pomocí jednotlivých násobků v rámci metody

kapitálových trhů činí	hodnoty	váhy
Dle násobku na Tržby:	711 383 tis. Kč	0.2
Dle násobku na EBITDA:	405 084 tis. Kč	0.35
Dle násobku na EBIT:	559 671 tis. Kč	0.45

Odhad hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých násobků pak byl zprůměrován na odhadovanou reálnou tržní hodnotu vlastního jmění. Znalec zde přisuzuje váhu 45% hodnotě stanovené na základě násobku na EBIT, hodnotě podle násobku na EBITDA byla přiřazena váha 35% a nejmenší váha 20% byla přidělena násobku na Tržby, neboť tento ukazatel nereflektuje náklady, které vznikají v souvislosti s provozní činností společnosti.

Po propočtu pomocí stanovených vah odhadovaná reálná tržní hodnota jmění společnosti XY k rozhodnému datu získaná pomocí metody kapitálových trhů činí 535 908 Kč. Můžeme ji pro zjednodušení zaokrouhlit na 536 mil. Kč. Tato hodnota odpovídá více tržní hodnotě, protože upravuje účetní data s ohledem na tržní násobky a marže ve sledovaném odvětví. Diskutabilní je pak nastavení jednotlivých vah, u kterých lze dle následujících přístupů Damodarana říci, že „Tržby“ jak je pojmají obecně české a mezinárodní účetní standardy (IFRS), tak se jako možný základ pro násobek hodnoty společnosti neberou v potaz.

Tržní hodnota se tedy dle tabulky výše pohybuje v rozmezí cca 405 mil. – 560 mil., jenž respektuje výši požadované marže a tím zohledňuje provozní náklady společnosti. Takto by mělo být interpretováno rozmezí tržní hodnoty a krajní hodnoty by měly určitým východiskem pro hraniční hodnoty v rámci cenových jednání.

Pokud bychom pouze upravili rovnoměrně váhy po vyloučení „násobku tržeb“, lze odhad reálné hodnoty jmění získat takto:

	<u>hodnota násobku</u>	<u>použité váhy</u>
• Dle násobku na EBITDA:	405 084 tis. Kč	0.45
• Dle násobku na EBIT:	559 671 tis. Kč	0.55

Po propočtu by nám výsledná tržní hodnota mohla vyjít tato: 490 107 tis. Kč.

5.5 Cenová jednání – hledání hraničních hodnot a výsledné hodnoty

Cenová jednání jsou na jedné straně z teoretického hlediska variabilnější, a dávají tak na druhou stranu praktickému řešení více možností než tomu může být u tržní hodnoty nebo u „Value in use“. Tato řešení je třeba hledat v tzv. hraničních hodnotách prodávajícího a kupujícího, či více stran transakce. Pro korigování těchto stran je tu mediátor-zastupující agent či specializovaná společnost na prodeje/koupě podniků.

Při hledání těchto hraničních hodnot je třeba vědět, kde se dané hraniční hodnoty mohou pohybovat. Hledáme tedy nějaké základní rozmezí, které získáme z relací konkrétního trhu, kde proběhly podobné transakce či prodej srovnatelných podniků. Toto pak upravujeme o základní ekonomické faktory (viz teoretická část) nebo rovnou máme tolik dostupných transakcí, že je možné identifikovat rozmezí hodnot v rámci jednoho odvětví, jedné oblasti či menší municipality.

Záleží, které ekonomické faktory zásadně ovlivňují transakci. V konkrétním případě nejde o běžný prodej či koupi podniku, ale o fúzi s jinou společností. Oceňovaný subjekt se spojuje s podnikem působícím ve stejném oboru - a obě společnosti podnikají (resp. podnikaly) na relativně totožné lokalitě – stavby realizované ve východních Čechách, Praze a severu Čech.

Jako stěžejní faktory ovlivňující cenová jednání a tím i výslednou hodnotu vidím tyto:

- Synergické efekty
- Vlastní ocenění – na základě EBITu/EBITDA (či Cash flow aj.)
- Trh s vysokým/nízkým potenciálem růstu
- Dobře zajištěná pozice na trhu, Nezávislost na dodavatelích a odběratelích
- Technologická úroveň či monopolní postavení
- Kvalita a zkušenosti managementu

5.5.1 EBIT/EBITDA násobky (EBIT/EBITDA Value Multiples - Damodaran)

Jednou z metodik je přístup amerického profesora Aswatha Damodarana²⁸, který jako jeden z prvních přišel s ohodnocováním společností pomocí násobitelů, zabýval se jejich aplikací do praxe a stanovil dva základní vzorce pro výpočet hodnoty podniku.

Hodnota podniku (Enterprise value)/ násobek EBITDA²⁹

- Klasická definice

$$\frac{Value}{EBITDA} = \frac{Tržní hodnota VK + Tržní hodnota „Závazků“}{EBITDA}$$

- Verze po zohlednění peněžních prostředků (netvořící jádro hodnoty podniku)

$$\frac{Enterprise Value}{EBITDA} = \frac{Tržní hodnota VK + Tržní hodnota „Závazků“ - Peněžní prostředky}{EBITDA}$$

Důvody proč se praxe přiklání k použití násobitele „Enterprise Value/EBITDA“:

- Tento násobek může být ukazatelem hodnoty i pro firmy vykazující čisté ztráty v konečném výsledku hospodaření, pokud se „zisk před úroky, odpisy a zdaněním“ (EBITDA) pohybuje v kladných číslech
- Pro podniky v určitých odvětvích, jako jsou například partikulární či sekulární, které vyžadují značné investice do infrastruktury a dlouhé období prvotních příprav, je tento ukazatel vhodnější než například „cena / zisková marže“
- V rámci pákových odkupů („leverage buyouts“), kde klíčovým faktorem jsou peníze vytvořené společností před vlastním uvážení všech výdajů, je EBITDA mírou peněžních toků z provozní činnosti, které mohou být použity na krytí dluhu alespoň v krátkodobém horizontu.

²⁸ Aswath Damodaran – profesor korporátních financí, oceňování vlastního kapitálu a řízení investic na Stern School of Business – New York University (překlad - [www: http://en.wikipedia.org/wiki/Aswath_Damodaran](http://en.wikipedia.org/wiki/Aswath_Damodaran))

²⁹ Viz. Přílohy – „Damodaran value multiples“

- Při pohledu na finanční toky před kapitálovými výdaji, může tento ukazatel poskytnout lepší odhad "optimální hodnoty", a to zejména v případě, pokud vynakládané kapitálové výdaje jsou nesmyslné či vydělávají nestandardní výnosy.
- Pohled na hodnotu firmy a peněžní toky plynoucí do firmy umožňuje srovnání napříč firmami s různou finanční pákou.

Možný výpočet hodnoty podniku dle „Damodaran – EBITDA/EBIT/EAT Value Multiples“³⁰

Při analýzách jednotlivých sektorů je možné využít veřejně dostupná data na stránkách právě pana profesora Damodarana a zjistit tam násobky (multiplikátory) pro sektor „Stavebnictví a inženýrství“ (Engineering & Constructions). Dále uvádím další dva sektory blízké činnostem oceňované společnosti – „Stavební materiály“ (Building Materials) a „Maloobchod se stavebninami“ (Retail Building Supply). Následující tabulka ukazuje hodnoty těchto multiplikátorů z ledna 2011. Starší data (k datu ocenění) již nejsou veřejně dostupná.

Tab.č.13 – Multiplikátory dle sektorů – Damodaran (eng.orginál)

Industry Name	Number of Firms	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT(1-t)
Engineering & Const	17	6.48	7.80	11.39
Building Materials	47	6.58	9.66	10.07
Retail Building Supply	8	7.85	10.05	15.52

Zdroj: Value Multiples by Sector – Damodaran, Data of Analysis- January 2011

Tab.č.14 – Hodnota podniku při aplikaci tržních násobků (viz výše)

(mil. Kč)	EBITDA	EBIT	EAT
Z výstupu znalce (není použito pro výpočet)	190	174	141
Z výkazů společnosti	166	151	117
Násobek za sektor			
Engineering & Const	1 076	1 178	1 333
Hodnota cílové společnosti			
Building Materials	1 092	1 459	1 178
Retail Building Supply	1 303	1 518	1 816

Zdroj: Výstup znalce, výkazy společnosti, vlastní výpočty

³⁰ Value multiples by sector (multiplikátory hodnot podle sektoru), dostupné na WWW:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html

Při aplikaci multiplikátorů jednotlivých sektorů dle Damodarana vychází hodnoty zcela odlišně, nežli se jeví v posudku znalce. Je to dáno jednak rozvinutějším americkým trhem v oblasti stavebnictví a taky konstrukcí výkazů dle US GAAP. Dané multiplikátory jsou mediánem či průměrem ohodnocovaných amerických stavebních firem a mohou se tak lišit od těch evropských (např. německých jak uvádím dále). Dalším faktorem je čas, protože zmíněné hodnoty vychází z multiplikátorů z ledna 2011. Pro aktualizaci do shrnutí násobků na rok 2008 jsem zvolil možná méně vhodnou, ale zato více se blížící realitě hodnotu očištěnou o inflaci, která za rok 2008 vyšplhala skoro ke 4%, což není standardní na americkém trhu a diskontování k datu ocenění.³¹

³¹ Historical Inflation Rates: 1914-2011, WWW: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>

5.5.2 Multiplikační metoda

Na základě získaného univerzitního modelu Technické univerzity v Chemnitzu jsem se pokusil o nastínění multiplikátorů (násobků) jako doplnění damodaranova přístupu a pro získání hraničních hodnot případného cenového jednání. V České republice je poměrně velký problém sledovat trh se stavebními firmami, získat tak dostatečné množství dat o odpovídajících transakcích a aplikovat je na modelu či modelech uzpůsobených na domácí trh. Jako nejbližší větší trh jsem zvolil ten německý při použití jednoho z univerzitního německého modelu. Níže uvedená upravená tabulka ukazuje výstup z modelu.

Tab.č.15 – Multiplikační metoda – srovnatelné společnosti, hraniční hodnoty cílové společnosti

Údaje o srovnatelných společnostech z německého stavebního trhu (mil. Kč)									
#	Kupní cena	Cizí kapitál	EV	Čistý zisk (EAT)	EBIT	EBITDA	Kupní cena/čistý zisk (EAT)	EV/EBIT	EV/EBITDA
1	910	184	1 094	123	182	198	7,40	6,01	5,53
2	1 400	218	1 618	172	235	314	8,14	6,89	5,15
3	1 321	319	1 640	145	211	257	9,11	7,77	6,38
4	2 089	780	2 869	198	289	301	10,55	9,93	9,53
5	1 320	116	1 436	130	187	195	10,15	7,68	7,36
Střední vyjádření referenční hodnoty				>>>	Referenční medián		8,63	7,68	6,38
Hodnocení cílové společnosti = referenční medián * násobitel									
Cílová společnost - zvolený násobitel:							Čistý zisk (EAT)	EBIT	EBITDA
							117	151	166
Hodnota brutto							-	1160	1 059
Půjčky (cizí kapitál)							-	-162	-162
Hodnota vlastního kapitálu							1009	998	897

Zdroj: Model - Technische Universität in Chemnitz³²

³² Data získaná ze soukromé databáze společností německého stavebního trhu-od soukromé osoby (neveřejné).

Při zjišťování kupních cen, hodnot cizího kapitálu aj. ze soukromé databáze společností německého stavebního trhu jsem použil zaokrouhlený přepočít z eur – CZK/EUR 26,90³³ k datu ocenění jako v posudku, který by neovlivnil nijak porovnání hodnot.

Srovnání „Damodarana“ s „Multiplikační metodou“

Z výstupu „multiplikační metody“ vidíme i přes blízký německý trh značný rozdíl při ocenění. Jako násobek zde je použit tzv. referenční medián násobků vybraných společností, který např. u EV/EBITDA je 6,38. Dle Damodarana je jako obhajitelný právě tento násobek EV/EBITDA, který je dle dat amerického kapitálového trhu a z analýz dostupných o společnostech sektoru „Engineering & Construction“ 6,48. Blízkost obou násobků je dána nejen blízkostí německého a amerického stavebního trhu, ale také tím, že do tohoto ukazatele nevstupují obecně úroky, daně a odpisy. Tyto jsou pro oba trhy a země dosti odlišné.

Největší rozdíly můžeme právě vidět u násobků „Kupní cena/EAT“ a „EV/EAT“, který je daný kromě výše zmíněných úroků, daní a odpisů, také tím, že kupní cena nezahrnuje dle německého modelu „dluhy“ (cizí úročené dlouhodobé zdroje – z něm. Fremdkapital) oproti analýzám z „Damodarana“ kde se pracuje s hodnotou podniku brutto³⁴. V závěrečné subkapitole cenových jednání jsem přepočítal i tento násobek na stejný základ a to hypotetickou hodnotu vlastního jmění.

Těžko kvantifikovatelnou položkou při oceňování jsou úročené (i neúročené) závazky, které jsou opět definovány v účetním systému každého trhu (např. jako ČÚS, IFRS nebo US GAAP) jinak a mohou při kalkulacích nejen pomocí multiplikátorů vést k odlišným hodnotám netto.

³³ Kurz k 31.12.2008 http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/denni_kurz.jsp

³⁴ „Non-cash version“ – Přílohy, tabulky

5.5.3 Porovnání jednotlivých hodnot a stanovení hraničních hodnot pro případná cenová jednání

Pro případná cenová jednání lze vycházet z více přístupů či odhadů hodnot vlastního jmění společnosti. Podle specifik „EBITDA-násobku“ lze jednotlivé přístupy porovnat.

Tab.č.16 – Porovnání odhadů reálné hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých přístupů

Odhady hodnot jednotlivých přístupů podle násobků EBITDA/EBIT/EAT (mil. Kč)				
Přístup:		"Kapitálové trhy"	"Damodaran" ³⁵	"Multiplikační metoda"
		Tržní násobky z posudku	Sektor stavebnictví	Německé stavební společnosti
Násobitel	EBITDA	405	1020	882
	EBIT	559	1117	982
	EAT	-	1264	1271

Zdroj: Posudek znalce, modely (viz. příloha), vlastní tvorba

Z násobků, ke kterým došel znalec v posudku, docházíme k závěrům z kapitálového trhu některých oceňovaných evropských společností a aplikaci upravených „amerických“³⁶ dat na tuto českou stavební společnost, která by byla oceněna na přibližně 405 milionů korun.

Damodaran i multiplikační metoda vychází ze všech dat na jednom trhu, při srovnávání multiplikátorů používá data z domácího (amerického či německého trhu) a zároveň čerpá z transakcí uskutečněných na tomto trhu. Toto lze splnit za podmínek relativně velkého a transparentního trhu s dostatkem dat za minulost, které český trh nesplňuje. Výsledné hodnoty se více blíží realitě, za kterou by oceňovaná společnost byla koupena či prodána na těchto trzích. S přihlédnutím k faktu, že německý stavební trh má značný vliv na ten český, lze se spíše klonit k použití násobků z tohoto trhu.

Pokud vezmeme za základní fakt, že hodnota za stávajícího použití (Value in use³⁷) je častěji nižší než tržní hodnota, nežli je tomu naopak, pak znalec došel právě k opačnému názoru. Na

³⁵ Upravená data z tabulky č. 14 podle úrovně míry inflace mezi 2008-2011, dostupné z WWW: <http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates/>

³⁶ Znalec použil pro kalkulaci WACC data z amerického kapitálového trhu a zároveň použil pro srovnání ohodnocení/ocenění i evropských společností. Pozn: „namíchal jabka a hrušky dohromady“

druhou stranu znalec vycházel z objektivních dat pro konkrétní ocenění za účelem fúze, nikoliv prodeje.

Hraniční hodnoty u násobku EV/EBITDA po vyloučení extrémních hodnot by byly následující:

Tab č. 17 – Hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího

hraniční hodnoty	EV/EBITDA	hodnota (čistá kupní cena v mil.Kč)
kupujícího	5,53	755
prodávajícího	7,36	1060

Zdroj: vlastní výpočty

Cenová jednání by mohla probíhat v rámci rozmezí hodnot 755mil.-1060mil. Korun.

Každá z obou stran by se snažila přiblížit se některé z hodnot a při přihlédnutí k hodnotě „referenčního mediánu“ 882 mil. je více reálné, že se konečná hodnota cenového jednání nevyšplhá nad devět set milionů korun. Důvody ze strany kupujícího by mohly být následující:

- Synergické efekty budou nižší než by kupující očekával před krizí
- Ocenění na úrovni EBITDA nezohledňuje případné skryté daňové efekty – např. mimořádný odložený daňový závazek – nebo skryté závazky³⁸
- Momentální trh s nízkým potenciálem růstu a nejasnou budoucností

Na druhou stranu prodávající bude tlačit na vyšší prodejní cenu z těchto hledisek:

- Spojením firem se vylepší nejen pozice na trhu, ale také větší nezávislost na dodavatelích a odběratelích, často to má za následek zvýšení marží a úsporu nákladů z rozsahu
- S firmou jako podnikem přechází také kvality a zkušenosti managementu, dále může tento fakt vést k zvýšení technologické úrovně nebo v tomto konkrétním případě získat přístup k zajímavým stavebním zakázkám a tím zajištění budoucích tržeb (obratů).

³⁷ V konkrétním případě by se jednalo o hodnotu získanou pomocí DCF-tedy založenou na tržní diskontní míře, ale vstupní data použita z účetních závěrek a od managementu

³⁸ Viz. Zajištění kupujícího: „V takovém případě se kupující právě zajišťují pomocí vázaných účtů nebo zádržným či podmínkami odstoupení od smlouvy.“

6 Shrnutí základních praktických rozdílů zmiňovaných kategorií hodnot (při použití konkrétního ocenění)

Při teoretickém zkoumání jsem došel ke konkrétním závěrům, kde zásadní nuance leží na relevantnosti trhu – dostatku tržních dat, výskytu rizik, míře závislosti oceňovaného podniku na subjektu, který má zájem na co nejvyšší/nejnižší ocenění a tím objektivnosti ocenění. Jako základ pro odhad hodnoty v praxi je důležité stanovit tvorbu hodnoty (z čeho se vychází) v konkrétním případě. Pro lepší závěrečné srovnání uvádím jen tyto zásadní nuance a praktické rozdíly v tabulkovém přehledu:

Tab č. 18 – Srovnání kategorií hodnot z teoretického a zejména praktického hlediska

Kategorie hodnoty	Tržní hodnota	„Value in use“	Cenová jednání
Teoretické předpoklady, základní nuance			
Základní předpoklad	„highest and best use“	„stávající využití“	„jedinečné využití“
Tržní data, výskyt rizik	ANO, ANO	NE, SPÍŠE NE	SPÍŠE ANO, ANO
Míra závislosti oceňovaného podniku na subjektu	Měla by převažovat nezávislost (objektivnost)	Relativní závislost/zájem majitelů/managementu	Závislost na jednání – argumenty stran
Míra objektivnosti	Maximální	Střední	N/A
Tvorba hodnoty:			
Základní/horní/dolní/kompromis/hraniční hodnota	Odhad rovnovážné ceny – základní hodnota D x S	Horní hranice prodávajícího	Hledaný kompromis hodnoty
Použití (co, kde)	Nemovitosti, nehromadná aktiva, tržní transakce	Stroje, zařízení, části projektů či podniků	Koupě/prodej podniku; Fúze a akvizice

Zdroj: Kapitola 4.3. – úprava , vlastní tvorba

Tab č. 18 – Srovnání kategorií hodnot z teoretického a zejména praktického hlediska - pokračování

Kategorie hodnoty	Tržní hodnota	„Value in use“	Cenová jednání
Praktické rozdíly při aplikaci na konkrétním příkladu			
Předpoklad trhu	Dostatek transakcí na trhu s podniky z oboru, transparentní výkazy	Důvody konkrétního subjektu pro nalezení aktuální hodnoty	Strany transakce – minimálně jeden prodávající a kupující
Použitá data (převažující výpočet)	Tržní data z veřejných i soukromých analýz - podmínka: dostatek info	Informace a finanční plán od managementu společnosti, základní makroekonomická data	Tržní data z veřejných analýz a požadavky stran transakce
Výsledná hodnota a její použití (v konkrétním případě)			
Propočet hodnoty na základě:	Tržní porovnání (podniky z oboru)	Analýza a ocenění peněžních toků (metoda DCF)	Analýza trhu s podniky pomocí multiplikátorů
Ocenění reprezentující konečnou/částečnou hodnotu	„Medián“ za transakce srovnatelných podniků	Hodnota pro vlastníky i věřitele (metoda DCF)	„Referenční medián, obvyklý násobek EBITDA
Praktické použití	Tržní transakce s nezávislými podniky, Fúze a akvizice dle zákona přeměnách	Ocenění společností pro účely vlastníků a managementu	Koupě/prodej podniku

Zdroj: Kapitola 5 – vlastní úprava a tvorba

Praktické rozdíly při oceňování a tím aplikaci jednotlivých kategorií hodnot, jak již bylo naznačeno v teoretické části mé práce, vznikají zejména z předpokladů pro ocenění a při použití vstupních dat pro výpočet podniku či jeho části. Největší rozpor vidím zejména mezi hodnotami označovanými jako „TRŽNÍ REÁLNÉ HODNOTY“ v tomto konkrétním případě. Jedná se tedy o ocenění pomocí diskontovaných peněžních toků a tržním porovnáním.

„Value in use“

Při analýze posudku a vstupních dat lze dojít k určitým závěrům platícím pro konkrétní příklad. Ocenění pomocí DCF odráží v samé podstatě hodnoty čistých peněžních toků, jejichž výše byla v minulosti ovlivněna managementem podniku. Budoucí prognóza je sice založena na tržních datech, nicméně vliv managementu zde nelze vyloučit. Všechny vstupní parametry

ocenění vychází z aktuálních dat a potenciálu za stávajícího využití. Podnikový management, za předpokladu odborného a zodpovědného přístupu, sám ví nejlépe, jakou hodnotu tvoří jádro společnosti, ze kterou by měla být kalkulována právě tato aktuální hodnota. Z těchto pohledů tato oceňovací metoda odpovídá více teoretické definici hodnoty „Value in use“. Úvaha o tom, zda již tato hodnota není přímo metodou ocenění pro konkrétní subjekt, např. management podniku či majitele, je potvrzována jednak vstupními daty přebíranými od managementu podniku (finanční plán, výkazy společnosti, informace o konkurenci etc.), tak poté konstrukcí ocenění provozní části pro majitele a neprovozních položek (nadbytečný/nedostatečný PK, investice či cizí úročený kapitál) pro ostatní participující strany na podniku.

Tržní hodnota

Tržní hodnota je velmi složitý pojem nejen z teoretického hlediska, kdy se teorie shoduje a v hledání spíše rovnovážné ceny vycházející z odhadu intervalu, kde se na konkrétním transparentním trhu pohybují již realizované transakce (tzn. nákup/prodej, ale i fúze aj.) v oboru oceňovaného podniku. Z praktického hlediska dle mého názoru nelze hledat objektivní, na nikom nezávislou tržní hodnotu, ale je třeba najít taková srovnání (tzn. srovnatelné transakce, srovnatelné podniky při realizaci jejich ocenění), která se nejvíce blíží našemu (mému) podniku, jež chceme prodat či koupit nebo jej třeba zapojit do nějaké fúze. Jako dostupnou „tržní metodu“, která je znalci často brána jako doplňková, jsem v konkrétním případě stanovil přístup tržního porovnání. Tvorba hodnoty je postavena v konečném ocenění na tom, že upravuje účetní data s ohledem na tržní násobky a marže ve sledovaném odvětví za sledované uskutečněné transakce s podobnými podniky. Myslím si, že tržní hodnota, kterou chce znalec obhájit před managementem či majiteli, by měla být intervalem hodnot za použití různých úrovní násobků „zisků či cash-flow“. Tento základní interval hodnot by měl sloužit pro konkrétního investora na českém trhu, který zamýšlí podnik koupit či získat fúzí s jeho stávající společností. V konkrétním případě se tržní hodnota pohybuje v rozmezí cca 405 mil. – 560 mil.. Od těchto mezí by se měly vést diskuze nad transakční hodnotou, která by v rámci cenových jednání měla vyústit v konečnou cenu realizovanou na daném trhu. V některých případech lze zejména z praxe vypozařovat kompromis a stanovení jedné hodnoty jako mediánu či váženého průměru hodnot rozmezí.

Hodnota cenového jednání

Na rozdíl od tržní hodnoty či „value in use“ vychází hodnota cenového jednání již z konkrétního ocenění např. na základě tržních multiplikátorů (násobků) a toto rozmezí hodnot je upravováno podle kvalitativních či kvantitativních faktorů, jež mají vliv na cenová jednání zúčastněných stran. Ze získaných dat a dle mého názoru je třeba velkou váhu přisuzovat hlavně vyjednávací síle stran, časovému faktoru a tím například ovlivnění transakce pod určitým nátlakem (v zákonných mezích). Nejen poslední faktor („pod nátlakem“) se zcela vylučuje s předpoklady tržní hodnoty a na druhou stranu v porovnání s „value in use“ stávající využití aktiva (podniku) může být v rozporu s úmyslem potenciálního investora.

Závěr

Praktické rozdíly při ocenění podniku tržní hodnotou, value in use a pro cenové jednání jsem si vybral jako téma diplomové práce z důvodu, že v dnešní době, pro zainteresované osoby, není nejdůležitější teoretický pohled na ocenění, ale zejména vědět, jakou hodnotu hledat a jakou cestou či přístupem dosáhnout této hodnoty při aplikaci na konkrétních případech v praxi.

Základní praktické rozdíly v mnou zkoumaném ocenění společnosti vychází na jednu stranu zčásti z teoretického hlediska a na druhou stranu z praxe, tedy reálného použití v konkrétním ocenění společnosti „XY“ za účelem fúze. Podotýkám, že podmínky a výsledek ocenění nereflektuje přímo koupi (či prodej) podniku, ale spíše jakousi „administrativní hodnotu“ s tržními prvky pro účely fúze.

Konkrétní hodnoty a porovnání v kapitole 5. vychází z jednoho konkrétního posudku a nemusí reflektovat všechny nuance či faktory mající vliv na kategorie hodnot a konečné ocenění. Výsledky ocenění stavební společnosti „XY“ mají pouze ilustrativní funkci a mají poukázat na nedostatky dnešní aplikace při oceňování podniků v České republice. V závěrečném shrnutí jsem se pokusil o přehlednou tabulku, která vypovídá o faktorech mající vliv na praktické použití jednotlivých kategorií hodnot a vzájemně je porovnává.

Dle mého názoru a konkrétního případu, jak již uvádím v praktické části, lze hodnotu „value in use“ či hodnotu cenového jednání odvodit z individuálního využití aktiva. Rozdíl je v použitých datech pro výpočet základní hodnoty či intervalu hodnoty. U „value in use“ se jedná o diskontované peněžní toky plynoucí konkrétním majitelům, managementu a investorovi (ve smyslu věřitele – cizí zdroje společnosti). Myslím si, že ohodnocení na principech „Value in use“ za splnění některých předpokladů již tvoří samostatnou metodu ocenění a může být považována za individuální hodnotu pro konkrétní subjekty.

Hodnota cenového jednání vychází z mezí tržních hodnot např. na základě metody multiplikační – násobitelů „zisků“ a podle toho, zda je zainteresovanou stranou kupující nebo

prodávající, upravujeme meze hodnot vzhledem k individuálním preferencím investora. Tato hodnota je v důsledku řízeným kompromisem subjektivních hodnot jednotlivých stran transakce. V případě objemnějších transakcí je třeba zapojit mediátory – externí subjekty či znalce, kteří disponují většími kapacitami a mají rychlejší a přesnější informace k situaci na trhu. Na druhou stranu mohou být ovlivněni managementem oceňovaného podniku, či vlastní zainteresovaností a tím jejich úloha ztrácí smysl.

Na samotný závěr bych rád uvedl, že při hodnocení tržní hodnoty jsem vycházel z přístupů akademiků nejen u nás, ale i v zahraničí. Po prostudování domácích i zahraničních článků a možná striktní aplikaci na konkrétním případě, docházím k závěru, že tržní hodnota jako samostatná kategorie je dnes obtížně definovatelná i kvantifikovatelná. Znalec by neměl hledat tržní hodnotu jako konkrétní číslo či cenu podniku, ale jako rozmezí, které bude odrážet aktuální situaci na trhu. Tržní hodnota by měla být co nejobektivnější a bodový odhad, jak je tomu v teoretických přístupech je dle mého názoru nereálný. Samotnou otázkou může být, zda je vůbec potřeba a relevantní hledat tržní hodnotu a jestli není třeba modifikovat některé právní úpravy týkající se oceňování podniků v České republice či na úrovni Evropské unie.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3

KRABEC, T.: *Oceňování podniku a standardy hodnoty*, 1. vydání Praha, Grada Publishing, a.s., 2009, 264 s. ISBN 978-247-2865-0

HÁLEK, V.: *Oceňování majetku v praxi*, 1.vyd. Bratislava: DonauMedia, 2009, 246 s., ISBN 978-80-89364-07-7

HLAVÁČ, J.: *Fúze a akvizice*, 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2010, 129 s., ISBN 978-80-245-1635-6

COPELAND, T. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3. vyd. McKinsey and Company, 2004. ISBN 047136190P.

DAMODARAN, Aswath: *Damodaran on Valuation*. New York (2006): John Wiley & Sons. ISBN 0-471-75121-9.

DAMODARAN, Aswath: *Investment Valuation*. New York (2002): John Wiley & Sons. ISBN 0-471-41488-3.

DAMODARAN, Aswath: *The Dark Side of Valuation*. Upper Saddle River (2001), NJ: Prentice Hall. ISBN 0-13-040652-X.

Ostatní knižní zdroje:

NEUMAIEROVÁ, I. - NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. GRADA Publishing, Praha 2002

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 2. vydání, C.H. Beck, Praha 2001

KISLINGEROVÁ, E. - NEUMAIEROVÁ, I.: *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. VŠE v Praze, Praha 1999

TOM COPELAND, TIM KOLLER, JACK MURRIN: *Valuation – Measuring and managing the value of companies* (third edition), McKinsey & Company, Inc.

Elektronické zdroje

- [1] *Fúze a akvizice – „jak předejít rizikům“ ze dne 26. srpna 2010...* [online]. [2011] [cit. 2011-04-14]. Dostupný z WWW: <http://modernizace.ihned.cz/c4-10048490-45932690-600000_d-fuze-a-akvizice-jak-predejti-rizikum>
- [2] *Business Glossary - Definition for: value in use* [online]. [2011] [cit. 2011-20-04-15]. Dostupný z WWW: <<http://www.allbusiness.com/glossaries/value-use/4941824-1.html>>
- [3] *Příklad – Value in use pricing* [online]. [cit. 2011-04-02]; Dostupné z WWW: <<http://www.mktgeng.com/downloadfiles/tutorials/S013%20-%20Value-in-Use%20Pricing%20Tutorial.pdf>>
- [4] *Investment Value or Worth, Investment Value calculation* [online]. [cit. 2011-05-08]. Dostupný z WWW: <<http://www.property-investing.org/investment-value-calculation.html>>, <http://en.wikipedia.org/wiki/Investment_value>
- [5] *Fúze a akvizice – RAEDBANK* [online]. [cit. 2011-07-16]. Dostupný z WWW: <<http://www.redbaenk.cz/cz/sluzby/fuze-a-akvizice/>>
- [6] *Corporate Finance- Cyrrus a.s.* [online]. [cit. 2011-09-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.cyrrus.cz/sluzby/corporate-finance>>

Další elektronické zdroje:

- Posudky – tržní hodnota* [cit. 2011-04-10]; Dostupné z WWW: <http://www.okdrazby.cz/drazebni_pdf/48/posudek.pdf>, <http://www.dashofer.cz/download/pdf/ncm_ukazka02.pdf?wa=WWW09IX>
- Obvyklá cena vs. tržní hodnota – Komora odhadců* [cit. 2011-04-12]; Dostupné z WWW: <<http://www.znalci-komora.org/clanky/cenaobv.html>>
- Příklad – Subjektivní hodnota* [cit. 2011-04-12]; Dostupné z WWW: <http://www.cyrrus.cz/uploads/CCF/48173142/Znalecky_posudek.pdf> <<http://cfoworld.cz/financni-sluzby/hodnota-akvizicnich-transakci-v-evrope-se-loni-zdvojnásobila-846>> <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>>
- Patria Finance, a.s. – Makroekonomický přehled* [20. 10. 2011], Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/ezproxy.vse.cz/ekonomika/ukazatel/hdp.html>>
- MPO – Ministerstvo průmyslu a obchodu, ČSÚ – Český statistický úřad* [20. 10. 2011], Dostupné z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/oborove-informace/analyza-vyvoj-ceske-stavebnictvi-do-2012/1000434/59047>>
- Historical Inflation Rates: 1914-2011* [10. 11. 2011] Dostupné z WWW: <<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates>>
- Stavební práce – ČSÚ* [07. 11. 2011] Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/\\$File/stacr061311_6.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/$File/stacr061311_6.xls)>

Přehled – ČSÚ [07. 11. 2011] Dostupné z WWW:

<[http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00382D50/\\$File/14091017.xls](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00382D50/$File/14091017.xls)>

Value multiples by sector [11. 11. 2011] – Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>>

Kvalitativní analýza českého stavebnictví 2011 - Výběr z informací z dokumentu CEEC Research s.r.o.: Výzkum potenciálu stavebnictví v zemích střední a východní Evropy, dostupné z WWW: <<http://stavba.tzb-info.cz/7560-kvalitativni-analyza-ceskeho-stavebnictvi-2011>>

Ostatní zdroje

IVSC - The International Valuation Standards Committee: Překlad do českého jazyka: Česká komora odhadců majetku ve spolupráci s Institutem oceňování majetku při Vysoké škole ekonomické v Praze

EVS – The European Valuation Standards – el.zdroj bez hypertextového odkazu

IDW S1 (německé oceňovací standardy) – převzato z publikací MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*, Krabec, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*

Ing. Tomáš Krabec, MBA - Disertační práce: Standardizace oceňování v mezinárodní komparaci: teoreticko-institucionální pohled

Vztah tržní hodnoty dle IVS a Fair Value dle IFRS (viz. Pan Krabec)

Posudek znalce spol. „XY“ (neveřejný)

Seznam obrázků, grafů a tabulek

Seznam obrázků str.

Obrázek č. 1: Postavení tržní hodnoty pro účely ocenění.....	13
Obrázek č. 2: Vztah tržní a objektivizované hodnoty perspektivního podniku.....	20

Seznam grafů

Graf č. 1: Rovnovážná cena na funkčním a nefunkčním trhu.....	6
Graf č. 2: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění.....	19
Graf č. 3: Hlavní funkce oceňovatele dle Kolínské školy – její rozšíření.....	23

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Přehled zkoumaných kategorií hodnot.....	33
Tabulka č. 2: Rekapitulace makroekonomického přehledu.....	42
Tabulka č. 3: Stavební práce ve vybraných regionech – meziroční přírůstky.....	43
Tabulka č. 4: Struktura aktiv a pasiv.....	44
Tabulka č. 5: Hospodářský výsledek.....	44
Tabulka č. 6: Tržby/zisk.....	44
Tabulka č. 7: Vývoj stavebnictví v ČR –obecně do roku 2009.....	45
Tabulka č. 8: Stavební práce dle dodavatelských smluv (členění dle OKEČ) v ČR.....	46
Tabulka č. 9: Přímý konkurenti.....	46
Tabulka č. 10: Vývoj stavitelství a bytové výstavby.....	47
Tabulka č. 11: Zkrácený výpočet dle metody “DCF” v posudku znalce.....	48
Tabulka č. 12: Zkrácený výpočet dle metody kapitálových trhů.....	49
Tabulka č. 13: Multiplikátory dle sektorů – Damodaran.....	53
Tabulka č. 14: Hodnota podniku při aplikaci tržních násobků.....	53
Tabulka č. 15: Multiplikační metoda	55
Tabulka č. 16: Porovnání odhadů reálné hodnoty vlastního jmění	57
Tabulka č. 17: Hraniční hodnoty kupujícího a prodávajícího.....	58
Tabulka č. 18: Srovnání kategorií hodnot z teoretického a zejména praktického hlediska.....	59,60

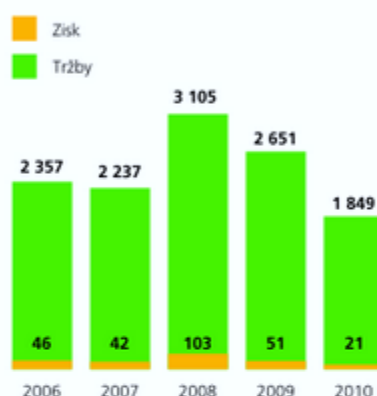
Přílohy

- Vybrané ekonomické ukazatele/ Hospodářský přehled

Hospodářské výsledky 2010

Hospodářské výsledky za rok 2010 reflektují vývoj na stavebním trhu, který byl ovlivněn hospodářskou krizí. Obrat společnosti klesl meziročně o 30 procent na 1,9 mld. Kč. Zisk společnosti dosáhl 21 milionů Kč. Nejvíce se dařilo segmentu rezidenčních a vodohospodářských staveb.

Graf tržeb a zisku společnosti (v mil. Kč)



Vybrané ekonomické ukazatele společnosti

(tis. Kč)	2006	2007	2008	2009	2010
Struktura aktiv a pasiv					
Aktiva celkem	1 114 427	1 192 580	2 088 787	2 071 160	1 564 779
Dlouhodobý majetek	347 901	283 041	736 656	735 900	730 518
Oběžná aktiva	760 891	906 260	1 343 552	1 329 462	829 795
Vlastní kapitál	294 940	277 094	705 898	513 745	537 221
Cizí zdroje	674 512	835 373	1 213 350	1 388 778	914 390
Struktura hospodářského výsledku					
Provozní výsledek hospodaření	60 844	70 316	139 572	75 938	33 144
Finanční výsledek hospodaření	1 256	-10 488	-1 616	-13 948	-2 203
Výsledek hospodaření za účetní období	46 444	41 458	103 000	51 442	20 547

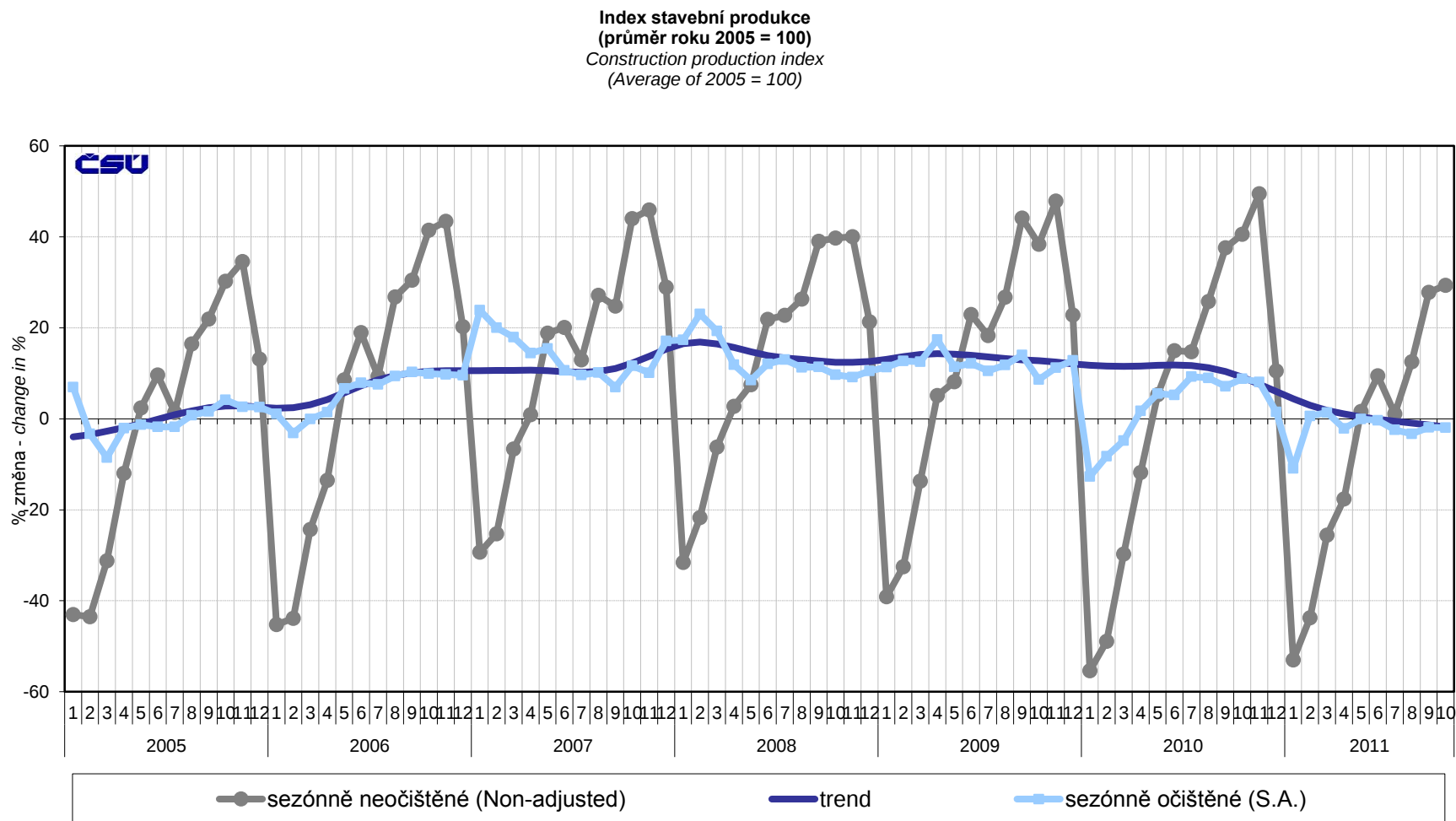
- Tabulka - Stavební práce "S" v tuzemsku podle místa stavby (ročně)

v mil. Kč běžných cen

Rok	Stavební práce "S" celkem	Kraj místa stavby												Roční průměry	Klouzavý průměr
		Praha	%	Středočeský	%	Ústecký	%	Liberecký	%	Královéhradecký	%	Pardubický	%		
1998	186 593	35 331	-	20 596	-	13 841	-	5 503	-	8 692	-	8 476	-	-	-
1999	177 329	39 224	11%	16 907	-5%	13 658	-1%	5 710	4%	7 740	-11%	6 278	-2%	-1%	-
2000	189 703	42 096	7%	17 547	-15%	13 326	-2%	6 385	12%	12 285	59%	7 467	-3%	10%	9%
2001	211 652	46 817	11%	21 444	6%	16 399	23%	6 891	8%	12 005	-2%	7 656	31%	13%	-
2002	223 118	51 179	9%	21 351	18%	18 670	14%	6 474	-6%	10 631	-11%	8 475	5%	5%	-
2003	246 308	60 203	18%	23 621	21%	18 102	-3%	7 856	21%	10 864	2%	9 993	1%	10%	8%
2004	274 070	67 771	13%	22 951	16%	18 570	3%	8 147	4%	12 906	19%	11 105	24%	13%	-
2005	274 732	68 044	0%	25 299	15%	21 341	15%	8 476	4%	10 782	-16%	11 850	-7%	2%	-
2006	297 603	68 147	0%	28 732	-13%	22 296	4%	8 379	-1%	13 378	24%	11 945	3%	3%	5%
2007	322 406	75 511	11%	32 396	13%	25 997	17%	8 289	-1%	13 220	-1%	9 619	23%	10%	-
2008	333 354	79 124	5%	32 321	0%	23 198	-11%	9 873	19%	11 769	-11%	13 231	10%	2%	-
2009	307 019	66 540	-16%	33 416	20%	26 129	13%	8 973	-9%	12 685	8%	11 121	-13%	0%	-5%
2010	270 226	57 889	-13%	24 683	-4%	22 887	-12%	8 607	-4%	9 761	-23%	9 227	-3%	-10%	-
Průměr 2000-2010		62 120	4%	25 796	7%	20 629	5%	8 032	4%	11 844	4%	10 154	7%	5%	4,42%

Zdroj: ČSÚ - [http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/\\$File/stacr061311_6.xls](http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/i/tab_6_stacr09/$File/stacr061311_6.xls) , vlastní tvorba

- **Graf - Index stavební produkce (průměr roku 2005 = 100)**



Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/css.nsf/excel.gif>

- **Tabulka - Výnosový přístup - Metoda diskontovaných peněžních toků**

„XY“ a.s. - Stanovení reálné tržní hodnoty k 31. prosinci 2008

Výnosový přístup - Metoda diskontovaných peněžních toků						
	Skutečnost		Projekce			
v tis. Kč/rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby celkem	2218093	3095545	3805000	4198000	4698000	4838940
<i>Růst tržeb</i>	na	39,60%	22,90%	10,30%	11,90%	11,90%
EBITDA	95300	156445	189900	203600	217000	217000
<i>EBITDA marže</i>	4,30%	5,05%	4,99%	4,85%	4,62%	4,48%
Odpisy (úč.hodnoty)	12382	14125	15691	14584	13478	13479
EBIT	82918	142320	174209	189016	203522	203521
<i>EBIT marže</i>	3,74%	4,60%	4,58%	4,50%	4,33%	4,21%
Sazba daně z příjmů			20,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Položky zvyšující základ daně - netto			1957	3832	5545	
Daň z příjmů			35233	36641	39723	
Čistý zisk/ztráta bez finančních nákladů (NOPAT)			138976	152375	163799	
CASH FLOW						
Čistý zisk/ztráta bez finančních nákladů (NOPAT)			138976	152375	163799	
Odpisy			15691	14584	13478	
Investice			-15691	-14584	-13478	
Změna ČPK			-88682	-49125	-62500	
Čisté peněžní toky cechového investovaného kapitálu			50294	103250	101299	
Diskontní faktor			0,9403	0,8314	0,7351	
Současná hodnota peněžních toků			47291	85842	74465	
Součet současných hodnot peněžních toků			207598			
Současná hodnota terminální hodnoty			1012860			
Předběžný odhad provozní reálné hodnoty celkového investovaného kapitálu			1220458			
Celkové zadlužení (stav úročeného cizího kapitálu)			162 000			
Předběžný odhad provozní reálné hodnoty základního kapitálu			1 058 458			
Neprovozní aktiva						
Přebytek/nedostatek PK			-313839			
Dlouhodobé pohledávky			181078			
Finanční investice (majetkové podíly)			47035			
Odhad reálné hodnoty vlastního jmění			972 732			

Zdroj: Posudek znalce společnosti „XY“, vlastní zpracování

- **Tabulka - Přístup tržního porovnání – Metoda kapitálových trhů**

„XY“ a.s. - Stanovení reálné tržní hodnoty k 31. prosinci 2008

Přístup tržního porovnání - Metoda kapitálových trhů								
			Tržby	Tržby	EBITDA	EBITDA	EBIT	EBIT
			A-0	A+1	A-0	A+1	A-0	A+1
Úroveň daného ukazatele pro "XY" a.s.			3 095 545	3 805 000	166 445	189 900	152 320	174 209
marže					5,40%	5,00%	4,90%	4,60%
Medián pro srovnatelné společnosti			0,44		3,89		5,77	
Úpravy o rizika pro vlastní kapitál								
Vybraný tržní násobek	celkový	vlastní	0,35	0,30	4,50	4,00	6,00	5,50
Násobek upravený o riziko země	0.0%	0.0%	0,35	0,30	4,50	4,00	6,00	5,50
Násobek upravený o diskont za malou tržní kapitalizaci	13.3%	14.0%	0,30	0,26	3,90	3,47	5,20	4,77
Násobek upravený o rizika specifická pro společnost	0.0%	0.0%	0,30	0,26	3,90	3,47	5,20	4,77
Úpravy o rizika celkem	13.3%	14.0%						
Předběžná indikace hodnoty investovaného kapitálu - minoritní, obchodovatelná báze			938 982	989 300	649 136	658 320	792 064	830 396
Celkové zadlužení	162 000		162 000	162 000	162 000	162 000	162 000	162 000
Předběžná indikace hodnoty investovaného kapitálu - minoritní, obchodovatelná báze			776 982	827 300	487 136	496 320	630 064	668 396
Přebytek/nedostatek pracovního kapitálu	-313 839		-313 839	-313 839	-313 839	-313 839	-313 839	-313 839
Dlouhodobé pohledávky	181 078		181 078	181 078	181 078	181 078	181 078	181 078
Finanční investice (majetkové podíly)	47 035		47 035	47 035	47 035	47 035	47 035	47 035
Odhad reálné tržní hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých násobků			691 256	741 574	401 410	410 594	544 338	582 670
Odhad reálné tržní hodnoty vlastního jmění podle jednotlivých násobků				711 383		405 084		559 670
Odhadovaná reálná hodnota vlastního jmění k 31.prosinci 2008				535 908				

Zdroj: Posudek znalce společnosti „XY“, vlastní zpracování

- **„Damodaran value multiples“ – výťah z dokumentu:**

- „Originální dokument viz WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>“

Enterprise Value/EBITDA Multiple

- The Classic Definition

$$\frac{\text{Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt}}{\text{Earnings before Interest, Taxes and Depreciation}}$$

- The No-Cash Version

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash}}{\text{Earnings before Interest, Taxes and Depreciation}}$$

Reasons for Increased Use of Value/EBITDA

- The multiple can be computed even for firms that are reporting net losses, since earnings before interest, taxes and depreciation are usually positive.
- For firms in certain industries, such as cellular, which require a substantial investment in infrastructure and long gestation periods, this multiple seems to be more appropriate than the price/earnings ratio.
- In leveraged buyouts, where the key factor is cash generated by the firm prior to all discretionary expenditures, the EBITDA is the measure of cash flows from operations that can be used to support debt payment at least in the short term.
- By looking at cashflows prior to capital expenditures, it may provide a better estimate of “optimal value”, especially if the capital expenditures are unwise or earn substandard returns.
- By looking at the value of the firm and cashflows to the firm it allows for comparisons across firms with different financial leverage.

- **Multiplikator-Methoden (Multiplikační metoda)**

Daten der Vergleichsunternehmen

Nr.	Kaufpreis	FK	EV	JÜ	EBIT	EBITDA	EV/JÜ	EV/EBIT	EV/EBITDA
1	910	184	1 094	123,00	182,00	198,00	8,89	6,01	5,53
2	1 400	218	1 618	172,00	235,00	314,00	9,41	6,89	5,15
3	1 321	319	1 640	145,00	211,00	257,00	11,31	7,77	6,38
4	2 089	780	2 869	198,00	289,00	301,00	14,49	9,93	9,53
5	1 320	116	1 436	130,00	187,00	195,00	11,05	7,68	7,36

Mittlere Ausprägung der Bezugsgröße
(als Median)

Median Bezugsgröße	11,05	7,68	6,38
-----------------------	-------	------	------

Bewertung der Zielgesellschaft

Zielgesellschaft	JÜ	EBIT	EBITDA
Bezugsgröße in to	117,00	151,00	166,00
EV (Gesamtkapital)	-	1 159,55	1 059,30
Fremdkapital	-	-162,00	-162,00
Wert des Eigenkapitals	1 292,40	997,55	897,30

Zdroj: Technische Universität in Chemnitz, vlastní zpracování

- **Historical Inflation Rates in USA:**

Historical Inflation Rates:														
Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Ave	Cumulative Average
2008	4,3	4	4	3,9	4,2	5	5,6	5,4	4,9	3,7	1,1	0,1	3,8	5,16%
2009	0	0,2	-0,4	-0,7	-1,3	-1,4	-2,1	-1,5	-1,3	-0,2	1,8	2,7	-0,4	
2010	2,6	2,1	2,3	2,2	2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,5	1,6	

Zdroj: Historical Inflation Rates: 1914-2011:

<http://www.usinflationcalculator.com/inflation/historical-inflation-rates> , vlastní zpracování