

Násobek EV / EBITDA: upravená EBITDA – symetrický obraz v rozvaze[#]

Lukáš Hruboň*

Úvod

V minulém příspěvku¹ jsem se zabýval kvantifikací veličiny EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), která je často v podmínkách českého M&A trhu využívána jako základna pro ocenění cílových společností na úrovni hodnoty *entity* (brutto). Nedílnou součástí ocenění je v dalším kroku hodnotu *entity* (Enterprise Value) upravit o relevantní rozvahové a případně mimorozvahové položky k datu ocenění tak, abychom obdrželi hodnotu pro vlastníky společnosti na tzv. úrovni *equity* (netto). *Záměrem tohoto článku je návrh doporučeného členění položek rozvahy (či mimorozvahových) na Čistý pracovní kapitál, respektive Čistý dluh s cílem a) zdůraznit ekonomickou funkci jednotlivých aktiv a závazků, b) zajistit co nejpřesnější oceňovací výsledek.*

Východiska analýzy

EBITDA reportovaná a upravená - repetitorium

EBITDA je jedním z měřítek provozní ziskovosti firmy. Účetní výsledek hospodaření je upraven tak, aby neobsahoval vliv následujících komponent výkazů zisku a ztráty:

- *Úroky* – nákladové úroky z titulu financování (bankovní úvěry, akcionářské půjčky apod.) a výnosové úroky plynoucí z peněžních prostředků nad rámec provozně nutného zůstatku jsou vyloučeny jako položky odrážející finanční strukturu společnosti;
- *Daně* – splatná (a odložená) daň z příjmů právnických osob nejsou zohledněny;
- *Odpisy* – odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku nepředstavující peněžní výdaj jsou přičteny zpět k hospodářskému výsledku.

Těmito úpravami hospodářského výsledku vyčíslíme tzv. základní *reportovanou* EBITDA. Cílem finančního analytika / oceňovatele je obvykle reportovanou EBITDA, zde začínající na úrovni provozního výsledku, konvertovat na tzv. *upravenou* hodnotu následovně:

+/-	Provozní výsledek hospodaření
+/+	Odpisy hmotného majetku (Depreciation) ²
+/+	Odpisy nehmotného majetku (Amortization)
=	Reportovaná EBITDA
+/-	Úpravy reportované EBITDA
=	Upravená EBITDA

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

* Ing. Lukáš Hruboň, Ph.D., ACCA

¹ Hruboň (2017): *Násobek EV / EBITDA: kvantifikace veličiny EBITDA*, Oceňování, číslo 3/2017, ročník 10

² V českých účetních výkazech publikovaných od roku 2016 nazváno poněkud krkolomně „trvalé změny hodnot dlouhodobého majetku“. V účelově zaměřených výsledovkách (typické pro IFRS) je nutné vyhledat hodnotu ve výkazu o peněžních tocích.

Autor navrhuje respektování následujících obecných požadavků na *upravenou EBITDA*:

Upravená EBITDA (v Kč)

1. je primárně ukazatelem na *akruální roční* bázi, tj. realizace peněžního toku v daném období není rozhodující;
2. vyjadřuje *aktuální* úroveň výkonnosti (očekávaný vývoj ziskovosti v delším časovém horizontu zachycuje výše násobku);
3. zohledňuje ziskovost na *dlouhodobě udržitelné* bázi (anglicky „recurring“);
4. se vztahuje k *provozní* aktivitě („operating“) na bázi *hlavní činnosti* podniku („core“);
5. relevantní náklady a výnosy bez známé přesné výše jsou kalkulovány na bázi nejlepšího expertního odhadu.

Rozvaha – základní definice a klasifikace položek

Definice aktiva a závazku

Autor doporučuje využívat etablované a s ekonomickou logikou dobře slučitelné definice / obecný přístup, který nabízí Mezinárodní účetní standardy (International Financial Reporting Standards – IFRS):

Aktiva jsou zdroje kontrolované účetní jednotkou jako důsledek minulých událostí.

Závazky jsou současné povinnosti účetní jednotky vzniklé jako důsledek minulých událostí.

Obě kategorie jsou vykázány ve výkazu finanční pozice (rozvaze), pokud (i) je pravděpodobné, že přinesou budoucí ekonomické užitky do podniku, respektive že vyústí v odliv zdrojů z podniku; a (ii) jsou spolehlivě kvantifikovatelné.

Toto vymezení pojmů a pravidla rozeznání využijeme jako „konceptní rámec“ dalšího výkladu. Autor tohoto článku si dovoluje v návaznosti na uvedená kritéria upozornit zejména na následující diskutabilní okruhy:

- Dle Českých účetních standardů (ČÚS) jsou mezi rezervami někdy rozeznávány i tituly, které nesplňují podmínku „současné povinnosti vzniklé na základě minulých událostí“. Příkladem je rezerva na opravu dlouhodobého majetku, která je typicky tvořena „dobrovolně“ na základě úvahy managementu s cílem získání okamžitě uplatnitelného daňového štítu. Pokud investiční výdaj nevyplyvá z historicky uzavřených smluv či požadavků legislativy, není podmínka v duchu IFRS zpravidla naplněna.
- U odloženého daňového závazku lze rozporovat, že se vůbec jedná o „současnou povinnost“ splnit závazek. Autor tohoto článku se domnívá, že se v případě odloženého daňového závazku nejedná o splatný dluh a jeho vykazování v rozvaze je ve většině případů redundantní nepřinášející žádnou přidanou hodnotu pro uživatele účetních výkazů.³ Na druhou stranu, pokud oceňovatel používá v DCF modelu účetní odpisy i pro kalkulaci základu DPPO a položka odložené daně vyplývá pouze z rozdílu v účetním vs. daňovém ocenění dlouhodobého majetku, může tato představovat nejlepší aproximaci rozdílu při výpočtu hodnoty.

³ přičemž v závaznosti na komplexnost dočasných rozdílů mezi účetní a daňovou zůstatkovou cenou aktiv / závazků „zbytečně“ konzumuje při přípravě závěrky kapacitu účetního oddělení a následně auditora. Obdobné implikace platí dle autora pro odloženou daňovou pohledávku.

- Lidské zdroje nesplňují zpravidla podmínku „kontroly“, a proto nejsou v rozvaze vykázány.

Mimo účetní konvenci historických pořizovacích cen (vs. reprodukční ceny) a rozdílná řešení finančního / operativního leasingu představuje „koncept nevykázání lidského kapitálu“ ve znalostní ekonomice atribut omezující srovnatelnost rentabilit investovaného kapitálu mezi jednotlivými podniky, a to i v rámci stejného odvětví.⁴

V obdobném duchu dle IFRS definujeme také vlastní kapitál:

Vlastní kapitál je rozdíl mezi aktivy a závazky.

Krátkodobost a dlouhodobost položek rozvahy

*Krátkodobá*⁵ aktiva a pasiva jsou pro další výklad (stačí, aby bylo vyhověno pouze jedné z podmínek):

- peněžní prostředky a jejich ekvivalenty (stravenky, velmi likvidní investice apod.);
- aktiva, která budou přeměněna v peněžní prostředky v rámci jednoho podnikového produkčního cyklu;
- aktiva typicky využitelná / realizovatelná pouze v horizontu do 1 roku,
- závazky, které budou uhrazeny v rámci jednoho podnikového produkčního cyklu,
- pohledávky a závazky splatné do jednoho roku.

Ostatní položky rozvahy uvažujeme jako *dlouhodobé*.⁶

Příklad. U tradičního výrobního podniku připadá v rámci jednoho produkčního cyklu v úvahu vznik a konverze následujících položek:

- Nákup materiálu a vznik závazku vůči dodavateli,
- Úhrada závazku vůči dodavateli,
- Přeměna materiálu ve finální produkt (spotřeba materiálu, změna stavu zásob – aktivace výrobku),
- Prodej produktu a vznik pohledávky vůči zákazníkovi,
- Úhrada pohledávky zákazníkem.

V tomto produkčním cyklu můžeme identifikovat následující položky krátkodobého charakteru: materiál, hotový výrobek, pohledávka a závazek z obchodního styku, respektive peněžní prostředky.

⁴ Tj. jsme schopni z rozvahy vyčíslit například pro oceňování důležitou výši peněžních prostředků či bankovního dluhu. Na druhou stranu hodnota hypoteticky loajálních zaměstnanců nemůže být zobrazena. Dále, hodnota dlouhodobě pronajatých aktiv dle ČÚS v současnosti není na rozvaze zobrazováno, v IFRS se od roku 2019 chystá sjednocení úprav pro finanční a operativní leasing (pro dlouhodobé nevypověditelné kontrakty). Například společnost poskytující služby s vysokou přidanou hodnotou fungující čistě na zaměstnanecké bázi v pronajatých prostorách s pronajatým IT vybavením a vozovým parkem v rozvaze nevykazuje téměř žádná aktiva dlouhodobého charakteru a následně vykazuje nesmyslně vysoké hodnoty účetních rentabilit investovaného kapitálu.

⁵ dle ČÚS: „oběžná“, dle IFRS: „current“

⁶ Dle IFRS: „non-current“

Vymezení krátkodobých vs. dlouhodobých položek rozvahy tak není nijak složité. V souvislosti s uvedeným dělením ale můžeme narazit na některé okruhy, které vyžadují zvláštní pozornost:

- Dlouhodobá aktiva nevykázaná v rozvaze díky nízkým pořizovacím cenám – dle ČÚS tzv. drobný hmotný či nehmotný majetek. Vzhledem k tomu, že takové investiční výdaje ovlivňují ukazatel EBITDA je nutno dále prověřit: (i) zda při určování výše násobku EV / EBITDA na základě společností v oboru byly tyto náklady zahrnuty, (ii) zda mají opakovaný charakter. V případě zahrnutí položky v EBITDA „peers“ a při spíše *opakujícím se charakteru*, není vhodné položku dodatečně kapitalizovat, tj. rozeznat v rozvaze.
- Potenciálně dlouhodobá aktiva nevykázaná v rozvaze díky pravidlům účetní opatrnosti – dle ČÚS například někdy náklady na výzkumu a vývoj či marketingové kampaně s potenciálně dlouhodobým dopadem. Pokud oceňovatel získá dostatečné ujištění, že efekty zmíněných položek bude moci společnost skutečně čerpat v dlouhodobém horizontu, může uvážit jejich *pro forma* kapitalizaci a odepisování.
- Dlouhodobá aktiva, která jsou určena k prodeji.⁷ V rámci ČÚS nedochází k samostatnému vykázání těchto aktiv, ani k jejich přecenění na prodejní ceny. Zůstávají vykázány jako součást dlouhodobého majetku v amortizovaných vstupních cenách. V rámci IFRS řeší tuto problematiku standard IFRS 5: Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations.
- Krátkodobé části dlouhodobých pohledávek a závazků (splatnost do 1 roku) jsou vykázány jako krátkodobé položky.
- Pohledávky a závazky i výrazně po době splatnosti nejsou překlasifikovány do dlouhodobých položek, přičemž ani nebyla tvořena opravná položka k pohledávkám.

Funkční ekonomická klasifikace rozvahy

Firma se typicky při své činnosti setkává s následujícími funkčními skupinami aktiv / pasiv / jejich ekvivalentů:

A) Položky související s hlavní činností podniku

- Dlouhodobá aktiva (zejména hmotného a nehmotného charakteru)
- Krátkodobá aktiva a závazky

B) Aktiva využívaná mimo hlavní činnost podniku

- Investiční (spekulativní) aktiva určená k dlouhodobé držbě
- Nevyužívaná / zbytná hmotná aktiva jinak určená k hlavní činnosti podniku
- Výše neuvedená aktiva určená k divestici v krátkém období

C) Zdroje financování

- Vlastní kapitál
- Dluh: explicitně či implicitně úročené závazky
- Ekvivalenty dluhu (např. rezervy na existující rizika)

D) Položky související spíše s respektováním účetní konvence

- Rezervy na „hypotetická“ budoucí rizika

⁷ Může se jednat o aktiva zakoupena z volných peněžních prostředků na spekulaci (např. investiční nemovitosti, automobily, umělecké sbírky) nebo aktiva, která se stanou nevyužívanými při výkonu hlavní činnosti podniku.

- Odložené daně

E) Mimorozvahové položky (zejména podmíněné a těžko kvantifikovatelné závazky)

- Soudní spory proti společnosti
- Společností vydaná ručení ve prospěch třetích stran
- Potenciální investiční závazky (specifikum CAS)
- Potenciální závazky vyplývající z obchodních smluv / změn legislativy

Poznámka: Dále nebudou specificky vyšetřovány podmíněná aktiva jako například položky vymáhané v soudních sporech s nejistým výsledkem. Obecně pro ně platí obdobné závěry jako podmíněné závazky.

Syntéza – Čistý pracovní kapitál a Čistý dluh

Pro ekonomicky výstižnou prezentaci rozvahy a její návodné rozčlenění využívané při oceňování podniku jsou v oboru podnikových financí zažité pojmy Čistý pracovní kapitál („ČPK“), respektive Čistý dluh („ČD“).⁸ Jejich prvky budeme na úrovni základní definice charakterizovat následovně:

Položky Čistého pracovního kapitálu:

- Splňují definici aktiva nebo závazku;
- Souvisí s provozní činností („operating“ activity) na bázi opakované („recurring“) hlavní činností podniku („core“);
- Jsou zpravidla krátkodobé povahy.

Položky Čistého dluhu:

- Splňují definici aktiva nebo závazku;
- Souvisí s financováním („financing“), respektive dividendovou politikou („dividend“) NEBO souvisí s investicemi do dlouhodobého majetku („investment“) NEBO souvisí s podnikáním mimo hlavní činnost podniku („non-core“) NEBO souvisí s aktivitou spíše jednorázové povahy („one-off“ / „non-recurring“),
- Nabývají krátkodobé i dlouhodobé povahy.

K definicím připojíme následující komentáře:

- Dalšími položkami ekonomické prezentace rozvahy jsou stejně jako v „běžné“ účetní rozvaze dlouhodobá aktiva a vlastní kapitál definované výše.
- **Čistý pracovní kapitál i Čistý dluh budeme uvažovat jako kladný, pokud aktiva budou vyšší než závazky.** Pro větší názornost si uvedeme jednoduchý příklad:
A) Společnost má volnou peněžní hotovost ve výši Kč 12 mil. a úročené bankovní úvěry ve výši Kč 25 mil. Čistý dluh dle zde použité definice = +12 (-) 25 = Kč -13 mil. Tj. jedná se o převis dluhu.

⁸ Anglicky Net Working Capital („NWC“), respektive Net Debt („ND“)

- B) Společnost má volnou peněžní hotovost ve výši Kč 10 mil. a úročené bankovní úvěry ve výši Kč 3 mil. (kontokorent). Čistý dluh dle zde použité definice = +10 (-) 3 = Kč 7 mil. Tj. jedná se o převis volné hotovosti. Dále v textu však nebudeme s pojmem Čistě volné peněžní prostředky pracovat a vždy budeme hovořit o Čistém dluhu.
- Některé položky jako rezervy, peněžní prostředky nebo odložené či splatné daňové zůstatky mohou spadat do obou kategorií (Čistý dluh i ČPK), respektive do žádné z nich. Cílem finančního analytika je zařadit maximum rozvahových zůstatků mimo dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, respektive vlastní kapitál buďto do Čistého dluhu, či do ČPK. Detailům se budeme věnovat v dalším výkladu.
 - Požadavek na splnění definice aktiva a závazku může být v konkrétní situaci při vyjednávání mezi vlastníky cílové společnosti a zájemcem o koupi modifikován. Například již zmíněný investiční plán do budoucna, který nevyplývá z již uzavřených smluv, může být do určité míry nebo celý mezi závazky v Čistém dluhu doplněn. V úvahu připadají také další úpravy této základní definice, které budeme diskutovat dále.
 - Poznámka: Na tomto místě upozorníme na určité „schisma“ pojmu Čistý pracovní kapitál pro účely: (i) finanční analýzy likvidity, respektive (ii) pro účely samotného ocenění podniku. V rámci finanční analýzy jsou používány ukazatele likvidity (L1, L2, L3, absolutní výše ČPK), které pracují s ČPK vyčísleném na bázi klasifikace krátkodobosti vs. dlouhodobosti položek. Tj. jedná se o poněkud jiný koncept, který má za úkol zejména zhodnotit věřitelské riziko. V kontextu finanční analýzy tak do definice ČPK spadají také peněžní prostředky a jejich ekvivalenty, zatímco v kontextu ocenění tyto většinou vnímáme jako součást čistého dluhu (kategorie provozně nutných peněžních prostředků je diskutována dále).

Základní oceňovací model: tržní násobek EBITDA – význam položek rozvahy

V oborech mimo finanční instituce a při splnění podmínky „going concern“ se nejčastěji setkáváme s oceněním podniků na tzv. *entity* (brutto) bázi. Zjištěná Enterprise Value (EV) v tomto případě představuje hodnotu oceňované firmy pro vlastníky i věřitele. Široce rozšířeným přístupem při odhadu hodnoty při akvizicích⁹ je využití násobku EV / EBITDA stanoveného na bázi fundamentálních faktorů či reprezentativního odhadu jeho výše u společností v oboru (ideálně srovnatelných). Postup kalkulace hodnoty netto oceňované firmy je následující:

$$\begin{aligned}
 &EV [\text{oceňovaná firma, v Kč}] \\
 &= \\
 &\text{násobek EV / EBITDA} [\text{reprezentativní výše,}^{10} \text{ koeficient}] \\
 &\times \\
 &EBITDA [\text{oceňovaná firma, v Kč}].
 \end{aligned}$$

Pro určení hodnoty na bázi tzv. *equity value* (netto), tj. hodnoty pouze pro vlastníky, je dále nutno upravit Enterprise Value následovně:

$$\begin{aligned}
 &Equity Value [\text{oceňovaná firma, v Kč}] \\
 &= \\
 &EV [\text{oceňovaná firma, v Kč}]
 \end{aligned}$$

⁹ Viz Hruboš (2014b)

¹⁰ Kupříkladu medián současného násobku EV / EBITDA obchodovaných společností v oboru případně korigovaný o různou očekávanou míru růstu či rizika mezi oceňovanou společností a „peers“

+ / +

Čistý dluh [oceňovaná firma, v Kč]

+ / +

Skutečný Čistý pracovní kapitál k datu ocenění [oceňovaná firma, v Kč]

- / -

Očekávaný Čistý pracovní kapitál k datu ocenění [oceňovaná firma, v Kč]

+ / -

Korekce vyplývající z rozdílných fundamentálních faktorů použitého násobku EV / EBITDA a fundamentálními faktory oceňované firmy

Poznámka: Násobek EV / EBITDA v sobě implicitně zahrnuje schopnost podniku generovat v budoucnu kladná cash flow, tj. jedná se o ocenění na bázi „going concern“. Pro udržení této výdělkové schopnosti jsou ve firmě vázány následující rozvahové komponenty: A) provozně nutný dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, respektive B) provozně nutná výše ČPK.

Příklad: Cílová společnost je oceněna na úrovni násobku EBITDA (5x). Upravená EBITDA dosáhla v roce XX17 hodnoty Kč 10 mil. Volné peněžní prostředky dosahovaly k ultimu XX17 Kč 3 mil., zatímco bankovní úvěry Kč 10 mil. Dle výše uvedené přístupu ke kvantifikaci (důraz na znaménka) je hodnota Čistého dluhu následující = +3 (-) 10 = -Kč 7 mil., tj. jedná se o převis dluhu.

EV (mil. Kč) =	5x Kč 10 mil.	= Kč 50 mil.
+ / +		
Čistý dluh	Kč +3 (-) 10 mil.	= Kč -7 mil.
=		
Equity value		= Kč 43 mil.

Úprava o diferenciál skutečné výše Čistého pracovního kapitálu k datu ocenění oproti jeho očekávané (průměrné)¹¹ výši má za cíl zohlednit jeho případně výrazně „nereprezentativní“ výši k datu ocenění. Oproti normální provozní výši vychýlená hodnota směrem dolů může souviset třeba s cíleným předčasným zesplatněním pohledávek, odkladem platby závazků či redukcí zásob pod jejich obvyklou výši. Taková výše ČPK zrcadlově vyvolává aktuálně nadhodnocenou výši Čistého dluhu a celou úpravu tak lze *de facto* zahrnutou mezi položky Čistého dluhu.

Na tomto místě zopakujeme, že klíčovými fundamentálními faktory násobku EV / EBITDA jsou (i) očekávaný růst, (ii) riziko, (iii) investiční náročnost a (iv) míra zdanění. Zatímco jiný očekávaný růst a riziko oceňované společnosti vs. například oborový medián je vhodné zohlednit úpravou výše samotného násobku; u rozdílné míry efektivního zdanění či jiné míry investic do dlouhodobého majetku může být praktičtější zohlednit úpravu v absolutních hodnotách prostřednictvím Čistého dluhu.

Příklad: Investiční míra měřená jako medián podílu investic do dlouhodobého majetku na tržbách u vzorku společností v oboru (dále „PEERS1“) je průměrně za poslední 3 roky 10 % p.a. U oceňované společnosti s tržbami Kč 100 mil. se v následujícím roce (po datu ocenění) počítá s mimořádnou rozvojovou investicí ve výši Kč 50 mil. Oceňovatel aplikuje nijak neupravený násobek EV / EBITDA určený jako medián hodnot PEERS1. Vzhledem k mimořádné investici může finanční analytik přikročit k snížení hodnoty equity / přidat mezi

¹¹ Očekávaná výše je často určena za předpokladu nerostoucí společnosti jako průměr posledních 12 měsíců.

záporné položky Čistého dluhu Kč 40 mil. [mimořádná investice ve výši Kč 50 mil. (-) Kč 100 mil. x 10 % představující tržní úroveň investic].

Při oceňování metodou DCF *entity* by pak oceňovatel měl postupovat analogicky k výše nastíněnému a zejména:

- Upravit EV „generovanou modelem“ o Čistý dluh (nejlépe s konzistentním datem diskontování cash flow a datem rozvahy pro určení výše Čistého dluhu);
- Vyčíslit co nejpřesněji historickou řadu hodnot ČPK, což usnadní určit reprezentativní doby obratu do budoucnosti;
- Mechanismus úpravy hodnoty (ceny) v důsledku oproti obvyklému stavu nedostatečného / příliš vysokého ČPK k datu ocenění zůstává zachován, *de facto* se jedná o úpravu náležitosti do Čistého dluhu;
- Všechny hlavní hodnototvorné faktory zohlednit ve finančním plánu / diskontní míře. Tím pádem položka „Korekce vyplývající z rozdílných fundamentálních faktorů použitého násobku EV / EBITDA a fundamentálními faktory oceňované firmy“ nemá při výnosovém ocenění smysl. Například rozdílné efektivní sazby daně či detail investičních akcí do budoucna zohledňuje přímo finanční plán / plán investic.

Členění a úpravy rozvahy – praktický průvodce

Po provedení základní expozice problematiky konstrukce rozvahy a její role při oceňování podniků se dále budeme věnovat konkrétním komentářům, jak postupovat při určování položek Čistého dluhu *vs.* Čistého pracovního kapitálu.

Základním principem je rozčlenění položek rozvahy (mimo dlouhodobý majetek a vlastní kapitál) do jedné z kategorií. **Obecně by tak vždy mělo být rozhodnuto, zda má položka charakter Čistého dluhu, nebo Čistého pracovního kapitálu.** Výjimky z tohoto pravidla (zejména odložené daně či některé rezervy) budeme diskutovat dále. Dále je vhodné zvážit zahrnutí existujících závazků či aktiv, které nesplnily kritéria pro rozeznání v rozvaze.

Konzistence mezi finančními výkazy

Jak vidno z definic upravené EBITDA a Čistého pracovního kapitálu měly by obě veličiny být používány do maximální míry konzistentně. Tj. pokud s výnosem či nákladem ovlivňujícím *upravenou* EBITDA vzniká také položka aktiv či závazků, měly by tyto být zahrnuty do ČPK. A naopak, například pohledávky a závazky související zejména s investicemi do dlouhodobého majetku, financováním / výplatou dividend by měly spadat do Čistého dluhu. Odraz typické výsledovky v rozvaze a výkazu peněžních toků je prezentován níže.

Výsledovka	Rozvaha	Cash Flow
+/- Tržby	ČPK	Provozní CF - základní
-/- Spotřeba materiálu a energie	ČPK	Provozní CF - základní
-/- Nakupované služby	ČPK	Provozní CF - základní
-/- Osobní náklady	ČPK	Provozní CF - základní
+/- Ostatní opakované výnosy / náklady z hlavní činnosti (provoz)	ČPK	Provozní CF - základní
+/- Kurzové rozdíly související s hlavní činností (provoz)	ČPK	Provozní CF - základní
-/- Poplatky za platební styk / bankovní záruky	ČPK	Provozní CF - základní
Σ EBITDA		
-/- Odpisy	Dlouhodobý maj.	n.a.
+/- Třby z prodeje dl. maj. / zůstatková cena prodaného dl. maj.	Dlouhodobý maj.	Investiční CF / n.a.
+/- Ostatní jednorázové / neopakované výnosy a náklady	ČD - rozšířený	Provozní CF - rozšířený
+/- Výnosy a náklady mimo hlavní činnost	ČD - rozšířený	Provozní CF - rozšířený
+/- Kurzové rozdíly nesouvisející s hlavní činností	ČD - rozšířený	Finanční CF
-/- Nákladové úroky	ČD - rozšířený	Finanční CF
+/+ Výnosové úroky (peněžní prostředky nad nutnou provozní výši)	ČD - rozšířený	Finanční CF
+/- Ostatní finanční výnosy a náklady	ČD - rozšířený	Finanční CF
-/+ Splatná daň z příjmu právnických osob	ČPK	Provozní CF - základní
-/+ Odložená daň z příjmu právnických osob	Ostatní	n.a.
Σ Čistý zisk		

Autor doporučuje provozní výnosy a náklady nesouvisející s hlavní činností podniku, respektive jednorázové / neopakované položky související s provozní činností ponechat v provozním cash flow, ale oddělit je zde od opakovaných provozních položek souvisejících s hlavní činností.¹² Jejich symetrický odraz je však pro větší přehlednost zahrnut přímo do ukazatele Čistého dluhu. Tak budou zmíněné zůstatky jednoznačně v poměru 1 : 1 zohledněny v hodnotě netto (potažmo kupní ceně) a nedojde k případné kontaminaci dat o historických hodnotách ČPK využívaných k určení reprezentativní doby obratu či průměrné potřebné výše ČPK.

Diskuse vybraných položek rozvahy

V této subkapitole budeme předpokládat vysokou informační dostupnosti dle klasifikace prezentované v Hruboň (2017). V praxi však může být častá situace, kdy je přístup k datům omezen na úrovni nízké dostupnosti. Další výzvu pro finančního analytika představuje významnost jednotlivých položek / úprav s cílem sledovat co nejvyšší efektivitu prací.

Aktiva využívaná mimo hlavní činnost podniku

Následující kategorie aktiv:

- investiční (spekulativní) aktiva určená k dlouhodobé držbě,
- nevyužívaná / zbytná hmotná aktiva jinak určená k hlavní činnosti podniku,
- výše neuvedená aktiva určená k divestici v krátkém období

mají být zahrnuty v prodejních / likvidačních cenách snížených o náklady na prodej do Čistého dluhu. V případě, kdy je aktiva nutno zlikvidovat za zápornou cenu, respektive při nákladech na prodej převyšující kladnou prodejní cenu, bude hodnota zohledněná v Čistém dluhu záporná.

Vybrané položky konsolidovaných účetních výkazů

Úvodem připomeňme, že v Hruboň (2017) je navržen základní princip ocenění na bázi násobku EV / EBITDA pro konsolidační celek založený na důsledné aplikaci tzv. poměrné

¹² V rámci provozního cash flow tak vzniknou dvě sekce: (i) provozní cash flow – opakovaná hlavní činnost, (ii) provozní cash flow – neopakované položky či položky mimo hlavní činnost.

metody konsolidace pro všechny dceřiné a přidružené podniky. Tak je v konsolidovaných výkazech proporcionálně k výši vlastnických podílů v jednotlivých dceřiných / přidružených firmách zohledněná správná výše EBITDA a také rozvaha obsahuje relevantní výši Čistého dluhu. Dle autora je toto nejtransparentnější způsob zpracování podkladových výkazů valuace, a to zejména při vysoké informační dostupnosti. Nicméně, současná účetní legislativa podporuje použití tzv. plné metody konsolidace pro dceřiné společnosti, respektive metody ekvivalence pro přidružené podniky. V tomto kontextu je nutné vnímat také následující komentáře.

- *Goodwill / konsolidační rozdíl* vzniká v konsolidované účetní závěrce jako důsledek aplikace účetní metody koupě u společností pořízených akvizicí podílu (tzv. „share deal“). Jedná se nejčastěji o přebytek kupní ceny placené za cílovou společnost nad hodnotou jejích čistých aktiv na přeceněné bázi. Pro klasifikaci ČD vs. ČPK je doporučené řešení následující:
 - a. Proporcionální metoda konsolidace: položka není relevantní – jedná se primárně o účetní veličinu balancující rozvahu bez daňových dopadů;¹³
 - b. Současná účetní legislativa: položka obdobně není relevantní.
- *Menšinové podíly* – při konsolidaci dceřiné společnosti tzv. plnou metodou jsou v případě jejího rozdrobeného vlastnictví z hlediska entity s kontrolním podílem vykázány tzv. menšinové podíly.¹⁴ Ty vyjadřují podíl menšinových akcionářů na účetní hodnotě vlastního kapitálu akumulovaného od akvizice / založení firmy. Při posouzení položky je podstatné, zda jsou tyto nekontrolní podíly předmětem ocenění nebo ne. Pokud předpokládáme, že je předmětem ocenění pouze část vlastnických podílů v držení hlavního vlastníka (tj. menšinové podíly nejsou předmětem ocenění), je při klasifikaci ČD vs. ČPK vhodné řešení následující:
 - a. Proporcionální metoda konsolidace: položka není relevantní – podíly nekontrolních vlastníků nejsou zahrnuty do Enterprise Value oceňovaného celku;
 - b. Současná účetní legislativa: Menšinové podíly musí být zahrnuty do Čistého dluhu jako záporná položka. Oproti menšinovým podílům v účetních výkazech je ale nutno pracovat s tržní hodnotou těchto podílů k datu ocenění.
- *Nekonsolidované finanční investice* – společnosti koncernu nesplňující podmínky dceřiné ani přidružené společnosti jsou vykázány v konsolidované rozvaze jako finanční investice. Ty je vhodné v tržních cenách snížených o očekávané náklady prodeje zahrnout do Čistého dluhu.

Dlouhodobý nehmotný / finanční majetek

- *Finanční investice v nekonsolidovaných (individuálních) výkazech*. Z pohledu oceňované entity jsou tyto podíly vždy v ocenění odpovídajícímu jejich tržní hodnotě (čisté prodejní hodnotě) zahrnuty do Čistého dluhu.

¹³ Goodwill má i svou obecnou ekonomickou interpretaci jako odhad hodnoty aktiv nezachycených v rozvaze, zejména neoddělitelných nehmotných aktiv, respektive lidského kapitálu. Odpisy konsolidačního rozdílu v ČR jsou neúčinné z hlediska DPPO – daň je kvantifikována na úrovni každé účetní jednotky samostatně. Goodwill se dle IFRS neodepisuje, pouze jednou ročně testuje na znehodnocení. Nehledě na užití IFRS reportingu je nutno DPPO stanovit na základě individuálních účetních výkazů dle ČÚS.

¹⁴ Dle IFRS „non-controlling“ interest.

- *Goodwill / oceňovací rozdíl*¹⁵ v nekonsolidovaných (individuálních) výkazech. Goodwill / oceňovací rozdíl může vzniknout buďto při fúzi či při realizaci transakce typu prodej závodu. Při fúzi se jedná o teoretickou veličinu danou znaleckým posudkem, při transakci typu prodej závodu o veličinu určenou na bázi skutečně placené ceny. Zásadním rozdílem je, že dle české daňové legislativy odpisy goodwillu / OR vzniklého při fúzi nejsou uznatelné pro účely DPPPO, zatímco při prodeji závodu¹⁶ ano. Pokud je tedy při oceňování postaven detailní finanční plán / oceňovací model a jeho součástí jsou daňové odpisy goodwillu / OR vzniklého z prodeje závodu, není třeba korekce a položka má z hlediska Čistého dluhu hodnotu nula. Pokud ocenění vznikne na bázi násobku / jiné dohody, která takový detail nemůže postihnout, je vhodné daňový štít „ukrytý“ v goodwillu / OR vzniklého při prodeji závodu zahrnout jako aktivum, které je součástí Čistého dluhu.
- *Dlouhodobé půjčky* podnikům ve skupině účtované jako dlouhodobý majetek náleží v nominální hodnotě včetně příslušenství do Čistého dluhu.

Dlouhodobé pohledávky a závazky

U položek dlouhodobých pohledávek a závazků je nutno postupovat v duchu výše uvedených definic aktiv a závazků zahrnovaných do Čistého dluhu vs. ČPK. Například dlouhodobá půjčka od vlastníka bude součástí Čistého dluhu. Na druhou stranu např. dlouhodobé poskytované / přijímané zálohy pro výrobní činnost, které se dějí na opakované bázi a nevykazují extrémní fluktuaci ve své výši, je vhodné klasifikovat jako ČPK.

Odložená daňová pohledávka a závazek

Odložené daně jsou dle autora tohoto článku především účetní veličinou, která pro účely oceňování společnosti nepřináší žádnou přidanou hodnotu, jelikož nepředstavují splatnou pohledávku / závazek.

Toto tvrzení může být diskutováno zejména v oboru nemovitostí, kde jsou odložené daně významné a jedna ze stran zamýšlené akviziční transakce může navrhnout jejich zohlednění v kupní ceně. Tato korekce je však správná pouze v případě, kdy Enterprise Value nemovitostní společnosti byla odhadnuta na základě oceňovacího DCF modelu pracujícího s účetními namísto daňovými odpisy. Jinak není vhodné odložené daně do kalkulace hodnoty *equity* nemovitostní firmy zahrnovat.

Poznámka: Rozdíl mezi kupní cenou nemovitosti a její daňovou zůstatkovou hodnotou vytváří při prodejní transakci prostřednictvím převodu podílů („share deal“), nikoliv prodeji aktiva („asset deal“), u kupujícího neefektivitu,¹⁷ protože tento není schopen pořizovanou nemovitost „přecenit pro daňové účely“. Toto je ve vyjednáváním o kupní ceně variantně zohledňováno, ale autor si dovoluje upozornit, že přes zdánlivou podobnost se nejedná o odloženou daň.

Zásoby

Zásoby s „vysokou obrátkou“ jsou jednoznačně součástí ČPK. Reklasifikaci do Čistého dluhu (v příslušné realizovatelné hodnotě, tj. po opravných položkách) lze uvážit v případě následujících aktiv:

¹⁵ Obdobně se jedná o „převis“ hodnoty / ceny společnosti nad hodnotou jejích čistých aktiv. V případě goodwillu se její aktiva a závazky přeceňují, zatímco u oceňovacího rozdílu se pracuje s účetními zůstatkovými cenami.

¹⁶ Jedná se o tzv. formu transakce „asset deal“.

¹⁷ Zde nekomentujeme pozitivní daňové efekty „share deal“ jako faktické osvobození od daně z nabytí nemovitosti, či osvobození od daně z příjmů u prodávajícího.

- Materiál, polotovary či zásoby hmotné povahy, které (i) jsou v daleko větších objemech, než vyžaduje typický produkční cyklus; (ii) souvisí s ukončenou aktivitou.
- Nedokončená výroba (kapitalizované historické alokované náklady) u projektů neobvyklých svou strukturou / objemem či problematických. U tohoto bodu lze očekávat vhodnost analýzy prostřednictvím finančního plánu / scénářů. Po zahrnutí takového projektu do oceňovacího modelu je hodnota NV pro účely rozvahové úpravy EV nula.

Krátkodobé pohledávky a závazky

Krátkodobé pohledávky a závazky jsou často jádrem Čistého pracovního kapitálu. Oceňovatel by měl mít na zřeteli, že je vždy nutno vyřadit pohledávky a závazky nesouvisející:

- S provozní činností;
- S hlavní činností podniku na opakované bázi.

Závazky související s investicí do dlouhodobého majetku (typicky mimo drobné opakované nákupy) by tak měly být zahrnuty do Čistého dluhu. To platí také například pro pohledávky z prodeje spekulativních aktiv (nemovitosti, vozy, umělecká díla).

Dlouhodobě nedobytné krátkodobé pohledávky, u kterých však stále existuje možnost úhrady, by měly být ve snížené či nulové hodnotě překlasifikovány do Čistého dluhu.

Dlouhodobě nesplácené krátkodobé závazky představují dodatečný způsob financování produkčního cyklu podniku. Proto má být jejich výše po splatnosti nad oborový standard (často více než 90 dní po splatnosti) překlasifikována do Čistého dluhu.

Časové rozlišení

Časové rozlišení je nejtýpičtěji v celé své výši zahrnuto mezi položky ČPK. Situace je jednoznačná u příjmů a výdajů příštích období, které mají charakter pohledávky, respektive závazku. U nákladů a výnosů příštích období je dle autora tohoto článku k diskusi, zda tyto položky pouze korigují výši pohledávek a závazků (a jedná se tak o položku ČPK), či zda byla již částka uhrazena (a jedná se tak o položku Čistého dluhu).

Příklad: Realitnímu brokerovi náleží za vytipování nájemce, který uzavřel dlouhodobou obtížně vypověditelnou smlouvu na 10 let, provize ve výši Kč 1 mil. Z pohledu vlastníka nemovitosti je tak provize kapitalizována na rozvaze jako náklad příštích období a rozpouštěna do nákladů po dobu 10 let.

A) V (hypotetickém) případě, kdy bude provize zaplácena až po skončení nájemního vztahu, aktivní bilance nákladů příštích období koriguje příslušný závazek, který *de facto* bude hrazen až za 10 let, saldo se každým rokem zvyšuje.

B) V případě, kdy bude provize zaplácena ihned, v podstatě dojde k předplacení služby, jejíž benefit bude pravděpodobně čerpán po dobu dalších 10 let. Čistý dluh (+ přebytek aktiv / - přebytek pasív) se tak sníží o Kč 1 mil. Peněžní prostředky jsou touto platbou okamžitě „nadproporciálně“ redukovány, což je možné korigovat zahrnutím příslušné částky časového rozlišení do Čistého dluhu.

Na tomto místě je vhodné poznamenat, že analýza již zaplacených vs. nezaplacených položek v praxi prováděna zpravidla není pro svou pracnost.

Zúčtování se státem

Opakovaně vznikající daňové povinnosti / pohledávky související s hlavní činností podniku jsou součástí ČPK. Specificky zde upozorníme na daně, u kterých je související zůstatky nutno zahrnout do Čistého dluhu.

- *Salda z titulu daně z příjmů právnických osob* bezesporu splňují výše uvedenou definici. Nicméně: (i) zálohy na tuto daň jsou funkcí daňové povinnosti minulého období, (ii) kromě plně uzavřených finančních výkazů se zpravidla o závazku z titulu DPPO průběžně vůbec neúčtuje, což by dále znesnadnilo analýzu průměrné úrovně ČPK za posledních 12 měsíců.

Příklad: Společnost odvedla za rok XX16 daň ve výši Kč 10 mil. Na zálohách má k 31/12/XX17 zaplacené Kč 5 mil. (dvě čtvrtletní zálohy), přičemž vzhledem k tržnímu poklesu bude společnost za XX17 realizovat daňovou ztrátu. „Předplacených“ Kč 5 mil. tak nesouvisí se současným obdobím a jedná se *de facto* o úvěr poskytnutý správci daně.

Poznámka: Závazek z titulu DPPO může být evidován v době, kdy není ještě přesně vyčíslen, jako rezerva, a bude zahrnut do Čistého dluhu.

- *Závazky z titulu srážkové daně související s výplatou dividend,*
- *Závazky z titulu daní z příjmů i SPZP vztahující se k faktickým dividendám vyplaceným prostřednictvím mezd.*

Bonusy zaměstnancům

Bonusy zaměstnancům by měly většinou vyhovovat požadavkům na: (i) opakovanost a (ii) souvislost s hlavní činností podniku, a proto tradičně patří závazky z jejich výplaty do ČPK. Speciální pozornost je konzistentně s úpravami EBITDA klasifikovat jako položky Čistého dluhu závazky související s:

- Mimořádnými bonusy, které již nebudou opakovány (např. při prodeji firmy),
- Bonusy současným či minulým majitelům, které mají suplovat dividendu. Například se jedná o post-akviziční earn-out.

Peněžní prostředky a jejich ekvivalenty

Peněžní prostředky jsou často podstatnou kladnou částí Čistého dluhu. Zejména v případech „cash cow“ společnosti, která nevyplatila přebytečné zůstatky na dividendách. V této souvislosti je nasnadě analyzovat dále koncept „provozně nutné“ a „přebytečné“ hotovosti. Úroveň peněžních prostředků, které obvykle potřebuje firma pro svůj provozní cyklus, aniž by musela čerpat dodatečný úvěr, je totiž možné zahrnout variantně jako součást ČPK. Implikací této operace při akviziční transakci je, že kupující neplatí 1:1 za veškeré peněžní prostředky, ale pouze jejich část. Tento bod je ovšem správně předmětem akvizičních vyjednávání a musí se přizpůsobit konkrétní situaci. Problém v teoretické rovině zkoumá např. Damodaran (2005), který také diskutuje makroekonomické základy. My se zde zaměříme na praktickou část věci, tj. jak lze minimální provozní úroveň hotovosti v praxi na mikroekonomické úrovni konkrétního podniku určit.

1. *Specifické obory podnikání s výraznou potřebou oběživa.* V některých oborech podnikání (například prodejní automaty na občerstvení) je možné identifikovat množství hotovosti (tj. fyzických peněz), které jsou vždy vázány v podnikání. V případech, kdy fyzická hotovost nehraje zásadní roli, přicházejí v úvahu následující varianty:

2. *Pravidlo selského rozumu.* Damodaran (2005) uvádí, že první odhad se na základě zkušenosti často pohybuje kolem 2% tržeb. V tomto smyslu se jedná o “průměr” společností v různých oborech. Vztažení k tržbám samozřejmě vyvolává otázku, jak relevantní je tento údaj například pro obchodníka s energií s nízkými maržemi a vysokým objemem tržeb.
3. *Opatrnostní motivy v krátkém období* zřejmě nejlépe vystihují podstatu samotného problému pro praktické užití. Například kupující při akviziční transakci se nechce dostat do situace, kdy ihned po uzavření transakce – „během prvního měsíce“ – bude nucen zainvestovat do zvýšení čistého pracovního kapitálu, jelikož například nemá možnost pro tuto eventualitu vyjednat dostatečný kontokorentní rámec.¹⁸ Autor tohoto článku navrhuje dvě možnosti k určení opatrnostní výše peněžního zůstatku (je vhodné obě kombinovat):
 - Nejvyšší investice („šok“) do měsíčního ČPK za posledních dvanáct měsíců;
 - Jedno až dvouměsíční výše fixních provozně nutných výdajů (tzv. „burn rate“). Typicky se bude jednat o součet personálních nákladů, nájmu a ostatních pravidelně placených provozních položek.

Poznámka I: V rámci *subjektivního* ocenění „přebytečných“ peněžních prostředků v rámci akviziční transakce kupujícím je nutno vzít v úvahu možnosti tyto volné prostředky dále repatriovat ze společnosti (případně využít ve společnosti samé) a daňové dopady takových transferů. Například volné prostředky, které nemohou být použity ke splacení úvěrů ve společnosti samotné ani v rámci skupiny společností¹⁹ a jejich výplata je možná pouze prostřednictvím zdaněné dividendy, by měly být oceněny v jejich nominální hodnotě snížené o očekávanou srážkovou daň.

Poznámka II: Pokud společnost používá skupinový „cash pooling“ (a nedrží tzv. master účet) nemá peněžní prostředky / přečerpání v účetnictví evidovány na tradičních účtech, ale jako ostatní pohledávku či závazek.

Úvěry a půjčky – banka, spřízněné osoby, vydané dluhopisy

Úvěry a půjčky (respektive emitované dluhopisy) představují jednu z typických a klíčových položek Čistého dluhu u firem financovaných cizími zdroji. Finanční analytik musí mít na mysli, že k datu ocenění je nutné zahrnout mimo samotné jistiny také:

- Veškeré naběhlé úroky;
- Všechny úroky / poplatky za nečerpání úvěru či za jeho sjednání;
- Všechny sankční úroky / poplatky za předčasné splacení, pokud taková skutečnost.

Pozn. Salda se spřízněnými osobami, které nevyplývají z běžné obchodní aktivity, je zpravidla vhodné klasifikovat jako financování, a tedy jako součást Čistého dluhu, přestože tyto někdy nebývají explicitně úročeny (obecně v rozporu s legislativou pro „transfer pricing“).

Nezaplacené náklady transakčním poradcům při akvizici

Závazky z nesplacených odměn poradcům cílové společnosti jsou vždy součástí Čistého dluhu.

¹⁸ Např. když výše samotného akvizičního úvěru omezuje výši provozního financování.

¹⁹ za předpokladu od daně osvobozených transferů zdrojů mezi nimi

Rezervy

Z rezerv účtovaných dle ČÚS je vhodné nejprve vyřadit položky nesplňující definici závazku. Bude se jednat zejména o rezervy na dále nespecifikované budoucí hypotetické ztráty tvořené bez reálného podkladu pouze z rozhodnutí managementu.

Rezervy jsou v duchu dříve prezentovaných definic závazky: (i) které *pravděpodobně* budou hrazeny, (ii) u kterých není přesně známa částka či období příslušné úhrady.

V tomto kontextu je nutné rezervy striktně rozdělit do dvou skupin:

1. Rezervy související s minulým / probíhajícím účetním obdobím – položky, kde není známa přesná výše;
2. Rezervy související s budoucími účetními obdobími.

U položek „typu 1“ (např. rezerva na daň z příjmů či nedoúčtované náklady) je cílem zajistit kompletnost závazků z titulu současného období, tj. období před rozvahovým datem. U této kategorie provedeme „standardní“ klasifikaci ČD vs. ČPK na bázi zde provedeného výkladu. Například rezerva na daň z příjmu spadá do Čistého dluhu, rezerva na nedoúčtované opakované nákupy služeb v rámci hlavní činnosti do ČPK apod.

Rezervy „typu 2“ upozorňují uživatele finančních výkazů na rizika, která se efektivně projeví v budoucím účetním období (ve smyslu dopadů do hospodaření a cash flow). Z důvodu opatrnosti se o nich však účtuje už nyní. V české praxi se v této souvislosti nejčastěji setkáváme s rezervami týkajícími se:

typicky se opakujících / standardních jevů:

- opakující se bonusy u zaměstnanců,
- nevyčerpaná dovolená zaměstnanců,
- záruční opravy výrobků / vratky zboží,
- nevyčerpané zákaznické programy.

typicky jednorázových / specifických jevů:

- ztrátové uzavřené kontrakty,
- investiční požadavek vyplývající z uzavřených smluv,
- investiční požadavek vyplývající s investičního plánu managementu.²⁰

U zmíněných rezerv „typu 2“ je v prvním kroku nutné ověřit, zda v případě určení Enterprise Value pomocí detailního DCF modelu / finančního plánu, není již podkladové cash flow tvořené rezervy zohledněno. Tím zabráníme dvojímu započtení. Pokud je například investice, na kterou se tvořila rezerva, zahrnuta v plánu cash flow, hodnotu EV o výši rezervy neupravujeme.

V případě určení hodnoty EV pomocí oceňovacího násobku, jež nezohledňuje specifické okolnosti oceňované firmy, je vhodné:

- a) upravit *vždy* EV o částky rezerv týkajících se jednorázových / specifických jevů – jedná se o položky Čistého dluhu,

²⁰ Zde je diskutabilní, zda se jedná o závazek dle v úvodu uvedené definice. V každém případě se při akvizičních transakcích mohou strany dohodnout, že v případě ocenění násobkem bude například investiční plán na nadcházející fiskální rok (či dva) zahrnut do Čistého dluhu.

- b) upravit *zpravidla* (opatrnostní pohled na ocenění) EV o částky rezerv týkající se opakovaných / standardních jevů – jedná se o položky Čistého dluhu.

Proč však u opakovaných provozních položek nevolíme klasifikaci do Čistého pracovního kapitálu? Souvisí to s účetním řešením, respektive souběhem tvorby rezervy do budoucna a zachycením příslušného nákladu za minulost. Problematiku přibližuje následující *Příklad*. Výrobce textilu v roce XX16 neúčtoval o žádných rezervách. Procento vrácených výrobků zákazníky se dlouhodobě pohybuje s mírnými odchylkami okolo 10 % tržeb. Vratky jsou plně refundovány zákazníkům a zlikvidovány s nulovými náklady / výnosy. Po upozornění auditora začal podnik od roku XX17 rozeznávat příslušnou rezervu ve výši 10 % tržeb ukončeného fiskálního roku. Skutečné tržby a vratky jsou uvedeny v následující tabulce stejně tak jako dopady na EBITDA, respektive Čistý dluh (pro názornost nedochází k úpravám historického srovnatelného období XX16 po změně účetní politiky).

mil. Kč	XX15	XX16	XX17	XX18
Tržby	100	110	120	130
Skutečné vratky		-9	-13	-10
Tvorba rezervy (10 % tržeb období)		0	-12	-13
Rozpuštění rezervy minulého roku		0	0	12
Dopad vratek / rezerv na reportovanou EBITDA		-9	-25	-11
Dopad vratek / rezerv na upravenou EBITDA (zde skutečné vratky)		-9	-13	-10
Rezerva konec roku		0	-12	-13

Z extraktu výsledovky, respektive rozvahy je patrné následující:

- I když nebyla tvořena rezerva, náklad na vratky související s předchozími prodeji se ve výsledovce všech let projeví. Tj. žádný relevantní náklad ani v XX16 v *plné* výši nechybí. Závazek z titulu vratky zákazníkům náleží do ČPK.
- Jednorázové dotvoření prospektivně konstruované rezervy vede v prvním období (XX17) k „dvojitě“ nákladu. Do *upravené* EBITDA však může jeden typ nákladu vstupovat pouze jednou. V tomto případě uvažujeme dopad do *upravené* EBITDA pouze ve výši skutečného nákladu souvisejícího s minulými prodeji.
- Od dalšího období (XX18) se při relativně stabilní výši rezervy její rozpuštění na začátku období, respektive tvorba na konci období neutralizuje.
- Zůstatek rezervy ke konci každého roku představuje opatrnostní náhled na hospodaření / výkaznictví.

Ohledně rezerv „typu 2“ učiníme následující shrnutí:

- V případě určování Enterprise Value v DCF modelu podkladové cash flow rezervy zahrnout do finančního plánu a rezervu dále při ocenění neuvažovat.
- V případě odhadu Enterprise Value pomocí násobku neupraveného pro charakteristiky oceňované firmy:
 - (i) rezervy na jednorázová / specifická záporná cash flow – např. ztrátové kontrakty, investiční plány, plnění záruk u projektů neobvyklých svou výší či strukturou – zahrnout do Čistého dluhu;
 - (ii) rezervy na stále se opakující rizika – plnění z titulu záruk / vratek / bonusových programů či nevyčerpaných dovolených – zahrnout do Čistého dluhu v nejvíce opatrnostní

variantě (pojetí hypotetické likvidace firmy). Alternativně za zaručeného předpokladu „going concern“ a stabilní výše rizikových částek pro účely ocenění dále nezohledňovat.

Poznámka I: Dopady tvorby / rozpouštění jednotlivých typů rezerv na *upravenou* EBITDA jsou symetrické s klasifikací Čistý dluh vs. ČPK.

Poznámka II: Je vhodné upozornit, že ne vždy jsou příslušné rezervy zaúčtovány, a to zejména ze dvou důvodů: (i) pracujeme s ne zcela uzavřenými výkazy; (ii) účetní jednotka je malá, obecně neauditovaná, a tento typ položek nemá „kapacitu“ ani motivaci více analyzovat. Oceňovatel by se měl vždy alespoň rámcově ubezpečit ohledně komplexnosti zaúčtovaných závazků / nákladů.

Finanční a operativní leasing

Dle stávající české úpravy jsou splátky/nájemné u finančního/operativního leasingu účtovány v rámci služeb, a tedy v plné výši ovlivňují ukazatel EBITDA. Dle IFRS je pak předmět finančního leasingu, který je prostřednictvím tohoto typu financování *de facto* zakoupen,²¹ rozeznán jako dlouhodobé aktivum v rozvaze nájemce a ve výsledovce se náklady na pořízení aktiva projeví prostřednictvím odpisů a úrokového nákladu financování. Obdobnému režimu vykazování bude od roku 2019 podléhat i leasing operativní u dlouhodobých nevypověditelných smluv. Diametrálně odlišný způsob vykazování ČÚS vs. IFRS má v případě vysokého objemu majetku pořízeného prostřednictvím finančního leasingu podstatný vliv na výši vykázané EBITDA. Dle ČÚS se pravidelné měsíční / čtvrtletní závazky z leasingu zaúčtují na základě došlého dokumentu mezi závazky z obchodního styku, tj. do ČPK. V IFRS se pak u finančního leasingu objeví v rozvaze celý diskontovaný dluh, tj. jedná se o obdobu úvěru. Které řešení je to správné? Autor tohoto článku nabízí ke zvážení následující aspekty:

- *Konzistence s násobkem EV / EBITDA.* Nejdůležitějším kritériem pro rozhodnutí o provedení zařazení do ČPK vs. Čistého dluhu je konzistence s *upravenou* EBITDA - zda násobek byl vypočítán na základě účetních informací na bázi IFRS či ČÚS. Příhodné je také posoudit, v jakém rozsahu společnosti ve vzorku srovnatelných společností využívaly finanční leasing.
- *Pomocná kritéria.* V případě, kdy analýza dle předchozího bodu není dostupná, nebo je násobek určen bez přesného kvantitativního základu (expertní odhad na základě fundamentálních faktorů) lze obecně doporučit následující:
 - a) u operativních leasingů zahrnout závazky do ČPK,
 - b) u finančních leasingů charakteru strukturální či jednorázové kapitálové investice použít přístup kompatibilní s IFRS (de facto investiční výdaj) a zahrnout závazek do Čistého dluhu,
 - c) u finančních leasingů drobnějšího opakovaného rázu pracovat se současným řešením dle ČÚS a závazky zahrnout do ČPK.

Faktoring

Faktoring je způsob financování oběžného majetku / přenosu inkasního rizika, kdy jsou faktorem profinancovány či převzaty pohledávky (často např. od jednoho konkrétního bonitního klienta). Výhodou je inkaso pohledávky před její splatností, respektive v některých případech přesun inkasního rizika na třetí stranu. Nevýhodou pak úrok placený za poskytnutí

²¹ Smluvní vztah naplňuje zejména následující charakteristiky: a) leasingová smlouva upravuje převod aktiva z pronajímatele na nájemce, b) smluvní doba leasingu pokrývá do značné míry životnost aktiva, c) současná hodnota leasingových plateb zhruba odpovídá tržní ceně aktiva

prostředků před lhůtou splatnosti, respektive poplatků za převzetí rizika úpadku dlužníka. Pro korektní zahrnutí je nutné vzít v úvahu účetní řešení u jednotlivých typů faktoringu:

- *Regresní*, kdy faktor nepřebírá podkladové inkasní riziko. Původní obchodní pohledávka zůstává v účetnictví jednotky a zároveň faktor převede účetní jednotce „dopředu“ peněžní prostředky ve výši nominální hodnoty pohledávky snížené o příslušný úrok / další poplatky. V podstatě se tento způsob poskytnutí hotovosti neliší účetně ani fakticky od kontokorentního úvěru. Závazek vůči faktorovi by tak měl být zahrnut do Čistého dluhu.
- *Bezregresní*, kdy faktor přebírá do svých knih příslušnou pohledávku a také riziko s ní spojené. V účetnictví postupitel vyřadí původní pohledávku a místo ní zaúčtuje novou (nižší) pohledávkou za faktorem. Jedna položka ČPK tak nahrazuje zpravidla druhou a není tak třeba zahrnout operaci do Čistého dluhu.

Zůstatky související s finančními deriváty

Společnosti se při svém hospodaření setkávají s celou řadou tržních rizik - zejména měnovým, úrokovým a komoditním. Pro jejich snížení v krátkém a středním horizontu může využívat zajištění pomocí fixace směnného kurzu, úrokové míry či ceny komodity uzavřením finančních derivátů. Dle ČÚS jsou finanční deriváty obecně 1x ročně přeceněny na jejich vnitřní (tržní) hodnotu a příslušné saldo s protistranou obchodu je vykázáno většinou jako ostatní pohledávka či závazek. Autor tohoto článku doporučuje klasifikovat jako položku ČPK hodnotu derivátů (absolutní k rozvahovému datu) na kurzové či komoditní riziko související se zajištěním transakcí (peněžní toky) při hlavní provozní činnosti podniku. Tj. mělo by se jednat v principu o většinu těchto derivátů.

Na druhou stranu do Čistého dluhu vždy náleží hodnota derivátů:

- Zajišťujících úrokovou sazbu (souvisí pro nebankovní instituce s financováním),
- Zakoupených pouze pro spekulativní účely.

Dlouhodobá penzijní schémata

V případě, kdy firma nabízí svým zaměstnancům dlouhodobý benefit na bázi opakovaných (doživotních) výsluh po dosažení určitého věku a odpracovaných let ve firmě, je nutno tento závazek snížený o akumulovaná aktiva k jeho úhradě zahrnout do Čistého dluhu. V praxi je nutné investice fondu i penzijní závazky evidovat zcela samostatně od provozní části podnikání. Oceněním aktiv i závazků „penzijního fondu“ na tržní bázi se pak zabývají odborníci – pojistní matematici.

V této souvislosti je nutno podotknout, že v České republice je uvedený způsob zajištění penzí marginální. U nás časté příspěvky na penzijní připojištění představují zcela jiný koncept. Správcem doplňkového penzijního programu není zaměstnavatel (účetní jednotka) a ten také nemá povinnost výplat výsluh. Dále nárok na příspěvky do programu končí s ukončením zaměstnání. Jedná se o běžný a opakovaný benefit pro zaměstnance, a proto mají být související účetní prvky výsledovky i rozvahy zahrnuty do *upravené EBITDA* / Čistého pracovního kapitálu..

Mimorozvahové položky

Oceňovaná firma může být k datu ocenění zatížena závazky, které nejsou zachyceny v rozvaze. V kontextu definic uvedených v předchozí kapitole se jedná o závazky s následujícími charakteristikami: (i) není pravděpodobně, že nastanou; nebo (ii) nelze spolehlivě odhadnout jejich hodnotu; nebo (iii) se možná uskuteční dále v budoucnu / jejich

realizace závisí na větším množství provázaných náhodných jevů. Mezi nejčastější případy patří:

- Soudní spory vedené proti společnosti, pokud není známo rozhodnutí soudu první instance nebo probíhá odvolací soud a verdikt prvního stupně řízení byl ve prospěch společnosti;
- Poskytnuté ručení za závazky třetí strany při standardní (tj. nízké) pravděpodobnosti jeho realizace;
- Dosud neschválené (projednávané) změny pro společnost klíčové legislativy – např. uzákonění povinných dodatečných investic do životního prostředí;
- Závazky ze smluv včetně investičních, které mohou, ale nemusí nastat v budoucnosti;
- Povinné výplaty podílů na zisku současným či bývalým vlastníkům („earn-out“).

Uvedené položky bez pochyby náleží do Čistého dluhu. Otevřenou otázkou ale zpravidla zůstane odhad jejich hodnoty, o který by se ale oceňovatel měl v každém případě pokusit prostřednictvím analýzy velikosti expozice a pravděpodobnosti její realizace.

U akvizic je pak vhodné z důvodu nesnadnosti identifikace všech rizik / závazků, respektive odhadu jejich hodnoty zahrnout do smlouvy o prodeji podílů systém odškodnění v případě realizace rizik v budoucnosti.

U podmíněného závazku typu podmíněný investiční požadavek vyplývající ze smluv / očekávaného investičního plánu je dále nutno vzít v potaz oceňovací metodu. Při ocenění pomocí DCF by měly být očekávané investice zohledněny přímo v plánu investičního cash flow (analýza scénářů), a následně tedy rozhodně nesmí být zahrnuty do Čistého dluhu, aby se zabránilo dvojímu započtení. V případě využití oceňovacích násobků je vhodné jakoukoliv významnou podmíněnou investici zohlednit v Čistém dluhu.

Závěr

V rámci pokračování analýzy „fenoménu“ násobku EV / EBITDA diskutuji koncept rozčlenění položek aktiv a závazků mezi podnikohospodářské kategorie Čistý pracovní kapitál a Čistý dluh. Správné vyčíslení a aplikace obou veličin je předpokladem validního ocenění společnosti. Zejména z hlediska valuačního přístupu pomocí tržního násobku by všechna aktiva a závazky mající svůj souvztažný zápis jako výnos či náklad ovlivňující *upravenou* EBITDA měly být klasifikovány jako Čistý pracovní kapitál. Všechny ostatní položky nesouvisející s *upravenou* EBITDA včetně aktiv a závazků z titulu investiční aktivity a financování / výplaty dividend by naopak měly být zahrnuty do Čistého dluhu. Výjimku z rozčlenění mohou tvořit neklasifikované položky rezerv či odloženého daňového pasiva, které nemusí mít povahu závazku nebo jsou již zpravidla korektně zohledněny v oceňovacím DCF modelu. U mimobilančních závazků (v případě jejich významnosti) je vhodné se pokusit o jejich ocenění a následně je zahrnout do Čistého dluhu.

Literatura

- [1] Damodaran A. (2005): *Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Operating Assets: Approaches and Implications*, SSRN Electronic Journal, September 2005
- [2] Hruboň, L. (2014b): *Násobek EV / EBITDA: význam, analýza fundamentálních faktorů*, Oceňování, 2014, č. 3, s. 29 - 44, ISSN 1803-0785.

- [3] Hruboň, L. (2016): *Násobek EV/EBITDA: Regresní analýza fundamentálních faktorů - data z WSE v letech 2012 - 2014*, Oceňování, číslo 6/2016, ročník 9
- [4] Hruboň L. (2017): *Násobek EV / EBITDA: kvantifikace veličiny EBITDA*, Oceňování, číslo 3/2017, ročník 10
- [5] Mařík, M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

Násobek EV / EBITDA: upravená EBITDA – symetrický obraz v rozvaze

Lukáš Hruboň

ABSTRAKT

Tento článek prezentuje koncept rozlišení položek aktiv a závazků mezi podnikohospodářské kategorie Čistý pracovní kapitál a Čistý dluh. Správné vyčíslení a aplikace obou veličin je předpokladem validního ocenění společnosti. Autor uvádí, že zejména z hlediska přístupu tržního násobku by všechna aktiva a závazky mající svůj souvztažný zápis jako výnos či náklad ovlivňující *upravenou* EBITDA měly být klasifikovány jako Čistý pracovní kapitál. Všechny ostatní položky nesouvisející s *upravenou* EBITDA včetně aktiv a závazků z titulu investiční aktivity, financování / výplaty dividend by naopak měly být zahrnuty do Čistého dluhu. Výjimku z rozčlenění mohou tvořit neklasifikované položky rezerv či odloženého daňového pasiva, které nemusí mít povahu závazku nebo jsou již zpravidla korektně zohledněny v oceňovací DCF modelu. U mimobilančních závazků (v případě jejich významnosti) je vhodné se pokusit o jejich ocenění a následně je zahrnout do Čistého dluhu.

Klíčová slova: tržně srovnávací metoda; násobek EV / EBITDA; upravená EBITDA; normalizovaná EBITDA; čistý dluh; čistý pracovní kapitál.

EV / EBITDA Multiple: adjusted EBITDA – Symmetrical Balance Sheet Treatment

ABSTRACT

This article presents a concept of the assets and liabilities allocation between the corporate finance aggregates: Net working capital and Net debt, respectively. A correct quantification and application of both aggregates is a prerequisite for a valid corporate valuation. The author argues that, namely from the market multiple based valuations perspective, all assets and liabilities having their double entry as revenues (income) and costs affecting *adjusted* EBITDA shall be treated as Net working capital. All other items not related to *adjusted* EBITDA including assets and liabilities related to investment activity, financing / dividend pay-outs shall be treated as Net debt. However, there might be non-classified items such as provisions or deferred tax balances non-compliant with the liability definition or already correctly included in a DCF valuation model. In case of significant off-balance sheet liabilities, the author suggests their valuation shall be attempted and value included in Net debt.

Key words: Market comparison valuation; EV / EBITDA multiple; EBITDA adjusted; normalized EBITDA; Net debt; Net working capital.

JEL classification: G30