

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. Jdnostupňová 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.