FAKULTA FINANCÍ A ÚČETNICTVÍ

Barbora Rýdlová, Ph.D.
Institut oceňování majetku VŠE

Hierarchie oceňovacích metod podle kvality vstupů

Rozhoduje model, nebo kvalita vstupních dat?

Czech Valuation Forum 2026 | 4. listopadu 2026

Vysoká škola ekonomická v Praze

Složitější model ≠ spolehlivější hodnota

PROBLÉM ČESKÉ OCEŇOVACÍ PRAXE

Která metoda poskytne za daných okolností nejspolehlivější odhad?

Matematická přesnost

Vypočteno správně ≠ správně odhadnuté vstupy

Ekonomická spolehlivost

Relevantní podklady pro ocenění + konzistence vstupů a metod + tržní opora

Cílem ocenění není obhájit oblíbenou metodu. Cílem je obhájit závěr o hodnotě.

Východisko přednášky: vlastní metodická syntéza IVS 103, IVS 104 a RICS VPS 3.

IVS, Red Book a IFRS: společný jmenovatel

SROVNÁNÍ POŽADAVKŮ

IVS 2025

Volba metody podle báze hodnoty, povahy aktiva, informací a z tržní evidence.

Silný důraz na použitelnost vstupů.

RICS Red Book

Metoda nesmí být vybrána pouze ze zvyku.

Oceňovatel odpovídá za volbu a zdůvodnění.

IFRS 13

Maximalizace relevantních pozorovatelných vstupů.

Hierarchie Level 1–3 se týká vstupů, ne názvů metod.

Žádný z těchto dokumentů nepředepisuje univerzální převahu DCF.

IVS 103 §10.04 a §10.12; RICS Red Book 2025, VPS 3; IFRS 13 §61–67 a §72–90.

IVS, Red Book a IFRS: srovnání požadavků

SROVNÁVACÍ TABULKA | VOLBA METODY A KVALITA VSTUPŮ

Otázka	IVS 2025	RICS Red Book 2025	IFRS 13
Existuje univerzálně preferovaná metoda?	Ne	Ne	Ne
Jsou tržní ceny z aktivního trhu významné?	Obecně nejsilnější důkaz hodnoty	Převzato z IVS	Nekorigovaná kotovaná cena identického aktiva má nejvyšší prioritu v hierarchii
Rozhoduje dostupnost a kvalita vstupů?	Výslovně ano	Ano	Ano, důraz na pozorovatelné vstupy
Je DCF preferovaná pro going concern podniky?	Ne automaticky	Ne automaticky	Ne automaticky
Je vyžadována konzistence předpokladů?	Ano, včetně CF a diskontní míry	Ano	Ano, včetně tržních předpokladů a zohlednění rizika
Lze použít odborný úsudek?	Ano, musí být podložen a dokumentován	Ano, s profesní odpovědností	Ano, zejména u nepozorovatelných vstupů

Zdroj: podklad přednášky; IVS 103–104; RICS Red Book VPS 3; IFRS 13 §61–67, §72–90.

IVS: volbu metody založit na věcných argumentech

KONKRÉTNÍ OPORA VE STANDARDECH

IVS 103 §10.04: Výběr metody ocenění

Zohlednit účel ocenění a bázi hodnoty, výhody a nevýhody metod ocenění, způsob uvažování účastníků trhu a dostupnost a spolehlivost tržních dat. Požadavky legislativy/judikatury

IVS 103 §10.12: Přímá evidence tržní hodnoty

Ceny z aktivního trhu jsou obecně nejsilnějším důkazem hodnoty.

IVS 103 §20.02 a §30.03: Použití tržního a výnosového přístupu k ocenění

TP: Hodnotit obchodní aktivitu trhu (posuzování likvidity a kuzotvornosti), pokud je dostatečná, pak by měl tržní přístup mít významnou váhu; DCF: při nejistých projekcích nebo omezeném přístupu k informacím (tržním datům) ověřovat i další přístupy.

IVS 104 §40.04

Nedostatečné nebo neobhajitelné významné vstupy = nesoulad s IVS.

IVSC, International Valuation Standards (účinné od 31. 1. 2025), IVS 103 a IVS 104.

Red Book: „Je to nejčastěji používaná metoda“ nestačí

VPS 3 | VÝBĚR PŘÍSTUPU A METODY

Žádná metoda nemá automatickou přednost.

Co Red Book požaduje

Zvolit a zdůvodnit přístup podle aktiva, účelu, kontextu a právních požadavků.

Co Red Book odmítá

Sáhnout po metodě pouze proto, že ji u podobných zakázek používáme obvykle.

Explicitní DCF je podporována tam, kde je vhodná – nikoli paušálně.

RICS Valuation – Global Standards 2025, VPS 3, str. 60–61, zejména odst. 4–7.

IFRS 13: hierarchie vstupů ≠ hierarchie metod

FAIR VALUE MEASUREMENT

LEVEL 1	Kotované ceny identických aktiv na aktivním trhu
LEVEL 2	Jiné přímo či nepřímo pozorovatelné vstupy
LEVEL 3	Nepozorovatelné vstupy: předpoklady účastníků trhu

DCF může být Level 2 i Level 3 – rozhodují významné vstupy.

IFRS 13 §61–67, §72–90; hierarchie je specifická pro vykazování fair value dle IFRS.

Hierarchie při rozhodování o oceňovacích metodách podle spolehlivosti vstupních dat

NAVRŽENÝ ANALYTICKÝ RÁMEC – NIKOLI UNIVERZÁLNÍ POŘADÍ METOD

01

Přímá tržní data (evidence)

Relevantní obchodní ceny identického aktiva – přímé odvození hodnoty z realizovaných cen

02

Nepřímá tržní data

Srovnatelné transakce, násobitele, yieldy – metoda tržního porovnání

03

Model s kvalitními vstupy

Např. DCF s tržně podloženým FCF a diskontem

04

Model s nepozorovatelnými vstupy

Např. interní plán bez tržní validace

Vlastní metodická syntéza IVS 103/104 a IFRS 13; pořadí je podmíněné relevancí, kvalitou dat a bází hodnoty.

Pět kritérií pro výběr oceňovací metody

KRITÉRIUM A HLAVNÍ OTÁZKA, KTEROU BY SI MĚL ZNALEC POLOŽIT

Kritérium	Hlavní otázka
Relevance	Odpovídají data oceňovanému aktivu, bázi hodnoty a datu ocenění?
Pozorovatelnost	Do jaké míry vstupy vycházejí ze skutečných tržních transakcí?
Spolehlivost	Jsou údaje ověřitelné, úplné, aktuální a dostatečně přesné?
Míra subjektivity	Kolik významných korekcí a odborných předpokladů je nutné provést?
Konzistence	Jsou vstupy modelu vzájemně slučitelné a odpovídají tržní realitě?

Zdroj: vlastní metodická syntéza IVS 103 §10.04, §10.09–10.10 a IVS 104 §30–50.

IVS 104: požadavky na vstupní data (spolehlivost)

§ 30 CHARAKTERISTIKY RELEVANTNÍCH DAT

PŘESNOST
Accurate

Bez chyby a zkreslení; měří to, co mají měřit.

ÚPLNOST
Complete

Soubor dat je dostatečný k zachycení vlastností aktiva. (Ne absolutní dokonalost)

AKTUÁLNOST
Timely

Odpovídají tržním podmínkám k datu ocenění.

TRANSPARENTNOST
Transparent

Původ a zdroj dat lze zpětně vysledovat.

§ 40 VÝBĚR VSTUPŮ

Vybrat relevantní a dostatečné vstupy pro dané aktivum, účel, metodu a model.

§ 50 DOKUMENTACE VSTUPŮ

Významné vstupy: vysvětlit a doložit jejich zdroj, výběr a použití.

§ 40.04 | Nedostatečné nebo neobhajitelné významné vstupy = nesoulad s IVS

Zdroj: IVS 2025, IVS 104 Data and Inputs, §30.01–30.03, §40.01–40.04 a §50.01–50.03.

DCF převádí předpoklady na hodnotu

VÝNOSOVÝ MODEL A JEHO KLÍČOVÉ VSTUPY

Hodnota = současná hodnota očekávaných FCF

Čitatel: očekávané FCF

Tržby, marže, CAPEX, pracovní kapitál, růst, scénáře.

Jmenovatel: diskontní míra

Bezriziková sazba, beta, ERP, country risk, náklady dluhu, struktura kapitálu.

Přesnost výpočtu neodstraní nejistotu ani nekonzistenci vstupů.

IVS 103, příloha A20, IVS 200 §60.03–60.08; metodická ilustrace.

Neobchodovaná firma: odkud vzít tržní očekávání?

LIMITY ČESKÝCH TRŽNÍCH DAT

Očekávané cash flow

- Management plán ≠ automaticky tržní plán
- Chybí veřejné analytické odhady
- Nízká verifikovatelnost dlouhého horizontu

Náklady kapitálu

- Beta z jiných trhů
- ERP na základě různých přístupů
- Rf a riziko země – riziko překryvu
- Kapitálová struktura peer group

Nutná je nezávislá validace a úprava dat na podmínky oceňovaného trhu, zajištění vnitřní konzistence použitých přístupů.

IVS 104 §30–50; IVS 200 §100–110; RICS Red Book 2025, VPGA 3 §5–6.

Riziko v cash flow, v diskontní míře a riziko chyby odhadu

EXPECTED VS. MOST LIKELY VS. CERTAINTY-EQUIVALENT

Most likely FCF

Nejpravděpodobnější jednotlivý scénář.
Není totéž jako střední očekávání.

Expected FCF

Pravděpodobnostně vážený průměr možných výsledků.

Certainty equivalent

Peněžní tok již upravený o cenu rizika pro investora.

„Konzervativní plán“ sám o sobě neospravedlňuje nižší WACC.
Ale WACC se pojí s expected FCF, nikoliv s nejpravděp. variantou plánu!

IFRS 13, příloha B14 a B17–B26; IVS 103, příloha A20.

ČEZ: stejná firma, rozdílné analytické prognózy

ODHADY ROKU 2027 | MLD. KČ

Ukazatel	Minimum	Medián	Maximum
Tržby	284,5	305,8	346,8
EBITDA	104,1	111,4	120,3
EBIT	51,5	56,6	68,1
Čistý zisk	29,6	33,3	41,7

U čistého zisku je maximum o více než 40 % nad minimem.

ČEZ, analytický konsenzus pro rok 2027 – údaje k 12. 10. 2026

ČEZ: i jedna analýza může vést k více hodnotám

ROZDÍLNÉ SCÉNÁŘE A OCEŇOVACÍ KONSTRUKCE

Základní DCF

1 150 Kč / akcii
Scénář tradičního fungování v celku
Metoda DCF

Alternativní ocenění

1 359–1 474 Kč / akcii
Scénář transformace společnosti.
Metoda tržního porovnání a součet hodnot dvou oddělených částí
Zdůvodnění růstu hodnoty

Rozdíl +18 až +28 % vůči základnímu scénáři: zásadní jsou předpoklady.

Tržní cena není analytický konsenzus

Fio banka, aktualizace analýzy ČEZ (7. 7. 2026); scénáře nejsou totožnou metodickou konstrukcí.

Kdy může být DCF nejspolehlivější metodou?

PŘÍKLAD KOMERČNÍ NEMOVITOSTI

Problém přímé komparace

Budovy s rozdílným mixem nájemců, smluv, technického stavu a investičních potřeb.

Cena za m² může vyžadovat velké korekce.

Výhoda tržně kalibrovaného DCF

Smluvně doložené nájmy, lokální market rent, obsazenost, CAPEX a realizované yieldy.

Model může lépe zohlednit rozdíly.

Nerozhoduje název metody. Rozhoduje, jak kvalitně ji umíme naplnit daty.

IVS 103 §20.04, §30.02–30.03; RICS Red Book 2025 VPS 3; příklad vlastní.

Tři pravidla pro spolehlivější oceňování

ZÁVĚREČNÉ SDĚLENÍ

1 Tržní evidence (důkazy hodnoty)

Jaké relevantní a spolehlivé informace máme? Neaplikovat nejběžnější metodu, ale věcně odůvodněnou dle hierarchie vstupů

2 KONZISTENCE

Prověřit vazby mezi FCF, diskontní mírou, růstem a rizikem.

3 KALIBRACE

Konfrontovat významné vstupy a výsledek s tržní realitou.

Model není důkazem hodnoty, je to technikálie.
Rozhodující jsou kvalitní a obhajitelné vstupy.
Ocenění založené na nedostatečných nebo neobhajitelných vstupech není v souladu s IVS

Závěr: vlastní syntéza IVS 103, IVS 104, IVS 200, RICS VPS 3 a IFRS 13.