

Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku[#]

Miloš Mařík – Pavla Maříková***

Úvod

V současné době je patrná snaha státních orgánů, především Ministerstva spravedlnosti, ale i Ministerstva financí trochu více regulovat znalecké posudky a jejich strukturu. Nový zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech obsahuje mimo jiné i jednoznačný požadavek na strukturu znaleckého posudku, a tím v podstatě i na strukturu ocenění, pokud by mělo sloužit jako znalecký posudek. V § 28, odst. (2) zákon č. 254/2019 Sb. uvádí:

„(2) Znalecký posudek musí obsahovat tyto náležitosti:

- a) titulní stranu,*
- b) zadání,*
- c) výčet podkladů,*
- d) nález,*
- e) posudek,*
- f) odůvodnění v rozsahu umožňujícím přezkoumatelnost znaleckého posudku,*
- g) závěr,*
- h) je-li to možné, přílohy potřebné k zajištění přezkoumatelnosti znaleckého posudku,*
- i) znaleckou doložku a*
- j) otisk znalecké pečeti.“*

Tato struktura by měla být použita pro všechny znalecké posudky, což nepovažujeme za úplně správné. Šikovný znalec je samozřejmě léty vycvičen, takže se vtěsná do jakékoli osnovy, bylo by však zřejmě rozumnější, kdyby osnova mohla být odlišná podle jednotlivých znaleckých odvětví. Je zřejmé, že například pro písmoznalectví je vhodná jiná osnova než pro oceňování podniku.

Jen na okraj poznamenejme, že podle našeho názoru u ocenění podniku je zejména téměř nemožné smysluplně oddělit část „nález“ a část „posudek“. Pokud by znalec skutečně důsledně sepsal nejprve všechna zjištěná data pro celé ocenění a pak teprve všechny analýzy a interpretace, ztratila by se do značné míry logická návaznost jednotlivých dílčích kroků ocenění a celý posudek by se stal pro čtenáře velice nepřehledným. Jde například o to, že

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

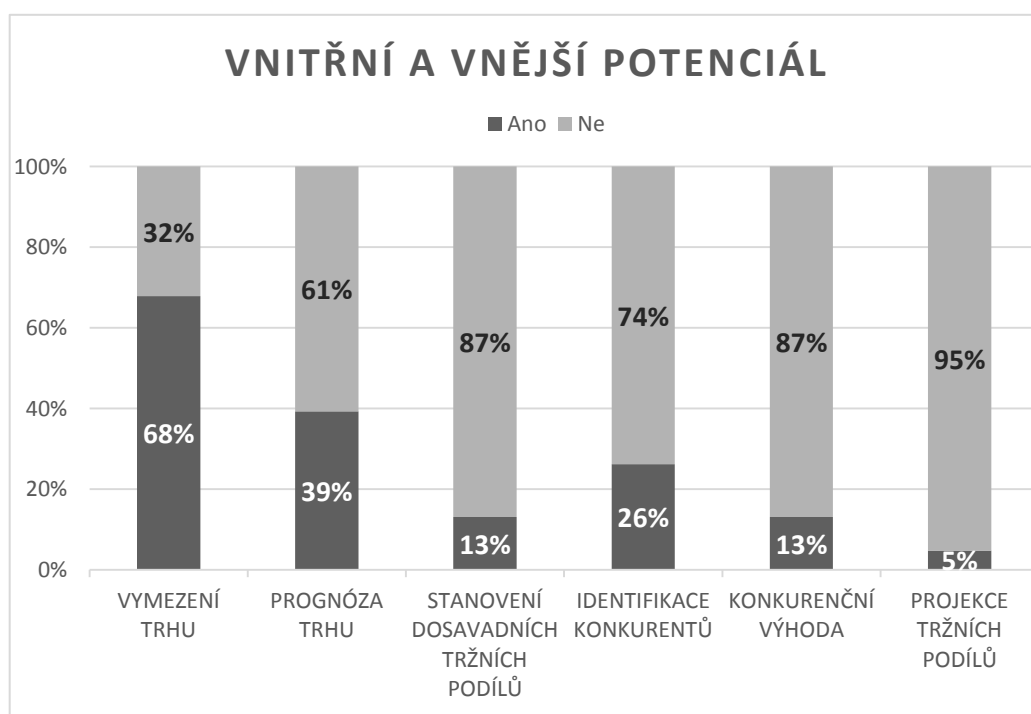
^{*} Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha, ředitel Institutu oceňování majetku VŠE Praha.

^{**} Doc. Ing. Pavla Maříková, CSc., Katedra financí a oceňování podniku VŠE Praha.

u ocenění podniku velmi často výsledky analýz v určitém kroku implikují, jaká data budou potřebná v krocích následujících. Kromě toho potřebných vstupních dat pro celé ocenění je mnoho, a pro čtenáře je proto obvykle přehlednější, když vidí vstupní data přímo u té části, pro kterou jsou potřebná. Je tedy lepší, když například vstupy pro odhad diskontní míry jsou uvedeny v kapitole s diskontní mírou, vstupy pro metodu tržního porovnání v kapitole s tržním porovnáním atd., a ne všechny najednou na začátku celého posudku, kdy čtenář ještě ani neví, které oceňovací metody znalec použije. Pro zajištění kvality a srozumitelnosti znaleckého posudku na ocenění podniku bychom tak osobně dávali přednost spíše pečlivému zachování a vysvětlení logické návaznosti jednotlivých kroků vedoucích postupně k výslednému ocenění.

Pro oceňování podniku je v rámci těchto kroků jednou z nejspornějších součástí strategická analýza. Sice nám není známa žádná literatura, která by dokazovala, že je tato část zbytečná, nicméně podle našich výzkumů obsahuje strategickou analýzu při ocenění podniku pouze 50 % až 60 % posudků. Pro ilustraci můžeme například uvést výsledky analýzy znaleckých posudků na ocenění podniku z roku 2015 umístěných ve sbírce listin na webu Ministerstva spravedlnosti (www.justice.cz), kterou zpracovala ve své diplomové práci Ing. Havlíková (2017). Tato autorka se sice zaměřila na posudky jen z jednoho roku, ale jejím cílem bylo získat pro analýzu z dostupných zdrojů co největší počet posudků. Obrázek č. 1 ukazuje, jaké procento ze zkoumaného vzorku znaleckých posudků obsahuje či neobsahuje danou dílčí složku strategické analýzy.

Obr. 1: Uvedení jednotlivých částí strategické analýzy ve vzorku znaleckých posudků z roku 2015 (84 posudků obsahujících metodu diskontovaných peněžních toků)



Zdroj: Havlíková, 2017, str. 53

Z grafu je patrné, že situace opravdu není dobrá. A to ani nerozvádíme, že značná část těchto strategických analýz je dělána tak, aby nedala moc práce, ale je sestavena způsobem, který silně omezuje její použitelnost. Zastáváme totiž jednoduchou zásadu, že vše, co je ve znaleckém posudku, by mělo být důvodné. Důvodnost ve znaleckém posudku také znamená,

že znalec je schopen vysvětlit, jak příslušnou část znaleckého posudku využil pro závěrečné ocenění.

Téma strategické analýzy tedy zdaleka není nové, ale z řady signálů je patrné, že tato klíčová část ocenění podniku stále nehraje ve znaleckých posudcích tu roli, kterou by mít měla. Je tedy nezbytné se této záležitosti dále věnovat. V tomto textu se proto chceme rozebrat otázku, **k čemu slouží strategická analýza, v čem je možno hledat příčiny jejího omezeného používání a uvést klíčové postupy, které je vhodné použít v rámci strategické analýzy** (zejména při práci s relevantním trhem).

Text jsme rozdělili do následujících částí:

- obecné zdůvodnění strategické analýzy,
- časté způsoby, jak nepřímo zdůvodnit absenci strategické analýzy,
- klíčové postupy pro zpracování strategické analýzy.

2. Obecné zdůvodnění strategické analýzy

Žijeme v zemi, kde velké části obyvatelstva stačí, když nějaké pravidlo je zdůvodněno odpovídajícím předpisem. Takže leckdo mluví a píše o potřebě strategické analýzy, na Vysoké škole ekonomické v Praze toto téma učíme asi 25 let jak na denním studiu, tak v kurzech pro znalce, takže je asi vhodné, když znalec do posudku vloží něco jako strategickou analýzu. Lze ale snadno ukázat, že to, co nazýváme strategickou analýzou, by mělo být nezbytnou složkou každého znaleckého posudku, byť asi v různém rozsahu.

Když navštívíme lékaře, tak platí nepsané pravidlo, že nám sdělí, jak na tom zhruba jsme. Od konstatování, že nám celkem nic není, nebo máme drobné potíže, až po varování, že situace není úplně dobrá a je nezbytné se naším zdravím dále podrobněji zabývat i formou speciálních vyšetření.

Každý člověk, který se chce věnovat podnikání, nemusí nutně dobře rozumět finančnímu účetnictví, ale potřebuje být přesvědčen, že pokud má koupit nějaký podnik či podíly na společnosti, která podnik vlastní, musí věřit, že se jedná o dobrý obchod.

Zde bychom rádi poukázali na jeden výzkum jisté americké univerzity, která hrála se studenty střední školy investiční hru. Studenti dostali fiktivní peníze a měli kupovat a prodávat akcie s cílem postupně zvyšovat hodnotu svého balíku akcií. K překvapení autorů hry dosáhli studenti mnohdy lepších výsledků než specializovaní profesionálové, kteří hledali pravdu především ve finančních výkazech. Když se tázali těchto studentů, podle čeho se rozhodovali, tak odpověděli jednoduše – investovali jsme do firem, které osobně, nebo někdo z našeho okolí, známe, protože s jejími výrobky jsou lidé obecně velmi spokojeni. Pokud je známo, studenti moc nehledali ve finančních výkazech, protože v účetnictví neměli žádné vzdělání (pramen se nám již po dlouhých letech nepodařilo znovu najít, nicméně se domníváme, že úvaha je natolik srozumitelná a věrohodná, že ji můžeme uvést i bez odvolávky na konkrétní pramen).

Uvedená zmínka rozhodně nechce tvrdit, že se znalec může obejít bez odborných analýz. V těchto analýzách by však nemělo chybět to, co může být pro hodnotu podniku nejdůležitější, a to je **odpověď na otázku, zda má podnik dobré postavení na trhu, zda má**

případně nějakou konkurenční výhodu, která je základní podmínkou pro schopnost tvořit hodnotu, a jestli je celá branže perspektivní, což je důležité zejména v dnešním velmi rychle se měnícím světě.

Je proto pozoruhodné, že nezanedbatelná část znaleckých posudků se touto záležitostí, jako je postavení na trhu, perspektivnost trhu a konkurenční postavení firmy, vůbec nezabývá (viz. např. Havlíková, 2017). Znalci se většinou spokojí jen s kusými informacemi od vedení podniku, což by asi neudělali, pokud by měli sami podnik za velké peníze koupit.

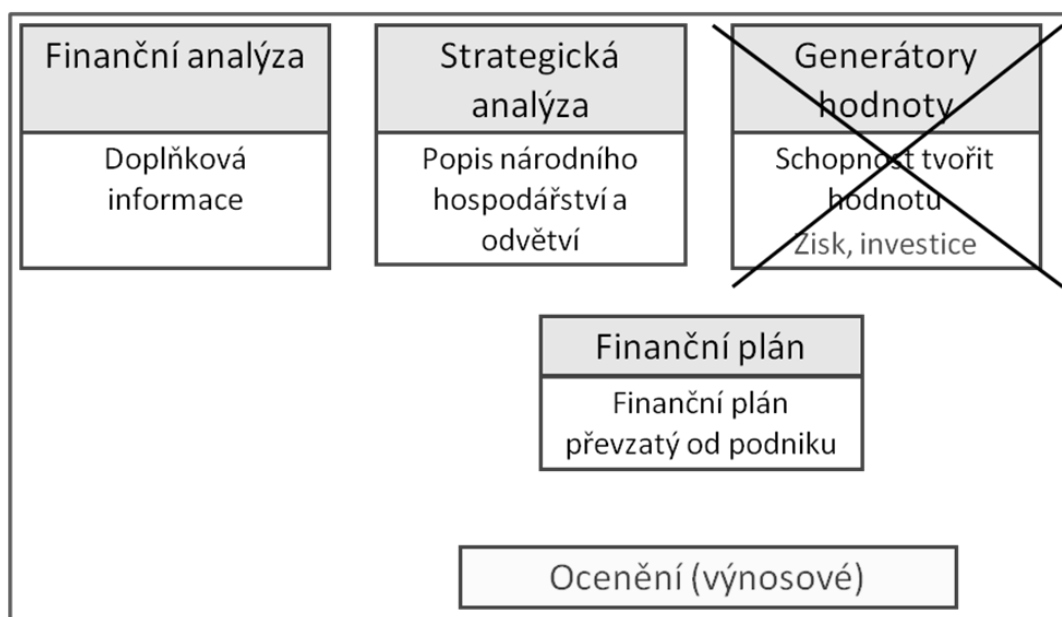
Zastáváme proto názor, že znalec by měl mít alespoň základní představy o situaci a perspektivách v odvětvích, ve kterých se podnik pohybuje. Pokud tuto představu nemá, měl by použít nezávislé konzultanty, kteří mohou podpořit jeho posudek dostatečnými argumenty. Problém je ovšem v tom, že odpovědnost za rady konzultantů samozřejmě přebírá znalec, podobně jako je znalec v zásadě odpovědný za informace, které mu v tomto smyslu poskytne vedení podniku. Proto je žádoucí, aby znalci působili, pokud možno, jen ve vybraných odvětvích, kde mají alespoň určité zkušenosti, a neřídili se zásadou, že pokud znají diskontování a myslí si, že umí odhadovat diskontní míru, tak že rozumí oceňování a ostatní je pouze nezbytný doplněk.

Vyslovujeme zde zásadu, která asi mezi našimi znalci nenajde příliš velkou podporu, ale podle našeho názoru je tato zásada správná: znalec musí mít znalosti o předmětu ocenění a pouhé znalosti o oceňovacích metodách vůbec nemusí stačit. Zejména ne pro to, aby vytvořil znalecký posudek, který může sloužit u soudu jako důkaz.

V případě oceňování podniku to znamená, že **znalecký posudek musí obsahovat:**

- **podložený názor znalce na perspektivu trhu či trhů, na kterých se podnik pohybuje, a**
- **podložený názor znalce na to, zda a do jaké míry je podnik schopen na těchto trzích dlouhodobě obstát.**

Výsledkem takového postupu, kdy se znalec vyhýbá strategické analýze, a tím obvykle i navazujícím generátorům hodnoty, je pak možno znázornit schématem na obrázku č. 2.

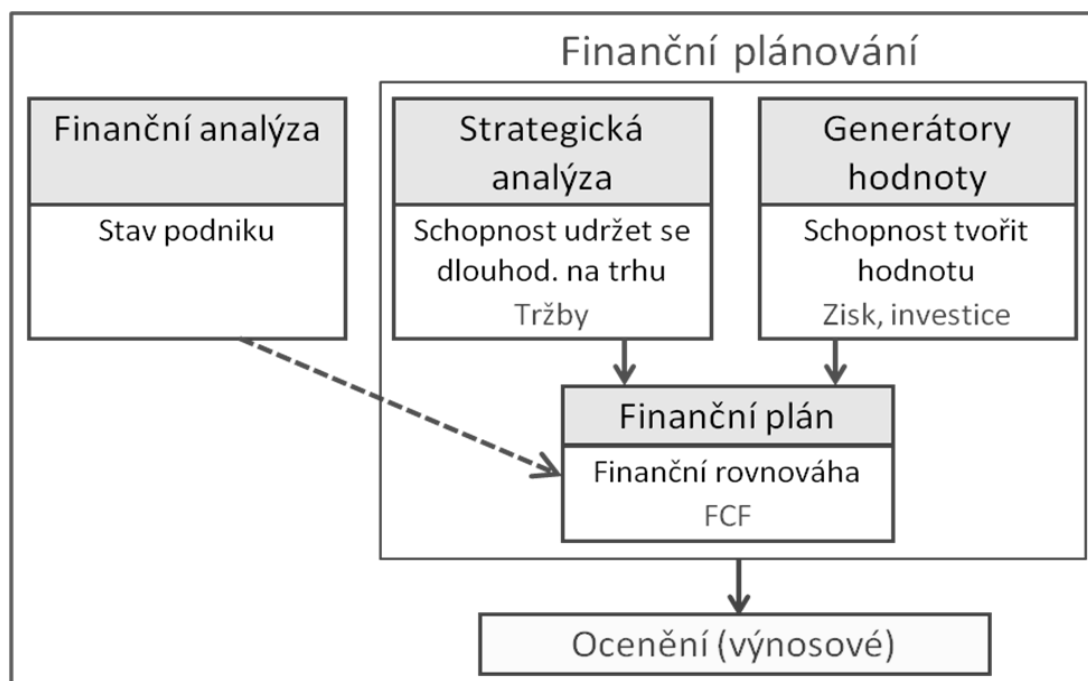
Obr. 2: Častá, ale chybná praxe pojetí výnosového ocenění podniku

Zdroj: Vlastní konstrukce, srov. též Mařík, 2012

Abychom věc přiblížili i čtenářům, kteří se běžně oceňováním podniku nezabývají, připomeňme základní logiku, na které by podle našeho názoru ocenění podniku mělo stát:

1. Je třeba zodpovědět otázku, jak si podnik stojí v období ocenění, zda tedy není bezprostředně ohrožena jeho existence. K tomu podle našeho názoru slouží především finanční analýza. Měla by odpovědět na otázku, jestli podnik udržuje dlouhodobou finanční rovnováhu a zda tato finanční rovnováha není ohrožena ani k datu ocenění. Jak jsme již zmínili, tato finanční rovnováha by měla obsahovat mimo běžná finanční hlediska i odpověď na otázku, zda je podnik schopen vydělat alespoň na náklady kapitálu.
2. Jak již bylo naznačeno, měla by být zpracována strategická analýza, která posoudí perspektivnost trhu či trhů, na kterých se podnik pohybuje, a konkurenční pozici podniku, tzn. zodpovědět otázku, zda podnik je schopen na tomto trhu obstát.
3. Je třeba vyhodnotit v rámci hospodaření podniku schopnost podniku dlouhodobě tvořit hodnotu. Tato analýza by měla být založena na analýze růstu prodeje, ziskové marže, rentability investovaného kapitálu a schopnosti uskutečnit potřebné investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.
4. Posledním krokem pak je odhad výnosového ocenění založený na prognóze generátorů hodnoty a na odhadu nákladů kapitálu.
5. Pro ocenění by mělo být použito více metod. U fungujících podniků by tedy výnosové ocenění mělo být doplněno minimálně o vhodné formy tržního porovnání.

Všechny části ocenění by měly tvořit funkční celek, přičemž vše, co je v textu uvedeno, by mělo být potřebné pro výsledek ocenění. Pro úplnost přidáváme ještě schématické vyjádření.

Obr. 3: Doporučená koncepce výnosového ocenění

Zdroj: Vlastní konstrukce, srov. též Mařík, 2012

3. Časté způsoby, jak nepřímou zdůvodnit absenci strategické analýzy

Námi navrhovanou strukturu ocenění a znaleckých posudků na ocenění podniku publikujeme a postupně rozvíjíme již od konce 90. let. Zároveň ji prosazujeme ve výuce na Institutu oceňování majetku Vysoké školy ekonomické v Praze a v rámci studijního programu Finance a oceňování podniku na denním studiu VŠE v Praze. Zatím nevíme o tom, že by byly vzneseny nějaké systematizované námitky. Přesto, jak jsme již uvedli, obsahuje strategickou analýzu jen něco přes polovinu znaleckých posudků na ocenění podniku.

Základní důvod se nám zdá být jasný. Spočívá v používání mnohem méně pracných postupů, které obvykle znalci přinášejí více méně stejné odměny, protože klienty zpravidla zajímá především závěrečné číslo. Problém zřejmě spočívá v tom, že připravit alespoň částečně odůvodněnou prognózu trhu a od této prognózy se odvíjející prognózu tržeb oceňovaného podniku je zpravidla obtížné a pracnost tohoto bodu často tvoří rozhodující část pracnosti celého posudku. Pracnost by nebyla tak velká, kdyby se znalci pohybovali dlouhá léta na více méně stejných nebo podobných trzích. Tak tomu však evidentně není, nebo jen ve výjimečných případech.

Na druhé straně existuje mnohem jednodušší řešení, a to použít finanční plány daného podniku. Pokud tedy jsou takové plány k dispozici, znalec je použije, a protože většinou nepokrývají logicky požadovatelnou délku první fáze (plány podniky mívají obvykle do tří let), tak znalec protáhne tříletý plán na pět nebo šest let. Je to mnohem méně pracné a objednatel, kterým často bývá vedení podniku, nebude mít žádné námitky. Plány podniku zpravidla nejsou schopni příliš napadat ani zástupci názoru, že ocenění podniku nebylo provedeno na přijatelné úrovni. S dlouhodobým odhadem pro tzv. druhou fázi si také oceňovatelé nedělají příliš velké násilí. V ocenění jednoznačně prohlásí, že pro dlouhodobou prognózu, kterou potřebují pro pokračující hodnotu, postačí předpokládat růst jen na úrovni

inflace, bez ohledu na to, o jaké odvětví a obor se jedná. Proti takovému závěru se obvykle nikdo nebouří, ačkoliv někdy může být až absurdní. Představme si konkrétní situaci, že oceňujeme k současnému datu, máme plán na pět let, tj. cca do roku 2025, a od té doby budeme předpokládat, že všechny podniky, které podléhají oceňování, a těch může být poměrně velké množství, porostou jen s inflací, takže už žádný reálný růst nebude.

Je zřejmé, že pro takovéto ocenění nepotřebujeme být příliš velkými odborníky, nebude ani nijak zvlášť pracné, a podle našeho názoru nebude ani příliš věrohodné.

Přesto při projednávání znaleckých posudků na ocenění podniku dochází k dlouhým jednáním a dohadováním o jednotlivých znaleckých posudcích. Jedním z hlavních témat nebývá ani tak předpokládaný vývoj podniku, ale obsah tzv. diskontní míry, to znamená úrokové míry, která slouží k odhadu současné hodnoty budoucích finančních částek. Znalci se dlouhé hodiny dohadují, jaké položky do odhadu diskontní míry započítat nebo nezapočítat, ti kvalifikovanější mávají různými vědeckými studiemi. Kdo se ovšem delší dobu pohybuje ve sférách ekonomických disciplín, tak ví, že většina názorů, třeba velmi rozmanitých, se dá podložit tzv. studiemi a že tato cesta v podstatě nikam nevede, protože soudce zpravidla v této oblasti není kvalifikován a těžko může posuzovat, které názory či studie jsou kvalifikovanější než jiné. Věc řeší zdánlivě jednoduše. Objednají se další znalecké posudky u, pokud možno, slovných firem a věc se může táhnout do nekonečna.

Snaha rozhodnout věci tak, že pravdu bude mít zřejmě ten znalecký ústav, který je většinou, není mnohdy cestou, která někam vede. Jako odstrašující případ může sloužit nekonečný soudní proces okolo ocenění akcií jedné významné české společnosti, který se vleče dlouhou řadu let a občas se uvádí informace, že v této kauze už bylo zpracováno 50 posudků. Dobrat se touto cestou ke správnému znaleckému posudku se zřejmě nepodařilo a podle našeho názoru se ani nepodaří. Zde by měla být uplatněna svrchovanost soudu, tj. že soud rozhodne, který posudek mu připadá nejpřesvědčivější, a podle toho uzavře spor. Představa, že bude někdy vypočtena „správná“ hodnota akcií, neodpovídá reálným možnostem.

Znalci si ovšem uvědomují problematičnost cesty, která vede k nekonečným sporům, a proto se mnohdy snaží hledat jednoduchá řešení, která zpravidla spočívají v trivializaci oceňovacích metod. Pro představu velmi zjednodušený příklad. Znalec vezme zisky oceňovaného podniku za posledních např. 5 let, spočítá z nich průměr, tento průměr kapitalizuje a vyhlásí jej za hledanou výnosovou, a třeba i tržní hodnotu. Tento postup dává jednoznačnější výsledky. Jeho problém však spočívá v tom, že nebere v úvahu odhadnutelnou budoucnost podniku.

Jindy znalec rezignuje na posuzování budoucnosti podniku, ale nechce vycházet jen z minulých výsledků. Proto bude vycházet pouze z finančního plánu podniku, byť mírně upraveného. Tak dospívá k řešení, které sice není podle našeho názoru zcela nepřijatelné, ale výsledkem je pouze tzv. investiční hodnota. V případě použití finančního plánu podniku by to tedy bylo ocenění podniku založené v převážné míře na představách samotného podniku či jeho vedení. Znalec přispěje mnohdy za statisícové částky pouze tím, že odhadne diskontní míru, tzn. úrokovou míru, s kterou z hodnot obsažených v plánu vypočte současnou hodnotu předpokládaných či podnikem plánovaných volných peněžních toků. Je ale velmi nepravděpodobné, že takovéto ocenění bude vhodné pro řešení soudních sporů mezi dvěma nebo více zainteresovanými stranami.

Zde je na místě zdůraznit, že není jedno obecně platné a správné ocenění podniku, že není jedna správná hodnota, ale že již po desítky let Mezinárodní oceňovací standardy rozlišují celou škálu možných hodnot. Těmto hodnotám by měly být přiřazeny i odpovídající postupy. Takže ocenění z pohledu podniku či podnikového vedení může vycházet z jeho představ o budoucím vývoji podniku. Pokud však hledáme tzv. tržní hodnotu, je třeba simulovat alespoň přibližně názory trhu a nelze se opírat pouze o finanční plán podniku. Výnosové ocenění založené na finančním plánu podniku může být sice snazší a zejména mnohem méně pracnou cestou k dosažení žádaného výsledku, ve většině případů by však nemělo být označováno za tržní hodnotu. Tím zdaleka nechceme říci, že podnikové plány nemohou být použity při výnosovém ocenění. Mohou, pokud strategická analýza zpracovaná znalcem může verifikovat představy podniku obsažené ve finančním plánu.

Můžeme tedy shrnout, že **častými důvody, kterými znalci nepřímo zdůvodňují absenci strategické analýzy** je zejména:

- existence finančního plánu podniku a jeho převzetí do znaleckého posudku,
- výnosové ocenění provedené na základě průměru minulých zisků.

4. Klíčové postupy pro zpracování strategické analýzy (se zaměřením vnější potenciál)

Jak jsme již naznačili v předchozím textu, může být strategická analýza jednou z nejnáročnějších částí pro ocenění podniku. Strategická analýza je pak postavena na dvou základních pilířích:

- a) posouzení perspektivnosti trhu nebo trhů, na kterých se podnik pohybuje (tj. vnějšího potenciálu),
- b) posouzení postavení podniku na tomto trhu (tj. vnitřního potenciálu) a z toho plynoucí odhad dlouhodobého tempa růstu tržeb oceňovaného podniku.

Strategickou analýzu budeme tedy posuzovat z pohledu tržní hodnoty. Tržní hodnota by měla být vyjádřením pravděpodobného názoru trhu, a tedy i klíčovým pohledem na strategickou analýzu by měl být názor trhu. Zastavme se především u hodnocení budoucnosti trhu a pravděpodobného tempa růstu. Dále rozebereme **hlavní postupy, které se nabízejí pro analýzu a prognózu trhu, které mají být zpracovány z nezávislého pohledu průměrného investora**.

1) Analytické materiály a prognózy zpracované profesionálními analytiky

Domníváme se, že nejlepším a alespoň občas dostupným vyjádřením perspektivnosti trhu mohou být analýzy a prognózy vybraných institucí a agentur, které se tímto problémem zabývají. Tyto analytické firmy sice nemusí mít vždy pravdu, ale jsou asi tím nejlepším, co je, obvykle samozřejmě za finanční odměnu, dostupné.

Je však potřeba upozornit na jeden velký problém, který je společný v podstatě pro všechny produkty tohoto typu. Tyto specializované společnosti prognózy periodicky aktualizují (obvykle v ročním intervalu) a poskytují vždy v danou chvíli poslední verze prognóz. Znalecká obec je ovšem odlišná oproti jiným obvyklým uživatelům těchto produktů

především v tom, že by potřebovala i historické prognózy odpovídající datu ocenění, které znalec zpracovává. Zatím jsou tedy tyto produkty použitelné při zpracování ocenění k aktuálnímu datu, ale problém vzniká při ocenění ke starším datům v minulosti, což je typické pro ocenění v rámci soudních sporů. Nicméně i přesto vidíme v těchto nástrojích velmi nadějnou cestu a věříme, že by nemuselo být časem vyloučené vyřešit i problém dostupnosti historických prognóz.

Uvedme pro lepší představu stručně příklady alespoň dvou takových analytických firem a jejich produktů.

a) Euromonitor International (www.euromonitor.com): databáze Passport

Jde o databázi zaměřenou na data a trendy na trzích se spotřebním zbožím v řadě zemí včetně České republiky. Databáze Passport má formu on-line databáze, do které je možné zakoupit časově předplacený přístup. V databázi je pak možné jak vyhledávat konkrétní ukazatele v časových řadách v požadovaném odvětví a regionu, tak stahovat ucelené analytické zprávy pro požadované trhy. Alternativní možností, která by mohla být výhodná při menším rozsahu znalecké činnosti, je zakoupit pouze konkrétní vybranou analýzu za zvolený trh a region.

Z našeho hlediska má tento produkt zejména tyto **výhody**:

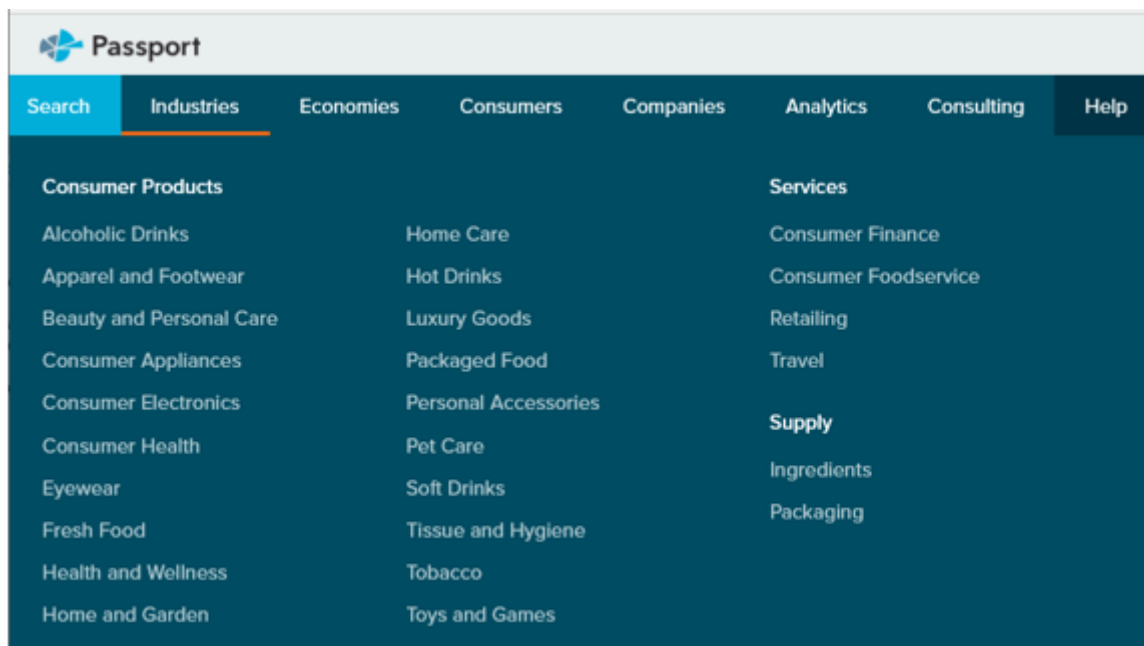
- obsahuje údaje o velikosti trhu v Kč i ve hmotných jednotkách,
- údaje lze získat za řadu jednotlivých zemí včetně České republiky,
- má poměrně dlouhé časové řady, a to 15 let historie a 5 let prognózy,
- data jsou uspořádána jak v podobě tabulek, tak grafů,
- data bývají k dispozici i pro poměrně podrobné členění trhu z hlediska druhu zboží (např. horké nápoje v členění na kávu, čaj a ostatní, oděvy v členění na pánské, dámské a dětské apod.),
- data jsou v podobě spotřeby nebo prodeje v daném regionu, takže se hodí pro vymezení velikosti relevantního trhu mnohem lépe než obvyklejší statistiky zjišťované jako součet tržeb firem z daného odvětví.
- kromě samotných číselných dat databáze obsahuje i stručnou charakteristiku situace na trhu a očekávané trendy i stručné informace o vedoucích firmách na daném trhu,
- uživatelské prostředí databáze a forma výstupů jsou poměrně příjemné.

Databáze má ale i určité **nevýhody**:

- z pohledu oceňování je asi hlavní nevýhodou omezení pouze na vybrané trhy spotřebního zboží, při oceňování výrobních podniků tak není přímo pro vymezení velikosti relevantního trhu použitelná vůbec, nebo spíše jako indikace vývoje spotřeby daného produktu konečnými spotřebiteli,

- údaje nemusí být k dispozici v plném rozsahu vždy u všech druhů zboží pro všechny jednotlivé země,
- někdy se ozývají určité námitky z řad uživatelů ohledně odlišností minulých čísel pro dané trhy oproti jiným pramenům a ohledně důvěryhodnosti samotných prognóz; oprávněnost těchto námitk by ale bylo třeba podrobněji analyzovat, sama agentura deklaruje, že její prognózy jsou spolehlivé a nejsou zkreslené ani v optimistickém, ani v pesimistickém směru.

Obr. 4: Passport – přehled trhů se spotřebním zbožím obsažených v databázi



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online]

Obr. 5: Passport – ukázka výstupu z databáze ve formě časové řady

Trh Fresh Food v členění na skupiny Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks, minulá časová řada dostupná za roky 2006 až 2020, prognóza za roky 2021 až 2025

Passport													
Search Industries Economies Consumers Companies Analytics Consulting Help													
ALL Search by keyword GO													
Market Sizes													
Historical/Forecast													
CONVERT DATA CHANGE DATA TYPES GROUP SUM 2019 2025 APPLY													
Stats Type	Geography	Category	Data Type	Unit	Current Constant	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
	Czech Republic	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	CZK million	Current Prices	7 249,3	7 481,3	7 570,2	7 726,5	7 892,9	8 083,9	8 289,0	
	Poland	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	PLN million	Current Prices	3 814,6	4 098,5	4 253,3	4 469,5	4 716,0	4 989,5	5 277,1	
	Germany	Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks	Retail Value RSP	EUR million	Current Prices	2 220,4	2 239,8	2 100,7	2 154,8	2 224,6	2 299,3	2 376,8	

Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

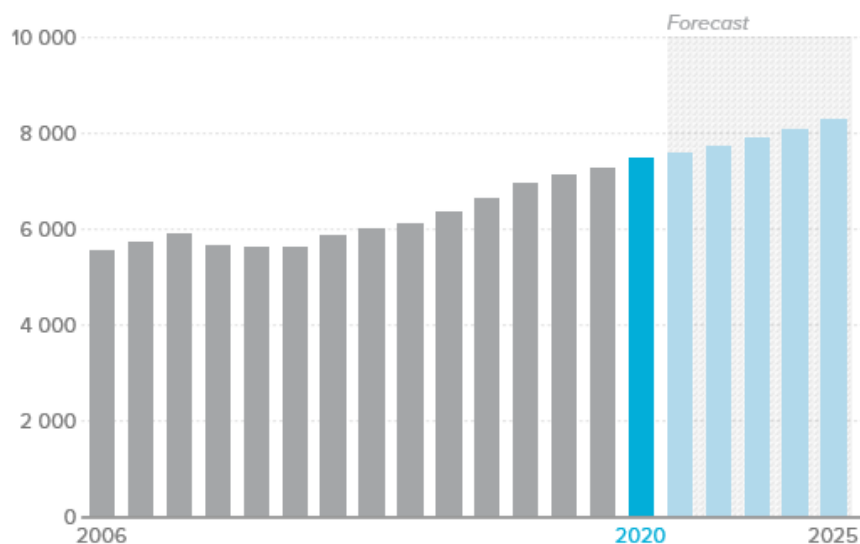
Obr. 6: Passport – ukázka analytického výstupu s minulou a prognózovanou velikostí a růstem trhu pro tržní segment Sweet biscuits, snack bars and fruit snacks

Market Sizes

Sales of Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks

Retail Value RSP - CZK million - Current - 2006-2025

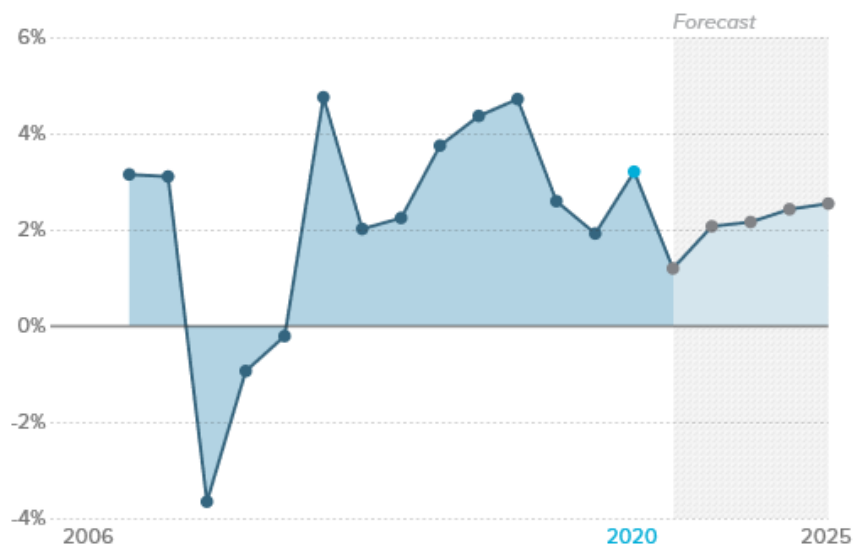
7 481



Sales Performance of Sweet Biscuits, Snack Bars and Fruit Snacks

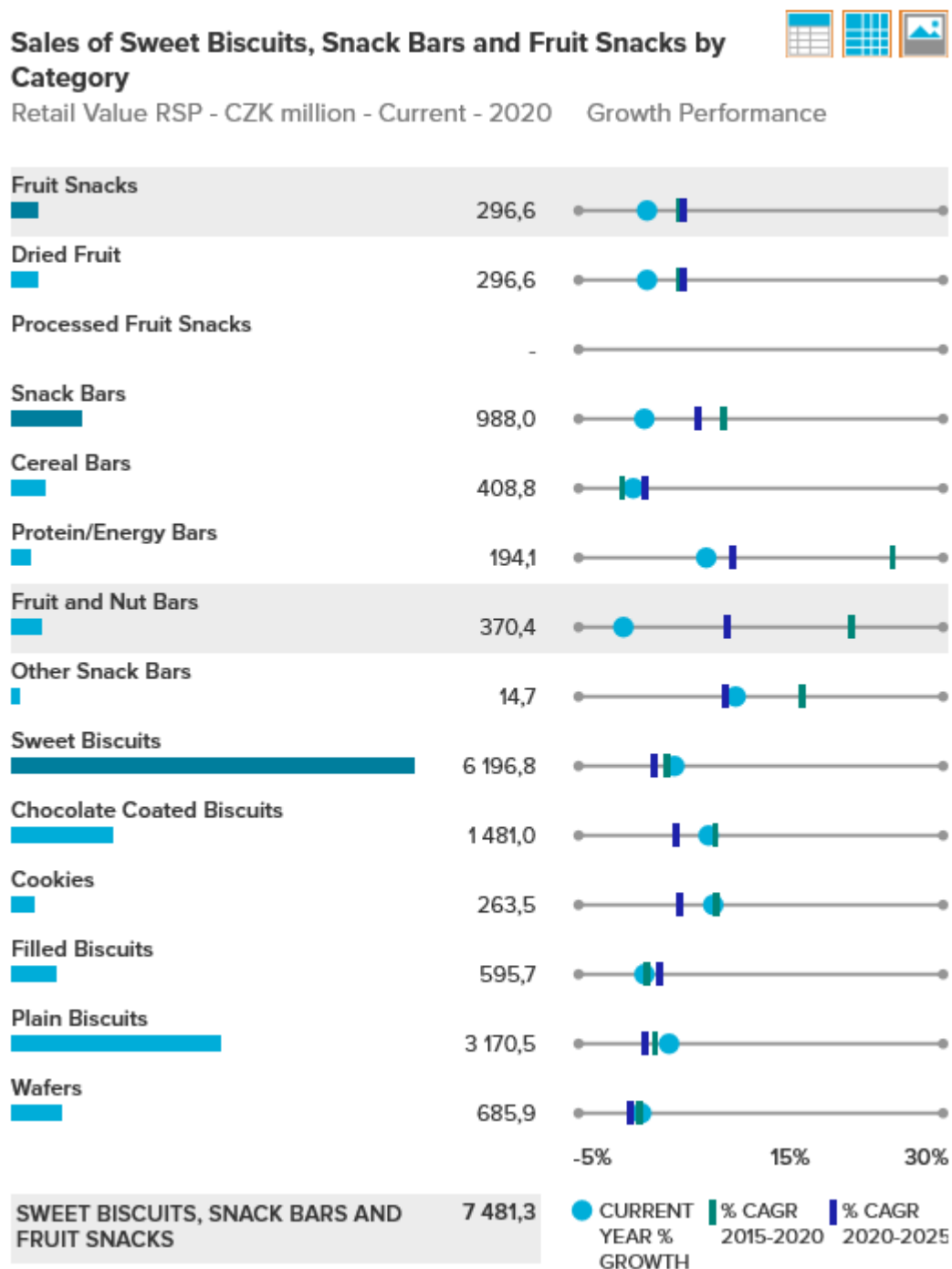
% Y-O-Y Retail Value RSP Growth 2006-2025

3.2%



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

Obr. 7: Passport – ukázka analytického výstupu s podrobnější analýzou růstu jednotlivých hlavních produktů v rámci tržního segmentu Sweet biscuits, snack bars and fruit snacks



Zdroj: Euromonitor International: Passport [online, 4. 9. 2020]

b) IBISWorld (www.ibisworld.com)

Agentura IBISW se zaměřuje na výzkum, analýzy a prognózy odvětví ve velkých zemích. Výstupy je možné zakoupit ve formě jednotlivých analytických zpráv.

Mezi hlavní **výhody** materiálů této společnosti patří:

- Jde o poměrně podrobné analytické zprávy vždy pro konkrétní odvětví a zemi v rozsahu cca 30 stran.
- Škála dostupných odvětví je podstatně širší než v případě Passportu.
- Časové řady obsahují 10 let minulosti a 5 let prognózy.
- Analytické zprávy obsahují nejen číselné a grafické údaje o velikosti odvětví, ale i charakteristicky odvětví a situace v nich a řadu dalších speciálních analytických informací významných i z hlediska oceňování. Komentáře jsou poměrně podrobné, doplněné názornými schématy. Pro oceňování mohou být užitečné například tyto informace:
 - popis hlavních faktorů a jejich působení na odvětví,
 - popis konkurenční situace v odvětví včetně bariér vstupu do odvětví,
 - analýza životního cyklu odvětví,
 - vyznačení odvětví, která dodávají do analyzovaného odvětví vstupy a která odebírají výstupy,
 - faktory, které jsou pro firmy v daném odvětví klíčové k úspěšnému fungování,
 - informace o volatilitě tržeb v daném odvětví,
 - jako většina obdobných analýz pak obsahují i informace o hlavních firmách v odvětví.

Analytické materiály mají z našeho hlediska i určité **nevýhody**:

- Hlavní nevýhoda je regionální omezení. Analýzy jsou zpracovávány pouze pro vybrané země, a to: Austrálie, Kanada, Čína, Německo, Irsko, Mexiko, Nový Zéland, Velká Británie, USA a globální zprávy. Pro naše potřeby by tak většinou nejvíce vyhovovaly analýzy pro Německo.
- Velikost trhu je zde vyjadřována pomocí tržeb a nikoli spotřeby.

Obr. 8: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka souhrnného pohledu na hlavní charakteristiky trhu (velikost a růst trhu včetně prognózy, struktura hlavních produktů v rámci trhu, firmy s nejvyšším podílem na trhu, klíčové faktory trhu)

Industry at a Glance

Pet Stores in 2019

Key Statistics Snapshot

Revenue

\$19.4bn

Annual Growth 14–19

2.6%

Annual Growth 19–24

1.6%

Profit

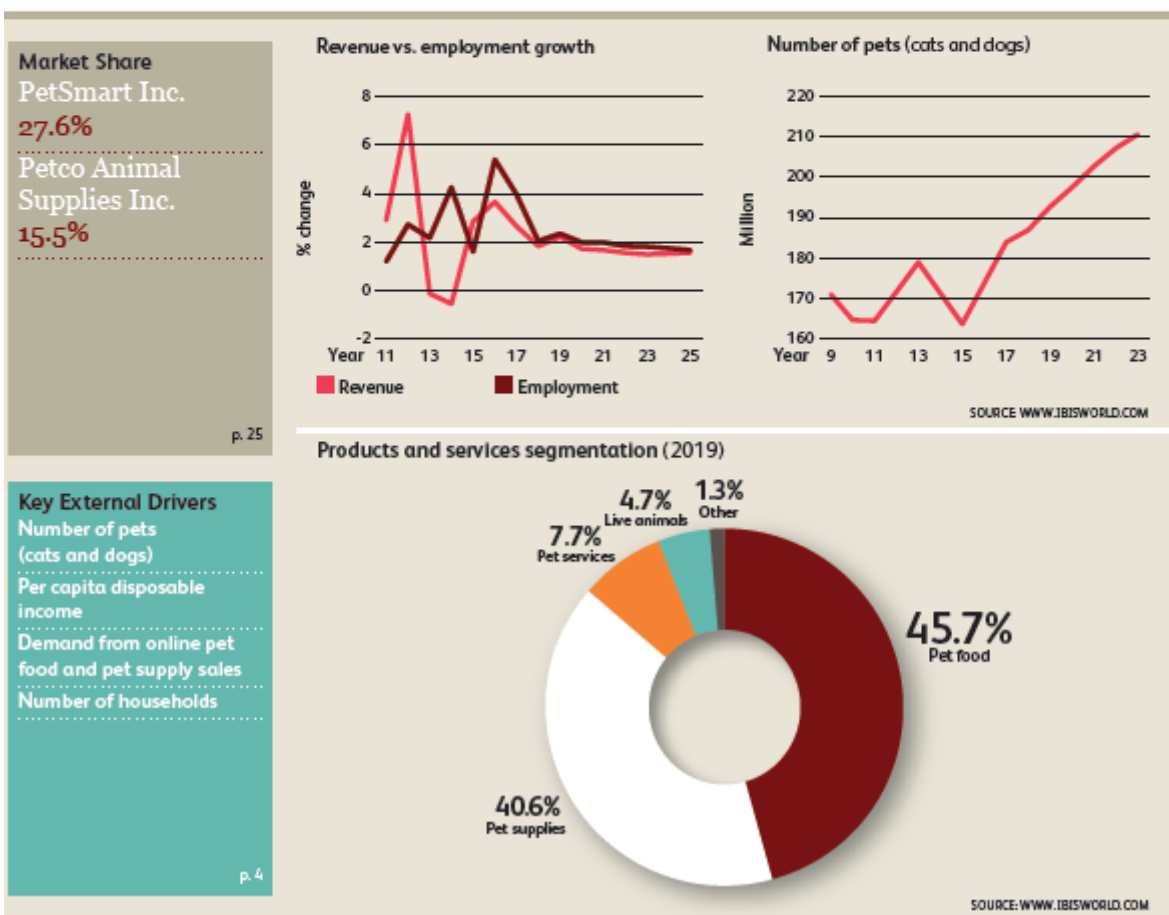
\$832.1m

Wages

\$2.9bn

Businesses

13,962



Zdroj: IBISWorld, 2019

Obr. 9: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka zachycení dodavatelského a odběratelského řetězce navazujícího na dané odvětví

Supply Chain

KEY BUYING INDUSTRIES

99

Consumers In the US

The Pet Stores industry relies on consumers to purchase pet products and to use industry services.

KEY SELLING INDUSTRIES

31111

Animal Food Production In the US

This industry supplies pet stores with a vast array of pet food.

33993

Toy, Doll & Game Manufacturing In the US

This industry supplies pet toys and accessories to industry operators.

54194

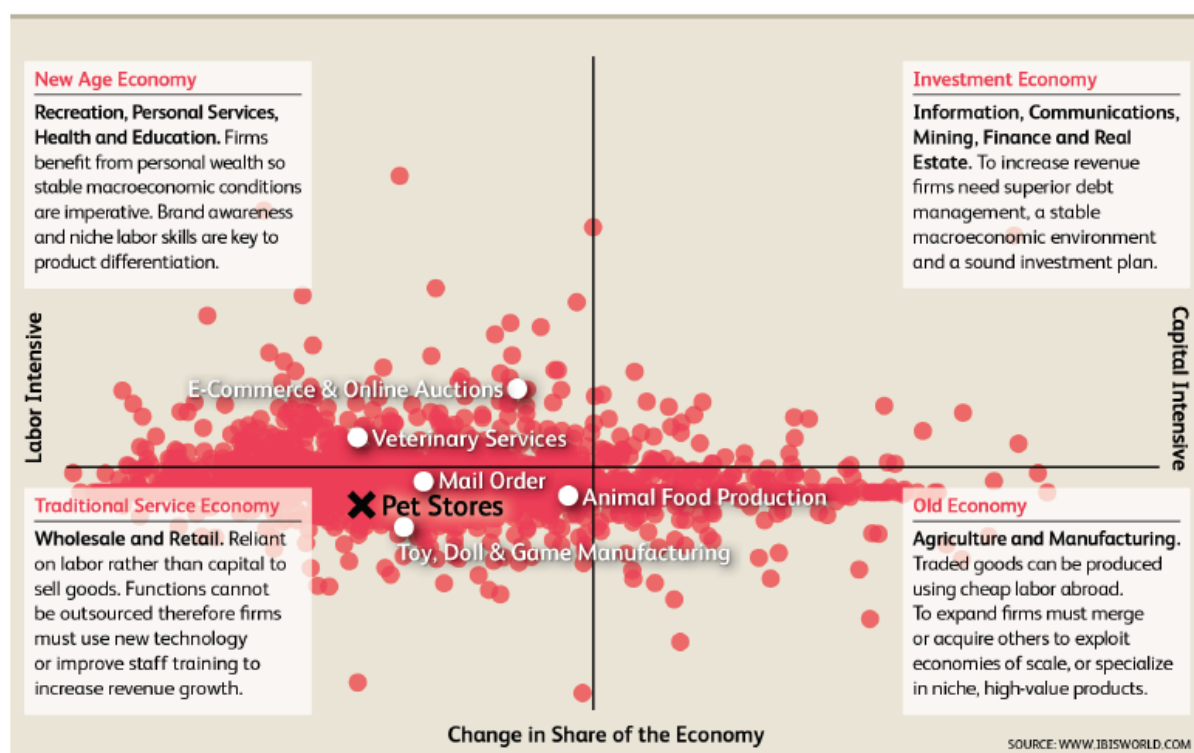
Veterinary Services In the US

This industry provides veterinary care services such as vaccinations to industry operators.

Zdroj: IBISWorld, 2019

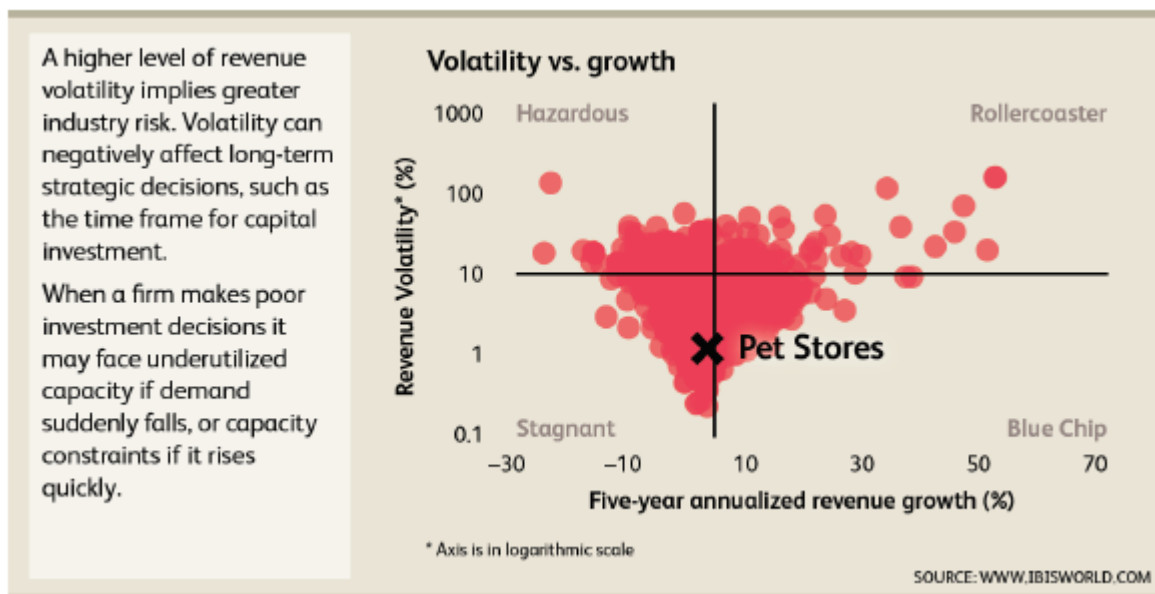
Obr. 10: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka vyznačení pozice analyzovaného odvětví (Pet Stores) z pohledu pracovní versus kapitálové intenzity a vývoje podílu na ekonomice

Tools of the Trade: Growth Strategies for Success



Zdroj: IBISWorld, 2019

Obr. 11: Odvětvová studie IBISWorld – ukázka analýzy postavení analyzovaného trhu podle relace růstu a volatility



Zdroj: IBISWorld, 2019

Z uvedených příkladů je patrné, že existují dostupné, i když placené informační zdroje, které mohou napomoci znalcům a oceňovatelům zpracovávat podloženější znalecké posudky, zejména ty, které jsou zaměřeny na tržní hodnotu, případně objektivizovanou hodnotu. Charakteristiky vybraných databází jsou sice stručné. Je však patrné, že i přes jejich nesporné výhody pouze s nimi úplně nevystačíme, pokud bychom vycházeli z konceptu strategické analýzy, který je obsažen v našich publikacích (např. Mařík, 2018). Proto doporučujeme souběžně využívat pro projekci trhu a tržeb ještě další postupy, které velmi stručně nastíníme v dalších odstavcích.

2) Další dílčí informace o odvětví nebo trhu

Poněvadž v našich oblastech se neprosadila zásada specializace znalců a odhadců jen na určité obory, je žádoucí, aby oceňovatelé vždy prohledali dostupné prameny týkající se daného oboru a trhu a zjistili, zda tam nejsou naznačeny určité projekce do budoucna. Máme na mysli například předpovědi obsažené v materiálech různých oborových sdružení, informacích z tisku apod. Bohatší podniky, které mají zájem na skutečně seriózním ocenění, mohou znalci také předložit marketingové analýzy, které používají při zpracování finančních plánů. Vyhledávání analýz z různých zdrojů může být časově náročné a je otázkou, zda je znalci někdo zaplatí, nicméně je musíme jednoznačně doporučit.

V tomto případě obvykle půjde jen o dílčí informaci, například o očekávaném vývoji dané oblasti v určitém časovém horizontu, nebo vývoje faktoru významného pro daný trh. Přesto i takovéto dílčí informace mohou pomoci odhady znalce podpořit a zarámovat.

3) Regresní analýza zpracovaná znalcem

Vzhledem k tomu, že v našich krajích vládne v naznačených směrech poměrně velká informační nouze, navrhli jsme již dříve v našich publikacích jednoduchý způsob prognózy, které zpracuje sám oceňovatel (viz např. Mařík a kol. 2018). Východiskem by měl být výběr základních faktorů, které ovlivňují podstatným způsobem vývoj trhu, a pokud jsou tyto faktory samy prognózovány, mohou posloužit při dostatečné délce časových řad za minulost k použití regresní analýzy ke střednědobým odhadům dalšího vývoje.

Regresní analýzu je také vhodné doplnit prognózou založenou na vhodně zvoleném časovém trendu odvětví. Časový trend může pomoci zachytit vliv faktorů trhu, které nebylo možné z důvodu neexistence vhodných číselných údajů vložit přímo do regresní analýzy. Podmínkou ovšem je, že takovýto faktor působil již po určitou část minulosti a stejným způsobem se bude vyvíjet ještě alespoň několik let v budoucnosti. Zdůrazňujeme ale, že zejména časový trend pracující pouze s velikostí samotného odvětví nebo trhu nikdy nemůže být jediným nástrojem pro sestavení prognózy trhu. Znalec vždy musí posuzovat situaci na trhu a vývoj faktorů, které ovlivňují trh, a ne čistě mechanicky prodlužovat časovou řadu velikosti trhu.

Je však třeba zdůraznit, že tyto statistické modely, ať už ve zjednodušené, nebo v sofistikovanější podobě, by měl znalec chápat jako jednu z pomůcek, jak se dopracovat k podloženější prognóze, pokud ji musí zpracovávat sám. Výsledky nejen časového trendu, ale ani regresních modelů by neměly být dosazeny za prognózu trhu mechanicky, jen podle statistických pravidel. Znalec by měl prognózu rozumně posoudit, podložit dalšími ekonomickými argumenty a vyslovit se i k vlivu dalších faktorů, které na daném trhu působí a které ve statistických modelech zachyceny nejsou. V případě potřeby by měl udělat i úpravu výsledků statistického modelu na základě expertního odhadu, ovšem samozřejmě opět dobře zdůvodněnou vlivy, které nebylo možné statistického modelu promítnout.

Hlavním problémem pak zůstávají odhady dlouhodobého vývoje, pro které podle našeho názoru ve většině případů již nelze použít regresní analýzu.

4) Podnikové plány jako dílčí podklad

Jedním z dílčích zdrojů samozřejmě zůstávají i podnikové plány, které by však v případě tržní hodnoty neměly být ve většině případů základním zdrojem budoucích prognóz. Pokud je někdy znalci chtějí použít, měly by být doloženy patřičnými analýzami.

Samozřejmě v některých, i když spíše výjimečných situacích může mít podnik svůj plán sestaven na základně kvalitní strategické analýzy zpracované managementem, který disponuje mnohaletou detailní zkušeností z daného oboru, má velký přehled jak o minulém vývoji, tak i trendech do budoucna a vyhodnocení situace na relevantním trhu může být z jeho strany kvalitní. V takovýchto, byť vzácných, případech může být nakonec plán zpracovaný podnikem použit přímo i pro ocenění, ale opět by v posudku mělo být dostatečně prokázáno, z jakých analýz plán vychází, tyto analýzy by měly být znalcem posouzeny a ověřeny dalšími prameny a nástroji, aby bylo možné v posudku skutečně doložit, že plán je sestaven kvalitně a zároveň nestranně. Stále však platí, že odpovědnost za plán a za prognózy dlouhodobé budoucnosti nese znalec. Proto by oceňování významnějších podniků mělo být svěřeno personálně dobře vybaveným znaleckým ústavům.

5) Souběžné použití více nástrojů nebo pramenů pro prognózu první fáze

Podle našeho názoru by ideálním případem byla situace, kdy znalec má k dispozici spolehlivou prognózu zpracovanou profesionálními analytiky, která přesně odpovídá zadanému znaleckému úkolu jak z hlediska vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, tak z hlediska data, ke kterému se má oceňovat. V takovém případě by bylo možné tuto prognózu přímo převzít a ocenění na ní založit.

Tento ideální případ ale nastane jen vzácně. Proto je obvykle vhodné kombinovat větší počet výše naznačených postupů současně. Záleží samozřejmě vždy na konkrétní situaci a na spolehlivosti a kvalitě každého postupu nebo zdroje dat pro daný postup v daném konkrétním případě. Každopádně oceňovatel má pak obecně tyto možnosti, jak vhodně s alternativními podklady nebo celými prognózami naložit:

- některý z výše uvedených postupů zvolit jako hlavní a prognózu z něj plynoucí ostatními postupy podpořit,
- výsledky alternativních postupů použít ke korekci získaných výsledků a do výsledné prognózy tak citlivě a zdůvodněně promítnout hlediska, která alternativní postupy zachytily odlišně,
- využít prognózy plynoucí z jednotlivých postupů jako alternativní scénáře a s jejich pomocí pak zpracovat ocenění jako intervalový odhad (tento postup je, alespoň podle našeho názoru, velmi vhodný).

6) Odhad dlouhodobého růstu trhu pro druhou fázi

Rozhodujícím problémem bývá odhad dlouhodobého tempa růstu g , tzn. růstu od konce tzv. první fáze (od konce explicitně plánovaného období) do nekonečna, pokud se jedná o podnik, kde k datu ocenění nepředpokládáme omezenou dobu trvání. Tento odhad by se měl pohybovat mezi výší dlouhodobě předpokládané inflace a dlouhodobě předpokládaným tempem růstu nominálního HDP. Protože toto rozpětí může být poměrně vysoké, a růst na základě inflace by pravděpodobně podceňoval hodnotu podniku (nemusí tomu ovšem tak být vždy), je potřeba zvolit vhodný odhad dlouhodobého tempa růstu v rámci naznačeného rozpětí podložený nějakou rozumnou a obecněji přijatelnou úvahou.

V této souvislosti bychom chtěli upozornit na jednu poměrně rozšířenou slabinu ocenění. I v kvalitnějších znaleckých posudcích, ve kterých je zpracovaná prognóza relevantního trhu, bývá mnohdy pro druhou fázi automaticky použito stejné tempo růstu, jaké vyšlo pro poslední rok prognózy. Je samozřejmě dobře, když růst ve druhé fázi navazuje plynule na fázi první. Ale posloupnost uvažování by neměla být taková, že naprognózuji několik příštích let a když to vypadá, že se ke konci mé budoucí časové řady tempo růstu ustálí na nějaké hodnotě, tak ho zvolím jako růstu pro druhou fázi do nekonečna.

Úvaha by měla, pokud možno, vypadat tak, že znalec bude uvažovat o dlouhodobě udržitelném tempu růstu daného relevantního trhu nezávisle na sestavené prognóze první fáze a uvede pro svoji volbu dlouhodobého růstu nějaké konkrétní rozumně vypadající argumenty. Teprve pak je možné posoudit, zda první fáze skončila růstem blízkým zvolenému dlouhodobému tempu či nikoli. Pokud nikoli, tak je třeba buď prodloužit první fázi, nebo zařadit mezifázi a použít třífázovou metodu.

Závěry

Hlavní myšlenky z přechodícího textu můžeme shrnout následující způsobem:

1. S přihlédnutím k normálnímu myšlení podnikatelů se domníváme, že základem ocenění je představa o předpokládaném vývoji trhu a návazně i podniku.
2. Klíčovým prvkem každého ocenění pak je strategická analýza, jejímž výsledkem by mimo jiné měla být perspektiva vývoje podnikových tržeb.
3. Strategická analýza by měla být nedílnou součástí dalších analýz podniku a měla by tvořit jednu z klíčových částí podnikového plánu.
4. Analýza zveřejňovaných posudků, která byla zpracována v rámci několika diplomových prací, ukázala, že velká část znaleckých posudků na ocenění podniku strategickou analýzu vůbec nemá, a pokud ji mají, není sestavena tak, aby byla skutečnou oporou pro daný posudek. Zdá se, že zde platí zásada „ono se to chce, tak tam něco napíšeme“.
5. Pro prognózu trhu a potažmo tržeb podniku je možno použít několik placených databází. Problém je, že žádná ze zkoumaných databází zcela nesplňuje kritéria pro použitelnost v české znalecké praxi. Hlavní problém vidíme v tom, že zatím se dá usuzovat, že databáze neposkytují starší prognózy, které by byly potřeba pro ocenění k dřívějším datům. Proto by bylo žádoucí, kdyby například Ministerstvo spravedlnosti podpořilo řešení tohoto problému, který považujeme za dost zásadní. Zatím je tedy vhodné alespoň podpořit prognózu trhu ve strategické analýze použitím a kombinací více alternativních postupů.

Literatura:

- [1] Euromonitor International: *Passport* [online]. [vid. 2020-09-04]. Dostupné z: <https://www.portal.euromonitor.com>
- [2] Havlíková, Z. (2017): *Analýza úrovně znaleckých posudků pro výnosové ocenění podniku*. Diplomová práce VŠE Praha, KFOP, vedoucí M. Mařík
- [3] IBISWorld (2019): *Industry Report 45391 – Pet Stores in the US*. April 2019. Dostupné z <https://www.ibisworld.com>
- [4] Mařík, M. (2012): *Dvě koncepce oceňování podniku*. Oceňování č. 1/2012, ročník V, str. 3-9. ISSN 1803-0785
- [5] Mařík, M. a kol. (2018): *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*, 4. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5
- [6] Zákon č. 254/2019 Sb., o znalcích, znaleckých kancelářích a znaleckých ústavech

Strategická analýza jako důležitá součást struktury ocenění podniku

Miloš Mařík – Pavla Maříková

ABSTRAKT

Strategická analýza je klíčové východisko ocenění podniku, ale znalecká praxe s touto částí ocenění stále nepracuje odpovídajícím způsobem. Článek proto zdůvodňuje potřebu a účel strategické analýzy. Dále ukazuje, že častými způsoby pro zdůvodnění absence strategické analýzy je použití paušální výnosové metody nebo přebírání finančního plánu od oceňovaného podniku. Ve třetí části pak text rozebírá hlavní postupy, které by měly být využívány při dobře zpracované strategické analýze. Významný prostor je přitom věnován využití profesionálních analýz a prognóz zpracovaných specializovanými institucemi, které by mělo postupně získat větší zastoupení v české znalecké praxi, než je tomu dosud.

Klíčová slova: Hodnota; ocenění podniku; strategická analýza; relevantní trh; prognóza.

Strategic analysis as an important part of the company's valuation structure

ABSTRACT

Strategic analysis is a key starting point for company valuation, but expert practice with this part of valuation still does not work adequately. The article therefore justifies the need and purpose of strategic analysis. It further shows that frequent ways to justify the absence of a strategic analysis are to use the flat-rate income method or to take over a financial plan from the valued company. In the third part, the text discusses the main procedures that should be used in a well-designed strategic analysis. Significant space is devoted to the use of professional analyzes and forecasts prepared by specialized institutions, which should gradually gain greater representation in Czech expert practice than has been the case so far.

Key words: Value; business valuation; strategic analysis; relevant market; forecast.

JEL classification: G32