

# OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ S OMEZENOU PERSPEKTIVOU

Článek byl zpracován jako součást výzkumného záměru MSM 6138439903 Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska.

**RESUMÉ:** Pro ocenění podniků, u kterých není možné přijmout předpoklad going concern, ale které není nutné likvidovat okamžitě, lze s výhodou použít metodu amortizační hodnoty. Tato metoda pracuje se zbývající životností podniku několik let a likvidaci na konci životnosti. Při použití této metody ale vyvstávají některé metodické problémy spojené právě s omezenou životností. Týkají se zejména způsobu zacházení s neprovozním majetkem a s cizím kapitálem. Řešení těchto otázek zároveň souvisí s volbou varianty amortizační hodnoty entity nebo equity. Příspěvek ukazuje navržený způsob řešení těchto problémů.

**RESUMÉ:** A valuation method named as amortization value is a suitable method for valuation of firms that do not meet going concern assumption but for that immediate liquidation is not necessary. This method works with residual lifetime period and liquidation of a firm at the end of the period. Nevertheless some methodical problems related with limited lifetime arise during using of the amortization value method. The problems concern especially treatment of non-operating assets and of debt. Solving of this questions is connected also with choice of amortization value variant – entity or equity. The article shows proposed way of the problems solving.

## 1. ÚVOD

Významnou součástí znaleckých posudků na ocenění podniku jsou analýzy minulého vývoje a výhledu budoucího vývoje jednak okolí podniku, jednak samotného oceňovaného podniku. Tyto analýzy a prognózy bývají v oceňovacím posudku obsaženy obvykle v částech týkajících se strategické analýzy, finanční analýzy a sestavení finančního plánu. Naše znalecká praxe si postupně začíná uvědomovat, že se jedná v podstatě o klíčové části, které by měly zásadním způsobem ovlivnit celé ocenění. Jedním z účelů, ke kterým tyto části posudku slouží, je formulace a zdůvodnění výroku o tom, zda je opodstatněné předpokládat nekonečné trvání oceňovaného podniku, nebo zda se objevily podstatné skutečnosti, které nekonečné trvání ohrožují nebo znemožňují. Tento zásadní výrok potom ovlivňuje volbu metody, kterou oceňovatel pro daný podnik použije.

V tomto kontextu se obvykle hovoří o dvou hlavních možnostech. Buď oceňovatel dospěje k závěru, že podnik může pokračovat do nekonečna. Pak bude v našich podmínkách ocenění založeno především na nějaké klasické dvoufázové výnosové metodě, pravděpodobně metodě DCF s pokračující hodnotou stanovenou pomocí Gordonova vzorce. Nebo jsou patrné velmi vážné problémy podniku a oceňovatel jako hlavní metodu stanoví určení likvidační hodnoty. Také odborná literatura se zabývá metodami ocenění především prosperujících podniků s případnou zmínkou o metodě likvidační.

V praxi ale ve skutečnosti významnou skupinu tvoří **podniky, které je možné ještě nějakou dobu provozovat**, jejich okamžitá likvidace by nebyla rozumná ani výhodná, ale odhadce objeví problém, v důsledku kterého **není možné počítat s nekonečným trváním podniku**. Mohou to být například podniky, u kterých

strategická analýza ukazuje na průměrný nebo mírně podprůměrný vnitřní potenciál. Pokud takový podnik nemá nebo nezíská nějakou konkurenční výhodu, která by jeho postavení na trhu zvrátila, konkurence ho pravděpodobně časem vytlačí z trhu. Nicméně v několika příštích letech ohrožen být nemusí a může být dokonce ještě nějaký čas i ziskový.

Pro takové případy tedy není vhodné přijmout některý ze dvou zmíněných krajních předpokladů. Velmi nevhodný a odporující teorii je také postup, při kterém by výsledné ocenění bylo stanoveno na úrovni substanční hodnoty podniku založené na cenách znovupořízení, protože i tato metoda předpokládá pokračování podniku. Je třeba si uvědomit, že tržní hodnota podniku je v zásadě tvořena součtem substanční hodnoty a goodwillu. Goodwill přitom můžeme obecně chápat jako hodnotu mimořádných užitků vytvářených podnikem nad jakési „obvyklé“ zhodnocení kapitálu vloženého do jeho majetku. Toto obvyklé zhodnocení můžeme konkrétně vyjádřit například jako náklady kapitálu. Na tomto pohledu na hodnotu podniku je založena například oceňovací metoda kapitalizovaných nadzisků a metoda ekonomické přidané hodnoty. Je patrné, že podnik, který má z dlouhodobého hlediska potíže, nebude mít goodwill, ale badwill. Pokud bychom tedy při oceňování takového podniku chtěli vyjít ze substanční hodnoty, museli bychom ji snížit právě o tento badwill.

Odhadování goodwillu a tím spíše badwillu je ale poměrně obtížná záležitost. Pro praktické použití se nám jeví vhodnější použít pro takovéto podniky kombinaci výnosové a likvidační hodnoty, tj. předpokládat několik let trvání podniku a generování čistých příjmů a teprve na konci této doby likvidaci podniku.

Pokud se ovšem pro tento postup rozhodneme, zjistíme, že nestačí použít obvyklou dvoufázovou metodu například diskontovaných peněžních toků a pouze vyměnit pokračující hodnotu na konci

první fáze za likvidační hodnotu a že s tímto problémem souvisí řada dalších úvah a otázek. Pro tyto případy je vhodná specifická oceňovací metoda označovaná jako **amortizační hodnota**, která ovšem v české literatuře zatím nebyla podrobněji popisována.

**Cílem tohoto příspěvku je proto upozornit na tuto metodu amortizační hodnoty, její principy a možnosti využití, a dále pak ukázat některá úskalí, která vyvstanou při práci s omezenou životností podniku.**

## 2. ZÁKLADNÍ PRINCIPY AMORTIZAČNÍ HODNOTY

Metoda amortizační hodnoty byla původně vyvinuta v USA. Jejím účelem je stanovit horní hranici zadlužení. Její základní podoba odpovídá výnosovým metodám, a proto je možné ji s výhodou použít i pro ocenění podniku (např. Bellinger 1992, str. 211).

Metoda amortizační hodnoty je založená na peněžních tocích a jejich prognóze. Na rozdíl od běžné metody diskontovaného cash flow ale v tomto případě zjišťujeme, jaké množství peněžních prostředků můžeme z podniku odčerpat bez ohledu na to, zda to bude z vlastního hospodaření nebo z likvidace.

Samotný název metody je odvozen z otázky, kterou si může položit kupující: za jak dlouho se může amortizovat kupní cena zaplacená za podnik. Nebo také, jakou cenu lze považovat za oprávněnou z hlediska možnosti ji uhradit v nejbližší době z výnosů a prodeje majetku podniku.

Vzorec pro ocenění podniku pomocí amortizační hodnoty je velmi podobný vzorci pro běžnou metodu DCF:

$$AH = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{L_n}{(1+i_k)^n},$$

kde:  $AH$  amortizační hodnota,  
 $n$  počet let zbývajících životnosti podniku, popř. požadovaná doba návratnosti kupní ceny,  
 $FCF_t$  volný peněžní tok, který lze z podniku odčerpat v roce  $t$ ,  
 $L_n$  příjem z likvidace podniku na konci roku  $n$ .

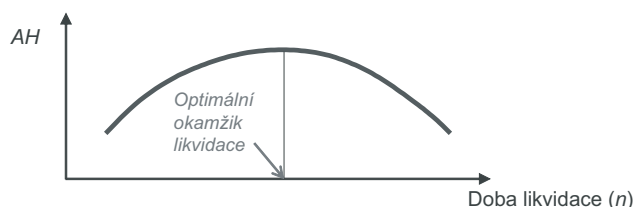
**Odlišnosti od běžné metody DCF** jsou následující:

- Jak již z předchozího textu vyplývá, pracujeme zde s **omezenou životností podniku** a místo druhé fáze vyjádřeného pokračující hodnotou používáme příjem z likvidace podniku provedené ke konci roku  $n$ .
- Druhá odlišnost již ze vzorce na první pohled patrná není. Týká se **předpokládaných investic**. U běžné metody DCF pro nekonečné trvání předpokládáme, že by investice do dlouhodobého majetku neměly v průměru klesnout pod úroveň odpisů a pokud prognózujeme růst, měly by investice do dlouhodobého majetku odpisy převyšovat a mělo by být kalkulováno i s růstem pracovního kapitálu. U amortizační hodnoty tento předpoklad opouštíme:
  - Pracujeme s investicemi do **dlouhodobého majetku buď nulovými nebo jen v minimální výši nutné k udržení podniku v chodu po zbývajících dobu životnosti  $n$** . Pokud bude podnik fungovat již jen několik let, není racionální obnovovat až do konce jeho dlouhodobá aktiva. Amortizační

hodnota naopak počítá s maximálním odčerpáním peněžních toků z podniku.

- Předpokládáme **stabilní výši pracovního kapitálu**, tedy nulové investice do pracovního kapitálu. Zde jen poznamenejme, že při praktické aplikaci budeme zřejmě sestavovat finanční plány na zbývajících roky životnosti. V závislosti na použité metodě sestavení finančních plánů nemusí mít v rozvaze položky zásob, závazků a pohledávek ve všech letech přesně stejnou výši. V takovém případě budou změny pracovního kapitálu nenulové a je samozřejmě třeba je do výpočtu peněžních toků započítat. Podstatné ale je, že by plány neměly obsahovat stabilní navyšování pracovního kapitálu.

Pokud budeme postupně prodlužovat dobu provozování podniku  $n$  a oddalovat tak okamžik likvidace, bude v typickém případě amortizační hodnota nejprve růst až dosáhne maxima a pak začne klesat, jak ukazuje obr. 1.



Obr. 1 Typický průběh amortizační hodnoty podniku v závislosti na délce zbývajících životnosti.

**Důvody pro tento průběh** jsou následující:

1. Pokud se jedná o podnik, který bude alespoň v několika příštích letech ještě generovat kladné volné peněžní toky, způsobuje prodloužení životnosti podniku zvětšování sumy současných hodnot těchto peněžních toků a tím amortizační hodnoty podniku. (Prodloužení životnosti je samozřejmě možné jen do doby, než by konkurence podnik pravděpodobně zcela vytlačila z trhu). Pokud má podnik ale nějaký základní problém, budou tato roční volná cash flow pravděpodobně stále menší (konkurence bude postupně zvyšovat svoji převahu).
2. Při oddalování doby likvidace se bude postupně snižovat příjem dosažitelný z likvidace, a to ze dvou důvodů:
  - V důsledku zastarání a opotřebení budou klesat dosažitelné realizační hodnoty dlouhodobého majetku, protože se nepředpokládá jeho obnovování.
  - Likvidační hodnota se vzdaluje v čase od data ocenění, a proto klesá její současná hodnota.

Obvykle nejprve převažuje první faktor působící na zvyšování hodnoty. Ve vzdálenějších letech kladný vliv dalších cash flow klesá a převládá záporný vliv poklesu likvidační hodnoty. Jedná se samozřejmě jen o typický průběh. Vývoj by mohl být v některých případech i jiný:

1. Amortizační hodnota má od data ocenění **klesající průběh** – pak bude finančně výhodnější podnik zlikvidovat hned a ocenit ho běžnou likvidační hodnotou i přesto, že by se ještě nějakou dobu na trhu udržel.

2. **Rostoucí průběh** by amortizační hodnota mohla vykazovat u podniků, u kterých se předpokládá omezená životnost nikoli z důvodu potíží, ale například z administrativních důvodů (omezená licence apod.). Pokud by rostoucí amortizační hodnota vycházela i u podniku v potížích, bylo by třeba znovu přehodnotit reálnost sestavené prognózy. Je pravděpodobné, že důvodem by mohly být nadhodnocené výnosy (je třeba počítat s rostoucí převahou konkurence) nebo podhodnocené náklady (například při minimálních obnovovacích investicích do dlouhodobého majetku bude třeba pravděpodobně počítat se zvýšenými náklady na opravy a údržbu, zejména v pozdějších letech).

### 3. VYUŽITÍ AMORTIZAČNÍ HODNOTY

Jak již bylo naznačeno v úvodu, lze amortizační hodnotu v souvislosti s oceněním podniku **použít těmito způsoby**:

1. Pokud je investor ochoten čekat, je možné odhadnout maximální dobu setrvání podniku na trhu, variantě předpokládat okamžik likvidace postupně v jednotlivých letech této maximální doby a pro každou variantu likvidace vypočítat amortizační hodnotu. Tento postup umožní nalézt optimální rok likvidace (tj. veličinu  $n$  ze vzorce), při kterém je amortizační hodnota nejvyšší (tento postup odpovídá výše uvedenému obrázku).
2. Pokud investor není ochoten čekat na ekonomicky nejvýhodnější okamžik likvidace, je možné předem stanovit počet let zbývajících životnosti a zjistit hodnotu budoucích příjmů, které lze maximálně za tuto dobu z podniku odčerpat. Tato hodnota pak může sloužit jako hraniční hodnota investora pro rozhodování o koupi nebo prodeji podniku.
3. Je-li naopak již známa konkrétní nabízená nebo požadovaná cena za prodáváný podnik, může si investor pomocí amortizační hodnoty propočítat, kolik let by bylo nutné podnik minimálně držet, aby se cena vrátila (amortizovala).

Amortizační hodnota přitom může být **vhodná po tyto situace**:

1. Jak již bylo uvedeno, je to velmi vhodná metoda pro ocenění podniku v potížích, který ale není nutné likvidovat okamžitě.
2. Kromě toho ale může být použita i pro podniky prosperující:
  - Podobně jako paušální metoda kapitalizovaných zisků může i amortizační hodnota tvořit dolní mez výnosového ocenění podniku, protože oceňuje pouze současný výnosový potenciál a nezahrnuje budoucí růstové příležitosti. Může tedy poskytnout doplňující informaci pro uživatele ocenění.
  - Amortizační hodnota může být využita i jako základní ocenění prosperujícího podniku, a to v případě mimořádně nejisté budoucnosti, která více méně znemožňuje sestavit věrohodnou prognózu.

Podle našeho názoru je možné použít amortizační hodnotu pro určení **tržní hodnoty** v případě, že podnik oceníme při optimálním okamžiku likvidace a že se jedná buď o podnik v potížích nebo o prosperující podnik s velmi nejistou prognózou. V takovém případě může být podle našeho názoru výsledkem odhad

pravděpodobné ceny, kterou by za podnik zaplatil nebo požadoval racionální investor při splnění dalších požadavků definice tržní hodnoty.

Naopak využití v ostatních případech, tj. při předem stanovené době likvidace a ocenění prosperujících podniků s možností sestavit běžnou prognózu bude výsledkem **investiční hodnoty**.

### 4. MOŽNÁ ÚSKALÍ PŘI POUŽITÍ AMORTIZAČNÍ HODNOTY

Nyní upozorníme na některé metodicky obtížnější aspekty, které by mohly být zdrojem chyb při použití amortizační hodnoty. Podle našeho názoru je třeba povšimnout si především těchto bodů:

- Amortizační hodnota je v podstatě modifikovaná metoda DCF, a proto ji lze použít v obdobných variantách jako základní metodu DCF, tj. v praxi především ve variantě entity nebo equity.
- S předchozím bodem souvisí metodický problém, jak u těchto dvou základních variant zacházet s cizím kapitálem.
- Další otázkou je, jak zacházet s provozně nepotřebným majetkem.

Zmíněné zdroje chyb související se správným započítáním cizího kapitálu a neprovozního majetku jsou způsobeny tím, že nepředpokládáme nekonečné trvání podniku jako u běžné metody DCF.

#### 1) Varianty amortizační hodnoty a cizí kapitál

V tomto ohledu je třeba důsledně dbát toho, abychom zachovali symetrii, pokud jde o předpokládané investory. Tuto symetrii je přitom třeba zachovat vždy u všech veličin vstupujících do výpočtu: volného cash flow, diskontní míry a likvidační hodnoty.

##### a) Varianta equity

Pokud pracujeme s předpokladem omezené životnosti podniku, může být varianta equity názornější a v důsledku toho je při ní menší riziko chyb. Všechny veličiny v tomto případě kalkulujeme pouze **na úrovni vlastníků podniku**. Je přitom třeba dodržovat tyto zásady:

- **Volné cash flow** v jednotlivých letech zbývajících životnosti je kalkulováno na úrovni vlastníků, tj. po odpočtu placených úroků včetně zohlednění daňové úspory z úroků a po započítání změny úročeného cizího kapitálu.
- **Diskontní míra** je kalkulována na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Je ovšem třeba připomenout, že při precizním postupu by i zde, stejně jako u běžné metody DCF, měly být náklady vlastního kapitálu přepočítávány podle výše zadlužení v jednotlivých letech, tj. podle struktury kapitálu v tržních hodnotách. V ideálním případě by zde měl být použit iterační postup přepočtu (pro metodu DCF je popsán např. v Mařík M., Maříková P., 2002 nebo Maříková P., 2004). Odlišnost při přepočtu nákladů vlastního kapitálu bude v tomto případě ta, že diskontní míra a v důsledku toho ani struktura kapitálu se neprojeví v pokračující

hodnotě. Místo ní je na konci posledního roku plánu vypočítána likvidační hodnota. Přepočty tedy bude třeba udělat jen pro jednotlivé roky plánu.

- **Likvidační hodnota** také musí být kalkulována na úrovni vlastníků. Znamená to odhadnout tržní (nebo likvidační) ceny veškerého majetku na konci životnosti podniku a od nich **odečíst veškeré závazky, tj. jak úročené, tak neúročené**.
- **Výsledkem** po dosazení do vzorce pro amortizační hodnotu je přímo hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu. Jedinou poslední úpravou, která přichází v úvahu, je pak přičtení hodnoty provozně nepotřebného majetku.

### b) Varianta entity

V tomto případě všechny veličiny důsledně kalkulujeme na úrovni vlastníků a věřitelů:

- **Volné cash flow** bude obvyklá veličina FCFF, kterou známe z metody DCF.
- **Diskontní míra** opět představuje běžnou veličinu průměrné vážené náklady kapitálu. I zde by měly být pokud možno provedeny přepočty v závislosti na výši zadlužení, a to jednak pro náklady vlastního kapitálu, jednak pro váhy kapitálu.
- **Likvidační hodnota** u varianty entity představuje největší zdroj možných chyb. Je třeba si uvědomit, že by měla být symetricky vyčíslena pro stejné investory, jako předchozí veličiny FCF a WACC, tj. pro vlastníky a úročené věřitele. Prakticky to znamená ocenit tržními nebo likvidačními hodnotami jednotlivé složky majetku ke konci doby životnosti a **odečíst pouze neúročený cizí kapitál**.
- **Výsledkem** po dosazení do vzorce pro amortizační hodnotu bude opět symetricky hodnota pro vlastníky a úročené věřitele, od které je třeba odečíst hodnotu úročeného cizího kapitálu k datu ocenění a případně přičíst hodnotu neprovozního majetku k datu ocenění.

U varianty entity se tedy část cizího kapitálu odečítá v rámci likvidační hodnoty (neúročený kapitál) a část až od výsledné amortizační hodnoty podniku k datu ocenění (úročený kapitál). Je tedy třeba dbát především na to, aby nebyl opomenut odpočet některých složek cizího kapitálu nebo aby naopak některé složky nebyly odečteny dvakrát.

### 2) Provozně nepotřebný majetek

Podobně jako u cizího kapitálu i u neprovozního majetku vzniká při omezené životnosti podniku možný zdroj chyb, protože neprovozní majetek bývá přičítán k výnosové hodnotě podniku k datu ocenění, ale u amortizační hodnoty je majetek oceňován i na konci životnosti v rámci likvidační hodnoty. Opět je třeba dbát na to, aby některé majetkové složky nebyly započteny dvakrát nebo naopak vynechány.

Doporučujeme držet se těchto zásad:

- **S provozně nepotřebným majetkem** můžeme zacházet zcela shodně, jako u jakéhokoliv jiného výnosového ocenění. Tento majetek by měl být vyčleněn a oceněn samostatně. Bude oceněn obvykle tržními hodnotami, protože racionální

vlastník může nepotřebný majetek prodat. Z výsledků hospodaření a tím i z volného cash flow po zbývajících letech životnosti podniku vyčleníme případné výnosy a náklady související s tímto neprovozním majetkem. Neprovozní majetek musíme **vyřadit i z likvidační hodnoty**.

Hodnota samostatně oceněného provozně nepotřebného majetku se tedy vůbec neobjeví ve vzorci pro výpočet amortizační hodnoty, ale bude připočtena až na závěr k této amortizační hodnotě. Jinými slovy, pokud bude mít podnik např. nakoupené obchodovatelné cenné papíry, které by se k datu ocenění daly na kapitálovém trhu prodat za 100 tis. Kč, je možné k hodnotě hlavního provozu podniku na závěr výpočtů přičíst přímo těchto 100 tis. Kč. Vlastník může tento příjem získat ihned a nemusí čekat až do doby likvidace na konci životnosti podniku.

Vymezení provozně nepotřebného majetku a jeho ocenění nebude závislé na předpokládané době likvidace podniku. Pokud má být amortizační hodnota propočítána pro různé varianty zbývajících let životnosti za účelem nalezení nejvýhodnější doby likvidace, bude ke každé variantě amortizační hodnoty připočtena vždy stejná hodnota neprovozního majetku.

- **Provozně potřebný majetek** je naopak třeba držet v podniku až do likvidace a investoři příjem z prodeje tohoto majetku získají až na konci životnosti podniku. Hodnota potřebného majetku proto vejde až do likvidační hodnoty na konci životnosti a do ocenění podniku se promítně diskontovaná v závislosti na vzdálenosti doby likvidace od data ocenění.

Největší možný zdroj chyb pak vidíme v jedné z nejobvyklejších provozně nepotřebných položek, a to jsou **nadbytečné peněžní prostředky**. Zde je třeba si uvědomit, že investoři mohou získat přímo „hotové“ peníze (myšleno mimo rozprodej ostatních majetkových položek při likvidaci) pouze ze dvou zdrojů:

- peněžní prostředky, které již v podniku k datu ocenění jsou,
- volné peněžní toky, které budou podnikem vytvořeny v jednotlivých budoucích letech a mohou být z podniku průběžně odčerpávány např. v podobě dividend nebo u varianty entity také v podobě plateb věřitelům.

Peněžní prostředky, které budou obsaženy v poslední rozvaze ke konci životnosti podniku a které by tedy mohly vcházet do likvidační hodnoty, nemohou mít žádný jiný původ, než některý ze dvou výše uvedených. Tj. buď jsou to peníze, které byly v podniku už k datu ocenění a byly drženy až do konce, nebo to jsou peníze vygenerované v budoucích letech jako volné cash flow, které ale z nějakého důvodu nebyly hned průběžně vyplaceny a zůstaly ležet na účtu.

Zde tedy vidíme největší riziko chybného postupu. Předpokládejme, že by teoreticky hodnota peněz k datu ocenění byla 0. Podnik by např. během příštích pěti let generoval kladné FCF pro vlastníky, ale nevyplácel by žádné dividendy. Uvolněné peníze by se tedy střádaly na účtu. Pokud by odhadce započítal do ocenění podniku součet diskontovaných volných peněžních toků a pak ještě v rámci likvidační hodnoty připočet výši peněz, byly by v hodnotě podniku obsaženy volné peněžní toky dvakrát. Toto je sice krajní případ,

finanční plán zejména u končícího podniku by měl s průběžnými výplatami počítat. Hromadění peněz na účtu by postrádalo ekonomickou racionalitu, ale přesto k určitým časovým posunům v plánovaných výplatách může snadno dojít a odhadce by si měl být této skutečnosti vědom.

Proto doporučujeme držet se těchto zásad:

- Nejprve pečlivě vyčíslit v jednotlivých letech plánu provozně nutný investovaný kapitál včetně provozně nutných peněžních prostředků. Pak teprve počítat volné cash flow, v rámci kterého bude výpočet investic vycházet ze změny před tím vypočítaného investovaného kapitálu. Připomeňme, že jedním z principů amortizační hodnoty sice je, že investice budou nulové nebo minimální, ale máme-li sestaveny jednotlivé finanční plány, bude pravděpodobně k mírným meziročním změnám rozvahových položek docházet, a ty musejí být ve výpočtu peněžních toků zachyceny.
- Peněžní prostředky existující v podniku k datu ocenění rozdělit na provozně potřebnou a nadbytečnou výši. **Nadbytečná výše existující k datu ocenění** bude přičtena k hodnotě případného dalšího neprovozního majetku a na závěr všech výpočtů sečtena s výnosovou hodnotou podniku. Nepotřebné peníze tedy vejdou do ocenění bez jakéhokoli diskontování, protože vlastníci by tyto prostředky mohli z podniku odčerpat okamžitě.
- V rámci likvidační hodnoty na konci života podniku započítat pouze provozně potřebnou výši. Tato výše musela být v podniku držena skutečně až do konce, a proto vejde do ocenění diskontovaná. Tentokrát by se ovšem mělo jednat o **potřebné peníze k datu likvidace**. Pokud je až do konce životnosti udržován minimálně limit peněz stanovený jako provozně nutný, je situace jasná. Případné peníze nad limit k datu likvidace by neměly být brány v úvahu, protože to jsou v plánu nerozdělené buď nepotřebné peníze, které už existovaly k datu ocenění, nebo vygenerované jako volné cash flow. V každém případě již byly jednu do ocenění započítány.

Pokud by ale v posledních letech fungování podniku bylo možné provozně nutný limit peněz postupně snižovat, měly by být do likvidační hodnoty započítány tyto nižší peníze. Jde o to, že pokles provozně nutných peněz se projeví jako uvolnění peněz zvyšující volné cash flow v roce, kdy k tomuto poklesu dojde. Vliv provozně nutných peněz na FCF a likvidační hodnotu můžeme ukázat na příkladu. Předpokládáme, že limit pro provozně nutnou výši peněz byl stanoven na 1 000. V posledních dvou letech života vyjde ale z plánu nižší stav peněžních prostředků a odhadce po poradě s managementem usoudí, že lze tento nižší stav ponechat a nebude nutné peníze již navyšovat (viz tab. 1).

Do hodnoty podniku se tedy původní provozně nutný limit peněz 1 000 dostane, a to postupně jako 200, 300 a 500. Rozdíl bude pouze v časové hodnotě peněz. V tomto případě se předpokládá, že

**Tab. 1**

Rok	1	2	3	4
Provozně nutné peníze v provozně nutném investovaném kapitálu	1 000	1 000	800	500
Vliv peněz na hodnotu podniku:				
• změna provozně nutného invest. kapitálu v FCF	0	0	+ 200	+ 300
• likvidační hodnota na konci životnosti				+ 500

investoři mohou prvních 200 z této částky odebrat již o rok dříve, takže výsledná hodnota bude o trochu vyšší, že kdyby byl původní limit udržován až do data likvidace.

### 5. PŘÍKLAD

Budeme předpokládat menší podnik, který v současnosti ještě má své místo na trhu. Má ale již starší vybavení. Aby dlouhodobě obstál v konkurenci větších podniků, musel by v dohledné budoucnosti zásadně inovovat zařízení, neboť konkurence již začíná využívat novou technologii. Tato inovace by však byla značně nákladná a nevyplatí se pro tak malý rozsah trhu, jaký obhospodařuje oceňovaný podnik.

Odhadce proto předpokládá, že daný podnik už vybavení nebude obnovovat a že by mohl na trhu fungovat se současným vybavením maximálně osm let. Podnik bude oceněn amortizační hodnotou k 1. 1. 2006. Úkolem přitom je stanovit nejvýhodnější datum likvidace.

Pro sestavení plánů na příštích osm let jsou přijaty tyto předpoklady:

- Tržby zůstanou na současné úrovni.
- Pro nákladové položky se předpokládá tento vývoj:
  - spotřeba materiálu bude plánována procentem z tržeb, a to ve výši 40 %,
  - ostatní vnější dodávky (hlavně energie) porostou ročním tempem 3 %,
  - osobní náklady porostou ročně (nominálně – oblast se značnou nezaměstnaností) 1 %,
  - odpisy zůstanou konstantní, a to odpisy staveb i zařízení po 500 tis. Kč, odpisy celkem tedy budou ročně 1 000 tis. Kč,
  - opravy a údržba ročně porostou tempem 15 %.
- Sazba daně z příjmů 24 %.
- Politika výplat podílů na zisku vlastníkům je do plánu zapracována tak, že bude-li výsledek hospodaření za účetní období kladný, bude vlastníkům vyplaceno 90 % tohoto zisku, bude-li záporný, nebude se v daném roce vyplácet nic.
- Položky pracovního kapitálu budou plánovány pomocí podílů na tržbách, a to:
  - zásoby 35 %,
  - pohledávky 12 %,
  - krátkodobé závazky 25 %.
- Jediným provozně nepotřebným majetkem budou peněžní prostředky. Provozně potřebná výše peněz přitom bude 2 000 tis. Kč.
- Bankovní úvěry budou udržovány na současné úrovni. Teprve až od roku 2011 by byly snižovány, pokud by podnik existoval až do této doby.
- Tržní hodnoty majetkových položek při likvidaci budou odhadnuty zjednodušeným způsobem jako procento z účetní hodnoty k datu likvidace, a to:
  - pozemky 110 %,
  - stavby 70 %,
  - zařízení 20 %,
  - zásoby 80 %,
  - pohledávky 80 %.

## Oceňování podniků

- Náklady vlastního kapitálu 15 %.
  - Náklady cizího kapitálu (tj. úroková míra z bankovních úvěrů) 10 %.
  - Odhad podílu vlastního kapitálu na investovaném kapitálu v tržních hodnotách 60 %.
  - $WACC = 0,15 \cdot 0,6 + 0,10 \cdot 0,4 \cdot 0,24 =$  12 %.
- Z těchto předpokladů vyplývá finanční plán na příštích osm let (tab. 2–3).

**Tab. 2 Výsledovka (tis. Kč)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Tržby</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>	<b>22 000</b>
<b>Náklady celkem</b>	<b>18 500</b>	<b>19 054</b>	<b>19 329</b>	<b>19 627</b>	<b>19 953</b>	<b>20 309</b>	<b>20 699</b>	<b>21 130</b>	<b>21 605</b>
Spotřeba materiálu	8 500	8 800	8 800	8 800	8 800	8 800	8 800	8 800	8 800
Ostatní vnější dodávky	2 600	2 678	2 758	2 841	2 926	3 014	3 105	3 198	3 294
Osobní náklady	5 600	5 656	5 713	5 770	5 827	5 886	5 945	6 004	6 064
Odpisy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Opravy a údržba	800	920	1 058	1 217	1 399	1 609	1 850	2 128	2 447
<b>Provozní VH</b>	<b>3 500</b>	<b>2 946</b>	<b>2 671</b>	<b>2 373</b>	<b>2 047</b>	<b>1 691</b>	<b>1 301</b>	<b>870</b>	<b>395</b>
Placené úroky (10%)	600	600	600	600	600	600	600	500	400
<b>VH před daní</b>	<b>2 900</b>	<b>2 346</b>	<b>2 071</b>	<b>1 773</b>	<b>1 447</b>	<b>1 091</b>	<b>701</b>	<b>370</b>	<b>-5</b>
Daň	899	563	497	425	347	262	168	89	0
<b>VH za účetní období</b>	<b>2 001</b>	<b>1 783</b>	<b>1 574</b>	<b>1 347</b>	<b>1 100</b>	<b>829</b>	<b>532</b>	<b>281</b>	<b>-5</b>
Podíly na zisku (výplata až v dalším roce)	1 801	1 605	1 417	1 212	990	746	479	253	0

**Tab. 3 Rozvaha – údaje k 31. 12. (tis. Kč)**

<b>AKTIVA</b>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>28 801</b>	<b>28 083</b>	<b>28 052</b>	<b>27 983</b>	<b>27 870</b>	<b>27 710</b>	<b>26 496</b>	<b>25 298</b>	<b>24 040</b>
<b>DL. HM. MAJETEK</b>	<b>15 500</b>	<b>14 500</b>	<b>13 500</b>	<b>12 500</b>	<b>11 500</b>	<b>10 500</b>	<b>9 500</b>	<b>8 500</b>	<b>7 500</b>
Pozemky	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
Stavby	8 500	8 000	7 500	7 000	6 500	6 000	5 500	5 000	4 500
Zařízení	4 000	3 500	3 000	2 500	2 000	1 500	1 000	500	0
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>13 301</b>	<b>13 583</b>	<b>14 552</b>	<b>15 483</b>	<b>16 370</b>	<b>17 210</b>	<b>16 996</b>	<b>16 798</b>	<b>16 540</b>
Zásoby	7 800	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700
Krát. pohledávky	2 500	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640
Peněžní prostředky	3 001	3 243	4 212	5 143	6 030	6 870	6 656	6 458	6 200
<b>PASIVA</b>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>28 801</b>	<b>28 083</b>	<b>28 052</b>	<b>27 983</b>	<b>27 870</b>	<b>27 710</b>	<b>26 496</b>	<b>25 298</b>	<b>24 040</b>
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>16 601</b>	<b>16 583</b>	<b>16 552</b>	<b>16 483</b>	<b>16 370</b>	<b>16 210</b>	<b>15 996</b>	<b>15 798</b>	<b>15 540</b>
Základní kapitál	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Rezervní fond	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600
Nerozděl. VH min.let	8 000	8 200	8 378	8 536	8 671	8 780	8 863	8 917	8 945
VH běžného roku	2 001	1 783	1 574	1 347	1 100	829	532	281	-5
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>12 200</b>	<b>11 500</b>	<b>11 500</b>	<b>11 500</b>	<b>11 500</b>	<b>11 500</b>	<b>10 500</b>	<b>9 500</b>	<b>8 500</b>
Krátkodobé závazky	6 200	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Bankovní úvěry	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	5 000	4 000	3 000

Nyní propočteme investovaný kapitál, volné cash flow a likvidační hodnotu pro jednotlivé roky likvidace. Připravíme přitom jak variantu equity, tak entity (tab. 4–11).

**a) Provozně nutný investovaný kapitál (tis. Kč).**

**Tab. 4**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>15 500</b>	<b>14 500</b>	<b>13 500</b>	<b>12 500</b>	<b>11 500</b>	<b>10 500</b>	<b>9 500</b>	<b>8 500</b>	<b>7 500</b>
Zásoby	7 800	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700	7 700
Pohledávky	2 500	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640	2 640
Prov. nutné peníze	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Neúročené závazky	-6 200	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500
<b>Pracovní kapitál</b>	<b>6 100</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>	<b>6 840</b>
<b>Investovaný kapitál</b>	<b>21 600</b>	<b>21 340</b>	<b>20 340</b>	<b>19 340</b>	<b>18 340</b>	<b>17 340</b>	<b>16 340</b>	<b>15 340</b>	<b>14 340</b>

## Oceňování podniků

### b) Volné peněžní toky (tis. Kč).

Tab. 5

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Korigovaný provozní VH	2 946	2 671	2 373	2 047	1 691	1 301	870	395
Upravená daň	707	641	569	491	406	312	209	95
Korigovaný prov. VH po dani	2 239	2 030	1 803	1 556	1 285	988	661	300
Odpisy	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
Investice brutto do dl. majetku	0	0	0	0	0	0	0	0
Změna pracovního kapitálu	-740	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCFF</b>	<b>2 499</b>	<b>3 030</b>	<b>2 803</b>	<b>2 556</b>	<b>2 285</b>	<b>1 988</b>	<b>1 661</b>	<b>1 300</b>
Placené úroky (1 – daň)	-456	-456	-456	-456	-456	-456	-380	-304
Změna úvěrů	0	0	0	0	0	-1 000	-1 000	-1 000
<b>FCFE</b>	<b>2 043</b>	<b>2 574</b>	<b>2 347</b>	<b>2 100</b>	<b>1 829</b>	<b>532</b>	<b>281</b>	<b>-4</b>

Poznámky:

- Korigovaný provozní výsledek hospodaření odpovídá účetnímu provoznímu výsledku, protože žádné korekce nebylo v tomto případě potřeba dělat.
- Investice brutto do dlouhodobého majetku jsou počítány jako provozně nutný dlouhodobý majetek ke konci roku – provozně nutný dlouhodobý majetek ke konci předchozího roku + odpisy. Vzhledem k tomu, že žádné investice plánovány nebyly, vyšly investice brutto skutečně nulové.
- Investice do pracovního kapitálu jsou počítány jako provozně nutný pracovní kapitál ke konci roku – provozně nutný pracovní kapitál ke konci předchozího roku. V daném případě došlo k mírným změnám provozních rozvahových položek jen v prvním roce plánu. Jde o malý nárůst pracovního kapitálu, který představuje snížení volného cash flow.

### c) Likvidační hodnota ke konci roku (tis. Kč).

Tab. 6

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pozemky	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300	3 300
Stavby	5 600	5 250	4 900	4 550	4 200	3 850	3 500	3 150
Zařízení	700	600	500	400	300	200	100	0
Zásoby	6 160	6 160	6 160	6 160	6 160	6 160	6 160	6 160
Pohledávky	2 112	2 112	2 112	2 112	2 112	2 112	2 112	2 112
Peníze provozně nutné	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Splacení krátkodobých závazků	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500	-5 500
<b>Likvidační hodnota entity</b>	<b>14 372</b>	<b>13 922</b>	<b>13 472</b>	<b>13 022</b>	<b>12 572</b>	<b>12 122</b>	<b>11 672</b>	<b>11 222</b>
Splacení bankovních úvěrů	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-6 000	-5 000	-4 000	-3 000
<b>Likvidační hodnota equity</b>	<b>8 372</b>	<b>7 922</b>	<b>7 472</b>	<b>7 022</b>	<b>6 572</b>	<b>7 122</b>	<b>7 672</b>	<b>8 222</b>

Prodejní hodnota majetkových položek je odhadnuta procenty z účetní hodnoty podle zadání. Jelikož v plánované rozvaze je ve všech letech vyšší stav peněžních prostředků, než je stanovený provozně nutný limit, je v likvidační hodnotě vždy započítán limit 2 000 tis. Kč.

V rámci likvidační hodnoty pro variantu entity jsou odečteny jen neúročené závazky, pro variantu equity jsou odečteny veškeré závazky vůči věřitelům.

Nyní spočítáme amortizační hodnoty podniku pro variantní doby životnosti od jednoho do osmi let.

### d) Ocenění podniku amortizační hodnotou equity.

Diskontní míra pro variantu equity je na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Pro lepší přehlednost pomíneme přepočty nákladů kapitálu v závislosti na výši zadlužení. Na základě vývoje volného cash flow a výše úvěrů lze očekávat, že by se tržní struktura neměla meziročně měnit příliš výrazně a vzniklá chyba by tak neměla být velká.

Tab. 7

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Odúročitel pro $i = 15\%$	0,8696	0,7561	0,6575	0,5718	0,4972	0,4323	0,3759	0,3269
Diskontované roční FCFE	1 776	1 946	1 543	1 201	909	230	106	-1
D FCFE kumulované	1 776	3 723	5 266	6 467	7 376	7 606	7 712	7 711
Diskont. likv. hodnota equity	7 280	5 990	4 913	4 015	3 267	3 079	2 884	2 688
<b>Hodnota netto provozní</b>	<b>9 056</b>	<b>9 713</b>	<b>10 179</b>	<b>10 482</b>	<b>10 644</b>	<b>10 685</b>	<b>10 596</b>	<b>10 399</b>
Provozně nenutné peníze	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001
<b>Hodnota netto k 1. 1. 2006</b>	<b>10 057</b>	<b>10 714</b>	<b>11 180</b>	<b>11 483</b>	<b>11 645</b>	<b>11 686</b>	<b>11 597</b>	<b>11 400</b>

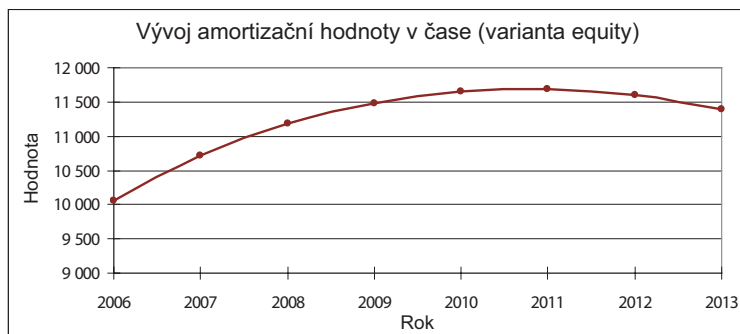
## Oceňování podniků

Provedeme kontrolu výsledné struktury kapitálu alespoň pro první získanou hodnotu:

$$\frac{\text{Hodnota netto provozní}}{\text{Hodnota netto provozní} + \text{Úvěry}} = \frac{9056}{9056 + 6000} = 60,15 \%$$

Struktura alespoň přibližně odpovídá použitému podílu vlastního kapitálu 60 %.

Získané hodnoty pro jednotlivé varianty okamžiku likvidace můžeme zanést do grafu (obr. 2.):



Obr. 2

Z tab. 7 a grafu na obr. 2 je patrné, že nejvýhodnější doba likvidace je **konec roku 2011** a hodnota podniku je v tomto případě něco přes **11 680 tis. Kč**.

### e) Ocenění podniku amortizační hodnotou entity.

V tomto případě použijeme jako diskontní míru průměrné vážené náklady kapitálu, které byly vyčísleny v zadání. Opět pro větší přehlednost pomíne přepočty podle výše zadání.

Tab. 8

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Odúročitel pro $i = 12 \%$	0,8925	0,7966	0,711	0,6346	0,5664	0,5055	0,4512	0,4027
Diskontované roční FCFF	2 230	2 414	1 993	1 622	1 294	1 005	750	524
D FCFF kumulované	2 230	4 644	6 637	8 259	9 554	10 559	11 309	11 832
Diskont. likv. hodnota entity	12 828	11 091	9 579	8 264	7 121	6 128	5 267	4 519
<b>Hodnota brutto provozní</b>	<b>15 058</b>	<b>15 735</b>	<b>16 216</b>	<b>16 523</b>	<b>16 675</b>	<b>16 687</b>	<b>16 575</b>	<b>16 352</b>
Úročený cizí kapitál k datu oc.	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000	6 000
<b>Hodnota netto provozní</b>	<b>9 058</b>	<b>9 735</b>	<b>10 216</b>	<b>10 523</b>	<b>10 675</b>	<b>10 687</b>	<b>10 575</b>	<b>10 352</b>
Provozně nutné peníze	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001	1 001
<b>Hodnota netto k 1. 1. 2006</b>	<b>10 059</b>	<b>10 736</b>	<b>11 217</b>	<b>11 524</b>	<b>11 676</b>	<b>11 688</b>	<b>11 576</b>	<b>11 353</b>

Vzhledem k tomu, že jsme neprovedli vyladění kapitálové struktury pro přepočty diskontní míry v jednotlivých letech, nemohou se výsledky varianty equity a entity zcela shodovat. Rozdíly ale nejsou velké. I v tomto druhém případě by byl závěr stejný – **zlikvidovat na konci roku 2011** a získaná hodnota je něco přes **11 680 tis. Kč**.

### f) Amortizační hodnota s vyladěním kapitálové struktury pro diskontní míru.

Na závěr ještě naznačíme, jak by bylo třeba u amortizační hodnoty provádět iterační přepočty tržní struktury kapitálu pro přesné vyčíslení diskontní míry. Pokud počítáme variantní amortizační hodnoty pro různé roky likvidace, bude tabulka složitější.

Aby byly získané výsledky srovnatelné s předchozími, provedeme nejprve dopočet nákladů vlastního kapitálu nezadlužených, které by odpovídaly výchozímu zadání, tj. nákladům vlastního kapitálu zadluženým ve výši 15 % při struktuře kapitálu

$$VK : CK = 60 \% : 40 \%$$

Použijeme vzorec odvozený z modelu Millera a Modiglianiho:

$$n_{VK(n)} = \frac{n_{VK(z)} + n_{CK}(1-d)\frac{CK}{VK}}{1 + (1-d)\frac{CK}{VK}} = \frac{0,15 + 0,10 \cdot (1 - 0,24)\frac{40}{60}}{1 + (1 - 0,24)\frac{40}{60}} = \text{cca } 13,3 \%$$

Nyní ukážeme možný propočty pro **amortizační hodnotu equity**, a to pro případ likvidace v roce 2006, 2007 a 2008 (další propočty by byly obdobné – viz tab. 9).



**Tab. 9 Amortizační hodnota equity**

	2006	2007	2008
FCFE roční	2 043	2 574	2 347
Likvidační hodnota equity ke konci roku	8 372	7 922	7 472
<b>Likvidace v roce 2006</b>			
Náklady VK zadlužené	15,0%		
<b>Hodnota netto provozní k začátku roku</b>	<b>9 060</b>		
CK k začátku roku (úvěry)	6 000		
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>66,2%</i>		
<b>Likvidace v roce 2007</b>			
Náklady VK zadlužené	14,8%	14,9%	
<b>Hodnota netto provozní k začátku roku</b>	<b>9 730</b>	9 131	
CK k začátku roku (úvěry)	6 000	6 000	
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>61,7%</i>	<i>65,7%</i>	
<b>Likvidace v roce 2008</b>			
Náklady VK zadlužené	14,8%	14,9%	15,1%
<b>Hodnota netto provozní k začátku roku</b>	<b>10 206</b>	9 671	8 534
CK k začátku roku (úvěry)	6 000	6 000	6 000
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>58,8%</i>	<i>62,0%</i>	<i>70,3%</i>

Poznámky:

- Náklady vlastního kapitálu zadlužené jsou přepočítávány z nákladů nezadlužených pomocí známého vzorce:

$$n_{vk(z)} = n_{vk(n)} + (n_{vk(n)} - n_{ck}) \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK}.$$

- Hodnota netto provozní k začátku roku je v posledním roce života podniku počítána:

$$H_{netto\ k\ počátku\ roku\ n} = \frac{Likvidační\ hodnota_n + FCF_n}{1 + náklady\ VK\ pro\ rok\ n}.$$

- Hodnota netto provozní k začátku každého dalšího roku postupně až k počátku prvního roku 2006 je počítána:

$$H_{netto\ k\ počátku\ roku\ t} = \frac{H_{netto\ k\ počátku\ roku\ t+1} + FCF_t}{1 + náklady\ VK\ pro\ rok\ t}.$$

**Tab. 10 Amortizační hodnota entity**

	2006	2007	2008
FCFF roční	2 499	3 030	2 803
Likvidační hodnota entity ke konci roku	14 372	13 922	13 472
<b>Likvidace v roce 2006</b>			
Náklady VK zadlužené	15,0%		
WACC	12,0%		
Hodnota brutto provozní k začátku roku	15 060		
CK k začátku roku	6 000		
<b>Hodnota netto prov. k začátku roku</b>	<b>9 060</b>		
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>66,2%</i>		
<b>Likvidace v roce 2007</b>			
Náklady VK zadlužené	14,8%	14,9%	
WACC	12,1%	12,0%	
Hodnota brutto provozní k začátku roku	15 730	15 131	
CK k začátku roku	6 000	6 000	
<b>Hodnota netto prov. k začátku roku</b>	<b>9 730</b>	9 131	
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>61,7%</i>	<i>65,7%</i>	
<b>Likvidace v roce 2008</b>			
Náklady VK zadlužené	14,8%	14,9%	15,1%
WACC	12,1%	12,1%	12,0%
Hodnota brutto provozní k začátku roku	16 206	15 671	14 534
CK k začátku roku	6 000	6 000	6 000
<b>Hodnota netto prov. k začátku roku</b>	<b>10 206</b>	9 671	8 534
<i>CK/VK v tržních hodnotách</i>	<i>58,8%</i>	<i>62,0%</i>	<i>70,3%</i>

- Ze získaných hodnot netto a úročeného cizího kapitálu je možno dopočítat tržní strukturu kapitálu. Takto dopočtený poměr bankovních úvěrů a hodnoty netto v daném roce je dosazen zpět do vzorce pro přepočet nákladů vlastního kapitálu zadlužených.
- Když je provedeno vyladění kapitálové struktury pro všechny roky, představuje první hodnota k 1. 1. 2006 hledanou amortizační hodnotu při dané době zbývající životnosti (číslo vyznačeno v tabulce vždy tučně).
- K této hodnotě by bylo třeba nakonec ještě přičíst provozně nepotřebné peníze k datu ocenění, tedy ve všech případech 1 001 tis. Kč.

Pro **amortizační hodnotu entity** by byly obdobné výpočty (viz tab. 10).

Výpočty jsou obdobné jako v předchozím případě. Pouze vzhledem k tomu, že vycházíme z FCF a likvidační hodnoty pro vlastníky i úročené věřitele, dostaneme dosazením do výše uvedených vzorců nejprve hodnotu brutto a od té je pak třeba odečíst velikost úročeného cizího kapitálu ke stejnému datu, ke kterému platí daná hodnota brutto. Druhou odlišností je potřeba pracovat s průměrnými náklady kapitálu. Iterační postup je shodný jako u metody equity, je ale třeba dopočítat kromě nákladů vlastního kapitálu zadlužených ještě celkové náklady s tím, že váhy jsou opět převzaty z výsledného poměru hodnoty netto a cizího kapitálu na hodnotě brutto k počátku daného roku.

Ke získaným provozním hodnotám netto k 1. 1. 2006 by opět bylo třeba na závěr přičíst neprovozní peníze ve výši 1 001 tis. Kč.

Jak patrně, po vyladění kapitálové struktury poskytne varianta entity i equity zcela shodné výsledky. Neliší se v daném případě ale příliš od výsledků původních, které pracovaly se stabilní strukturou kapitálu na úrovni tržní struktury k 1. 1. 2006.

## 6. ZÁVĚR

Amortizační hodnota je podle našeho názoru v naší praxi zatím nedocenená oceňovací metoda. Přitom zatím fungující podniky, které ale zřejmě dlouhodobě neobstojí v rostoucí konkurenci, tvoří významnou část českých firem. Amortizační hodnota je proto pro naše podmínky velice vhodná a měla by být více používána. Alternativně doporučujeme její použití i jako vedlejší doplňkové informace při ocenění pravděpodobně perspektivních podniků, u kterých ale bylo možné sestavit prognózu jen velmi nejistou.

Při jejím použití je třeba dát pozor na zdroje možných chyb, zejména pokud jde o správné zahrnutí hodnoty majetku a závazků, jak bylo v příspěvku vysvětleno. Při precizním postupu je i zde vhodné použít iterační postup pro vyladění tržní kapitálové struktury použití v diskontní míře. Ovšem vzhledem k tomu, u této metody se předpokládá jen „dojetí“ podniku obvykle bez nějakých větších zvratů, které by měly za následek výraznější meziroční změny tržní struktury kapitálu, nemusí být chyba při použití stabilní struktury tak velká, jako u běžného ocenění. Záleží ale na

konkrétní situaci a v každém případě je třeba strukturu vyladit podle výsledného ocenění alespoň k datu ocenění, jak to bylo provedeno v první části příkladu.

V závislosti na konkrétním typu a rozsahu majetku v podniku a zejména na účelu ocenění je třeba zvolit podrobnost stanovení likvidační hodnoty. V příkladu byl použit velmi jednoduchý postup. V konkrétním případě může být někdy zapotřebí přesnější odhad prodejních cen majetku. Navíc bude obvykle potřeba počítat likvidační hodnotu podniku nejen na úrovni odprodejních cen majetkových položek, ale na úrovni skutečného zůstatku po likvidaci. Prakticky to znamená odečíst od likvidační hodnoty na konci životnosti ještě navíc náklady na likvidaci, související daně a při obvykle delší době likvidace počítat i se současnou hodnotou likvidačních výnosů.

## 7. LITERATURA

- [1] BELLINGER B.: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis. Gabler, Wiesbaden, 1992.
- [2] MAŘÍK M. a kol.: Metody oceňování podniku. Ekopress, Praha, 2003.
- [3] MAŘÍK M., MAŘÍKOVÁ P.: Kapitálová struktura a oceňování podniku. In: *Odhadce a oceňování majetku č. 2/2003*.
- [4] MAŘÍKOVÁ P.: Kapitálová struktura, diskontní míra a hodnota podniku. In: *Sborník z mezinárodní konference Metodické problémy oceňování podniku. IOM VŠE, ČKOM a EU Bratislava, 17. září 2004*.

**Recenzoval: Prof. Ing. Albert Bradáč, DrSc.**