

Obsah

Rubrika *Stati*

Eva Dufková – Nikola Foffová – Milan Hrdý – Petr Marek: Srovnání zadluženosti evropských firem3

Jaroslav Šantrůček – Michal Dohányos: Analýza provozního majetku pro výnosové ocenění podniku část II.: Komplexní výnosové ocenění podniku12

Rubrika *Diskuse*

Lukáš Křístek: Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít 31

Miloš Mařík: Poznámky k příspěvku „Křístek, L.: Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít“..... 38

Miloš Mařík – Jaroslav Šantrůček – Jiří Hlaváč: Stanovisko k návrhům Vladimíra Kulila označeným jako „Výnosové metody pro ocenění podniku – moderní přístupy“..... 40

Vlastimil Trávník: Praktické použití paušální metody kapitalizace NOPAT pro ocenění podniku..... 47

Miloš Mařík: Stanovisko k případové studii Ing. Trávníka „Praktické použití paušální metody kapitalizace NOPAT pro ocenění podniku“.....53

Editorial

Vážení čtenáři,

předkládáme Vám čtvrté číslo dvanáctého ročníku našeho časopisu Oceňování. V tomto čísle jsme pro Vás připravili dva hlavní příspěvky v rubrice Stati a pět příspěvků v rubrice Diskuse, zabývajících se vybranými problémy souvisejícími s tématem oceňování majetku.

Eva Dufková, Nikola Foffová, Milan Hrdý a Petr Marek z katedry financí a oceňování podniku VŠE se ve svém příspěvku zaměřili na srovnání celkové zadluženosti firem v 15 členských zemích Evropské unie a v 10 odvětvích. Pro měření byly zvoleny mediánové hodnoty ukazatelů věřitelského rizika, dlouhodobé úvěrové zadluženosti a krátkodobé úvěrové zadluženosti.

Článek Jaroslava Šantrůčka a Michala Dohányose (znalecký ústav MBM-Hopet s.r.o.) rozebírá důležitost a potřebu řešení, resp. zavedení kalkulovaných odpisů pro odhadování výnosové hodnoty podniku. Odvozuje a vysvětluje význam funkce spread jako rozdíl ukazatelů ROIC resp. ROA a WACC pro odhad parametrů ovlivňujících výnosovou hodnotu podniku.

Lukáš Křístek (MBA – BDO ZNALEX, s. r. o.) se zabývá problematikou využívání informací po datu ocenění při znaleckém ocenění a reaguje na článek „Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace“ uveřejněném v č. 2/2018 časopisu Oceňování.

K článku Lukáše Křístka se následně vyjadřuje několika poznámkami Miloš Mařík z katedry financí a oceňování podniku VŠE.

Vladimír Kulil, ředitel Ústavu oceňování majetku při Ekonomické fakultě Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava, předložil v nedávné době návrh na nový přístup k výnosovému oceňování podniku. Návrh byl uveřejněn v časopise Znalec 2/2019. Vzhledem k tomu, že dr. Kulil požádal různé subjekty činné v oceňování podniku o posouzení návrhu, předkládáme vyjádření Miloše Maříka (VŠE), Jaroslava Šantrůčka (MBM-Hopet s.r.o.) a Jiřího Hlaváče (TPA Valuation & Advisory s.r.o.).

Vlastimil Trávník (soudní znalec) se ve svém příspěvku zabývá praktickou aplikací paušální metody kapitalizace NOPAT. Jedná se o nově navržený postup, který autor považuje za sofistikovanější alternativu k běžně používané paušální ziskové metodě kapitalizovaných čistých výnosů (KČV).

Také k případové studii Vlastimila Trávníka na téma praktického použití paušální metody kapitalizace NOPAT pro ocenění podniku zaujal stanovisko Miloš Mařík z katedry financí a oceňování podniku VŠE, které je posledním příspěvkem rubriky Diskuse.

Věříme, že pro Vás bude náplň časopisu přínosná. Závěrem mi dovoluje, abych Vám jménem redakční rady časopisu Oceňování popřála mnoho úspěchů v roce 2020.

Ing. Radana Šmídová, Ph.D.

šéfredaktorka časopisu Oceňování

Srovnání zadluženosti evropských firem[#]

Eva Dufková^{} – Nikola Foffová^{**} – Milan Hrdý^{***} – Petr Marek^{****}*

Úvod

V rámci oceňování firmy (zvláště při metodě diskontovaných peněžních toků) je zapotřebí nejprve posoudit současnou kapitálovou strukturu a poté stanovit kapitálovou strukturu cílovou jako jedno z možných řešení cirkulačního problému (detailněji viz Mařík – Maříková, 2015, s. 260). Někteří odborníci (např. Copeland aj., 2002, s. 203) přitom doporučují využít pro tyto účely typickou strukturu srovnatelných podniků ze stejného odvětví nebo oboru. Nicméně takovýto postup lze zvolit jen tehdy, pokud kapitálová struktura v určitém odvětví či oboru nevykazuje u jednotlivých podniků příliš velké rozdíly. Současně lze na základě tohoto tvrzení předpokládat, že pokud pro dané odvětví či daný obor platí typická kapitálová struktura, pak by se neměla v jednotlivých zemích významně lišit. Předmětem šetření je zadluženost jako hlavní parametr kapitálové struktury. Cíl tohoto článku spočívá ve zhodnocení současného stavu a vývoje zadluženosti evropských firem podle jednotlivých států a podle jednotlivých odvětví a pomoci tak odhadcům při stanovení cílové kapitálové struktury jako jednoho z kroků při oceňování firem formou výnosové metody.

Data

Za zdroj dat posloužila databáze Amadeus (2019). Pro šetření byly vybrány firmy ve formě obchodní společnosti z odvětví A až J (podle NACE Rev. 2) s nezaporným vlastním kapitálem, pro které byly k dispozici data za celé sledované období od roku 2011 do roku 2015. Celkem se jednalo o 122 597 firem z 15 zemí Evropské unie (viz Tab. 1). U zbývajících zemí Evropské unie byla k dispozici data za méně než 100 firem, a proto nebyly firmy z těchto zemí do vyšetřovaného vzorku zahrnuty.

Tab. 1: Počet vyšetřovaných firem

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Belgie	20	17	1 088	28	64	502	1 511	397	50	151	3 828
Bulharsko	1 395	105	4 690	380	174	1 804	5 489	1213	1 059	628	16 937
ČR	1 192	48	4 210	447	192	1 581	3 450	771	344	366	12 601
Finsko	59	12	552	105	53	172	491	179	59	54	1 736
Francie	130	96	4 628	272	317	1 729	8 512	1229	286	813	18 012
Itálie	517	78	10 346	645	528	2 031	7 151	1483	479	729	23 987

[#] Článek je zpracován jako výstup projektu Vysoké školy ekonomické v Praze IP 100040.

^{*} Ing. Eva Dufková; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <eva.dufkova@vse.cz>.

^{**} Ing. Nikola Foffová; Neit Consulting s.r.o., Washingtonova 1624/5, 110 00 Praha 1; <nikola.foffova@neit.group>.

^{***} Doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D.; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <milan.hrdy@vse.cz>.

^{****} Prof. Ing. Petr Marek, CSc.; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.marek@vse.cz>.

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Lotyšsko	456	36	880	100	86	436	1 342	523	169	131	4 159
Lucembursko	1	1	48	3	7	84	88	33	9	10	284
Maďarsko	281	14	922	74	56	149	639	114	43	60	2 352
Německo	9	8	655	186	40	85	362	137	15	85	1 582
Polsko	26	2	41	4	3	18	40	14	1	12	161
Rumunsko	1 447	138	5 357	179	263	2 677	6 223	1616	800	517	19 217
Řecko	107	28	1 645	106	48	411	2 367	322	558	229	5 821
Slovensko	808	35	2 366	206	125	927	3 094	701	355	263	8 878
Slovinsko	32	17	987	32	50	281	1 046	341	100	156	3 042
Celkem	6 480	635	38 415	2 765	2 006	12 887	41 805	9 073	4 327	4 204	122 597

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty.

Legenda (sloupce): A = zemědělství, lesnictví a rybářství, B = těžba dobývání, C = zpracovatelský průmysl, D = dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu, E = zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi, F = stavebnictví, G = velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel, H = doprava a skladování, I = ubytování, stravování a pohostinství, J = informační a komunikační činnosti.

Celková zadluženost, dlouhodobá úvěrová a krátkodobá úvěrová zadluženost

Pro měření celkové firemní zadluženosti byl zvolen ukazatel *věřitelského rizika*, VR, počítaný jako poměr dluhu (úročeného i neúročeného) k aktivům. V databázi Amadeus (2019) se jedná o ukazatel *debt to assets ratio* ($(\text{Assets} - \text{Shareholder Funds}) / \text{Assets}$). Postupně bylo provedeno prostorové a časové šetření podle zemí a podle odvětví. Vzhledem k vysoké citlivosti průměru na extrémní hodnoty byl jako střední hodnota vysvětlující vyšetřovaný soubor zvolen medián.

Při posuzování zadluženosti firem je však třeba vzít v úvahu zvlášť dlouhodobou a zvlášť krátkodobou zadluženost. Dlouhodobé dluhy bývají obvykle spojeny s investičními projekty, zatímco krátkodobé dluhy slouží zpravidla k financování provozní činnosti. Proto se tato studie věnuje rovněž časové struktuře dluhu. V tomto případě jsou zvažovány jen úročené dluhy neboli bankovní úvěry. Ukazatel *dlouhodobé úvěrové zadluženosti*, DÚZ, byl proto konstruován jako poměr dlouhodobého úvěru k aktivům (v databázi Amadeus poměr (*Long term debt* / *Assets*)) a ukazatel *krátkodobé úvěrové zadluženosti*, KÚZ jako poměr krátkodobého úvěru k aktivům (v databázi Amadeus poměr (*Loans* / *Assets*)). Z tohoto důvodu proto i součet mediánových hodnot dlouhodobé a krátkodobé zadluženosti nemusí odpovídat hodnotě mediánu celkové zadluženosti.

Tab. 2: Prostorové šetření věřitelského rizika v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Bulharsko	39,68	48,09	43,46	80,12	43,66	44,99	52,51	51,03	57,66	41,58	48,16
Polsko	30,18	79,25	52,77	70,25	40,61	52,24	65,10	55,38	62,61	36,40	51,40
Maďarsko	27,26	41,85	52,42	66,26	68,06	54,46	57,61	58,88	57,02	56,46	52,19
ČR	37,83	48,20	51,99	78,61	44,04	60,53	55,65	61,35	82,60	55,34	56,81
Řecko	64,61	45,63	53,03	61,60	42,56	47,60	63,10	63,69	43,99	66,76	57,58

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Slovinsko	57,43	67,44	56,48	39,60	62,22	63,34	59,41	60,59	60,08	49,20	58,21
Lucembursko	58,98	18,79	54,88	61,13	56,33	63,79	60,10	57,16	79,54	62,31	59,96
Finsko	66,61	72,45	57,54	60,34	55,98	66,33	61,31	66,07	82,18	66,04	61,46
Rumunsko	63,25	67,18	58,33	87,75	57,09	64,67	64,51	66,34	63,76	56,16	62,80
Belgie	49,01	56,55	58,97	45,63	53,04	68,81	65,70	69,05	74,49	68,09	64,53
Lotyšsko	54,11	47,44	62,59	73,74	73,57	61,51	68,42	67,48	83,31	64,63	64,81
Francie	55,87	56,54	59,11	89,51	73,15	77,59	68,44	73,75	74,48	69,89	67,81
Německo	58,50	64,70	68,55	60,14	68,48	75,54	76,07	79,31	84,55	74,78	70,90
Slovensko	56,67	53,76	67,22	83,98	66,02	74,02	74,12	74,51	80,91	71,49	71,18
Itálie	74,21	66,33	66,83	76,90	75,97	82,73	77,18	79,92	68,14	73,40	73,01
Celkem	56,67	56,54	57,54	70,25	57,09	63,79	64,51	66,07	74,48	64,63	62,80

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Tab. 3: Prostorové šetření dlouhodobé úvěrové zadluženosti v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Řecko	6,38	6,34	6,52	38,33	4,52	0,72	2,15	3,42	11,49	3,46	3,94
Bulharsko	6,35	7,45	4,91	49,30	3,51	1,98	1,96	9,05	14,83	0,42	3,96
Slovensko	8,68	7,08	6,45	39,42	10,76	3,99	2,76	14,90	7,75	2,56	5,50
Francie	8,42	17,91	7,63	67,01	12,66	5,61	4,33	7,04	14,50	6,53	6,02
ČR	17,84	8,58	6,67	55,66	6,88	3,77	6,75	8,61	20,49	1,47	6,50
Maďarsko	7,31	2,03	7,74	7,69	11,06	3,50	4,77	12,63	15,97	1,66	6,62
Belgie	12,41	9,87	8,70	13,62	19,06	7,45	5,45	11,67	27,15	1,80	7,28
Rumunsko	18,13	16,27	11,34	33,67	15,61	9,75	4,71	19,45	23,79	6,77	9,90
Polsko	12,89	38,94	14,10	39,88	17,45	10,18	3,43	17,21	11,64	13,08	10,96
Lucembursko	17,37	4,77	8,91	30,92	16,37	14,14	11,84	4,58	21,43	13,29	12,36
Itálie	14,51	22,10	13,25	21,02	19,95	17,89	9,43	13,59	26,51	11,82	12,44
Slovinsko	20,27	20,05	15,55	19,45	21,84	11,34	7,64	19,57	17,34	5,92	12,76
Finsko	33,73	49,40	12,37	37,68	34,20	9,41	9,00	18,60	16,39	7,10	14,78
Lotyšsko	27,47	24,18	18,05	46,35	56,25	10,73	9,01	22,56	24,39	8,12	15,60
Německo	13,89	28,73	29,68	32,23	35,27	27,51	22,55	41,68	33,62	29,61	29,47
Celkem	13,89	16,27	8,91	37,68	16,37	9,41	5,45	13,59	17,34	6,53	10,96

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Tab. 4: Prostorové šetření krátkodobé úvěrové zadluženosti v roce 2015 (medián v %)

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Bulharsko	23,42	24,78	25,83	12,66	27,51	31,37	33,70	27,00	16,46	30,13	27,86
Německo	29,58	23,20	29,09	24,18	25,50	39,44	43,72	24,37	26,15	33,04	30,96
Polsko	9,89	40,31	31,04	30,31	8,83	37,97	51,17	38,82	50,97	17,79	32,75
Lotyšsko	19,23	19,16	33,76	19,15	11,57	40,05	47,42	33,63	36,89	42,29	35,46
Slovinsko	29,09	33,60	32,65	10,09	36,47	42,35	41,30	32,63	29,44	33,53	35,59
Finsko	28,07	25,36	33,73	13,05	15,63	45,29	42,89	37,54	58,64	45,33	36,51
Maďarsko	17,47	32,80	38,40	35,07	37,88	43,27	45,72	38,98	30,54	47,44	38,13
ČR	13,41	28,03	35,73	11,11	27,34	45,99	36,83	42,44	37,62	43,90	38,26

Země	Odvětví										Celkem
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	
Lucembursko	41,61	14,01	35,17	25,40	19,24	41,10	36,36	38,41	59,55	43,39	38,57
Rumunsko	33,34	35,10	36,08	30,03	27,42	43,66	48,67	33,94	21,05	38,67	39,85
Řecko	50,86	24,51	36,88	11,61	29,14	37,98	50,98	48,24	18,79	53,61	41,80
Belgie	27,62	25,63	41,71	22,30	25,65	52,21	52,39	46,33	27,80	58,63	47,85
Itálie	50,81	31,66	47,86	30,78	46,70	48,45	62,66	60,14	24,77	54,14	52,61
Slovensko	41,05	36,82	51,80	28,31	42,88	62,85	60,21	49,04	61,78	56,86	54,46
Francie	37,52	32,20	44,55	15,15	54,09	66,55	57,62	60,95	45,94	57,72	54,47
Celkem	29,09	28,03	35,73	22,30	27,42	43,27	47,42	38,82	30,54	43,90	38,13

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Z prostorového šetření v tabulkách č. 2, 3 a 4 vyplývá vysoká různorodost dosažených výsledných mediánů, která neumožňuje přijmout jednoduché závěry o typických (standardních) úrovních firemní zadluženosti za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví.

Pohled z teritoriálního hlediska

Ze srovnání mediánů VR vychází jako 5 zemí s nejnižší firemní zadlužeností Bulharsko, Polsko, Maďarsko, Česká republika a Řecko a naopak 5 zemí s nejvyšší firemní zadlužeností představuje Itálie, Slovensko, Německo, Francie a Lotyšsko. Itálie je přitom jedinou zemí, která současně patří mezi 5 zemí jak s nejvyšší krátkodobou tak i dlouhodobou firemní zadlužeností. V případě Německa a Lotyšska způsobuje vysokou hodnotu mediánu VR pouze vysoká hodnota mediánu DÚZ, zatímco hodnota mediánu KÚZ těchto zemí patří k těm nižším. U Slovenska a Francie je tomu naopak, neboť tyto země vykazují vysokou hodnotu mediánu KÚZ a nízkou hodnotu mediánu DÚZ. Bulharsko trumfuje jednoznačně jako země s nejnižší firemní zadlužeností VR, hodnota mediánu KÚZ vystupuje u této země v daném vzorku jako úplně nejnižší a hodnota mediánu DÚZ jako druhá nejnižší. Polsko, Maďarsko i Česká republika si udržují buď nízkou, nebo střední firemní zadluženost, a to krátkodobou i dlouhodobou. Postavení Řecka lze považovat za poměrně překvapivé, ačkoliv tato země má nízkou celkovou firemní zadluženost VR, tak u ní můžeme zároveň nalézt vysokou hodnotu mediánu KÚZ. Nízká hodnota mediánu VR u této země je tak způsobena velmi nízkou hodnotou mediánu DÚZ. Dlouhodobá úvěrová zadluženost bývá nicméně spojená s vyššími investicemi a řecké firmy se tak v posledních letech potýkají se zvýšenou nedůvěrou ze strany věřitelů, čerpaný bankovní úvěr pak musí využít především na řešení aktuálních provozních problémů.

Zajímavý pohled na tuto problematiku pak získáme, když porovnáme celkovou firemní zadluženost u zemí, které jsou a které nejsou členy Evropské měnové unie (dále též EMU). Ve vyšetřovaném vzorku 15 členských zemí Evropské unie se nachází 10 členů EMU a 5 nečlenů EMU. Nejnižší celkovou zadluženost VR nicméně vykazují 4 nečlenské země EMU: Bulharsko, Polsko, Maďarsko a Česká republika (srv. Poulová, 2017). Pouze Rumunsko má z nečlenských zemí EMU středně velkou firemní zadluženost. Tento jev (vliv členství v EMU na vyšší zadluženost firem) lze nejspíše hledat ve snazším přístupu k úvěrům z jiných zemí EMU daný nulovým devizovým rizikem při obchodování a investování na trzích EMU.

Nejnižší difference v hodnotách mediánů VR za odvětví v rámci jedné země se vyskytuje u dvou zemí s nejvyšší celkovou hodnotou mediánu VR, tj. u Slovenska (16,4 % bodů) a u Itálie (17,9 % bodů). Naopak největší difference patří Lucembursku (60,6 % bodů)

a Polsku (49,1 % bodů). Vysokou diferenci u Lucemburska lze vysvětlit patrně menším počtem vyšetřovaných prvků. Jinými slovy řečeno v podstatě v každé zemi můžeme nalézt vysoké rozdíly mezi nejvíce a nejméně zadluženým odvětvím.

Tab. 5: Časové šetření věřitelského rizika podle jednotlivých zemí (medián v %)

Země	Roky					Index 2015/2011
	2011	2012	2013	2014	2015	
Německo	72,32	72,54	72,24	71,33	70,90	0,98
Slovensko	73,71	74,07	73,80	72,29	71,18	0,97
Francie	70,12	70,12	69,40	68,65	67,81	0,97
Itálie	76,03	75,15	74,34	74,06	73,01	0,96
Belgie	66,97	66,46	66,08	65,60	64,53	0,96
Polsko	53,61	52,16	53,50	52,85	51,40	0,96
Finsko	64,97	64,72	62,90	62,20	61,46	0,95
Maďarsko	55,78	54,59	54,48	54,34	52,19	0,94
Řecko	61,83	58,25	57,58	58,20	57,58	0,93
Lucembursko	66,25	63,63	62,67	62,10	59,96	0,91
ČR	62,36	61,56	60,92	59,11	56,81	0,91
Rumunsko	70,55	69,98	67,70	65,81	62,80	0,89
Lotyšsko	73,86	71,05	68,66	66,96	64,81	0,88
Slovinsko	65,84	64,32	62,35	59,80	58,21	0,88
Bulharsko	56,89	64,92	52,64	51,02	48,16	0,85

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty.

Z časového šetření mediánu VR podle jednotlivých zemí (viz Tab. 5) plyne překvapivé zjištění. Ve všech sledovaných zemích nastalo od roku 2011 do roku 2015 snížení hodnoty mediánu VR. Nejmenší pokles nastal u zemí s nejvyšší hodnotou mediánu VR, tj. u Itálie, Slovenska, Německa a Francie, největší u Bulharska, tj. u země s nejnižší hodnotou mediánu VR.

Pohled z odvětvového hlediska

Ze srovnání mediánů VR podle odvětví se jako nejméně zadlužené odvětví jeví sektory A (zemědělství lesnictví a rybářství), B (těžba a dobývání) a C (zpracovatelský průmysl), neboli z hlediska tvorby hrubého domácího produktu obvykle stěžejní odvětví. Nejvíce zadlužené odvětví podle VR zastupují sektory I (ubytování, stravování a pohostinství), D (dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu) a H (doprava a skladování).

Nejnižší diferenci v hodnotách mediánů za odvětví v rámci jedné země lze vidět u sektorů G (velkoobchod a maloobchod, 24,7 % bodů) a C (25,1 % bodů), nejvyšší u sektorů B (60,5 % bodů) a D (49,9 % bodů). Existují oborové standardy zadluženosti platné pro jednotlivá odvětví? Pokud lze považovat 25% bodovou diferenci za významnou, potom ohledně existence oborových hodnot celkové firemní zadluženosti lze vyjádřit určitý skepticismus (srv. Hrdý, 2016).

Přesto však lze určité charakteristické rysy zadluženosti pro jednotlivá odvětví nalézt. Odvětví G vykazuje současně nejnižší dlouhodobou zadluženost *DÚZ* a nejvyšší krátkodobou zadluženost, přitom celkovou zadluženost VR lze označit spíše za střední. Podobně je na tom

i odvětví J (informační a komunikační činnosti) s druhou nejnižší hodnotou mediánu *DÚZ* a druhou nejvyšší hodnotou mediánu *KÚZ*, a opět se spíše středně velkou celkovou zadlužeností *VR*. Přesně naopak je na tom odvětví D mající nejvyšší hodnotu mediánu *DÚZ* (diference oproti druhé nejvyšší hodnotě u odvětví I činí difference dokonce více než 20 % bodů) a nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*. Odvětví I má druhou nejvyšší hodnotu mediánu *DÚZ* a současně pátou nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*. Obě odvětví přitom vykazují dvě nejvyšší mediánové hodnoty celkové zadluženosti *VR*. V případě odvětví E (zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi) představuje hodnota mediánu *DÚZ* třetí nejvyšší hodnotu a hodnota mediánu *KÚZ* druhou nejnižší hodnotu, avšak toto odvětví má naopak třetí nejnižší mediánovou hodnotu *VR*.

Jestliže jsme vyjádřili výše určitý skepticismus ohledně existence oborových standardů celkové zadluženosti, pak v případě *DÚZ* a *KÚZ* lze naopak určité rysy těchto standardů nalézt. Předpokládejme, že takovéto standardy platí, pak by ovšem měly také platit napříč jednotlivými zeměmi. V různých zemích by pořadí mediánových hodnot *DÚZ* a *KÚZ* jednotlivých odvětví mělo být přibližně stejné. A právě takováto zjištění naše studie mimo jiné přináší. Uveďme tři příklady:

- Odvětví G: ve 12 sledovaných zemích představuje *DÚZ* tohoto odvětví první nebo druhou nejnižší hodnotu mediánu (jen u 3 zemí je to čtvrtá nejnižší hodnota) a *KÚZ* tohoto odvětví je u 9 zemí první nebo druhou nejvyšší hodnotu mediánu (v pořadí nejvyšší hodnotu ukazatele mezi jednotlivými odvětvími lze nalézt u Lucemburska, kde se i tak jedná o šestou nejvyšší hodnotu, a navíc počet vyšetřovaných podniků za tuto zemi je poměrně nízký).
- Odvětví J: u 10 sledovaných zemí jde v případě tohoto odvětví o první nebo druhou nejnižší hodnotu mediánu *DÚZ* a u 8 zemí první nebo druhou nejvyšší hodnotu mediánu *KÚZ*.
- Odvětví D: celkem u 10 sledovaných zemí tvoří hodnota mediánu *DÚZ* tohoto odvětví buď první, nebo druhou nejvyšší hodnotu, a u 11 zemí první či druhou nejnižší hodnotu mediánu *KÚZ*.

Tab. 6: Časové šetření věřitelského rizika podle jednotlivých odvětví (medián v %)

Roky	Odvětví (v %)									
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
2011	56,09	56,71	62,09	68,70	57,04	69,80	67,82	71,83	77,52	68,23
2012	56,97	56,27	61,86	66,76	56,04	69,64	66,70	71,55	77,35	68,04
2013	57,92	55,61	60,16	70,47	61,09	65,78	65,78	69,54	75,50	66,32
2014	56,98	57,28	59,39	66,88	59,06	66,43	66,47	68,61	73,67	64,59
2015	56,67	56,54	57,54	70,25	57,09	63,79	64,51	66,07	74,48	64,63
Index 2015/2011	1,010	0,997	0,927	1,023	1,001	0,914	0,951	0,920	0,961	0,947

Zdroj: Amadeus (2019), Foffová (2017) a vlastní výpočty. Legenda (sloupce): viz Tab. 1.

Podobný, nikoliv však tak jednoznačný, trend byl shledán i v rámci časového šetření mediánu *VR* podle jednotlivých odvětví (viz Tab. 6). U sedmi z deseti odvětví (sektory B, C, F až J) nastal od roku 2011 do roku 2015 pokles, u tří odvětví (sektory A, D a F) růst mediánu *VR*.

Z hlediska dalšího výzkumu by bylo zajímavé porovnat, zda odvětví s rostoucím mediánem VR nejsou právě ta odvětví, která patří současně i k největším příjemcům dotací.

Závěr

Z provedené analýzy celkové zadluženosti evropských obchodních společností vyplývá široké rozmezí dosažených hodnot za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví. Diference mediánových hodnot v rámci jedné země mezi jednotlivými odvětvími a stejně i v rámci jednoho odvětví mezi jednotlivými zeměmi jsou značné. Druh odvětví jako determinant kapitálové struktury v tomto směru tedy zklamává. Z časového hlediska je jasné patrný pokles úrovně celkové zadluženosti firem v posledních pěti letech. Tento trend byl pozorován v mediánové hodnotě věřitelského rizika u všech patnácti sledovaných zemí a v sedmi z deseti pozorovaných odvětvích. Ačkoliv lze vůči platnosti oborových standardů na základě této studie vyjádřit jistý skepticismus, můžeme pro některá odvětví a dokonce i pro některé země nalézt převažující preference buď pro dlouhodobou, nebo krátkodobou úvěrovou zadluženost. Například firmy v odvětví G (velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel) a J (informační a komunikační činnosti) dávají přednost krátkodobému dluhu, zatímco firmy v odvětví D (dodávání elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu), E (zásobování vodou, činnosti související s odpadními vodami, odpady a sanacemi) či I (ubytování, stravování a pohostinství) dlouhodobému dluhu.

Pro správné pochopení firemní zadluženosti a jejího významu pro finanční hospodaření a tedy i vlivu na hodnotu firmy je zapotřebí vyhodnotit zadluženost v širších souvislostech. Pro další výzkum zadluženosti lze doporučit rozbor vlivu jednotlivých determinantů, např. velikosti firmy, rentability aktiv či vlastního kapitálu, podílu dlouhodobých hmotných aktiv, dluhových a nedluhových daňových štítů, růstových příležitostí, likvidity atd. (srv. Shyam-Sunder – Myers, 1999; Bauer, 2004; Singh – Kumar, 2012; Foffová, 2017; Poulová, 2017). Podrobný výzkum si určitě zaslouží i vzájemný vztah mezi zadlužeností státu, zadlužeností domácností a firemní zadlužeností (Foffová aj., 2017).

Literatura:

- [1] AMADEUS (2019): *Databáze Amadeus*. Brussels, Bureau Van Dijk.
- [2] Bauer, P. (2004): *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic*. Czech Journal of Economics and Finance, roč. 54, č. 1-2, s. 2-21. ISSN 0015-1920.
- [3] Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. (2002): *Unternehmenswert*. Frankfurt, Campus. ISBN 978-3593-36895-5.
- [4] Foffová, N. (2017): *Prostorové a časové šetření zadluženosti evropských společností*. Praha, Vysoká škola ekonomická, bakalářská práce.
- [5] Foffová, N. – Hrdý, M. – Marek, P. (2017): *Leverage of European Firms*. In: *Financial Management of Firms and Financial Institutions*. Ostrava, VŠB-TU Ostrava, s. 237–245. ISBN 978-80-248-4138-0.
- [6] Hrdý, M. (2016): *Cílová kapitálová struktura a oborové standardy*. Oceňování, roč. 9, č. 2, s. 10-21. ISSN 1803-0785.
- [7] Mařík, M. – Maříková, P. (2015): *Kapitálová struktura – problém výnosového ocenění podniku*. Ekonomický časopis, roč. 63, č. 3, s. 259-277. ISSN 0013-3035.

- [8] Poulová, L. (2017): *Struktura kapitálu českých akciových společností*. Český finanční a účetní časopis, roč. 12, č. 4, s. 25-39. ISSN 1802-2200.
- [9] Shyam-Sunder, L. – Myers, S. (1999): *Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure*. Journal of Financial Economics, roč. 51, č. 2, s. 219-244. ISSN 0304-405X.
- [10] Singh, P. – Kumar, B. (2012): *Trade-off Theory vs Pecking Order Theory Revisited Evidence from India*. Journal of Emerging Market Finance, roč. 11, č. 2, s. 145-159. ISSN 0972-6527.

Srovnání zadluženosti evropských firem

Eva Dufková – Nikola Foffová – Milan Hrdý – Petr Marek

ABSTRAKT

Článek se zabývá srovnáním celkové zadluženosti firem v 15 členských zemích Evropské unie a v 10 odvětvích. Pro měření jsou zvoleny mediánové hodnoty ukazatelů věřitelského rizika, dlouhodobé úvěrové zadluženosti a krátkodobé úvěrové zadluženosti. Z výsledků analýzy vyplývá široké rozmezí dosažených hodnot za jednotlivé země a za jednotlivá odvětví. Určité závěry lze vyslovit jen o určitých preferencích dlouhodobé či krátkodobé úvěrové zadluženosti v rámci zemí či odvětví.

Klíčová slova: Zadluženost firem; Věřitelské riziko; Dlouhodobá úvěrová zadluženost; Krátkodobá úvěrová zadluženost.

Comparison of European Firms Indebtedness

ABSTRACT

Paper deals with the comparison of the total indebtedness of companies in the 15 member states of the European Union and in 10 sectors. The median values of indicators of debt to assets ratio, long-term credit indebtedness and short-term credit indebtedness are selected for measurement. The results of the analysis show a wide range of values achieved by country and by sectors. Some conclusions can only be made about certain preferences of long-term or short-term credit indebtedness within some countries or some sectors.

Key words: Leverage of firms; Debt to assets ratio; Long-term credit indebtedness; Short-term credit indebtedness.

JEL classification: G32, M41.

Analýza provozního majetku pro výnosové ocenění podniku

část II.: Komplexní výnosové ocenění podniku[#]

Jaroslav Šantrůček^{} – Michal Dohányos^{**}*

Úvod

Cílem obou částí toho článku je ukázat jednak význam a vazbu majetkového ocenění podniku substanční hodnotou pro výnosové oceňovací modely a vliv podcenění tohoto generátoru hodnoty v konceptu komplexního výnosového ocenění podniku.

Článek část I. Majetková podstata podniku (Šantrůček – Dohányos, 2018) ukázal postup pro kvantifikaci provozně potřebného hmotného majetku z pohledu odpovídající hodnotové báze. Popisované ocenění je sice poněkud pracnější, ale v části II. tohoto článku ukážeme význam přecenění provozně využitelné substanční hodnoty provozního majetku, resp. zapojení výsledků vypovídajících o majetkové podstatě podniku do komplexního výnosového ocenění podniku. Dosud jsme se v majetkové analýze v podstatě nezabývali oceněním provozně potřebného dlouhodobého nehmotného majetku a zejména jeho samostatně neidentifikovatelnými složkami, právě komplexní výnosové ocenění využívající přeceněnou a funkčně propojenou majetkovou podstatu podniku umožňuje jeho kvantifikaci.

Komplexní výnosové ocenění podniku

Dosud jsme popsali postup pro kvantifikaci provozně potřebného hmotného majetku z pohledu hodnotové báze odpovídající konceptu ViU (Value in Use, hodnota stávajícího využití), dále je třeba popsat postup, jak zakomponovat provedený odhad hodnoty stávajícího využití provozního majetku a jak ověřit jeho potřebný objem v podniku vzhledem k očekávaným výnosům ve výpočtovém modelu založeném především na výnosovém ocenění podniku. V této stati však nebudou řešeny podnikové oceňovací modely založené především na majetkových metodách, ale je třeba diskutovat dopad výsledků majetkové analýzy na výnosovou hodnotu podniku v případě, že:

- a) Jde o provozně využitelnou substanční hodnotu provozního majetku (SH, substanční hodnota podniku neúplná netto), resp. zapojení výsledků vypovídajících o majetkové podstatě podniku do komplexního výnosového ocenění dobře fungujícího podniku, kdy $SH < VH$ (VH, výnosová hodnota podniku netto).
- b) Je třeba redukovat provozně využitelnou substanční hodnotu provozního majetku, resp. když se v rámci komplexního výnosového ocenění prokáže, že goodwill $Gw < 0$

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Mgr. Ing. Jaroslav Šantrůček LL.M., znalec a odhadce; znalecký ústav MBM-Hopet s.r.o., Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze.

^{**} Ing. Michal Dohányos, znalec a odhadce; znalecký ústav MBM-Hopet s.r.o.

tzn. že ekonomicky využitelná hodnota majetkové podstaty je nižší než její substanční časová hodnota (SHč) a podnik již není dobře fungující, kdy $VH < SHč$

- c) Řešit nekonečnost nebo časovou omezenost trvání hodnoty Gw v rámci komplexního ocenění dobře fungujícího podniku.

Dlouhodobé fungování podniku je mimo jiné založeno na předpokladu určité rovnováhy¹, že ukazatel rentability investic netto (r_i) by měl dlouhodobě konvergovat, resp. se téměř rovnat kapitálovým nákladům WACC. Záměrně uvádíme předpoklad rovnováhy, protože konvergence vede ke stavu rovnováhy mezi ukazateli rentability investic a WACC. Rentabilita nových investic (r_i) ovlivňuje rentabilitu celkového investovaného kapitálu v pozdějších letech prognózy (ukazatel ROIC), když bude doodepsán provozní majetek zjištěný k datu ocenění, je tento ukazatel již zcela determinován vývoji hodnoty r_i . Pokud by došlo k ustavení rovnováhy mezi ROIC a WACC, podnik by dále netvořil novou hodnotu². Již jen z této úvahy vyplývá mimo jiné **potřeba nenulové hodnoty míry investic netto (m_i)** a nesprávnost v oceňovací praxi nezřídka uplatňovaného předpokladu, že pro fázi s Pokračující hodnotou (PH) se uvažují pouze obnovovací investice (tzn. investice ve výši prosté reprodukce majetku), neboť v takovém případě by podnik nejenže netvořil pro vlastníky novou hodnotu, ale dříve či později by se v podstatě „zastavil“. Pochopitelně, že v praxi probíhají investice do provozního majetku v určitých periodách, je to však stejný problém jako již v části I. tohoto článku popsany model střádacího fondu – zpravidla bývá podstatou zásadnějších rozdílů mezi finančním plánem managementu a finančním plánem pro ocenění.

Nedílnou a u některých druhů podnikatelských činností i dosti významnou součástí provozně potřebného majetku podniku je vždy i určitá část nehmotného majetku. Samostatně identifikovatelné složky dlouhodobého nehmotného majetku (DNM) jako jsou ochranné známky, patenty či chráněné užité vzory mají svojí vcelku běžně užívanou metodiku tržního ocenění. Pro oceňovatele je spíše důležitý výběr metody ocenění DNM nikoliv pro samostatný prodej, ale s ohledem na výsledek použitelný v rámci konceptu ViU.

Řešit **samostatně neidentifikovatelné složky nehmotného majetku**, které jsou rovněž nedílnou součástí zejména fungujícího podniku, odděleně od výnosového ocenění podniku není ani prakticky možné. Jde zejména o **goodwill**, což v tomto pojetí zdaleka **není jen dobré jméno podniku**. Jde o ohodnocení vlivu, resp. dlouhodobých schopností řízení a rozhodování managementu podniku. Může sem být zahrnut i vliv know-how a obchodních kontaktů (pokud nejsou tyto složky majetku samostatně kvantifikovány) a ostatních pro podnik výhodných spojení - dále budeme pro tuto část samostatně neidentifikovatelného nehmotného majetku používat souhrnné označení „goodwill“ (nebo jen Gw). **Goodwill je v tomto pojetí jenom a pouze výsledkem činnosti podnikového managementu.** Hmotný majetek především instalovaný jako součást provozního majetku podniku bez managementu není schopen generovat hodnotu, bez dobrého managementu není schopen generovat přidanou hodnotu nad hodnotu svého stávajícího event. budoucího využití, což odpovídá jeho reálné zůstatkové, resp. časové hodnotě (odhad časové ceny věci), pro které byl jako provozně nezbytný pořízen.

¹ COPELAND, Thomas E, Tim KOLLER a Jack MURRIN. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1994, 359 s. ISBN 80-85605-41-4.

² Srovn. Mařík, M. a kol. (2011a): Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy, 3. upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

Goodwill v tomto ekonomickém významu bude tak nabývat kladné hodnoty u dobře fungujících podniků, bude oscilovat okolo nulové hodnoty u podniků generujících hodnotu sotva dostačující na vlastní reprodukci. Gw bude mít nulovou hodnotu u podniků v situaci odpovídající vstupu do likvidace, resp. určených k likvidaci (nebo již v probíhající likvidaci). Gw však může nabývat i záporné hodnoty u podniků, kde se o likvidaci ještě nerozhodlo, ačkoliv tomu ekonomické výsledky nasvědčují nebo plní jinou úlohu bez ohledu na to, že generují ztrátu i bez výhledu na zvrát tohoto negativního trendu. Gw bude ještě plnit v rámci dále popisovaných metod při komplexním ocenění podniku funkci „korektoru chyb“ při dílčím (ale do výnosového ocenění zahrnutým) ocenění jednotlivého provozně potřebného majetku, neboť, jak dále z textu této statě vyplýne, do hodnoty Gw se budou pak promítat nepřesnosti (excesy) v těchto dílčích převážně substančních odhadech a též se projeví např. nevhodně odhadnutý parametr kapitálových nákladů. Jestliže bude vycházet hodnota Gw mimo analytickou indikaci či nad logicky vysvětlitelné meze, jde již o chyby dosti zásadního významu. Výpočtem zjištěná, hodnota Gw bude plnit chybějící článek pro vyčíslení úplné substanční hodnoty ViU zúčastněné na generování zisku podniku.

Při předpokladu going concern podniku zejména v rámci konceptu ViU by se měl ukazatel rentability investic netto (r_i) dlouhodobě rovnat ukazateli rentability celkového investovaného kapitálu ROIC (*Podmínka: P1.*). Dále vysvětlíme, že vhodnější je používat ukazatel ROA.

Není totiž možné přijmout předpoklad nekonečných akvizic s vyšší rentabilitou zejména v rámci jednoho odvětví. Rentabilita celkového kapitálu ROA vloženého do provozního majetku (jde o podíl $KPV_t / K_{t-1} = ROA_t$, dlouhodobý ukazatel ROA^* je pak mediánem z časové řady ROA_t).

Dále v tomto článku bude používán pojem, resp. symbol **ROA**, tento poměrový ukazatel je sice standardně chápán jako rentabilita aktiv (Return on Assets tj. návratnost celé účetní bilanční sumy aktiv) v rámci běžné finanční analýzy, ale též poměrový ukazatel ROIC jako Rentabilita celkového investovaného kapitálu (Return on Invested Capital) se standardně chápe jako návratnost úplatně investovaného celkového kapitálu do majetku podniku hmotného a samostatně identifikovatelného nehmotného vč. provozního kapitálu. V tomto článku se ale symbolem ROA myslí rentabilita provozně nutného úplatně investovaného kapitálu (ROIC) zahrnujícího však i hodnotu podnikového goodwillu (Gw), který zpravidla nebývá pořízen úplatně. Jde tedy o ukazatel ROA chápán jako ROA provozní:

$$ROA_{\text{provozní}} = ROIC + Gw.$$

Tento poměrový ukazatel ROA provozní se pak liší od ROA účetního vycházejícího z účetní bilanční sumy tím, že jde o odhad reálné bilanční sumy majetku provozně využívaného podnikem včetně Gw, nezahrnuje tedy hodnotu provozně zbytného či ostatního nevyužívaného majetku společnosti.

Pokud má podmínka pro dlouhodobé fungování podniku platit, pak lze dále odvodit, že se musí dlouhodobě tyto rentability (zejména však v dlouhodobém horizontu ROA^*) alespoň přibližně rovnat střední hodnotě vážených kapitálových nákladů (WACC). Je však třeba upozornit, že ukazatel ROA jako $ROA_{\text{provozní}}$ zahrnuje investovaný kapitál do veškerého provozního majetku, **má-li být splněna podmínka, kdy $ROA^* = \text{střední hodnota WACC}$, musí být investovaný majetek do podniku vyjádřen jako úplná substanční hodnota provozních aktiv**, tzn. včetně veškerých složek nehmotného majetku. Střední hodnotu WACC za dlouhou časovou řadu lze vyjádřit pomocí tzv. vnitřního výnosového procenta

(IRR) investice do takového podniku. Výpočet IRR je proveden z jednotlivých FCFF v letech I. fáze + časová řada FCFF od 1. roku druhé fáze rostoucí tempem g , kdy jako počáteční investice je vložena záporná hodnota brutto provozní hodnoty podniku (hodnota brutto z hlavního provozu získaná metodou DCF k datu ocenění). IRR tak vykazuje implicitní míru výnosnosti podniku, tzn. střední hodnotu diskontní míry celé časové řady FCFF za I. i II. fázi, IRR je v podstatě váženým průměrem sumy $WACC_t$ s $FCFF_t$ a je s ní porovnatelná jen s menšími odchylkami, pokud vykazuje WACC větší odchylky od IRR jde o signalizaci výraznější nestability peněžních toků ve finančním plánu.

Z výše uvedeného vyplývá, že **má-li být splněna podmínka, kdy se dlouhodobě $ROA = WACC$, musí být investovaný majetek do podniku jako souboru generátorů hodnoty vyjádřen úplnou substanční hodnotou provozních aktiv, tzn. včetně veškerých zúčastněných složek nehmotného majetku včetně goodwillu.**

V případě ukazatele ROA jde o podíl $ROA_t = KPV_t / K_{(t-1)}$, kdy dlouhodobý ukazatel ROA^* je pak optimálně mediánem z časové řady ROA_t na T let.

Střední hodnotu $WACC^*$ za dlouhou časovou řadu lze vyjádřit pomocí tzv. vnitřního výnosového procenta (IRR) investice do takového podniku. Výpočet IRR je proveden pro metodu DCF entity z jednotlivých FCFF v letech I. fáze + časová řada FCFF od 1. roku druhé fáze rostoucí tempem g , kdy jako počáteční investice pro výpočet IRR je vložena záporná hodnota brutto provozní hodnoty podniku. IRR tak představuje implicitní míru výnosnosti podniku, tzn. střední hodnotu diskontní míry celé časové řady FCFF za I. i II. fázi $WACC^*$. Hodnota IRR je tak váženým průměrem sumy $WACC_t$ s $FCFF_t$. Popisovat vztah pro tento vážený průměr je poměrně komplikované, ale vyplývá ze vzorce pro výpočet DCF entity iteračně rekurzním postupem. Aplikovaná časová řada $WACC_t$ pro finanční plán by měla být s hodnotou IRR porovnatelná bez větších odchylek. Pokud vykazují $WACC_t$ větší odchylky od IRR, jde o signalizaci výraznější nestability peněžních toků ve finančním plánu eventuálně o nevhodně odhadnuté parametry pro výpočet WACC. Délka časových řad pro dlouhodobý ukazatel ROA^* a $WACC^*$ by měla být shodná nebo alespoň dostatečně dlouhá

Následně je třeba se zabývat stavy, zdali může dojít k porušení podmínky rovnosti ROA^* a $WACC^*$. Odpověď lze tak, že k jakémukoliv porušení této podmínky může docházet jen v důsledku metodické chyby.

Pro příklad uveďme ocenění nového podniku, kdy po určité start-up fázi lze predikovat jeho perspektivní dlouhotrvající růst. U nového podniku můžeme s dostatečnou spolehlivostí převzít pořizovací ceny potřebného hmotného majetku včetně nakoupeného nehmotného majetku i potřebný objem pracovního kapitálu. Bude-li nám z výnosového výpočtu při odborně nastavených účetních tedy vcelku reálných odpisech a budoucí potřebě reinvestic na obnovu a rozvoj vycházet vyšší výnosová hodnota netto podniku (VH), než byla celková „pořizovací“ investice (SH_n , substanční neúplná hodnota netto) na podnik po odečtu závazků, bude tím prokázána hodnota goodwillu (Gw), která bude reprezentovat dobrý podnikatelský záměr managementu, hodnotu goodwillu pak odhadneme z rozdílu: $Gw = VH - SH_n$.

V ostatních případech by se jednalo nejspíš o metodické chyby. Buď jde o nepřiměřený odhad WACC (většinou spočívající v aplikaci specifických rizikových přírůstků), nebo jde o neodpovídající odhad reálné hodnoty provozního majetku, kdy častější chybou je nezapočtení nebo podcenění některého do provozu začleněného majetku. Kontrolou mezních parametrů pro rezultující ROIC u konkrétního podniku je srovnání s relací

dosahovanou v odvětví na relevantním trhu. Gw je pak výsledkem dopočtu v takové výši, aby byla splněna rovnost $ROA^* = WACC^*$. Při doporučené metodě k vyčíslení Gw, což je pro popisovanou analýzu výpočet metodou licenční analogie, je další kontrolou celého postupu dosazovaný parametr pro licenční poplatek (royalty), který by opět měl být odůvodnitelný srovnáním obdobných poplatků na relevantním trhu. V případě, že bude hodnota Gw dopočtena tak, aby platilo, že $ROA^* = WACC^*$ a v případě, že je pouze omezená možnost pro odhad některé položky hmotného majetku v provozu podniku a její hodnota bude započtena s větší chybou anebo nebude vůbec započtena, bude pak Gw z části zahrnovat i část či korekci substanční hodnoty takového majetku, jeho vlastní hodnota tak sice bude zkreslena, ale celkově provozní majetek podniku bude do výnosové bilance započten ve výši odpovídající konceptu ViU.

Ukazatel EVA resp. REVA, funkce spread

Na úvod této kapitoly je třeba popsat, že **EVA** (Economic Value Added) je finanční ukazatel pro ekonomickou přidanou hodnotu, který lze definovat jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem a kapitálovými náklady. Tento ukazatel měří ekonomický zisk, kdy jsou pokryty nejen provozní náklady, ale bere též v potaz náklady na vlastní kapitál, do kterých se započítávají i náklady obětované příležitosti (angl. opportunity costs, v ekonomii odpovídají hodnotě nejhodnotnější činnosti (statku), které se musí ekonomický subjekt vzdát ve prospěch jiné činnosti (jiného statku)). Pokud tedy provozní zisk po zdanění nepokrývá uvedené celkové náklady včetně kapitálových, nejsou vlastníci podniku v zisku. Ukazatel EVA tak slouží především k posouzení hodnoty majetku vlastníků, takzvané shareholder value.

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - C \cdot WACC = NOPAT - C \cdot WACC$$

EBIT	provozní zisk před úroky a zdaněním (Earnings before interest and taxes)
t	míra zdanění zisku (například 19 % = 0,19)
C	dlouhodobě investovaný kapitál, též kapitál vázaný v operačních aktivech tedy nezbytný pro generování zisku
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění (Net Operating Profit After Taxes), přesněji operační výsledek hospodaření po upravených daních
WACC	vážený průměr kapitálových nákladů (Weighted average cost of capital)

Pro finanční analýzu nebývá využíván jen základní (absolutní) ukazatel EVA, protože závisí na velikosti konkrétního podniku, ale pro srovnatelnost podniků též jeho relativní formy, např. relativní ukazatel Value spread³ (VS, hodnotové rozpětí) založený na EVA a na NOA (čistá operační aktiva zúčastněná na generování zisku), kdy: $VS = EVA / NOA$

Pro další aplikace, protože cílem je výpočet hodnoty Gw jako nedílné součásti provozně potřebného majetku podniku, potřebujeme vytvořit určitou modifikaci ukazatele hodnotového rozpětí. Je-li ukazatel EVA kvantifikován jako absolutní ukazatel nadhodnoty (nové hodnoty), tzn. rozdíl čistého provozního zisku po zdanění a kapitálových nákladů, lze vyjádřit analogicky finanční ukazatel pro relativní přidanou hodnotu podniku **relativní EVA** (označeno jako „**REVA**“), vztažený ke kapitálu C. Za předpokladu, že nebudeme činit rozdílů

³ Srovn. Mařík, M. a kol. (2011a): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

mezi $KPV_{(t)}$ (korigovaný provozní výsledek hospodaření) a **EBIT** v roce t , resp. KPV po upravené dani a NOPAT, lze odvodit ukazatel pro relativní EVA, kdy EVA bude vztažena k dlouhodobě investovanému kapitálu (C):

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC$$

$$EVA / C = NOPAT / C - WACC$$

Uvažujeme-li, že $K'_{(t-1)}$ je hodnota provozně potřebného majetku včetně pracovního kapitálu a Gw v roce $(t-1)$, pak pro aplikace v rámci EVA je třeba rozlišovat **K pouze jako reálně zaplacený kapitál**, tzn. **bez hodnoty goodwillu** (Gw) a jeho odpovídajícím ukazatelem rentability je ROIC. V tom případě lze K' pokládat za hodnotu kapitálu stejnou s investovaným kapitálem do podniku K obvykle v popisu metody EVA označovanou jako C , kdy investice K v roce $(t-1)$ vygeneruje KPV v roce t (KPV_t) při kapitálových nákladech $WACC$ v tomtéž roce, který je nadále uvažován jako KPV po zdanění bez hodnoty Gw (tzn. $Gw = 0$). Potom lze za podmínky konvergenčního vztahu rovnosti $ROIC = WACC$ odvodit vztah pro REVA.

$$\underline{REVA = EVA / C = 0 \text{ v roce } t:}$$

$$ROIC_{(t)} = KPV_{(t)} / K_{(t-1)} = NOPAT_{(t)} / C_{(t-1)}$$

Pro $REVA_0 = 0$ tedy platí, že:

$$REVA_{0(t)} = EVA_{(t)} / C_{(t-1)} = EVA_{(t)} / K_{(t-1)} = KPV_{(t)} / K_{(t-1)} - WACC = ROIC_{(t)} - WACC_{(t)} = 0$$

Pro $REVA > 0$ je nutné zavést namísto K hodnotu: $K' = K + GW$ a pak platí, že:

$$REVA_{(t)} = EVA_{(t)} / (C_{(t-1)} + GW_{(t-1)}) = EVA_{(t)} / (K_{(t-1)} + GW_{(t-1)}) = KPV_{(t)} / K'_{(t-1)} - WACC_{(t)}$$

Namísto ukazatele ROIC je v případě zavedení K' nutné zavést ukazatel ROA:

$$ROA_{(t)} = KPV_{(t)} / K'_{(t-1)}$$

$$REVA_{(t)} = ROA_{(t)} - WACC_{(t)}$$

Protože ukazatele ROA i WACC jsou uváděny v procentech a REVA je jejich rozdíl, **jsou jednotkou pro ukazatel REVA procentní body**. Ukazatel REVA je kvantifikován jako roční finanční ukazatel, může nabývat kladných, nulové i záporných hodnot. Jestliže ale bude nabývat záporných hodnot v dlouhé časové řadě, je tím zpochybněn princip fungování going concern podniku a neměla by tedy být pro odhad jeho terminální fáze aplikována metoda Pokračující hodnoty, což je dosti zásadní metodický závěr pro aplikaci výnosových oceňovacích metod. V řadě praktických ocenění podniků jsou však tyto metodické důsledky výše uvedené analýzy ignorovány.

Výše popsaný rozdíl nazvaný $REVA_{(t)}$ je pro další aplikaci třeba upravit jako **dlouhodobý ukazatel REVA**, tzn., že vychází z výše popsaných parametrů ROA^* a $WACC^*$. Je vhodné shodně s některou literaturou označovat tento modifikovaný ukazatel pro hodnotové rozpětí jako tzv. spread. V případě, že pracujeme s ukazatelem ROA^* , pak je hodnota tohoto spreadu nula:

$$\text{REVA}^* = \text{spread} = \text{ROA}^* - \text{WACC}^*$$

Má-li být při fungování podniku dlouhodobě splněna podmínka finančních ukazatelů, kdy **ROIC = WACC** a zároveň má podnik dlouhodobě generovat nezápornou nadhodnotu pro vlastníky (myšleno alespoň nulovou hodnotu), je východiskem předpoklad, že musí být hodnota ukazatele $\text{REVA} = 0$, tzn., že podnik (bez neprovozního majetku) generuje KPV jen na svoji prostou reprodukci a negeneruje novou hodnotu pro vlastníky, tedy nadhodnotu EVA či REVA a tedy platí, že:

$$\text{KPV}_{(t)} / K'_{(t-1)} - \text{WACC} = 0, \text{ jen když } Gw = 0.$$

Z toho pak pro investovaný kapitál do podniku ale též vyplývá rovnost $K = K'$, tedy hodnota celkového provozního majetku K' tj. včetně Gw (ale Gw s nulovou hodnotou) se rovná investovanému kapitálu do podniku v hodnotě K . Aby mohl vztah REVA platit i pro K' (tzn. pro celkový provozní majetek včetně Gw s nenulovou hodnotou), podle zápisu:

$$K'_{(t-1)} = K_{(t-1)} + Gw_{(t-1)},$$

musí platit vztah:

$$\text{REVA}_{(t)} = \text{KPV}_{(t)} / (K_{(t-1)} + Gw_{(t-1)}) - \text{WACC}_{(t)} = \text{ROA}_{(t)} - \text{WACC}_{(t)}$$

$$\text{KPV}_{(t)} = (\text{REVA}_{(t)} + \text{WACC}_{(t)}) \cdot (K_{(t-1)} + Gw_{(t-1)})$$

$$Gw_{(t-1)} = \text{KPV}_{(t)} / (\text{REVA}_{(t)} + \text{WACC}_{(t)}) - K_{(t-1)} = \text{KPV}_{(t)} / \text{ROA}_{(t)} - K_{(t-1)}$$

Ze vztahu vyplývá zdánlivý rozpor dosavadních úvah, že by hodnota Gw rostla s klesající hodnotou REVA (při konstantním WACC i K). Pokud podnik nebude schopen udržet obchodní marže svých produktů a zároveň s tím úměrně snižovat potřebný objem (přesněji hodnotu) provozního majetku, bude klesat ukazatel ROA a v důsledku toho i KPV (když K bude stejný). V případě výše uvedeného vztahu pro Gw , jsou ukazatel REVA i hodnota K závisle proměnnými (neboť REVA je relativním vyjádřením téhož Gw). Skutečně na podniku a jeho managementu nezávislými proměnnými jsou kapitálové náklady WACC a na relevantním trhu dosažitelná potažmo pro podnik udržitelná obchodní marže z jeho produkce, která se promítá jak do ukazatele ROA (dále pak i do budoucích investic, resp. r_i), tak i do dosahovaného KPV. Ukazatel ROA již v tomto případě reprezentuje rentabilitu veškerého provozního majetku K' , proto se jeho poměrná část vztahuje i na hodnotu Gw .

Z výše uvedených vztahů lze dále dovozovat, že:

- a) pokud by se $\text{ROA}^* = \text{WACC}^*$ při K' , pak by hodnota goodwillu byla nulová, $Gw = 0$
- b) pokud $\text{WACC}^* < \text{ROA}^*$ pak i Gw bude nabývat kladné hodnoty a $K < K'$ a aby byla splněna dlouhodobá konvergenční podmínka $\text{ROA}^* = \text{WACC}^*$, musí WACC^* zahrnovat i náklady na „financování“ Gw , protože ROA^* též zahrnuje poměrnou část připadající na Gw (kromě majetku K) a jde tak o důkaz, že **Gw je nedílnou součástí provozního majetku podniku**. Je však otázkou, zdali je Gw nutnou či dokonce vždy žádoucí součástí provozního majetku podniku. Gw je žádoucí součástí v případě, že není jeho hodnota $Gw < 0$. V případě záporné hodnoty Gw je Gw naopak nežádoucí součástí provozního majetku podniku. V konceptu fungování (doslova naplnění) rovnováhy musí být v obou případech hodnota Gw „odčerpána“, avšak tato hodnota

Gw nemusela být vlastníky „pořízena úplatně“ a nemusí za ní tedy „nikomu nic vracet“. Hodnota **Gw tak představuje reálnou hodnotu** (přesněji nadhodnotu v kladném případě Gw) **generovanou dobře fungujícím podnikem a připadající na vlastníky**. Pokud by se příštích období goodwill jaksi „neúčastnil“ ($Gw = 0$), což si nelze vysvětlovat tak, že by management z podniku odešel, ale že by plnil jen nezbytné obchodně provozní udržovací funkce (tzn. minimálně nutnou operativu, za což by byl placen „pouze“ ve výši svého na trhu práce přiměřeného platu). Podnikání by pak generovalo hodnotu jen na vlastní reprodukci a vlastníků by pouze vracelo vynaložené investice včetně nákladů obětované příležitosti zakalkulovaných v nákladech vlastního kapitálu.

Pro další úvahy o aplikaci funkce spread je třeba uvést informaci o ukazateli **MVA** (Market Value Added) = tržní přidaná hodnota. Jde o rozdíl mezi tržní hodnotou podniku (**TH**) a do něj investovaným kapitálem (**K** = vklady a dluhy), tj. rozdíl mezi částkou, kterou by vlastníci a ostatní investoři získali prodejem svých podílů (akcií) a pohledávek (dluhopisů) a hodnotou, kterou do firmy vložili. MVA lze též vyjádřit jako současnou hodnotu sumy operačních nadzisků EVA.

$$MVA = \text{tržní hodnota podniku TH} - \text{investovaný kapitál K}$$

Za předpokladu, že pro podnik můžeme uvažovat shodu $TH = VH$ a že za **K** můžeme považovat substanční hodnotu podniku (**SH**) neobsahující provozně nepotřebný majetek ani nehmotnou složku Gw, půjde tedy o substanční hodnotu core business podniku neúplnou (**SHn**)

Lze zapsat, že: $MVA = TH - K = VH - SHn$

V případě záporné hodnoty se někdy používá i označení **MVL** (Market Value Lost - tržní ztracená hodnota).

Výnosová hodnota podniku netto (**VH**) zahrnuje jak hodnotu provozního majetku, tak i hodnotu Gw (viz např. koncepce MVA), je-li $WACC^* < ROIC^*$. Oproti tomu majetková metoda neúplné substanční hodnoty podniku resp. její výsledek (**SHn**) hodnotu Gw nijak neřeší. Lze tak potvrdit obecnou základní úvahu, že:

$$VH - SHn = G \quad \text{základní rovnice}$$

Je však třeba upozornit, že **SHn** má jen velmi omezenou vypovídací schopnost a má-li být využita pro komplexní výnosové ocenění podniku, je třeba **SHn** kvantifikovat alespoň v rámci konceptu ViU v časové hodnotě u fixního provozního majetku a v likvidní hodnotě u oběžného majetku, neboť provozně potřebný majetek (v sumě odpovídající **SHn**) bude podnikem po dobu své životnosti využíván (hospodářsky zužitkován, exploatován).

Pokud chceme využít kontrolní funkci spread (resp. $REVA^*$), pak vztah

$$VH - SHn = Gw \quad \text{zapíšeme jako}$$

$$VH - SHn - Gw = 0 \quad \text{rovnice I.}$$

což představuje rovnici o dvou neznámých, kterými jsou hodnoty VH a Gw, hodnotu SHn jsme schopni odhadem kvantifikovat již dříve popsáním postupem.

Pokud rovnici I. doplníme o rovnici II., kdy dlouhodobé ukazatele ROA* i WACC* budou vztaženy u rovnice II. k veškerému provozně potřebnému majetku podniku (K'), tzn. včetně hodnoty Gw, tak:

$$REVA^* = ROA^* - WACC^* = \text{spread}$$

$$\text{resp. ve tvaru: } ROA^* - WACC^* - \text{spread} = 0 \quad \text{rovnice II.}$$

Jak jsme již v předcházející kapitole uvedli, ukazatel REVA* je relativním vyjádřením hodnoty Gw. Iteračně nastavenou hodnotou prostřednictvím metody licenční analogie resp. licenčním poplatkem LC (podrobněji viz kapitola Ocenění samostatně neidentifikovatelného nehmotného majetku) jsme schopni kvantifikovat takovou hodnotu Gw, aby soustava rovnic I. a II. o dvou neznámých (VH, Gw) byla řešitelná. Přestože jde jednotlivě o poměrně komplikované vzorce, bude schematicky zapsána jen jako:

$$\begin{aligned} VH - SHn - Gw &= 0 \\ ROA^* - WACC^* - \text{spread} &= 0 \end{aligned}$$

Opět jen schematicky by to znamenalo, že se ocení substanční časovou hodnotou jednotlivý fixní majetek + likvidní hodnotou oběžný majetek tvořící provozní majetek podniku. Běžným způsobem např. metodou DCF entity je vypočtena VH tohoto podniku a zároveň je iteračně nalezena taková hodnota Gw, kdy se první i druhá rovnice budou rovnat nule a zároveň, aby se i spread rovnal nule. V konkrétním řešení výpočtového modelu je pak výnosová metoda programově (iteračně) propojena s hodnotou provozně potřebného majetku do finančního plánu pro ocenění. To umožňuje řešení pro obě neznámé (VH i Gw) současně jedním výpočtem, protože se změnou hodnoty Gw se mění celková hodnota podnikem provozovaného kapitálu (K') a tím též potřeba celkových investic pro dodržení metodické zásady stejného tempa růstu (g) pro celkový investovaný (správně však zapojený) kapitál K (správně K') i čistý peněžní tok FCFF v rámci stabilizace peněžních toků před aplikací terminální fáze s Pokračující hodnotou i během ní. Detailní matematické vyjádření soustavy rovnic o dvou neznámých bude náplní jiného článku.

Upozornění: Nehmotný majetek typu goodwill by neměl vstupovat do kalkulace daňového štítu. Některé složky nákladů na jeho udržení jako např. náklady na reklamu (v širším smyslu PR) mohou ale být daňově uznatelnými náklady, v praxi je tak třeba provést selekci těchto peněžních toků, aby nedocházelo k duplicitě v provozních a daňových nákladech.

Další využití funkce spread

Jak bylo již dříve uvedeno, může ukazatel REVA nabývat kladných, nulové i záporných hodnot. Jestliže nebude podnik dlouhodobě dosahovat natolik vysoký KPV, aby byl schopen financovat alespoň vlastní reprodukci a rozvoj, je tím nejen zpochybněn princip fungování going concern a neměla by tedy být pro terminální fázi aplikována metoda Pokračující hodnoty, ale z komplexní výnosové analýzy bude rezultovat záporná hodnota Gw.

Výsledná hodnota u majetkové neúplné substanční hodnoty podniku (SH_n) bude vlivem záporného Gw poněkud nadhodnocena. V provozu bude sice majetek věčně přítomen v objemu hodnoty SH_n, ale jeho pro podnik ekonomicky využitelná hodnota bude oproti SH_n nižší úměrně velikosti záporného Gw a proto SH_n podniku bude často i výrazně vyšší než výnosová hodnota netto. Pokud by se v řešení úplné substanční hodnoty podniku ponechala záporná hodnota Gw, došlo by k praktickému vyrovnání obou výsledků, i když věcně správným řešením by bylo substanční hodnotu (nejčastěji časovou cenu) jednotlivých majetků parciálně snížit v poměru: VH / SH_n, neboť záporný Gw hodnotově koriguje instalovanou substanci na ekonomicky využitelnou, tedy opodstatněnou substanci v provozu podniku, což ale v tuzemské praxi nebývá zvykem.

U funkčně nepropojených výpočtových modelů pro majetkové a výnosové ocenění by nebyla záporná hodnota Gw zakalkulována do výsledku SH_n, v tom případě bude ukazatel REVA resp. funkce spread signalizovat záporné hodnoty cca od -1 do -5 procentních bodů. Častěji bude určitý nevelký záporný ukazatel REVA signalizovat disproporci mezi dosažitelnými výnosy v FPO (finanční plán pro ocenění) a tzv. investičně „přehřátým“ podnikem, tedy podnikem neúměrně zatíženým vyšším objemem provozního majetku s ekonomicky omezenou využitelností. Schopný management patrně dokáže i dlouhodobě do určité míry tuto zátěž eliminovat dobrým řízením podniku, důsledkem však bude i tak dlouhodobě snížená hodnota podniku pro vlastníky. V případě některých odvětví jde o jeden ze znaků tzv. vysoké bariery vstupu do odvětví, kdy pořízení a reprodukční náklady na nezbytný provozní majetek neumožňují dosahovat podnikům vyšší rentabilitu.

Obecně v případech, kdy nebude v oceňovacích modelech pracováno s úplnou substanční hodnotou podniku (SH_ú), bude ukazatel spread, resp. REVA* signalizovat pravděpodobný výsledek ocenění. Pokud by nekořespondovaly hodnoty spread s výslednou hodnotou netto podniku, pak jde zcela jistě o chybu výnosového postupu a je třeba revidovat parametry, na kterých je výnosového ocenění včetně vstupujícího objemu provozně potřebného majetku postaveno.

- Pro podnik vykazující dlouhodobě **spread = 0** při **GW = 0** a při FPO sestaveném ve stálých cenách a $g = 0$ pak platí funkce:

$$k = 1 = VH / SH_n = VH / SH_{\dot{u}}$$

Důsledek: Podnik by byl schopen generovat hodnotu pouze na svoji reprodukci, jeho hodnota by pak odpovídala pouze tzv. hodnotě instalovaných aktiv a vlastníků by podnik novou hodnotu nepřinášel (protože $MVA = K$, podnik by vracel jen vložené investice), „živil by pouze své zaměstnance včetně přiměřených platů managementu a udržoval cca stejný objem provozního majetku“. **Podnik by tak měl hodnotu naakumulovaného (nahromaděného) majetku**, resp. na spodní mezi hodnotového intervalu jeho stávajícího využití (koncept ViU). **Rozvojové investice netto** by byly ve stálých cenách nulové, potom $m_i = 0$ a r_i nelze určit, resp. by musely růst nad všechny meze (při FPO sestaveném v běžných cenách by m_i byla na úrovni míry oborové inflace) z toho vyplývá, že **má-li podnik generovat novou hodnotu** (ukazatel $0 < EVA$), **není dlouhodobě možné reinvestovat jen na úrovni jeho prosté reprodukce provozního hmotného a nehmotného majetku**, protože musí platit pro celkový provozně potřebný kapitál (K'), že v delší budoucnosti rostoucího (rozvíjejícího se) podniku i v terminální fázi pro metodu PH musí být tempo růstu KPV potažmo FCFF shodné s tempem růstu celkového investovaného kapitálu (K'). Jestliže je tempo růstu (g) stabilní

tedy cca konstantní, což se při aplikaci PH předpokládá, a r_i v daném odvětví zjistitelné s určitým očekáváním, pak musí být

$$m_i > 0 \text{ a to}$$

$$m_i = g / r_i, \text{ respektive}$$

$$K_t = (K_{(t-1)} + m_i \cdot KPV_t),$$

aby mohlo platit, že

$$g = (K_t / K_{(t-1)}) - 1 = ((K_{(t-1)} + m_i \cdot KPV_t) / K_{(t-1)}) - 1$$

z toho

$$m_i = g \cdot K_{(t-1)} / KPV_t$$

$$KPV_t = g \cdot K_{(t-1)} / m_i$$

Aby $KPV_{(t+1)}$ vzrostl z KPV_t o hodnotu = g při stálém r_i , musí vzrůst K_t též o hodnotu = g tzn., že má-li podnik generovat novou hodnotu, bez nových (např. rozvojových) investic to nepůjde. **Ale protože je nutné uvažovat K_t jako K_t'** (tzn. včetně Gw, které ale pořizujeme jen ve výši osobních nákladů na management, bude tato část investic vložené investiční geniality managementu zdrojem (generátorem) „čisté nadhodnoty“ pro vlastníky podniku (pakliže není management přeplácen). Tento závěr má podle mého názoru značný význam, neboť je důkazem, že **hodnota v podniku nevzniká** negeneruje se **jaksi z „ničeho“**, že generátory hodnoty (jako soubor faktorů určujících a spolupůsobících na hodnotu podniku) jsou pouze prostředkem pro řízení přeměny hodnoty alokované ve vstupech do podniku, která se pak realizuje a distribuuje na relevantních trzích.

Vliv pracovního kapitálu na funkci spread

Funkci spread ovlivňuje též stav a potřeba pracovního kapitálu. Je vcelku známo, že pokud umíme dlouhodobě udržet převis závazků nad pohledávkami (aniž jsme se závazky po jejich splatnosti), je to bezesporu pozitivní hodnototvorná schopnost managementu (provozně nás zdarma financují dodavatelé), která se odrazí ve zvýšení hodnoty Gw potažmo i výnosové hodnoty celého podniku. Pokud ale není možné dlouhodobě predikovat (udržet) takovou tržní výhodu (jde o krátkodobý jednostranný a neujednaný stav), je třeba tento vliv eliminovat z výsledku komplexního výnosového ocenění, které by se řešilo soustavou výše uvedených rovnic I. a II. a které je založeno na konvergenci kdy $ROA^* = WACC^*$.

Vlivem nesymetrie pracovního kapitálu (převis pohledávek nad závazky či naopak) pak vzniká i při vyrovnaném stavu $ROA^* = WACC^*$ **odchylka hodnoty spread od nulové hodnoty**, která se bude nejčastěji pohybovat **cca až do ± 1 proc. bodu** od nulové (ideální) hodnoty spread při komplexním výnosovém ocenění popsanou soustavou dvou rovnic. Převis pohledávek nad závazky má negativní dopad na hodnotu podniku (snižuje ji od 0,0 do cca -1 proc.bodu), převis závazků (ve splatnosti) a čerpaných záloh nad pohledávkami má pozitivní dopad na hodnotu podniku (zvyšuje ji od 0,0 do +1 proc.bodu). Zásoby v rámci kvantifikace vlivu této symetrie na hodnotu podniku mají neutrální vliv (podle funkcionality peněžních toků mají charakter spíše investičního toku, rozbor tohoto vlivu je na samostatnou stat').

Korekce na nulovou hodnotu spread se provede tak, že iteračně upravíme bilanci pohledávek v I. fázi prognózy FPO tak, aby byla nastavena rovnováha se závazky (tzn. stejný objem pohledávek a závazků v pracovním kapitálu po dobu kalkulovanou v FPO). Následně nastavíme pomocí výše investic netto funkci spread na nulu (tzn. při eliminovaném vlivu převisu +Závazky/-Pohledávky). Jestliže pak vrátíme pohledávky a závazky do původně kalkulovaných objemů v FPO, zjistíme (odečteme) funkcí spread hodnotu vykázané reálné odchylky spread od nuly tedy teoretické nulové polohy v případě symetrického pracovního kapitálu. Takto zjištěnou „novou“ reálnou hodnotu **spread'** nadále pokládáme za skutečnou „nulovou polohu“ spread pro výpočet DCF konkrétního podniku, pak tedy platí, že nastavíme pomocí částky Gw a na investice netto funkci spread konkrétního podniku:

$$\text{spread}' = \text{ROA}^* - \text{WACC}^* = 0$$

Diskuse k rozdílům v hodnotách ukazatelů ROIC a WACC

Pokud by byl investovaný majetek do podniku vyjádřen jako neúplná substanční hodnota provozních aktiv (K), tzn. bez samostatně neidentifikovatelných složek nehmotného majetku (nejčastěji jde o goodwill a částečně i o know-how, i nadále jen **Gw**), bude rentabilita celkového investovaného kapitálu do provozu (ROIC^*) vyšší nebo rovna WACC^* , tento vztah lze pak interpretovat následovně:

- a) **v optimálním případě** platí vztah, kdy $\text{ROIC}^* \geq \text{IRR}$, resp. WACC^*
pro podniky s dlouhodobě udržitelnou konkurenční výhodou a dobrým managementem, pak rozdíl **spread** = ($\text{ROIC} - \text{IRR}$) by se měl pohybovat cca **od 1 do 3 proc. bodů**, pro podniky v tzv. TOP postavení na trhu může být spread až okolo 5 proc. bodů a **podnik je schopen generovat vyšší i poměrně vysokou novou hodnotu pro vlastníky**. Pokud bychom zatížili hodnotu provozního majetku podniku o takovou částku, aby byla splněna rovnost $\text{ROIC}^* = \text{WACC}^*$, potom tato částka představuje hodnotu nehmotné složky Gw.
- b) **minimálně ještě v provozovatelném případě** se ROIC^* přibližně **rovná** IRR , resp. WACC^*
pro podniky ve volném tržním prostředí s neomezenou životností, $\text{spread} = (\text{ROA}^* - \text{IRR})$ je okolo 0,0 proc. bodů (v intervalu od -1 do +1 proc.bodu). Podnik je schopen generovat hodnotu v podstatě pro vlastní reprodukci a v lepším případě maximálně pro svůj rozvoj v úrovni míry inflace, ale minimální nebo žádnou hodnotu pro vlastníky kromě návratnosti vloženého kapitálu. Potom má Gw minimální či prakticky nulovou hodnotu – což ale neznamená to samé, jako že goodwill v podniku neexistuje, ale jen to, že jako majetková složka má pro vlastníky pouze prakticky nulovou hodnotu a lze z toho vyvozovat, že jeho management je placen tak „akorát“ ...
- c) **vykazuje-li finanční analýza dlouhodobě nízké rentability** s praktickou nemožností nápravy, pak $\text{ROIC}^* < \text{IRR}$, resp. WACC^* a $\text{spread} \leq -1,0$ proc. bodu
podnik by měl mít omezenou dobu trvání, tzn., že by neměla být aplikována metoda tzv. Pokračující hodnoty v terminální fázi výnosového ocenění. Podnik podle této indikace není schopen generovat hodnotu ani na vlastní reprodukci, ani pro vlastníky. Jde o zřejmý signál pro nástup krizového řízení podniku.
- d) vztah, kdy $\text{IRR} = \text{ROIC}^* \gg \text{WACC}^*$, je-li rentabilita investovaného kapitálu odůvodněně výrazně vyšší než střední hodnota vážených kapitálových nákladů

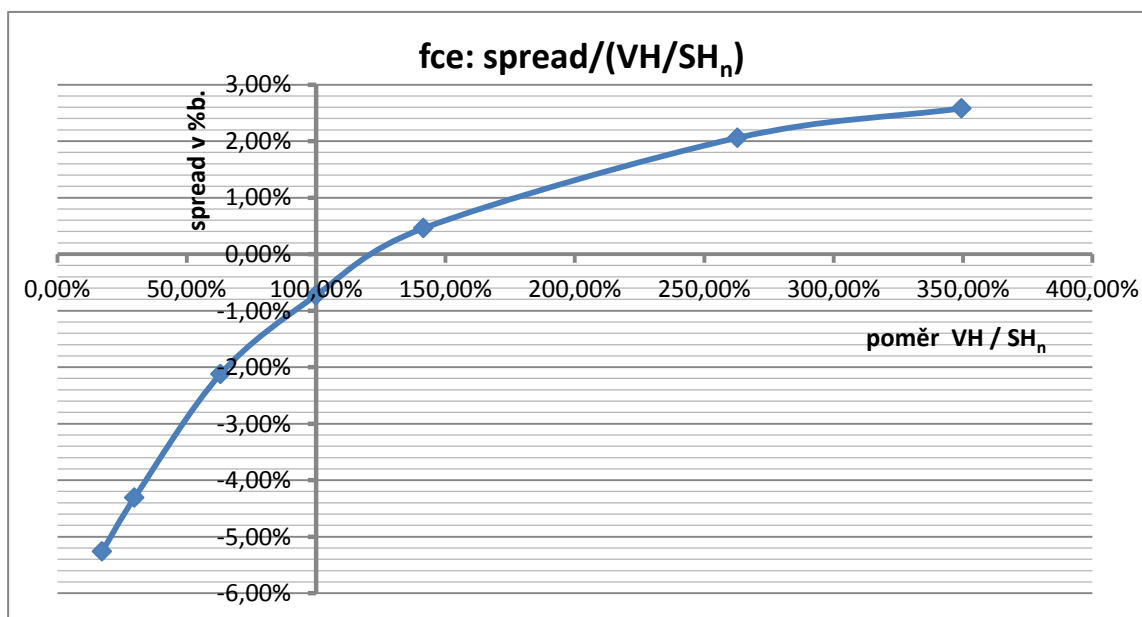
(a nebyla shledána metodická chyba) ... jde patrně o podniky v ne zcela tržním postavení, nejčastěji jde o podniky v přirozeně monopolním, státně monopolním či jinak omezeně konkurenčním prostředí. Spread u podniků v takovém postavení na trhu může nabývat hodnoty od 6 až do několika desítek procentních bodů, což se prokázalo u ocenění několika společností s exkluzivně výhradní pozicí na tuzemském trhu.

Funkce spread ROA a WACC

V tomto příspěvku bychom se nezabývali detailním odvozením funkce spread, což by bylo opět na samostatnou stat', ale jen stručně uvedeme na příkladu zobrazení křivky a vysvětlení funkce závislosti **spread na poměru (VH / SH_n)**.

Příklad spread naměřeného u reálného podniku, kdy v praxi dochází k vychylování nulové polohy spread vlivem výše popsané nesymetrie v pracovním kapitálu (PK). V tomto příkladu šlo o výraznější vliv nesymetrie $PK/VH = 20\%$ (bylo více provozních pohledávek než provozních závazků, podnik tak v podstatě dotoval některé odběratele).

poměr (VH / SH _n)	17,35%	29,85%	63,09%	99,94%	141,55%	262,89%	349,42%
spread=ROIC WACC _{impl.}	-	-5,26%	-4,31%	-2,12%	-0,73%	0,46%	2,58%



Při symetrickém PK by platilo, že když je poměr: $VH / SH_n = 1$, je funkce spread: $f(VH/SH_n, \text{spread}) = 0$, tzn., že i $GW = 0$.

Pro podnik v tomto konkrétním případě, kdy je nulová poloha na ose (y) pro spread vyjádřený v procentních bodech vychýlena do bodu [100%, -0,73%] by platilo:

Jestliže při $GW = 0$, je **ROA* - WACC* = - 0,73 proc.bodu**, což kvantifikuje zápornou výchylku hodnoty podniku v důsledku převisu pohledávek nad závazky a celkově bude snižovat hodnotu podniku.

Při hodnotě spread vyšší jak 0,73% bude hodnota $Gw \geq 0$ a podnik bude generovat hodnotu pro vlastníky, ale nikoliv od poměru většího než $VH / SH_n = 0$ ale až od poměru většího než $VH / SH_n = 0,73/100$. Jde opět o důkaz, že nesymetrický objem hodnoty pohledávek vůči závazkům ovlivňuje hodnotu podniku – tedy, pokud je podnik nucen udržovat například převis pohledávek nad závazky, pak to bude snižovat jeho výnosovou hodnotu.

Pro hodnotu spread = 1,0 dle grafu platí:

VH/SH_n , spread = 173/100,

z toho $VH = SH_n + Gw$ a z toho $(SH_n + Gw) / SH_n = 173/100$,

úprava $SH_n + Gw = 1,73 \cdot SH_n$

z toho $Gw = SH_n \cdot (1,73 - 1)$ z toho úpravou vyplývá, že

$Gw = 0,73 \cdot SH_n$, což by pro tento konkrétní podnik představovalo, že na každou korunu úplatně investovaného provozního majetku je do provozu zapojeno ještě 0,73 koruny goodwillu, tedy že podnik bude při kladné hodnotě čistých provozních aktiv (NOA) generovat i kladnou hodnotu pro vlastníky (že se jim nejen vrátí vložená investice, ale ještě vydělají tedy celkem v poměru: 173 / 100).

Ocenění samostatně neidentifikovatelného nehmotného majetku

Ocenění provozně potřebného hmotného majetku podniku bylo popsáno v části 1., má-li být zpracováno komplexní výnosové ocenění podniku je třeba v případě **ocenění kompletního dlouhodobého nehmotného majetku (DNM)** v rámci této koncepce ViU ocenit i samostatně neidentifikovatelné složky DNM souhrnně označované jako goodwill (Gw), což zahrnuje především schopnosti managementu – obchodní kontakty, know-how, soubor strategického i operativního rozhodování a controlling podniku, pokud tyto položky již nebyly samostatně kvantifikovány a jejich ViU zahrnuta do provozního majetku podniku.

Pro upřesnění – je třeba ocenit tento majetek Gw nikoliv tržní hodnotou, jako kdyby měl být samostatně obchodován, což u Gw v podstatě ani není možné, kromě zvláštních smluvních podmínek, kdy je podnik nakupován v podstatě jen za hodnotu Gw a provozní majetek je nepodstatný. Gw budeme řešit jako nedílnou součást provozně potřebného majetku podniku v rámci konceptu ViU. Pro takové ocenění je třeba aplikovat iteračně propojený výpočet DNM metodou licenční analogie s výnosovou metodou DCF entity. Čistý peněžní tok z nehmotného majetku v roce t (FCF_t) je součinem tržeb (T_t) generovaných za dobu (n) na provozním majetku podniku a licenčního poplatku (LC , který bude zjištěn iteračně viz dále). Hodnoty WACC by v tomto případě (stejně jako pro jiná v provozu zapojená aktiva) měly být shodné s váženými kapitálovými náklady podniku v jednotlivých letech prognózy stejně jako tempo růstu tržeb (g) ve fázi PH. Doba „ n “ by měla být shodná s koncepcí FPO, tzn. buď na dobu neurčitou s terminální fází PH, nebo v případě časově odložené současné hodnoty čistého likvidačního zůstatku by byla hodnota samostatně neidentifikovatelných složek DNM (tedy zejména Gw) nulová. Je nutné vycházet z předpokladu, že pokud by podnik měl fungovat jako going concern, musí management vyvíjet kontinuálně činnost zajišťující alespoň rentabilitu provozně potřebného hmotného majetku a pracovního kapitálu odpovídající úrovni WACC*, optimálně však rentabilitu vyšší

o spread, která generuje vlastníkům nadhodnotu (novou hodnotu). Tuto zásadu je třeba přijmout jak v rámci konceptu ViU, kdy by měla z výnosové analýzy podniku rezultovat alespoň nezáporná hodnota Gw, ale zejména v rámci tržního ocenění, kdy je nutné zkoumat tzv. HABU tzn. eventuality hodnotově nejlepšího využití provozního majetku. V opačném případě (při $Gw < 0$) dojdeme k závěru, že nelze kalkulovat s nekonečností fungování podniku. Vztahy pro výpočet hodnoty DNM:

$$FCF_t = T_t * LC$$

$$DNM = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC_t)^t} + \frac{PH_{nm}}{\prod_{t=1}^n (1 + WACC_t)}$$

Pokračující hodnotu pro výpočet hodnoty DNM (PH_{nm}) lze vyjádřit pomocí Gordonova vzorce:

$$PH_{nm} = \frac{FCF_{n+1}}{WACC_{n+1} - g}$$

Uvedenou metodou bez podrobnějšího rozdělení by byl DNM oceněn tak, že licenční poplatek (LC) za celý DNM by byl nastaven tak, aby rentabilita celkového provozně potřebného majetku (ROA^*) byla rovna hodnotě $WACC^*$, ale optimálně by se měla hodnota licenčního poplatku (LC) pohybovat tak, aby se hodnota ROA^* pohybovala v intervalu nerovnosti cca od -1 do +1 proc. bodů nad $WACC^*$ podle vlivu nesymetrie v pracovním kapitálu podniku.

Je-li $LC = 0$ a tedy i $DNM = 0$ a přesto by rezultovalo nikoliv ROA^* , ale již $ROIC^* < WACC^*$, znamenalo by to, že podnik je nejspíše přeinvestovaný (příliš zatížen provozním majetkem) nebo rentabilita jeho provozování je nízká. Uvedeným postupem by sice bylo možné vyčíslit **zápornou hodnotu goodwillu** (v tuzemsku často ne zcela správně označovanou jako badwill) tak, že by se iteračně nastavila natolik **záporná hodnota LC**, až by byla rovnost **$ROA^* = WACC^*$ opět splněna**. Na výsledku komplexního ocenění podniku by se tento stav projevil nejen nízkým ukazatelem rentability investovaného kapitálu $ROIC$ a zřejmě i nižší výnosovou hodnotou podniku, než by byla jeho neúplná substanční hodnota. **Při vyšším licenčním poplatku LC** poroste hodnota DNM s ní i hodnota celkového provozního majetku, která pak v konečném důsledku též snižuje ukazatel ROA (rentabilitu celkového kapitálu zapojeného do provozu). Jak již bylo uvedeno, jestliže by výše LC stoupla nad logickou mez (je vhodné zjistit tyto meze pro licenční poplatky za majetek tvořící samostatné složky hmotného majetku i tržním porovnáním) tzn., že i hodnota DNM by byla neúměrně vysoká a pokud není DNM prakticky jediným provozním majetkem podniku (tzn., že provozní majetek obsahuje i jiné hodnotově významnější hmotné položky), bylo by nezbytné revidovat ocenění ViU hmotných položek jeho provozního majetku, nebo diskontní míru $WACC$.

Výše popsaná analýza technické základny s využitím iteračních vazeb je plně aplikovatelná v rámci komplexního výnosového ocenění podniku jen pro výpočet založený na následujícím vzorci:

Vzorec pro výpočet DCF entity iteračně rekurzním postupem⁴:

v případě varianty DCF entity je $FCF_n = FCFF_n$

$$H = \frac{FCF_1}{1 + WACC_1} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC_1) \times (1 + WACC_2)} + \dots$$

$$H = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{\prod_{j=1}^t (1 + WACC_j)} + \frac{FCF_{T+1}}{(WACC_T - g) \times \prod_{j=1}^T (1 + WACC_j)}$$

Již jsme se v tomto článku zmiňovali, že lze dokázat, že skutečně nezávislými parametry (generátory hodnoty podniku) jsou jen dosažitelná a udržitelná zisková marže na relevantním trhu a kapitálové náklady (hovorově „cena peněz“), ostatní vstupní parametry výnosového ocenění jsou do určité míry vzájemně provázané a není je proto možné volit zcela libovolně do finančního plánu pro ocenění podniku (FPO). Pro korektní výpočet je třeba testovat tempo růstu (g_k) pro časovou řadu celkového investovaného kapitálu do podniku (do jeho core business) minimálně v posledních třech letech I. fáze FPO, která se musí rovnat tempu růstu (g_f) časové řady $FCFF_{PH}$, se kterým se kalkuluje v terminální fázi, resp. g v Pokračující hodnotě: $g = g_f = g_k$.

Ze závěrů strategické a finanční analýzy rezultující parametr g pro tempo růstu $FCFF_{PH}$ je určující pro parametr míry investic netto (m_i), který je ale závislý též na rentabilitě investic netto (r_i), která musí konvergovat minimálně k ukazateli ROIC v rámci této metody dvou rovnic o dvou neznámých k ukazateli ROA, které se může od WACC lišit maximálně o analyzovaný (odůvodněný) spread při $ROA^* = WACC^* = 0$. Dále je třeba kontrolovat stabilizaci KPV, ale i ukazatele m_i alespoň v posledních třech letech I. fáze FPO, který by měl odpovídat přibližně **závislosti míry investic netto m_i na charakteru odvětví**, viz kapitola 2. Pokud je pro výše uvedený výpočet DCF aplikována autonomní kapitálová struktura řešená rekurzním výpočtem s iteračně propojeným vstupem výnosové hodnoty netto za core business podniku dosažené jako tržní hodnota vlastního kapitálu pro výpočet WACC, je možné výpočet DCF v závislosti na celém finančním plánu pro ocenění odladit pomocí vstupní hodnoty G_w - pomocí propojeného výpočtu pro metodu licenční analogie, kde vstupuje pouze parametr licenční poplatek z tržeb (LC nastavovaný iteračně) a dál je třeba odladit vstupní hodnotu (částku) investic netto tak, aby $g_f = g_k = g$. U FPO sestaveného v běžných cenách by nemělo být g menší, než je odhad meziroční míry oborové inflace.

V prvních letech FPO bývá často zachován konkrétní plán investic managementu, ve zbývajících letech je však již nutné sumární investiční peněžní tok odladit modelem tzv. střádacího fondu tak, aby vůbec mohlo dojít ke stabilizaci peněžních toků před terminální fází PH, neboť investiční peněžní tok bývá zpravidla nejvíce destabilizujícím prvkem v FPO.

⁴ Miles, J., and R. Ezzel. "The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15 (September 1980).

Závěry pro komplexní výnosové ocenění podniku

Na závěr můžeme shrnout hlavní myšlenky za minulou část 1. i tuto část 2. našeho příspěvku:

1. Na praktických příkladech je zřejmá fatální chyba, ke které došlo při ocenění podniku zpracovaném jen z účetních hodnot provozního majetku a odpisů.
2. Pro komplexní výnosové ocenění podniku je třeba analyzovat tzv. kalkulované odpisy založené na reálných odhadech zůstatkové životnosti a hodnotě stávajícího potažmo budoucího využití provozně potřebného majetku v rámci konceptu ViU (Value in Use), neboť to je hodnota tvořící generátor hodnoty, která bude podnikem exploatována při tvorbě hodnoty.
3. Pro metodicky správný návrh parametrů pro analýzu hodnoty v terminální fázi ocenění metodou Pokračující hodnoty má významnou úlohu parametr míry investic netto vyplývající z tzv. Parametrického vzorce. Stejně důležitou zásadou je rovnost tempa růstu FCFF a tempa růstu celkového kapitálu (K') zapojeného do provozu podniku alespoň v závěru I. fáze FPO. Parametr K' však musí obsahovat veškeré složky provozně potřebného majetku, tzn. i samostatně neidentifikovatelné části nehmotného majetku souhrnně označované jako goodwill (Gw), který však nelze kvantifikovat explicitně bez vazby na výnosové ocenění. Jde tak ale vedle VH_{netto} o další závisle proměnnou neznámou při ocenění podniku.
4. Řešením je odvození funkce REVA, resp. kontrolního parametru spread ($ROA - WACC$) nezbytného pro aplikaci soustavy dvou rovnic o dvou neznámých umožňující současné řešení neznámých hodnot VH_{netto} podniku a hodnoty Gw, která bude iteračně zjištěna a zároveň zakalkulována (přičtena) k celkovému investovanému kapitálu K tak, že lze pracovat s celkovým majetkem (aktivy) zapojenými do provozního majetku $K' = K + Gw$.
5. Kromě řešení, které je popsáno v odstavci 4., nabízí vztahy pro výnosové ocenění kontrolované prostřednictvím funkce spread ($ROA - WACC$) žádoucí zpětnou vazbu mezi závěry dílčích analýz (technické základny, strategická a finanční) a parametry tvořícími generátory hodnoty, resp. kontrolu konzistence základních vstupních parametrů včetně odhadu WACC. Funkce spread nabízí též důkaz značného významu, že hodnota v podniku nevzniká sama od sebe, že se negeneruje jaksi z „ničeho“, že generátory hodnoty jsou pouze prostředkem pro řízení přeměny hodnoty alokované v hmotných i nehmotných vstupech do podniku, která se pak realizuje a distribuuje na relevantních trzích.

Konstrukce kalkulovaných odpisů se může zdát na první pohled příliš komplikovanou, podobně jako dopočet hodnoty goodwillu do provozního majetku a tempu růstu přiměřené nastavení investičních prostředků. Je si však třeba uvědomit, jak zásadní dopad má tato analýza na výsledek výnosového ocenění podniku a že fungující podnik má vždy goodwill jako nedílnou součást svého provozního majetku a záleží na tom, zda je jeho hodnota kladná, nulová či záporná. V praxi to znamená zakomponovat tyto vztahy do výnosového oceňovacího modelu, což v aplikaci excel s možností iteračně řešených cyklů (kruhových odkazů) v důsledku práce na odladění finančního plánu (FPO) a jeho kontrolu pro ocenění poměrně usnadní.

Literatura:

- [1] COPELAND, Thomas E, Tim KOLLER a Jack MURRIN. Stanovení hodnoty firem. Praha: Victoria Publishing, 1994, 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- [2] Mařík, M. a kol. (2011a): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 3. upravené a rozšířené vydání, Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5
- [3] Mařík, M. a kol. (2011b): *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [4] Mařík, M. – Maříková, P. (2014): *Alternativní možnost řešení cyklického problému při odhadu kapitálové struktury v tržních hodnotách*. Oceňování, ročník 7, č. 4, s. 53-68. ISSN 1803-0785
- [5] Mařík, M. – Maříková, P. (2016a): *Analytické řešení cyklického problému při odhadu kapitálové struktury v tržních hodnotách pro metodu DCF entity*. Oceňování, ročník 9, č. 2, s. 22-33. ISSN 1803-0785.
- [6] Mařík, M. - Maříková, P. (2016c): *K obecným zásadám oceňování majetku a zejména podniku s důrazem na podmínky České republiky*. Odhadce a oceňování podniku, ročník 22, č. 1, s. 3-16, ISSN 1213-8223
- [7] Šantrůček, J. – Dohányos, M. (2018): *Analýza provozního majetku pro výnosové ocenění podniku – část I.: Majetková podstata podniku*. Oceňování, ročník 11, č. 4, s. 51-66. ISSN 1803-0785.

Analýza provozního majetku pro výnosové ocenění podniku

část II.: Komplexní výnosové ocenění podniku

Jaroslav Šantrůček – Michal Dohányos

ABSTRAKT

Článek stručně na praktických příkladech rozebírá důležitost a potřebu řešení, resp. zavedení kalkulovaných odpisů pro odhadování výnosové hodnoty podniku. Odvozuje a vysvětluje význam funkce spread jako rozdíl ukazatelů ROIC resp. ROA a WACC pro odhad parametrů ovlivňujících výnosovou hodnotu podniku. Popisuje postup pro kvantifikaci celkového kapitálu zapojeného do provozu podniku. Navrhuje řešení pomocí soustavy dvou rovnic o dvou neznámých pro současný výpočet výnosové hodnoty podniku a hodnoty goodwillu v rámci konceptu Value in Use. Poskytuje žádoucí zpětnou vazbu mezi závěry analýz technické základny, strategické a finanční analýzy a generátory hodnoty, resp. kontrolu konzistence základních vstupních parametrů včetně odhadu WACC.

Klíčová slova: hodnota, ocenění podniku, spread, ROIC, ROA, WACC, kalkulované odpisy

Analysis of operating assets for the discounted cash flow model valuation

Part II.: Complex business valuation of the company

ABSTRACT

The article discusses briefly the importance and need for the solution, respectively, it discusses the importance of the introduction of the calculated depreciation to the valuation of the discounted cash flow model. The article derives and explains the importance of the spread function as the difference between ROIC resp. ROA and WACC for estimating parameters that affect the business value. It describes the procedure for quantification of the total capital involved in the operation of the enterprise. It proposes a solution using a set of two equations of two unknown for the simultaneous calculation of the business value and goodwill value within the Value in the Use concept. It provides the necessary feedback among the conclusions of the technical base analyzes, the strategic and financial analyzes, and the value generators, respectively, it provides a consistency check of basic input parameters, including a WACC estimation.

Key words: value, business valuation, spread, ROIC, ROA, WACC, calculated depreciation.

JEL classification: G32

Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít

Lukáš Křístek*

Úvod

V článku vysvětlíme, kdy lze použít informace po datu ocenění. Reagujeme na článek „Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace“ uveřejněném v č. 2/2018 časopisu Oceňování.

Mezi znalci se traduje, že znalci nemohou použít informace, které jsou známe po datu ocenění. Proti tomu existuje hlavní zásada procesního práva při dokazování, která zní „Za důkaz může sloužit vše“ (srovnej § 89, odst. 2 trestního řádu, zákon č. 141/1961 Sb. pro trestní řízení, či § 125 občanského soudního řádu, zákon č. 99/1963 Sb.). Zde může být rozpor.

Problematika použití Informací po datu ocenění je z velké míry problematikou právní, která je bližší právníkům než odborníkům na oceňování, proto nejdříve budu muset vysvětlit právní problematiku, aby čtenáři pochopili sled mých myšlenek.

Tento článek se nebude zabývat oceňováním ve formě odborného názoru odborníkem na oceňování. Bude se zabývat jen oceňováním formou znaleckého posudku, oceňování znalcem. To je první a základní předpoklad, z kterého vcházíme dále.

Rozdíl mezi odborníkem a znalcem

Aby se někdo stal znalcem, mimo jiné napřed musí prokázat, že je odborníkem. Časová souslednost je zřejmá. Nejdříve odborník a pak znalec. Odbornost je podmnožinou znalectví. Co musí odborník udělat, aby se stal znalcem? Z formálního hlediska musí učinit jediné – složit znalecký slib, jak ho předepisuje § 6, odst. 2 zákona o znacích (Zákon č. 36/1967 Sb.).

Slib zní: „*Slibuji, že při své znalecké činnosti budu přesně dodržovat právní předpisy, že znaleckou činností budu konat nestranně podle svého nejlepšího vědomí, že budu plně využívat všech svých znalostí a že zachovám mlčenlivost o skutečnostech, o nichž jsem se při výkonu znalecké činnosti dozvěděl.*“

Znalec jako každý člověk musí dodržovat, co slíbil. Musí přesně dodržovat právní předpisy a plně využívat všech svých znalostí. Znalec proto musí být částečně vzdělán v právu. Jinak by přece nemohl přesně dodržovat právní předpisy. A musí využívat všech svých znalostí, neočekává se od znalce polovičatá práce. (Křístek, 2013, s. 151)

Úprava v českých oceňovacích standardech

Odhadci (odborníci na oceňování) používají jako podporu pro oceňování metodiku buď ve formě Mezinárodních oceňovacích standardů (International Valuation Standards, 2017), či návrhů Českých oceňovacích standardů. České oceňovací standardy hovoří: „*Datum ocenění je datum, ke kterému se vztahuje odhadnutá hodnota. Datum ocenění je nutné odlišovat od data, kdy je ocenění zpracováno. Do hodnoty podniku se nemohou promítat informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění.*“

* JUDr. Ing. Lukáš Křístek, MBA – BDO ZNALEX, s. r. o.

V tomto bodě je návrh Českých oceňovacích standardů neurčitý, a bohužel je nesprávně vykládám. Věta „*Do hodnoty podniku se nemohou promítat informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění.*“, respektive část věty „informace a vlivy, které nastaly až po datu ocenění“ není přesná a může být – a také je – vykládána nesprávným způsobem. Jak chápat tuto část věty?

Lepším obratem je „skutečnosti známé k datu ocenění“. Aby se soud mohl dobrat rozhodnutí, musí zjišťovat a dokazovat. Na soudu se řeší dva základní typy otázek a informací. Skutečnosti znamenají otázky skutkové (*questio facti*). Informace mohou mít i právní povahu, mohou se týkat otázek právních (*questio iuris*).

Domnívám se, že do hodnoty podniku se nepromítají informace a vlivy **skutkového charakteru**, které nastaly až po datu ocenění. Toto bude rozebráno podrobněji dále

Úprava v mezinárodních oceňovacích standardech

Mezinárodní oceňovací standardy se problému věnují v rámci definice tržní hodnoty, kdy definice tržní hodnoty musí být aplikovaná v souladu s následujícím koncepčním rámcem:

(a) „*Odhadnutou částkou*“ se rozumí cena vyjádřená v penězích splatných za aktivum v tržní transakci za obvyklých podmínek. Tržní hodnota je nejpravděpodobnější cena, kterou lze na trhu stanovit ke dni ocenění v souladu s definicí tržní hodnoty. Je to nejlepší rozumná cena, kterou prodávající získá a nejvýhodnější cena, kterou kupující získá. Tento odhad výslovně vylučuje odhadovanou cenu sníženou nebo zvýšenou zvláštními podmínkami nebo okolnostmi, jako jsou atypická financování, dohody o prodeji a zpětném leasingu, zvláštní úvahy nebo ústupky, které nese každý, kdo je spojen s prodejem, nebo jakýkoli prvek hodnoty, který je k dispozici pouze určitému vlastníkovu nebo kupujícímu.

(c) „*Ke dni ocenění*“ se vyžaduje, aby hodnota k danému datu byla časově specifická. **Protože se trhy a tržní podmínky mohou změnit**, odhadovaná hodnota může být v jiném čase nesprávná nebo nevhodná. Stanovená částka bude **odrážet stav trhu a okolností** k datu ocenění, nikoliv k jakémukoli jinému dni.¹

Mezinárodní oceňovací standardy nepoužívají obecné slova „informace a vlivy“, avšak poněkud konkrétnější obraty „trhy a tržní podmínky“ a „stav trhu a okolností“. Ani z těchto slovních obrátů nemusí znalec nabýt dojmu, že se to týká jen otázek skutkových a nikoli právních.

Informace po datu ocenění a ústavní soud

Pořád jsme v oceňovací teorii, kterou musí používat odhadce. V určitých aspektech na tuto teorii „slyší“ i ústavní soud, který ve svém zdůvodnění v případě ocenění pro squeeze-out využil zásadu komplexnosti.

„Zde je třeba zdůraznit, že uznávaná zásada komplexnosti znaleckého posudku vyžaduje hodnocení jen toho, co je známo (i s výhledem do budoucnosti) k datu, které bylo pro znalecký posudek rozhodné, tj. 18. 9. 2005 (srov. k tomu Křístek, 2013, s. 171 – „*Porušením zásady komplexnosti je i postup znalce, kdy využil informaci, která k danému datu nebyla k dispozici*“). Ústavní soud si je vědom toho, že v případě použití jedné z variant výnosové metody DCF (viz sub 27, 30) má požadavek respektování rozhodného dne pro hodnocení jen částečný význam (v tomto duchu zejména viz Lasák, Pokorná, Čáp, Doležil a kol. (2017), II. díl), nicméně tento fakt na tomto pravidlu nic nemění.“ (viz III. ÚS 647/15, odst. 39)

¹ Za předklad děkuji Ing. Barboře Jirákové ze společnosti Moore Stephens ZNALEX, s. r. o.

Ústavní soud přijal za svou zásadu komplexnosti – nemožnost používání informací známých až po datu ocenění, i když ji doplnil o postřeh o rozhodném dni. Pokud znalec vyhotovuje posudek na squeeze-out až k datu zániku akcií (takzvaný druhý posudek), pak může použít informace známé i zániku akcií.

Ústavní soud předpokládal, vědom si teorie práva, že zásada se týká jen otázek skutkových. Jinak by pro něj ani nemělo význam v dané věci (III. ÚS 647/15) rozhodovat. V dané věci rozhoduje, aby věc ovlivnil. Tedy, aby obecné soudy využili i jeho názor (právní informace), který vznikl až po datu ocenění.

Skutkový stav a informace

Podrobněji nyní vysvětlíme, co jsme výše naznačili. Jaký je rozdíl mezi termíny „skutkový stav“ a „informace“. Zde již zacházíme do právních podrobností, které jsou však nutné pro pochopení problému.

„Informace“ jsou v rámci soudního řízení dvojího druhu. Informace o skutečnostech – co se v minulosti stalo. Například k datu ocenění společnost vykázala určitý zisk, nebo management společnosti předal znalci podnikatelský výhled sestavený k datu ocenění. Či účetní výkazy – popis skutečnosti – k datu ocenění. Toto jsou skutečnosti známé – k datu ocenění, neboli otázky skutkové (*quaestio facti*). V rámci soudního řízení se dokazuje, zdali tyto známé skutečnosti jsou pravdivé. Například nebyl podnikatelský výhled sestavený managementem nadhodnocený nebo podhodnocený? Zobrazují účetní výkazy správně hospodářský stav společnosti? Zde hovoříme o skutkovém stavu.

Existuje i jiný typ informací, a to informace právního charakteru (*quaestio iuris*). Pro některé znalce možná překvapivě je otázkou právní, jaké je přiměřené protiplnění minoritním akcionářům v rámci squeeze outu. Právní otázky řeší soud. Soud totiž vykládá právo a na základě výkladu pak rozhoduje konkrétní právní věc.

Skutkový stav spadá pod otázky skutkové. Informace je širší pojem, a informace mohou být jak skutkové, tak právní.

„Otázkou skutkovou (*quaestio facti*) je pravdivost či nepravdivost skutkových tvrzení účastníků, popřípadě zjištění pravdivé odpovědi na otázku, kterou položil soud sám bez iniciativy účastníků (...). Otázkou právní je, pod jaké ustanovení zákona mají být zjištěné skutečnosti subsumovány.“ (Hart, 1961, s. 155; citováno dle Knapp, 1995, s. 87)

Máme informace skutkové (popis skutkového stavu) a informace právní (jak vykládat právní předpisy).

Informace právní známé po datu ocenění – lze je použít? Ano

Pro čtenáře problematiku zjednoduším². Využiji konkrétní situaci a konkrétní případ, a to squeeze-out společnosti OKD, a. s. V roce 2005 byl proveden squeeze-out společnosti OKD, a. s. (dnes Správa pohledávek OKD, a. s.). Dne 27. 11. 2018 ústavní soud sdělil, že přírážka za minoritu a neobchodovatelnost se v rámci squeeze-outu neuplatní (III. ÚS 647/15, odst. 31). Soudy budou situaci znovu řešit a tento názor ústavního soudu, který byl sdělen více než 10 let po datu ocenění, budou muset zohlednit.

Právně řečeno ústavní soud vyložil neurčitý právní pojem „přiměřené protiplnění“ tak, že „přiměřené protiplnění“ nemůže obdržet minoritní akcionář, pokud při výpočtu či

² Právně vzdělaný čtenář by se mohl dožadovat rozčlenění problematiky na informace procesního práva a informace hmotného práva. Tato problematika však již přesahuje záběr tohoto článku

stanovení této částky byla použita přírážka za omezenou obchodovatelnost nebo diskont za minoritu (položky, které snižují ocenění) - srovnej odstavec 33 nálezu III. ÚS 647/15.

Pokud by v dalších soudních řízeních o výši přiměřeného protiplnění rozhodl soud v rozporu s uvedeným nálezem ústavního soudu, pak se stěžovatel může domoci u ústavního soudu nápravy. Protože „obyčejný“ soud nemůže rozhodovat v rozporu s ústavou.

Bez ohledu na datum ocenění, pokud se nyní vede soudní řízení o výši přiměřeného protiplnění v rámci squeeze-outu, soudy musí zohlednit názor ústavního soudu, a ten promítnout do výše „přiměřeného protiplnění“. Názor ústavního soudu (ne přírážkám za omezenou obchodovatelnost nebo za minoritu) je „cenotvorná informace“, i když byla známa až po datu ocenění.

Soud musí použít právní informace, které jsou známy až 10 let po datu ocenění. Protože soud vykládá právní pojem a sděluje, jak v dané věci postupovat.

Obdobně i znalec po přečtení tohoto článku by měl oceňovat při squeeze-out bez ohledu na datum ocenění bez výše uvedených přírážek. Není rozhodné, k jakému datu bude oceňovat. Při nepoužití přírážek jeho posudek nebude uznán, protože ocenění bude v rozporu s nálezem ústavního soudu. A připomínám existenci znaleckého slibu. Pokud znalec nebude jistý, jak postupovat, může se dotázat právníka a zeptat se ho, jestli je vázán judikátem III. ÚS 647/15.

I znalec musí použít právní informace, které jsou známy až 10 let po datu ocenění. Protože soud vykládá právní pojem a sděluje, jak v dané věci postupovat.

Informace skutkové (metodické postupy a odborná literatura) známé po datu ocenění – lze je použít?

V souladu s členěním informací na skutkové a právní se budeme podrobněji zabývat i informacemi skutkovými. Zde se budeme zabývat různými typy informací a rozličnými osobami, které je mohou, musí či nesmí využívat.

Někdy se vede spor, zdali je možno použít odbornou literaturu či metodické postupy, které vznikly až po datu ocenění, či obecně po datu události, která se posuzuje.

Nejdříve uvedu příklad. V roce 2013 jsme se měli vyjádřit (revizní posudek) k posudku vyhotovenému v roce 1975. V roce 1975 jsme nevěděli nic o znalectví. Všechny informace jsme získali až po roce 1975. Museli jsme použít své znalosti, které jsme získali po datu ocenění. Opět připomínáme existenci a obsah znaleckého slibu.

K odborné literatuře opět argumentujeme pro jednoduchost nálezem ÚS III. 647/15. Zde ústavní soud argumentuje odbornou oceňovací literaturou, která k datu ocenění (rok 2005) nebyla známa. Ústavní soud argumentuje následující literaturou: Křístek, L.: Znalectví, rok vydání 2013; Mařík, M. a kol.: Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy, 4. vydání, rok vydání 2018; Zima, P.: Oceňování podniků právní praxi, rok vydání 2016.

Jaký je rozdíl mezi odbornou literaturou známou po datu ocenění a judikátem známým po datu ocenění? Odbornou literaturu používá soud jako podporu pro svůj názor.

Znalec může využívat i své znalosti a zkušenosti, které nabyl až po datu ocenění (srovnej znalecký slib). Není schopen rozlišit, kdy znalosti a zkušenosti nabyl. To si ostatně může vyzkoušet i čtenář. Pamatuje si například čtenář, kdy poprvé „zabrousil“ na www.damodaran.com?

Informace skutkové (zadané ve znaleckém úkolu) známé po datu ocenění – lze je použít?

Jiným příkladem budiž případ, kdy soud autoritativně nařídí znalci, aby při odpovědi na zadanou znaleckou otázku využil skutkovou informaci známou až po datu ocenění. Jak má znalec postupovat? Co je více, splnit zadání soudu? Nebo postupovat podle metodiky?

Znalec zde není od toho, aby odmítal soud. Znalec proto v souladu se znaleckým slibem splní zadání soudu, a v souladu se zadáním použije i skutkovou informaci po datu ocenění.

Pravdou však také je, že znalec není jen „mluvící hlava“ či mechanický stroj. Znalec je i člověk, který v posudku uvádí své subjektivní názory. Proto znalec nad rámec splnění úkolu může do posudku napsat svůj subjektivní názor, že zadání úkolu je dle jeho názoru nesprávné, a proč. A dále se již problematika přenáší v rámci dokazování na advokáty, ať oni argumentují možnostmi či nemožnostmi použití informací po datu ocenění.

Informace skutkové známé po datu ocenění – lze je použít (Kým?)

Až dosud jsme uváděli, kdy lze skutkové informace použít znalcem. Existují i jiné osoby, které na soudě vystupují. Mohou tyto jiné osoby používat informace známé po datu ocenění? Hlavní osobou na soudu je soudce.

Zopakujeme, co jsme uvedli na začátku článku. Hlavní zásada procesního práva při dokazování zní „Za důkaz může sloužit vše“ (srovnej § 89, odst. 2 trestního řádu, zákon č. 141/1961 Sb. pro trestní řízení, či § 125 občanského soudního řádu, zákon č. 99/1963 Sb.).

Může soudce používat informace po datu ocenění? A za jakým účelem? V jednom judikátu soudce k danému tématu uvedl, že znalec nemůže používat skutkové informace po datu ocenění, ale soudce ano.

Mějme učebnicový příklad, kdy se z posudku dají vyčíst údaje uvedené v tabulce.

Tab. 1: Příklad

	Minulost - skutečnost					Budoucnost - odhad		
Rok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zisk [Kč]	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	60 000	60 000	60 000

Zdroj: Vlastní zpracování

Přičemž znalec sáhodlouhými laikovi nesrozumitelnými analýzami podpořil pokles zisku v budoucnu.

Může soudce zjišťovat skutečný zisk v roce 2018? A za jakým účelem? Soudce musí hodnotit obsahovou stránku znaleckého posudku. Srovnej judikát III. ÚS 299/06. Použití informací po datu ocenění mu umožní zjistit, na co se má při hodnocení posudku zaměřit.

Soudce si může učinit názor na kvalitu znaleckého posudku i s využitím informací po datu.

K článku „Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace“

Článek vyšel v časopise Oceňování 2/2018. Výše jsme ukázali, že téma chápeme jako téma právní. Autoři článku téma chápou odlišně. Nezmiňují existenci znaleckého slibu.

Nedávají téma do souvislosti s judikaturou a rozhodovací činností soudů. Nerozlišují mezi otázkami skutkovými a právními. A proto se dopouštění závěrů, které jsou protiprávní.

„Pokud by byla zachována logika, že je možné používat odborné znalosti a metodické postupy získané a používané až po datu ocenění Daný přístup by také značně snižoval právní jistotu stran sporu, neboť by jejich rozhodnutí (např. realizace práva odkupu akcií minoritních akcionářů – tzv. squeeze-out), které bylo realizováno dle informací a metodik známých ke konkrétnímu datu, bylo následně přehodnocováno na základě nových informací a metodik, které k datu uplatnění jejich práva nebyly známy. Věříme, že takováto situace by neměla být v právním státě přípustná.“ (Machová, Podškubka, Hlaváč, 2018, s. 24)

Jak jsme uvedli výše, a zde rekapitulujeme. V roce 2005 byl učiněn squeeze-out společnosti OKD, a. s. V roce 2018 ústavní soud v dané věci konstatoval, že přírážky za minoritu a neobchodovatelnost se v rámci squeeze-out neuplatní, protože jsou protiústavní. Ústavní sodu vyložil neurčitý právní pojem „přiměřené protiplnění“. V právním státě se lidé musí chovat v souladu s právem. A ústavní soud řekl, jak chování v souladu s právem vypadá.

Právě použití správného výkladu práva (dle autorů článků „informací a metodik“), který autoritativně sdělil po datu ocenění ústavní soud, znamená jednat v souladu s právem a zákonem. Byť by byl výklad znám až po datu ocenění. Taková situace nejenže je v právním státě přípustná, je jediná možná!

Závěr

Tak jako „Nikdy neříkej nikdy“, věz, že z pravidla platí i výjimky. Znalec o své vůli nemůže použít konkrétní skutková zjištění známá až po datu ocenění. Identifikovali jsme několik typových případů, kdy lze použít „informace“ známé až po datu ocenění, někdy i více než 10 let po datu ocenění. Pozorný a bystrý čtenář jistě objeví i další typové příklady. Nemyslíme si, že náš výčet je úplný.

Literatura:

- [1] Křístek, L. (2013): *Znalectví*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. 978-80-7400-623-4.
- [2] Zákon č. 36/1967 Sb., o znalcích a tlumočnících, v platném znění
- [3] International Valuation Standards Council (2017): *International Valuation Standards 2017*. Page Bros, Norwich. ISBN: 978-0-9931513-0-9.
- [4] Lasák, J., Pokorná, J., Čáp, Z., Doležil, T., a kol. (2017): *Zákon o obchodních korporacích - Komentář*. Praha: Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7478-537-5.
- [5] Hart, H.L.A. (1961): *The concept of Law*, Oxford: Oxford University Press, citován dle Knapp, V., *Teorie práva*, Praha 1995, s. 87; citováno dle Knapp, V. (1995). *Teorie práva*. Praha: C.H. Beck. ISBN 80-7179-028-1.
- [6] Machová, V., Podškubka, T., Hlaváč, J. (2018): *Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace*, Oceňování, roč. 11, č. 2, s. 24. ISSN 1803-0785.

Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít

Lukáš Křístek

ABSTRAKT

Tento článek se zabývá problematikou využívání informací po datu ocenění při znaleckém ocenění a reaguje na článek „Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace“ uveřejněném v č. 2/2018 časopisu Oceňování. Obecně platí, že znalec ze své vůle nemůže použít konkrétní skutková zjištění známá až po datu ocenění. Problematika použití informací po datu ocenění je z velké míry problematikou právní, která je bližší právníkům než odborníkům na oceňování, proto je zde nejdříve vysvětlena právní problematika. Tento článek identifikuje několik typových případů, kdy lze použít „informace“ známé až po datu ocenění, někdy i více než 10 let po datu ocenění. Nemyslíme si, že tento výčet je úplný.

Klíčová slova: Datum ocenění; Informace; Ocenění; Právní problematika.

Information after valuation date and when it can be used

ABSTRACT

This article deals with the issue of using information after the valuation date in an expert valuation and responds to the article "Working with valuation date and available information" published in Valuation Journal No. 2/2018. As a general rule, an expert may not use specific findings of fact known after the valuation date. The issue of the use of information after the valuation date is largely a legal issue, which is closer to lawyers than valuation experts, so the legal issues are explained here first. This article identifies several types of cases where "information" known after the valuation date can be used, sometimes more than 10 years after the valuation date. We do not think this list is complete.

Key words: Valuation date; Information; Valuation; Legal issue.

JEL classification: G30

Poznámky k příspěvku „Křístek, L.: Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít“

Miloš Mařík*

Článek JUDr. Křístka (2019) opět jasně vyjadřuje skutečnost, že se autor dlouhodobě zabývá právními otázkami znalectví a dosáhl v této oblasti dobrých výsledků.

Na úvod ovšem podotkněme, že nelze souhlasit s představou, že právo je ve všech aspektech nadřazené ekonomickým pohledům a může určovat bez omezení pravidla oceňování. Stejně tak by bylo asi těžko představitelné, že by v medicínské profesi bylo právo nadřazené lékařským postupům. To je však záležitost, které bude potřeba věnovat hlubší analýzu, protože někteří právníci se dokonce domnívají, že oceňování je především právní záležitostí.

Tento problém se však netýká předloženého článku pana dr. Křístka. K tomuto článku musí být vznesena jiná zásadní výhrada, a to k jednomu dílčímu bodu článku označenému nadpisem „*Informace skutkové známé po datu ocenění – lze je použít (Kým?)*“. V tomto bodě autor vylohuje názor, že soudce může využít skutečný vývoj podniku po datu ocenění k posouzení kvality použitého znaleckého posudku. V některém dalším čísle našeho časopisu se pokusíme ukázat, že tato představa se sice běžně nabízí, není však správná, zejména pokud chceme indikovat tržní hodnotu. U této báze hodnoty je tento problém obzvláště výrazně patrný. Tržní hodnota ze své ekonomické podstaty a definice musí odrážet pohled účastníků trhu k datu ocenění. Následný skutečný vývoj se z různých důvodů často může velmi odlišovat od toho, co účastníci trhu k datu ocenění očekávali. Posudek, který v takovém případě dobře zachytí očekávání trhu, rozhodně nebude nekvalitní jen proto, že skutečnost se pak vyvíjela jinak. A naopak nekvalitní posudek může obsahovat plán blízký následnému skutečnému vývoji pouhou shodou náhod. Toto kritérium by tak mohlo soudce vést k velmi chybným úsudkům. Navíc tento postoj by mohl evokovat postup, kdy se budou strany sporu neustále dovolávat přepočítávání posudku podle toho, jak se postupně mění reálný pozdější vývoj. Kvalita posudku by se proto měla zásadně posuzovat pouze podle toho, jak srozumitelně a přesvědčivě v něm znalec vysvětlí a zdůvodní své odhady, a nikoli podle srovnání těchto odhadů se skutečným vývojem po datu ocenění.

Právě vazba znaleckého posudku na volbu báze hodnoty, kterou zdaleka nemusí být vždy hodnota tržní, chybí jak v předloženém článku, tak v běžných náhledech právní praxe na oceňovací znalecké posudky. Takže z logiky právních pojetí pak vyplývá, že je jedna hodnota, a to tržní, a ta má různé varianty například podle toho, jak to navrhnou pro daný případ právníci. Takto by to však opravdu nemělo být.

V zásadě také souhlasíme s názorem trojice autorů Machová, Podškubka, Hlaváč (2018), podle kterého není žádoucí hodnotit znalecký posudek v čase rozdílným způsobem, pokud se mění například právní předpisy. Výjimkou je pouze situace, kdy původní pravidla evidentně nebyla správná. V daném případě by to znamenalo, že započítávání různých přírůstků a srážek by nemělo bezprostředně záviset na nějakém rozhodování soudu, ale na volbě báze hodnoty. Pokud tedy v daném případě byla zvolena tržní báze hodnoty, tak do ní přírůstek patří, pokud by byla zvolena jako báze spravedlivá hodnota, pak lze pro ni stanovit, že do ní přírůstek nepatří.

* Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha.

Literatura:

- [1] Křístek, L. (2019): *Informace po datu ocenění, a kdy je lze použít*. Oceňování č. 4/2019, ročník 12. ISSN 1803-0785.
- [2] Machová, V., Podškubka, T., Hlaváč, J. (2018): *Práce s datem ocenění a s tím spojené dostupné informace*, Oceňování, roč. 11, č. 2, s. 21-28. ISSN 1803-0785

Stanovisko k návrhům Vladimíra Kulila označeným jako „Výnosové metody pro ocenění podniku – moderní přístupy“

Miloš Mařík^{} – Jaroslav Šantrůček^{**} – Jiří Hlaváč^{***}*

Úvod

V posledních měsících předložil dr. Vladimír Kulil, ředitel Ústavu oceňování majetku při Ekonomické fakultě Vysoké školy báňské – Technické univerzity Ostrava návrh na, podle jeho názoru, nový přístup k výnosovému oceňování podniku (dále též jen Návrh). Tento Návrh by podle jeho mínění měl vést k převratnému zpřesnění výnosových ocenění, které by pak byly mnohem lepší oporou soudního rozhodování, než je tomu v dosavadní praxi. Dr. Kulil požádal různé subjekty činné v oceňování podniku o posouzení řešení, které zpracoval jím vedený ústav. Návrh také uveřejnil v časopise Znalec 2/2019 (Kulil, 2019).

Následující text je myšlen jako odpověď na návrhy dr. Kulila a jím vedeného ústavu. Text má následující členění:

1. stručné shrnutí základních myšlenek Návrhu dr. Kulila,
2. metodická a obsahová východiska pro hodnocení Návrhu,
3. vyjádření k vybraným tvrzením obsaženým v Návrhu dr. Kulila,
4. formulace závěrečného stanoviska.

2. Stručné shrnutí základních myšlenek Návrhu dr. Kulila

Výchozím bodem Návrhu je tvrzení o naprosté nevhodnosti metody diskontovaných peněžních toků pro znalecké oceňování podniku v České republice. Údajná nevhodnost této metody je dokládána těmito hlavními tvrzeními:

- a) Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) byla převzata ze Spojených států amerických, kde ale panují zcela jiné podmínky. Takové podmínky v Evropě a zejména v ČR nejsou, proto již samotná myšlenka přenosu metody DCF není zcela rozumná a zdůvodněná.
- b) Metoda DCF vyžaduje dlouhodobé prognózy podnikového hospodaření, které ale v praxi není možno udělat. Nezbytným následkem je, že různí znalci dospívají na základě metody DCF ke zcela rozdílným výsledkům, což výrazně komplikuje práci soudů a neúměrně protahuje soudní řízení.

^{*} prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha

^{**} Mgr. Ing. Jaroslav Šantrůček, LL.M., prezident České komory odhadců majetku, znalecký ústav MBM-Hopet

^{***} Ing. Jiří Hlaváč, Ph.D., partner skupiny TPA v České republice a znaleckého ústavu TPA Valuation & Advisory s.r.o., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha

- c) Podle názoru dr. Kulila je zcela jednoznačně hlavní příčinou neuspokojivých výsledků výnosového oceňování naprostá nevhodnost metody DCF pro znalecké oceňování podniku v ČR. Podle mínění vyjádřeného v Návrhu nelze klást žádnou vinu znalcům, kteří tuto výnosovou metodu používají. Selhává tedy používaná metoda ocenění. V pozadí Návrhu stojí zároveň myšlenka, že vinu mají též ti, kteří tuto metodu zpracovávají, navrhuji a prosazují.
- d) Záchranu vidí Návrh v použití paušální metody kapitalizovaných zisků (tj. kapitalizovaných čistých výnosů). Návrh přitom obsahuje vymezení poměrně jednoznačného postupu, jak tuto metodu upravit specifickým způsobem, a následně ji pak označuje jako „Objektivizovaná výnosová hodnota kapitalizovaných čistých výnosů“.
- e) Navrhovaná metoda by spočívala v tomto postupu:
- Paušální metoda by měla vycházet z časové řady výnosů (dr. Kulil systematicky uvádí výnosy, ale zřejmě má na mysli čisté výnosy, tj. zisky) za 5 až 6 minulých let a 9 budoucích let.
 - Výnosy za minulé roky jsou počítány ve dvou variantách. V první jsou výnosy za minulé roky započteny v plné výši (dr. Kulil uvádí index 1,00). Ve druhé variantě by do průměru byly starší roky započítány v postupně se snižující výši (dr. Kulil uvádí snížení 5 nebo 10 % ročně), takže pátý rok by měl zůstatkový index 0,75 nebo 0,5. Použití těchto dvou variant by vedlo ke dvěma výsledným oceněním, a tedy intervalovému ocenění podniku.
 - Výnosy za budoucích 9 let by vycházely z posledního skutečného roku, nebo po zdůvodnění z plánu podniku na příští 1 až 3 roky s tím, že výnos z poledního plánovaného roku by pak byl počítán i pro následující roky z devítileté budoucí časové řady. Do váženého průměru by přitom tyto výnosy byly započítány opět v postupně se snižující výši, kdy toto snížení by u výnosu z prvního roku budoucnosti činilo 10 % a u výnosu z devátého roku by šlo o snížení o 90 %. Poslední výnos z devátého roku by tak měl index 0,1. Výnosy od budoucího roku 10 by tak již měly index 0.
 - Míra kapitalizace by byla počítána podle současně používaných metod, protože podle dr. Kulila „tam zpravidla u znalců nedochází k významnějším rozdílům“.

Podotkněme již zde, že Návrh mluví o „snižování výnosů“ ve vzdálenější minulosti a vzdálenější budoucnosti pomocí „indexů“. Paušální metoda popsaná v literatuře ale standardně pracuje s váhami pro výpočet váženého průměru čistých výnosů. Návrh dále ale již nevysvětluje vztah mezi těmito „indexy“ a běžně chápanými vahami, ani neupřesňuje techniku, s jakou by se mělo dále pracovat s časovou řadou takto snížených výnosů. Návrh je tedy v tomto bodě poměrně nesrozumitelný.

Návrh přímo nevysvětluje, jaká by byla ekonomická interpretace takto získaného výsledku. Z celého kontextu i závěru Návrhu ale vyplývá, že tento postup by sloužil k odhadu ceny obvyklé a tržní hodnoty podniku (oba tyto pojmy jsou v Návrhu v podstatě ztotožňovány). V Návrhu není rovněž činěn rozdíl mezi kategoriemi cena a hodnota a tyto jsou používány jako synonyma.

- f) Hlavní výhodou Návrhu by podle jeho autorů měla být možnost dosáhnout jednoznačný výsledek, který by mohl mít sice určitý rozptyl, ale především v závislosti na použití různých indexů pro vzdálenější minulé čisté výnosy a na tom, zda nejbližší budoucí čisté výnosy vyjdou z posledního skutečného roku nebo z plánu podniku.

3. Metodická a obsahová východiska pro hodnocení Návrhu

Při posuzování Návrhu považujeme za nezbytné opírat se nejen o jednorázové nápady a dojmy, ale respektovat určitou teoretickou základnu a obecné poznání, které obsahuje částečně česká, ale především zahraniční odborná literatura. Z této literatury, zejména pak literatury německé, je možno vyvodit řadu důležitých závěrů:

- a) **Žádná objektivní, a tedy přesně zjiitelná hodnota neexistuje**, a proto ji není možné ani zjišťovat.
- b) Hodnota podniku musí odpovídat základnímu teoretickému postulátu, a totiž, že **hodnota je dána budoucími užitky**, které z oceňovaného statku v budoucnosti poplynou. V případě podniku jsou budoucí užitky z praktických důvodů redukovány na **budoucí příjmy** (tj. peněžní toky, nikoli účetní zisky). Pokud se vychází z představy, že statek zatím nevykazuje známky omezené životnosti, bývá standardně přijímán předpoklad, že je potřeba počítat s neomezenou životností. Neomezená životnost je samozřejmě fikce, ale je zásadním předpokladem pro ocenění fungujících firem označovaným jako neomezená doba trvání (anglicky going concern). Dopady této fikce jsou však redukovány přepočtem budoucích předpokládaných příjmů na současnou hodnotu. Vzdálenější příjmy mají pak pro výsledné ocenění jen omezený význam.
- c) Základním omylem, kterým je zasažena znalecká obec nejen u nás, ale i ve světě, je, že například tržní hodnota se opírá o, pokud možno, přesné zjišťování budoucího vývoje. **Tržní hodnota však není založena na přesném odhadu budoucího vývoje, ale na představě účastníků trhu o budoucím vývoji k datu ocenění**, který má zpravidla dost daleko k nějaké přesnosti. Pokud tedy znalec oceňuje tržní hodnotou, musí, pokud možno, přesně zjistit převažující názory účastníků trhu, které se mohou odrážet například v tržní ceně akcií na kapitálovém trhu, přičemž skutečný budoucí vývoj může být dost odlišný od názorů účastníků trhu k datu ocenění.
- d) V české praxi patrný častý **vysoký rozptyl ocenění** jednotlivých znalců **není možno v žádném případě považovat za důsledek nevhodné metody**. Podle našeho názoru, a zde se zásadně odlišujeme od autora Návrhu, je obsažen právě ve **způsobu používání metody DCF** znalci, často bohužel ve snaze vyhovět představám svých klientů, a tak si zajistit pro sebe i vyšší než obvyklou úroveň odměny. Realita je pak taková, že někteří znalci pracují ve skutečnosti pouze pro úzkou skupinu klientů a ve svých přístupech a postupech jsou tendenční, závislí a neobjektivní. Metoda DCF zdaleka není používána jen v USA a nevhodně, jak tvrdí dr. Kulil, prosazována některými znaleckými subjekty v ČR. Stačí nahlédnout do příručky vydávané velkým kolektivem autorů pro německé znalce pod vedením prof. Peemöllera (2019). Upozorňujeme, že tato příručka má již cca 1 700 stran a nezanedbatelná část je věnována různým variantám metody DCF. Důvodem zřejmě nebude skutečnost, že ve Spolkové republice Německo dosud ještě nepochopili, jak nevhodná je metoda DCF pro evropské kontinentální podmínky.

- e) Německý region je samozřejmě původcem metody kapitalizovaných čistých výnosů (rozuměj hospodářských výsledků k rozdělení), se kterou pracují zejména jejich auditorské standardy IDW. Tuto metodu obsahuje i zmíněná německá příručka (Peemöller, 2019), ovšem dnes již nikoliv v podobě paušální metody, nýbrž **v současné době již primárně v podobě tzv. analytické metody**, která je založena na projekcích budoucích hospodářských výsledků k rozdělení. Velmi se tedy blíží americké metodě DCF equity a lze dokázat, že při metodicky správném a konzistentním použití by takto metoda kapitalizovaných čistých výnosů měla poskytovat stejné hodnoty podniku jako metoda DCF (viz Mařík a kol., 2018b, kap. 7).

Na závěr této části bychom chtěli upozornit, že zásady a doporučení pro oceňování podniku nejsou výsledkem momentálního nápadu jednotlivce či několika jednotlivců, ale výsledkem diskusí generací ekonomů a praktických zkušeností získávaných po dlouhá desetiletí v různých hospodářsky vyspělých zemích. Není proto příliš rozumné přijít s nějakým nápadem a tvrdě jej prosazovat ve snaze udržet postavení držitelů razítek opravňujících k oceňování podniku, aniž by k tomu měli jejich držitelé nějaké minimální znalosti a vzdělání.

4. Vyjádření k vybraným tvrzením obsaženým v Návrhu

1. Za racionální jádro návrhu lze považovat použití věčné renty v modifikované podobě, kdy se čistý výnos počítá jako vážený průměr z minulých výsledků hospodaření a výsledků hospodaření pro několik nejbližších let (budeme předpokládat, že indexy jsou v Návrhu chápány spíše jako váhy, protože pokud by měly skutečně funkci v radikálním snižování zisků započítaných do průměru, nedával by navrhovaný postup už vůbec smysl).

V principu však stále jde o věčnou rentu. **Věčná renta** je však postavena na tvrzení, že **určitý výsledek hospodaření vykázaný k nějakému datu bude i nadále dosahován teoreticky do nekonečna**. Takové případy mohou v praxi nastat. Měly by však být podloženy velmi důkladnou analýzou, že žádnou lepší prognózu či žádný lepší finanční plán pro budoucí období nelze v daném případě sestavit. Je tedy **nezbytně třeba se zabývat analýzami budoucího vývoje** trhu a budoucího vývoje podnikání v oblasti, ve které oceňovaný podnik působí.

Představy, že si pomocí věčné renty velmi zjednodušíme situaci, je třeba odmítnout. Použití věčné renty v případech, kdy k tomu nejsou jednoznačné důvody, je potom potřeba považovat za zásadní chybu ocenění, pokud věčná renta není použita pouze jako kontrolní odhad dolní meze ocenění. I v tomto případě je však potřeba zabudovat určitý minimální investiční růst v rozsahu předpokládaného růstu cen, tj. inflace (srov. Mařík-Maříková, 2017 nebo Mařík a kol. 2018a, str. 309 až 315).

2. Návrh se také nijak nevyrovnává s otázkou, že jsou průměrovány výnosy z různých let, a tedy z období s jinou cenovou hladinou. Klasická paušální metoda vycházející z minulých let předpokládá, že minulé výnosy budou nejprve převedeny na cenovou úroveň k datu ocenění a pak teprve průměrovány.
3. Vydávat metodu věčné renty, která je metodou okrajovou, za nejlepší způsob, jak oceňovat podnik, je nutné označit za zcela nepřijatelný a nezdůvodnitelný přístup k danému problému. Samozřejmě jeden důvod tady je – možná by se některým právníkům líbilo, kdyby znalci vždy přinesli jednu jednoznačnou hodnotu. Oceňování je však

ekonomická disciplína a jeho metody nelze podřídít pouze tomu, co by se hodilo určité skupině uživatelů.

4. Princip výnosového oceňování byl již zmíněn a je zcela jednoznačný. **Hodnotu podniku je třeba postavit na jeho vyhlídkách a perspektivách. Vyhlídky a perspektivy nejsou objektivní fakta, ale pouze názory** konkrétních subjektů nebo jejich skupin, a ty **nikdy nebudou jednoznačné**. Stejně jako neexistuje jednoznačná prognóza jiných hospodářských veličin. Ocenění by mělo být vždy ekonomicky zdůvodněno, mělo by být postaveno na, pokud možno, fundované analýze (žádné „znalec předpokládá“, aniž by svůj předpoklad byl schopen zdůvodnit) apod.
5. Označovat věčnou rentu, byť modifikovanou, jako „moderní způsob oceňování podniku“, považujeme nejen za nepřijatelné tvrzení, ale přímo za tvrzení absurdní, hrubě uvádějící čtenář v omyl. Moderními metodami bývají v odborné literatuře označovány postupy, které obsahují sofistikovanější matematické metody, vycházejí z nových vědeckých poznatků apod. Navrhovaná paušální metoda včetně její modifikace je však posun přesně opačným směrem.

6. **Návrh zachází nepřijatelným způsobem s bázemi hodnoty:**

- a) V první řadě automaticky ztotožňuje cenu obvyklou a tržní hodnotu, což skutečně nejsou totožné pojmy, a lze doufat, že se to projeví v úpravě zákona o oceňování a příslušné vyhlášce platné od roku 2021.
- b) Návrh obsahuje tvrzení: *„Tržní hodnota není v našem právním systému definována, a tudíž striktně vzato právně neexistuje a neměla by se používat.“* Tvrdit, že tržní hodnota neexistuje, protože to zatím neobsahuje žádný právní předpis, je rovněž zcela nepřijatelné. S bází tržní hodnoty pracují komentáře renomovaných autorů k různým právním předpisům, běžně s ní pracují soudy a judikatura. Tržní hodnota je přeci odhad částky, za kterou mohou při dodržení specifikovaných podmínek něco prodat. Takové odhady se dělají v obrovském množství v celé společnosti a není možné tvrdit, že neexistují, protože to není v nějaké vyhlášce.

Naproti tomu zastáváme názor, že považovat za jedinou správnou cenu obvyklou jen proto, že ji obsahuje například občanský zákoník a dosavadní zákon o oceňování, je rovněž nepřijatelné. Stačí se podívat na genezi úvah, které vedly k použití pojmu cena obvyklá. Zákon o oceňování z 90. let stanovil postupy, jak oceňovat různé druhy majetku, zjednodušeně řečeno, pro potřeby státu. Autoři si správně uvědomili, že předměty, které mají běžné ceny na trhu, je asi nesmyslné oceňovat nějakými sofistikovanými modely, takže umožnili tyto ceny přímo akceptovat. Rozhodně neměli představu, že cenu obvyklou budeme stanovovat např. výnosovým způsobem. Připomínáme, že tržní hodnota je pojem, který do značné míry přijalo mezinárodní společenství, ke kterému se v ČR hlásíme (např. IVSC nebo TEGoVA), a jehož definice je již od 70. let uváděna v Mezinárodních oceňovacích standardech jako klíčový pojem.

Navíc připravovaná novela zákona o oceňování majetku s pojmem tržní hodnota již počítá, takže snažit se v současné době vymazat tento mezinárodně uznávaný a jasně vymezený pojem z naší znalecké praxe nedává žádný smysl.

- c) Poněkud zvláštní je i poznámka ke spravedlivé hodnotě obsažená v Návrhu: „*Pokud hledáme spravedlivou cenu či spravedlivé (přiměřené) protiplnění, pak jediným subjektem, který určí cenu či hodnotu spravedlivou je soud*“. Poznámka naznačuje, že autor Návrhu nechápe, že pod českým pojmem spravedlivá hodnota chápe naše znalecká obec bázi hodnoty jasně definovanou v Mezinárodních oceňovacích standardech jako hodnotu pro vyrovnání mezi konkrétní dvojicí subjektů (angl. equitabe value). Autorovi Návrhu se nemusí líbit český překlad anglického označení, může zkusit navrhnout překlad lepší, ale každopádně by neměl zpochybňovat existenci této báze hodnoty jako takové. Z formulace je rovněž zřejmé, že autor nerozumí principům soudních řízení, protože soud nikdy sám bez dalšího cenu či hodnotu neurčí. Soud vždy vychází v rámci svého rozhodnutí o právních skutečnostech z odborného posouzení ekonomických aspektů ze strany znalce – odborníka na tuto oblast. Nicméně jde spíše o poznámku na okraj, protože dále se Návrh zabývá již jen cenou obvyklou a tržní hodnotou.
- d) Zásadní problém tedy vidíme v tom, že Návrh předkládá modifikovanou paušální metodu jako nejlepší možný způsob odhadu ceny obvyklé a tržní hodnoty podniku. Návrh ale uvádí do značné míry mechanický postup, ve který pracuje pouze s minulými a případně několika plánovanými čistými výsledky oceňovaného podniku. Není dán žádný prostor pro promítání jakýchkoli pohledů trhu do prognózy čistých výnosů použitých pro ocenění. Jediným tržním prvkem v celém ocenění by tak zůstala kapitalizační míra. Výsledek tak může mít souvislost s tržní hodnotou jen více méně náhodou. Je také dobré si uvědomit, že výsledek v podstatě administrativně pojatého výnosového ocenění pak nemůže mít ani žádnou souvislost s hodnotou získanou metodami tržního porovnání.

Návrh sice deklaruje, že „*je v souladu s metodickými postupy používanými v Evropě a je v souladu s Mezinárodními oceňovacími standardy IVS a TEGOVA*“. Pravdou je ovšem přesný opak. Mezinárodní i Evropské oceňovací standardy vyžadují, aby znalec do tržní hodnoty promítal očekávání účastníků trhu, zatímco předložený Návrh jakékoli úvahy o tom, jak by věc viděl průměrný účastník trhu, zcela pomíjí. Zcela také pomíjí předpoklad nejvyššího a nejlepšího využití, který je integrální součástí definice tržní hodnoty v Mezinárodních i Evropských standardech.

Ještě propastnější vzdálenost je pak mezi takto pojatou paušální metodou a cenou obvyklou, která by měla být založena na statistickém vyhodnocení již realizovaných prodejů stejného nebo podobného statku.

7. Za značně vzdálený skutečnosti také považujeme výrok, že u znalců zpravidla nedochází k výraznějším rozdílům v kapitalizační (diskontní) míře. Opak je pravdou. **Rozdíly v odhadech diskontní míry jsou často podstatné**, přičemž citlivost výnosové hodnoty podniku i na malé změny v diskontní míře je značná. Řada soudních případů se tak nakonec soustředí z celého ocenění právě jen na spory o výši diskontní míry.
8. Za jeden z klíčových bodů Návrhu je třeba považovat tvrzení, že metoda DCF, teoreticky asi nejsprávnější metoda, v našich podmínkách selhává. **Podle našeho názoru neselhává metoda, ale způsob jejího použití** a osoby, které za způsobem její konkrétní aplikace stojí. Jako ve všech ostatních případech, např. v dopravě, musí mimo automobilů existovat určitá dopravní pravidla, tak i v oblasti oceňování **pocitujeme absenci oceňovacích**

standardů, o jejichž vznik se v ČR desetiletí nikdo nezajímal, ačkoliv všechny okolní státy nějaká pravidla pro oceňování mají. Domníváme se, že právě standardy musí být formulovány tak, aby nebylo možné například do metody DCF dosazovat cokoli a vypočítat cokoli. Postupům oceňování je potřeba dát určitý rámec, ale zároveň vždy musí být zachována metodická správnost postupů odpovídající ekonomickým principům a ekonomické logice. Očekáváme, že zejména vysokoškolské znalecké ústavy by se měly snažit o vytvoření standardů, které by daly solidnější základ oceňování, zejména oceňování podniku a nemovitostí v České republice, věnovat se zohledněním zkušeností praktiků a následně se zasadit o jejich přijetí. **Návrh, že stačí použít věčnou rentu, bez ohledu na to, zda je to ekonomicky podložené, či nikoli, však rozhodně nemůžeme považovat za řešení stávajících problémů znalecké praxe v ČR.**

9. Autor návrhu by si měl uvědomit, že realizace návrhu by silně degradovala úlohu znalce pro oceňování podniku. Stačilo by vyplnit jednoduchou excelovskou tabulku.

Závěr

Předložený Návrh dr. Kulila může vést pouze k jakémusi nepodloženému administrativnímu ocenění podniku bez ekonomického obsahu. V žádném případě není možné jeho výsledek označit za tržní hodnotu a už vůbec ne za cenu obvyklou podniku.

Literatura:

- [1] Kulil, V. (2019): *Výnosové metody pro ocenění podniku – moderní přístupy*. Znalec č. 2/2019 (interní zpravodaj Komory soudních znalců České republiky)
- [2] Mařík, M. a kol. (2018a): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5
- [3] Mařík, M. a kol. (2018b): *Metody oceňování podniku pro pokročilé – hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4
- [4] Mařík, M. – Maříková, P. (2017): *Je věčná renta na bázi zisku vhodným způsobem odhadu výnosové hodnoty stabilizovaného podniku?* Oceňování č. 4/2017, ročník 10, str. 42-54, ISSN 1803-0785
- [5] Peemöller, V. H. (2019): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*. 7. aktualisierte und erweiterte Auflage, Berlin: nwb. ISBN 978-3-482-51187-5

Praktické použití paušální metody kapitalizace *NOPAT* pro ocenění podniku

*Vlastimil Trávník**

Úvod

Tento příspěvek se zabývá praktickou aplikací ocenění podniku metodou kapitalizace *NOPAT*. Jedná se o nově navržený postup, který lze považovat za sofistikovanější alternativu k běžně používané paušální ziskové metodě kapitalizovaných čistých výnosů (KČV). Inovace spočívá v zahrnutí analýzy rentability investovaného kapitálu, v tomto modelu výpočtu je navíc potřebné posoudit dosažitelnost a dlouhodobou udržitelnost rentability investovaného kapitálu minimálně na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Pro praktickou aplikaci byl vybrán podnik z oblasti vývoje a poskytování informačních technologií, jehož předmětem činnosti je implementace informačních systémů.

Oblast nasazení

Užití této metody bude vhodné v následujících případech:

- podniky, u kterých je možné reálně prokázat, že sice budou pokračovat, ale u nichž nejde rozumně sestavit přesnější prognózu jejich hospodaření,
- podniky, které mají malý podíl hmotných aktiv a poměrně vysokou rentabilitu celkového investovaného kapitálu, v budoucnu však nelze zaručit její dlouhodobou úroveň, přitom je možné u nich prokázat jejich pokračování,
- uvedený postup dobře poslouží jako doplnění o spodní hranici výnosového ocenění vedle běžné metody DCF.

Popis metody

Výpočet je rozdělen do následujících kroků:

1. výpočet váženého průměru *NOPAT* dosaženého v minulosti s úpravou o inflační rozdíly,
2. získaný průměr je následně vyjádřen v cenové úrovni ke konci prvního roku plánu, je tedy zvýšen o předpokládanou inflaci,
3. stanovení WACC iteračním postupem,
4. dále je použit jednofázový výpočet hodnoty pomocí parametrického vzorce s těmito předpoklady:
 - růst *NOPAT* bude v úrovni dlouhodobě předpokládané inflace,
 - rentabilita čistých investic je zvolena v úrovni WACC,
 - jako náklady kapitálu je použita hodnota WACC získaná iteračním postupem.

* Ing. Vlastimil Trávník – soudní znalec.

Pokračující hodnota je pak získána následujícím naplněním parametrického vzorce:

$$PH = \frac{NOPAT_T * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

kde:	PH	– pokračující hodnota
	$NOPAT_T$	– cenová úroveň ke konci prvního roku plánu
	g	– tempo růstu v úrovni předpokládané inflace
	r_1	– rentabilita čistých investic ve výši WACC
	i_k	– náklady kapitálu ve výši WACC

Kategorie hodnoty

Výsledek výpočtu bude zpravidla sloužit jako objektivizovaná hodnota, případně jako hodnota investiční. Jedná se o metodu BRUTTO.

Zásady použití v praxi

Při použití tohoto postupu je nezbytné zahrnout následující skutečnosti:

- na základě důkladné strategické analýzy prokázat, že podnik v budoucnosti udrží nejméně dosažený současný potenciál a zároveň přitom nedojde k jeho podstatnému rozvoji, nebo změně majetkové báze,
- posoudit, zda podnik v minulosti alespoň v průměru dosahoval rentabilitu investovaného kapitálu v úrovni WACC a zda taková výše odpovídá tomu, co lze běžně dosahovat v daném segmentu podnikání, dále je potřebné posoudit možnost udržení této úrovně v budoucnu,
- zvážit předpoklad, zda zadlužení podniku bude v budoucnu srovnatelné s úrovní ke dni ocenění.

Aplikace na konkrétní společnost

Pro praktickou ukázkou je zvolena česká společnost se specializací na návrh a implementaci vysoce kvalitních informačních systémů. Díky konkrétním konkurenčním výhodám, osvědčeným postupům a silnému partnerství s divizí Business Solutions společnosti Microsoft dnes pracuje pro více než 100 prestižních klientů v 10 zemích světa.

Funkci obchodního, ekonomického a výkonného ředitele zastává v jedné osobě jednatel společnosti.

Řízení podniku je jednostupňové s maticovou organizační strukturou na podřízeném stupni. Jednostupňová vertikální struktura (výkonný ředitel a zaměstnanci) je zde kombinována s horizontálně fungujícími týmy sestavenými zvláště pro jednotlivé projekty. V každém týmu je určen vedoucí projektu a role jednotlivých pracovníků, které se účastí v různých projektech mění, a to včetně pozic vedoucích. Na jednom projektu pracuje obvykle 5 až 7 lidí.

Rozhodující předmět činnosti, odhadem 90 % objemu produkce, společnosti Informační technologie s.r.o. je implementace softwarových produktů nadnárodní skupiny Microsoft. Jde tedy o jednoho výhradního dodavatele.

Produkce společnosti Informační technologie s.r.o. je v posledním období 3 až 5 let odebírána odhadem z 80-ti procent stálými zákazníky. V této oblasti tedy vykazuje značnou míru stability a je poměrně nezávislá na výkyvech trhu.

Celkový finanční objem trhu v ČR nelze spolehlivě odhadnout, stejně tak nelze odhadnout velikost tržního podílu společnosti Informační technologie s.r.o.

Z provedené tržní analýzy neplyne reálná možnost skokového navýšení produkce a tím získání výrazně lepšího tržního postavení v nejbližším období.

Tržní analýza hovoří o důvodném předpokladu udržení stávající výše produkce s možným navýšením v řádu jednotek procent ročně.

Zdůvodnění použití paušální metody

K použití paušálního postupu ocenění vedly následující důvody:

- jedná se o menší podnik jednotlivce, který je při své velikosti 25 zaměstnanců řízen prakticky pouze jednatelem společnosti,
- celkový finanční objem trhu v ČR nelze spolehlivě odhadnout, stejně tak nelze odhadnout velikost tržního podílu společnosti Informační technologie s.r.o.,
- z provedené tržní analýzy neplyne reálná možnost skokového navýšení produkce a tím získání výrazně lepšího tržního postavení v nejbližším období,
- tržní analýza hovoří o důvodném předpokladu udržení stávající výše produkce s možným navýšením v řádu jednotek procent ročně,
- oceňovatel na základě strategické analýzy předpokládá, že podnik v budoucnosti udrží nejméně dosažený současný potenciál a zároveň přitom nedojde k jeho podstatnému rozvoji, nebo ke změně majetkové báze,
- podnik v minulosti v průměru dosahoval rentabilitu investovaného kapitálu (ROIC 11,12 %) v úrovni WACC (10,80 %) a tato výše odpovídá tomu, co lze běžně dosahovat v daném segmentu podnikání, dále oceňovatel předpokládá udržení této úrovně v budoucnu,
- podnik dlouhodobě prakticky nepoužívá úročený cizí kapitál a oceňovatel na základě analýzy předpokládá, že tento stav bude zachován i v budoucnu,
- podstatnou část (90 %) výrobní náplně společnosti představuje implementace ERP software Microsoft Dynamics NAV a související služby, jedná se o produkt třetí strany Microsoft corporation,
- rozhodující technologický vývoj produktů a určování tržní strategie probíhá zcela mimo oceňovanou společnost, která na rozvoj jejích užitečných vlastností prakticky nemá vliv,
- podstatná část know-how společnosti Informační technologie s.r.o. je spjatá s produktem třetí strany,
- oceňovaný podnik je zcela závislý na spolupráci se skupinou Microsoft corporation, implementace a servis vlastních produktů tvoří pouze malou část obrátu,
- budoucí tržní uplatnění oceňovaného podniku je v rozhodující míře závislé na správné marketingové strategii zvolené třetí stranou.

Rentabilita investovaného kapitálu

Rentabilita investovaného kapitálu (ROIC)	2014	2015	2016	2017	2018
Výsledek hospodaření po zdanění (tis. Kč)	797	-2 957	2 460	4 745	3 620
Celková aktiva (tis. Kč)	17 926	21 125	22 081	34 256	31 005
Krátkodobý finanční majetek (tis. Kč)	4 708	6 645	9 912	6 117	8 140
Krátkodobé neúročené závazky (tis. Kč)	3 066	6 262	4 869	11 919	5 440
Rentabilita investovaného kapitálu (%)	7,85 %	-35,98 %	33,70 %	29,25 %	20,77 %

Průměrná rentabilita kapitálu ROIC (%)	11,12 %
--	---------

Výpočet WACC

Ve výpočtu jsou použity následující vztahy:

Vážené náklady kapitálu

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

kde:	$WACC$	– průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Capital Cost)
	n_{CK}	– očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (náklady na cizí kapitál)
	d	– sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt
	CK	– tržní hodnota cizího úročeného kapitálu vloženého do podniku
	$n_{VK(Z)}$	– očekávaná výnosnost VK oceňovaného podniku (náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku
	VK	– tržní hodnota vlastního kapitálu
	K	– celková tržní hodnota investovaného kapitálu

Reagenční funkce

$$n_{VK(Z)} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CK}) * \frac{CK - DS}{VK}$$

kde:	$n_{VK(Z)}$	– náklady vlastního kapitálu při konkrétní úrovni zadlužení
	$n_{VK(n)}$	– náklady vlastního kapitálu při nulové úrovni zadlužení
	n_{CK}	– náklady cizího kapitálu
	CK	– tržní hodnota cizího kapitálu
	DS	– současná hodnota řady budoucích daňových štítů
	VK	– tržní hodnota vlastního kapitálu

Gordonův vzorec (věčná renta)

$$DS = \frac{DS_R}{i_k - g}$$

kde: DS – současná hodnota řady budoucích daňových štítů
 DS_R – roční daňový štít
 i_k – náklady cizího kapitálu
 g – tempo růstu

Předpoklad dlouhodobého růstu o inflaci (%)	1,95 %
---	--------

Popis položky výpočtu	1.1.2019
-----------------------	----------

Náklady VK při nulovém dluhu CAPM (%)	10,80 %
CK k 1.1. (tis. Kč)	18,00
Náklady cizího kapitálu (odhad) (%)	4,00 %
Daňová sazba DPPO (%)	19,00 %
Diskontní míra pro DS (%)	4,00 %
Roční daňový štít (tis. Kč)	0,14
SH daňového štítu k 1.1. (tis. Kč)	6,67
CK/K (vstupní struktura)	0,08 %
VK/K	99,92 %
CK/VK	0,08 %
Náklady cizího kapitálu po dani (%)	3,24 %
Náklady VK při zadlužení (%)	10,80 %
WACC (%)	10,80 %
NOPAT ke konci prvního roku plánu (tis. Kč)	2 445,19
Hodnota brutto k 1.1. (tis. Kč)	22 646,16
CK k 1.1. (tis. Kč)	18,00
Hodnota netto k 1.1. (tis. Kč)	22 628,16
Výsledná struktura CK/HB (%)	0,08 %

Odhad výnosové hodnoty

Informační technologie s.r.o. (tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
---	------	------	------	------	------

NOPAT	-1 627	3 536	2 014	3 658	1 797
Inflace	0,40 %	0,30 %	0,70 %	2,50 %	2,10 %
Cenový index řetězový	1,004	1,003	1,007	1,025	1,021
Cenový index bazický	0,946	0,949	0,956	0,979	1,000
NOPAT upravený o inflaci	-1 720	3 726	2 107	3 735	1 797
Váhy	1	2	3	4	5
NOPAT x váhy	-1 720	7 452	6 322	14 939	8 983

Vážený průměr NOPAT za 2014 až 2018 (tis. Kč)	2 398
--	--------------

Vážený průměr NOPAT za období 2014 až 2018 (tis. Kč)	2 398
Předpoklad dlouhodobého růstu NOPAT v úrovni inflace (%)	1,95 %
NOPAT ke konci prvního roku plánu (tis. Kč)	2 445
Rentabilita čistých investic v úrovni nákladů kapitálu (%)	10,80 %
Náklady kapitálu WACC (%)	10,80 %
Odhad hodnoty BRUTTO (tis. Kč)	22 646
Dlouhodobé závazky (tis. Kč)	18
Bankovní úvěry a výpomoci (tis. Kč)	0
Odhad hodnoty NETTO (tis. Kč)	22 628

Závěr

Uplatnění navrženého postupu spatřuji ve dvou oblastech výnosového oceňování:

- jedná se o relativně jednoduchou cestu k ověření spodní hranice výnosového potenciálu,
- postup lze ve specifických případech a za výše uvedených podmínek využít také jako hlavní metodu ocenění.

Stanovisko k případové studii Ing. Trávníka „Praktické použití paušální metody kapitalizace NOPAT pro ocenění podniku“

*Miloš Mařík**

V posledních letech řada znalců zpracovává výnosové ocenění pomocí metody věčné renty, standardně v podobě paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů (zisků). Domníváme se, že jeden z hlavních důvodů je představa, že pomocí metody věčné renty se výnosové ocenění výrazně zjednoduší. Žádné rozsáhlé analýzy, zejména strategická analýza a úvahy nad generátory hodnoty, nemusí být. Vezmeme průměrný upravený minulý zisk za několik období a kapitalizujeme jej pomocí nějak zvolené kapitalizační míry. Není to moc práce, zdánlivě nemůžeme udělat mnoho chyb a jsme hned hotovi.

Je však třeba kategoricky upozornit, že shora naznačený názor neodpovídá pravdě. Věčnou rentu můžeme použít za předpokladu, že strategická analýza doloží, že nelze asi počítat s větším růstem než inflačním, že ale podnik zároveň současný výnosový potenciál neztratí, že dlouhodobé odhady jsou mimořádně problematické, protože se jedná o malou firmu atd. Navíc jsme v našich člancích (Mařík – Maříková 2014 a 2017) prokázali, že je třeba počítat alespoň s inflačním růstem a že je třeba počítat rovněž s „inflačními“ investicemi nad úroveň odpisů. Navíc se ve většině případů bude pravděpodobně jednat spíše o odhad dolní hranice ocenění daného podniku než o přiměřený odhad například jeho tržní hodnoty.

Príspevek pana Ing. Trávníka na tyto články navazuje a vhodným způsobem paušální metodu aplikuje nikoli v podobě kapitalizovaných zisků, ale v podobě peněžních toků rozvedených pomocí parametrů do tvaru parametrického vzorce. Tento postup je metodologicky v pořádku a považujeme jej za **vhodnější než běžnou paušální metodu kapitalizovaných právě proto, že oceňovatele nutí provádět analýzy a úvahy o hlavních parametrech podniku**, zejména o udržitelné rentabilitě a inflačním růstu. Velmi silně ale zdůrazňujeme, že by tento postup měl být používán **pouze za uvedených, velmi specifických a omezených podmínek**. Je tedy vhodné jím nahradit a vylepšit paušální ziskovou metodu v těch okrajových situacích, ve kterých se používala dříve, ale **v žádném případě by neměl být chápán jako podnět k tomu začít používat paušální metodu častěji a ve větším měřítku, než tomu bylo dříve**.

Dále také podotýkáme, že by nikdy nemělo chybět použití dalších oceňovacích přístupů, tzn. majetkového nebo porovnávacího (na což se už případová studie Ing. Trávníka nezaměřuje), a to třeba i za cenu značných zjednodušení. Více metod neprosazujeme proto, abychom komplikovali život znalcům i sobě, ale proto, že ve většině případů je nezbytně nutné potvrzovat výsledek například výnosového ocenění ještě jinými oceňovacími přístupy.

Proto doporučujeme používat metodu upravené věčné renty skutečně jen ve výjimečných a opravdu velmi dobře zdůvodněných případech.

* Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha.

Literatura:

- [1] Mařík, M. - Maříková, P. (2014): *Věčná renta ve výnosovém oceňování podniku*. Odhadce a oceňování podniku č. 3-4/2014, ročník 20, str. 5-16, ISSN 1213-8223
- [2] Mařík, M. - Maříková, P. (2017): *Je věčná renta na bázi zisku vhodným způsobem odhadu výnosové hodnoty stabilizovaného podniku?* Oceňování č. 4/2017, ročník 10, str. 42-54, ISSN 1803-0785
- [3] Trávník, V. (2019): *Praktické použití paušální metody kapitalizace NOPAT pro ocenění podniku*. Oceňování č. 4/2019, ročník 12. ISSN 1803-0785.