

Výnosové oceňování podnikatelských subjektů v souvislosti se SARS-CoV-2[#]

*Milan Hrdý**

Úvod

Výnosové oceňování podnikatelských subjektů patří mezi základní a oblíbené metody oceňování především z toho důvodu, že by měly odrážet budoucí potenciál oceňovaného subjektu, přičemž vychází ze známých poznatků obecné ekonomické teorie, která uvádí, že hodnota ekonomického aktiva je rovna současné hodnotě budoucích efektů, které budou plynout vlastníkově tohoto aktiva. V případě cenných papírů ve formě obligací jsou to úrokové výnosy a nominální hodnota obligace, v případě akcií to jsou vyplácené dividendy. V případě podnikatelského subjektu jsou to pak výnosy ve formě peněžních příjmů. Tyto efekty se pak mohou vyskytovat v různých podobách, např. ve formě volných peněžních toků pro podnik (DCFF) nebo volných peněžních toků pro majitele (DCF_E) nebo ve formě kapitalizovaných čistých výnosů apod. Přístup k výnosovému oceňování bude rovněž ovlivňovat požadovaná kategorie hodnoty a způsob ocenění, zejména zda se bude jednat o tržní ocenění, investiční ocenění či objektivizovanou hodnotu. Jednotlivé efekty i metody oceňování mají své výhody i nevýhody a jejich teoretické i praktické aspekty jsou celkem dobře propracované z hlediska teorie i praxe oceňování. Totéž se dá ve své podstatě uvést k otázce diskontní úrokové míry, bez jejíž precizní identifikace se při výnosovém oceňování podnikatelských subjektů neobejdeme. Co nás však z hlediska tohoto příspěvku bude zásadně zajímat je skutečnost, že při vlastním výnosovém oceňování pracujeme s hodnotami plánovanými, budoucími, které předpokládáme, že nastanou, avšak jedná se o pouhý odhad. Mařík (2011, s. 163) uvádí, že v případě tržního ocenění, se musí jednat o výnosy, které očekává příslušný trh, u investičního oceňování pak o výnosy, které očekává konkrétní subjekt, při objektivizovaném ocenění pak výnosy, které budou z dnešního pohledu dosaženy s vysokou pravděpodobností při zachování dosavadního konceptu podniku, dosavadního vedení, způsobu financování a pokud bereme do úvahy růstové příležitosti, tak tyto musí být doložitelné a nesporné. K tomu, aby plánované hodnoty příslušných výnosů byly co nejvěrohodnější a odrážely příslušné požadavky dané kategorie hodnoty, provádí se v rámci výnosového oceňování sběr příslušných dat, strategická a finanční analýza. Vstupní data představují především současné či historické údaje, které zahrnují základní data o podniku, účetní výkazy a další ekonomická data, informace o výrobním zaměření podniku a s ním související vymezení příslušného relevantního trhu a jeho konkurenční strukturu, dále pak informace o odbytu a marketingu a také informace personální týkající se pracovníků oceňovaného podniku. Klíčovou pro účely budoucí predikce příslušných výnosů oceňovaného subjektu na daném trhu pak bude strategická analýza, doplněná o finanční analýzu, na základě kterých se pak stanovuje příslušný finanční plán. Velmi důležitým prvkem v tomto procesu je pak identifikace potenciálu oceňovaného podnikatelského subjektu, ať již vnitřního nebo vnějšího. Vnější potenciál má za úkol identifikovat především na jedné straně příležitosti,

[#] Článek byl zpracován s využitím prostředků institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj vědy a výzkumu na FFÚ VŠE IP 100040.

^{*} Doc. JUDr. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. – docent na Katedře financí a oceňování podniku Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha.

kteří nabízí daný trh, na kterém se podnik pohybuje a na druhé straně také rizika, která jsou s ním spojena. Vnitřní potenciál pak má odpovědět na otázku, zda je podnik schopen tyto příležitosti využít a s případnými riziky se vypořádat. Důležitou roli hraje v tomto procesu i konkurence, přičemž je nutné v rámci analýzy vnitřního potenciálu určit, zda má oceňovaný subjekt nějakou konkurenční výhodu či naopak, zda v nějakých klíčových oblastech za konkurencí nezaostává. Co nejprecizněji je pak identifikován vývoj daného trhu, který může být ovlivněn i celkovým vývojem národního hospodářství a následně pak posouzeno s přihlédnutím k analýze vnitřního potenciálu podniku a s přihlédnutím k analýze konkurence, do jaké míry je podnik schopen příslušný vývoj trhu využít a zároveň se vypořádat s možnými riziky. Doplnujícími informacemi ke strategické analýze jsou pak informace z analýzy finanční, která má za úkol komplexně posoudit finanční zdraví oceňovaného podniku a připravit východiska pro sestavení příslušného finančního plánu. Finanční analýza by měla doplnit strategickou analýzu z hlediska perspektivnosti podniku a jeho schopnosti obstát z hlediska finančního, kam patří i schopnost zhodnocovat kapitál na úrovni požadované výnosnosti, jejíž hodnota by měla dlouhodobě převyšovat průměrné náklady kapitálu a zajistit tak princip nepřetržitého fungování podniku. V případě precizního dodržení všech dříve uvedených principů a postupů můžeme považovat výnosové ocenění za věrohodné a vypovídající. Co se však stane, pokud dojde k mimořádné situaci ve společnosti, která se zcela zásadním způsobem odráží i v ekonomickém vývoji celého národního hospodářství i v jednotlivých odvětvích? Zůstává i pak výnosové ocenění relevantní a použitelné, nebo se ukáže jako zcela selhávající? Na tuto otázku by měl odpovědět tento příspěvek, jehož cílem je posoudit, právě do jaké míry vznik mimořádné situace, kterou v roce 2020 a 2021 způsobil SARS-CoV-2, ovlivní význam, postavení a věrohodnost výnosového ocenění podnikatelských subjektů. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku bude využita metodika analýzy teoretických i praktických poznatků a jejich syntéza do příslušných závěrů. Záležitost bude ověřována i v rámci vybraného odvětví, kterému se autor v rámci oceňování věnuje, a to sice oblasti oceňování komerčních bank.

Identifikace hlavních oblastí výnosového oceňování ovlivněných případnou krizovou situací

Krizová situace ve společnosti zásadním způsobem ovlivní vývoj státu a zejména jeho ekonomiky. Budeme se však zabývat vlivem krize, která je vyvolána po doufejme omezenou dobu, jako je tomu v případě SARS-CoV-2, v roce 2020 a 2021. Zabývat se nějakými katastrofickými scénáři jako např. být omezenou třetí světovou válkou, či nějakou kritickou přírodní katastrofou, která by zasáhla větší část světa, nemá smysl. V tomto případě by měli lidé včetně příslušných podnikatelských subjektů úplně jiné starosti než posuzovat věrohodnost výnosových ocenění zpracovaných na jimi zakoupené podniky. V případě menší a omezené krizové situace tomu tak však není. Pokud totiž někdo zakoupil příslušný podnik za cenu, která vycházela z výnosového ocenění, které z pochopitelných důvodů tuto krizi nepředpokládalo, a krize zasáhla danou podnikatelskou oblast negativně, bude daný subjekt ve velmi nepříjemné situaci, neboť zjevně oceňovaný podnik přeplatil, neboť mu vlivem krize nebude generovat očekávané výnosy. A platí jak např. pro velkou leteckou společnost, tak i pro malou venkovskou hospůdku. Není však možné z toho vinit oceňovatele, neboť ten takovýto krizový vývoj nepředpokládal a je vůbec otázkou, zda je možné a vhodné takovéto krizové situace, kterou způsobil SARS-CoV-2, brát při oceňování do úvahy.

Krizová situace bude v rámci výnosového oceňování ovlivňovat především prognózu vývoje trhu. I když v menší míře může ovlivnit i vymezení relevantního trhu a odhad jeho velikosti, zejména pokud vycházíme z doporučené identifikace spotřeby na jednoho

obyvatele, kterou následně násobíme počtem obyvatel dané oblasti (Mařík, 2011, s. 62). Spotřeba roušek před vypuknutím SARS-CoV-2 krize byla bezesporu nižší, než tomu bylo po jejím vypuknutí. Ke změnám může docházet i z hlediska atraktivity trhu, kdy se zkoumá intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, bariéry vstupu, citlivost na konjunkturu či struktura a charakter zákazníků. Tyto faktory však v sobě obsahují zejména běžná rizika odpovídající možným změnám v rámci fungující tržní ekonomiky, nepočítá se zde s nějakými mimořádnými situacemi, což je záležitost, která by nově mohla být součástí strategické analýzy při výnosovém oceňování podniku. Jednalo by se o definování toho, jak odolné bude dané odvětví vůči mimořádným změnám a situacím, které by v budoucnosti mohli nastat. Dají se totiž očekávat i další krize, např. nové chřipkové viry, či nějaké živelní pohromy většího rozsahu apod. Jsou odvětví, která budou výrazně odolnější i v případě vzniku krizí, jako třeba oblast prodeje potravin či výroby energie, neboť tyto oblasti musí a budou fungovat v každém případě. Naopak např. prodej či výroba luxusnějšího zboží bude naopak vůči těmto krizím velmi citlivá. Problémovou oblastí bude rovněž cestovní ruch či doprava závislé především na turistech. Jakýkoliv problém v této oblasti se může objevit především z již dříve uvedených příčin prakticky kdykoliv. Tuzemské subjekty to však může vést k větší diverzifikaci svých činností především z hlediska koncových zákazníků. Hotely v centru Prahy by tedy již neměly být orientovány pouze na zahraniční klientelu, ale měly by nabízet dostupné a zajímavé služby i pro tuzemskou klientelu, totéž se týká lázeňských zařízení. Problematickou oblastí bude např. také letecká doprava, neboť právě cestování mezi vzdálenějšími oblastmi je něco, co může být velmi rychle omezeno či úplně zakázáno. A nemusí se jednat pouze o různé druhy nakažlivých nemocí. Dovede si vůbec někdo představit, že by třeba teroristé vymysleli nový způsob, jak propašovat zbraně či výbušná zařízení přes současný kontrolní systém? Okamžitě by lidé přestali na určitou dobu létat, než by se situace opět vyřešila. Tento hrůzný scénář je představen mimo jiné i proto, že stále více sílí hlasy, že se společnost včetně ekonomů připravuje na již známá rizika, ale nezabývají se zkoumáním případných možných nových rizik.

Jak již bylo dříve uvedeno, krizová situace nejvíce ovlivní prognózu vývoje trhu. Tato prognóza i při relativně stabilním vývoji společnosti a ekonomiky je velmi náročná a komplikovaná a vždy bude mít silný subjektivní podtext, ať již se bude jednat o subjektivní názor konkrétního člověka při investičním ocenění, nebo o názor odborné veřejnosti. I v rámci odborné veřejnosti se budou vývojové predikce odlišovat, např. co se týká odhadů vývoje HDP, inflace, zaměstnanosti, měnových kursů, úrokových sazeb a jistě najdeme určité odlišnosti v predikci i klíčových subjektů jako jsou Česká národní banka, Ministerstvo financí České republiky či některých vybraných soukromých subjektů, jako je např. Patria Finance apod. Odborná marketingová studie vývoje příslušného trhu je velmi často pro oceňovatele obtížně dostupná, takže se musí spokojit s prostou extrapolací časové řady či s náročnější především vícenásobnou regresní analýzou. Krizová situace, jako ta způsobená SARS-CoV-2 tyto prognózy pochopitelně výrazně změní, avšak i zde je nutné rozlišovat, o jakou změnu se bude jednat, a to především z hlediska časového. Může to znamenat pouze krátkodobý výkyv, který bude následně opět stabilizován v předpokládaných intencích a tím pádem nebude narušeno celé výnosové ocenění, ale pouze rok či dva, a to nejčastěji v rámci první fáze ocenění. Pokračující hodnota by pak měla již být na očekávané úrovni. Obdobná situace by se objevila, pokud by ke krátkodobému výkyvu došlo až v období vymezené pokračující hodnoty, což by výsledné výnosové ocenění nijak zásadním způsobem neovlivnilo. Negativnost dopadu krize na výnosovou hodnotu podniku může v tomto případě být navíc eliminována vládními opatření především ve formě poskytnutých kompenzací, které eliminují propad výnosů predikovaných v rámci výnosového oceňování. Tato skutečnost je z hlediska výnosového oceňování velmi důležitá, protože subjekty na trhu budou vědět, že v případě

vypuknutí závažnější krize je možné počítat s vládní dotační podporou, která negativní krizové důsledky výrazně zmírní. Krize však může způsobit i změny závažnější, které se mohou promítnout zásadně v daném oboru a pak pochopitelně závěry z výnosového ocenění budou irelevantní a půjde již jen o to, zda se dříve oceněný podnikatelský subjekt bude schopen přizpůsobit nově vzniklým podmínkám či nikoliv, kdy pak může dojít dokonce i k jeho krachu.

Další oblastí výnosového oceňování, která bude krizí SARS-CoV-2 výrazně ovlivněna bude oblast analýzy konkurence. Půjde o to, jakým způsobem se dokáže konkurence s novou situací vypořádat, což by pro oceňovaný podnik mít jak pozitivní, tak negativní důsledky. Krize sice zasáhne v daném odvětví většinou podnikatelských subjektů obdobně, ale ne všichni se s ní dokážou stejně vypořádat. Krizová situace může některou konkurenci zničit, ale také naopak i posílit. Také může dojít ke změnám i v rámci konkurenčního prostředí, kdy jako příklad můžeme uvést posílení e-shopů na úkor klasických kamenných prodejen. Lidé se naučí více nakupovat na internetu a tento svůj zvyk již zásadně nezmění. S analýzou konkurence souvisí i analýza vnitřního potenciálu podniku, kdy i na jeho síle bude záviset schopnost přežít případnou krizi.

Krizová situace bude mít dopad i na finanční analýzu a její závěry, kdy může dojít k výraznějšímu zhoršení vybraných ukazatelů finanční analýzy, zejména pokud se týká rentability či likvidity. Negativní dopad krize však může být eliminován již dříve uvedenými vládními dotačními programy, ke kterým je třeba přidat i programy typu Kurzarbeit či odklady splátek úvěrů. Tato opatření umožní většině firem přežít s tím, že po skončení krize by se v mnoha případech tyto ukazatele mohly vrátit na původní úroveň. Nesmíme opomenout ani skutečnost, že naopak některým podnikům krize výrazně pomohla a došlo naopak ke zlepšení jejich finanční situace včetně příslušných ukazatelů finanční analýzy.

Dopady krize způsobené SARS-CoV-2 na výnosové oceňování

Dopady krize způsobené koronavirem na výnosové ocenění podniku můžeme rozdělit na tři základní. První dopad můžeme považovat za přiměřeně neutrální, což znamená, že vývoj trhu bude zhruba v intencích, ve kterých byl predikován. Z hlediska možnosti realizace příslušné podnikatelské činnosti nedošlo k zásadním omezením a tím i ke snížení poptávky a ani nedošlo příliš ke změnám v konkurenčním prostředí. Mezi taková odvětví patří např. prodej léků, květin apod.

Druhý a bohužel klíčový dopad je na odvětví, kde došlo k zásadním restrikcím, a tedy i prakticky ke zhroucení či omezení daného trhu. Patří sem zejména oblasti spojené s odvětvím cestovního ruchu, jako je např. hotelnictví, cestovní kanceláře, letecké, ale i další dopravní společnosti, restaurační zařízení apod. Negativní dopad zaznamenaly také obchody, které musely být uzavřeny, některé oblasti průmyslu včetně bohužel pro Českou republiku průmyslu automobilového, dále pak oblast volnočasových aktivit, oblast kultury a sportu. Musíme si ovšem uvědomit, že tyto negativní dopady v příslušných vybraných oblastech byly do určité míry kompenzovány zásahy ze strany státu. Z toho vyplývá, že i fiskální politika může průběh jakékoliv podobné krize výrazným způsobem ovlivnit a tím eliminovat negativní dopady krize i na výnosové oceňování. Zářným příkladem může být autorovi také velmi blízká oblast lázeňství, kdy české lázně, zejména v západních Čechách, utrpěly výpadkem turistů především z Německa a zemí bývalého Sovětského svazu, na druhé straně ale byl tento výpadek relativně významně kompenzován poskytnutými vouchery ve výši 4 000 Kč na osobu a pobyt, které velmi silně motivovaly tuzemskou poptávku a významně

sanovaly ztráty zahraniční klientely. Propad plánovaných tržeb pak byl výrazně nižší, než by tomu bylo v případě neexistence státního zásahu. Ne všichni však dokázali danou kompenzaci dostatečně využít. Jako srovnání je možné použít např. vývoj ve dvou významných západočeských lázeňských městech, kde využití voucherů výrazně lépe zvládly v prvním z nich, kde dokázali svého času zaplnit kapacitu lázní na úrovni zhruba 80 % běžného provozu, zatímco ve druhém městě, kde zareagovali relativně později, pouze na úrovni 60 % běžného provozu. Pochopitelně hrálo roli i mnoho jiných faktorů, avšak se jedná o docela relevantní důkaz významu analýzy vnitřního potenciálu včetně analýzy kvality managementu oceňovaného podnikatelského subjektu, neboť kvalitnější management je schopen se lépe vypořádat i s příslušnou krizí a tím přiblížit reálně dosažené výnosy výnosům predikovaným v rámci výnosového oceňování. Z toho vyplývá, že v rámci výnosového oceňování bude vhodné více se zaměřit na posuzování připravenosti oceňovaného podniku i na mimořádné situace, nejen na obecná tržní rizika. Nutná bude také identifikace možných mimořádných rizik v daném odvětví a také případná vládní sanace vzniklých škod.

Třetí dopad, na který nemůžeme v žádném případě zapomenout, je naopak dopad pozitivní, kdy reálné výnosy budou výrazně vyšší, než byly plánované ve výnosovém oceňování, koneckonců definice podnikatelského rizika uvádí, že se dosažené výsledky budou odlišovat od hodnot předpokládaných (Valach, 2011), přičemž tato odchylka je míněna nejen negativně, ale i pozitivně. V tomto případě se asi majitel nebude na oceňovatele zlobit, protože pokud koupil za cenu stanovenou na základě výnosového ocenění, vydělá. Bude ovšem také záležet na tom, do jaké míry tuto mimořádnou tržní příležitost dokáže využít. Tím se opět dostáváme k významu analýzy vnitřního potenciálu podniku v rámci výnosového oceňování, která má mimo jiné ukazovat, do jaké míry je oceňovaný podnik schopen případné výzvy pozitivního tržního vývoje využít. V konkrétním případě SARS-CoV-2 se jednalo o odvětví, která byla spojena především se zásilkovým internetovým prodejem, který velmi silně posílil na úkor kamenných prodejen. Je třeba poctivě uvést, že tento trend zde byl již dlouhodobě, ale současná krize ho velmi výrazným způsobem urychlila. Vyšší výnosy zaznamenaly bezesporu také podniky zabývající se výrobou zdravotních prostředků a pomůcek včetně roušek a hygienických prostředků.

Krize spojená s výskytem SARS-CoV-2 však také ukázala, jakým způsobem se bude krizi čelit a že můžeme počítat s poměrně výraznou státní pomocí pro postižená odvětví. Tato pomoc bude do určité míry eliminovat poklesy reálných výnosů podnikatelských subjektů a tím eliminovat značnou nepřesnost výnosového ocenění v těchto krizových situacích. Díky této pomoci většina postižených podnikatelských subjektů přežije, čímž je ponecháno i výnosové oceňování ve hře. Negativní dopady se projeví z hlediska celospolečenského, a to zejména ve vyšším zadlužení veřejných rozpočtů a také ve vyšší inflaci způsobené fiskální expanzí.

Jako v každé větší krizi přežijí odolnější podnikatelské subjekty s větší životaschopností, což pro budoucnost zlepší postavení oceňovatele z hlediska potvrzení nepřetržité existence oceňovaného podniku a jeho schopnosti odolat případné větší krizi.

Výnosové oceňování bank v době ovlivněné SARS-CoV-2

Výnosové oceňování je možné použít prakticky u všech finančních institucí. Otázkou pouze je, jaký efekt (výnos, zisk, peněžní tok) použít. Vzhledem k vysoké zadluženosti se používají tyto efekty pro majitele. V případě volných peněžních toků jsou to volné peněžní toky pro majitele neboli FCFE. Tento přístup k oceňování doporučuje i zahraniční literatura,

např. Massari, Gianfrate a Zanetti (2014). Hrdý (2017) naopak doporučuje tzv. výnosový potenciál neboli dividendový potenciál neboli čistý odnímatelný zisk. Tento přístup je založen na ziskovém principu, přičemž pro účely oceňování se bere celý tento dosažený zisk bez ohledu na výši vyplacených dividend. Z toho důvodu se používá pojem dividendový potenciál. Naopak již dříve zmíněná zahraniční literatura pracuje s modelem DDM neboli diskontovaný dividendový model, který používá skutečně vyplacené dividendy. Při výnosovém oceňování bank je třeba identifikovat zisky z jednotlivých dílčích činností, přičemž mezi klíčové patří zejména úrokové výnosy a výnosy z poplatků a provizí. Součástí výnosového oceňování finančních institucí je podobně jako v případě klasických podniků finanční analýza. Ta má za účel posoudit finanční zdraví oceňované instituce a připravit podmínky pro sestavení finančního plánu. Oceňovatel má nespornou výhodu v tom, že oblast finančních institucí je regulované podnikání a Českou národní bankou jsou publikovány údaje za celý sektor např. bankovníctví a je možné srovnat finanční výsledky např. oceňované banky s průměrem za odvětví, a to nejen u absolutních ukazatelů, ale také i u mnoha poměrových ukazatelů. Bezproblémové je rovněž mezipodnikové srovnání, neboť většina finančních institucí publikuje poměrně podrobné výroční zprávy, ze kterých je možné vyčíst finanční situace dané instituce. Kromě finanční analýzy se v případě finančních institucí používá také analýza interních a externích faktorů, přičemž součástí analýzy externích faktorů je kromě analýzy konkurence také ekonomická a demografická analýza, neboť složení obyvatelstva hraje v případě finančních institucí velmi důležitou roli. Mladší lidé mají větší úvěrový potenciál s možností čerpání různých druhů služeb, starší lidé naopak mají větší spořicí potenciál. Stejně tak ekonomická situace v příslušných regionech hraje významnou roli z hlediska úvěrové činnosti, pojišťovací činnosti apod.

Tím se dostáváme k problematice rizika při oceňování bank. Finanční instituce podléhají různým druhům rizik, přičemž mezi klíčová rizika patří zejména úvěrové riziko, úrokové riziko, likviditní riziko, tržní riziko a operační či další rizika. Úvěrové riziko je klíčové u finančních institucí, které poskytují různé formy úvěrů, jejichž nesplacení může významným způsobem ohrozit existenci této finanční instituce. Proto je nutné věnovat významnou pozornost tomu, jakým způsobem se oceňovaná finanční instituce dokáže s tímto rizikem vypořádat a především pak, jak je úspěšná s jeho odhadem pro jednotlivé produkty a segmenty. Riziko se do oceňování promítá různými způsoby. V případě výnosového oceňování je to zejména tvorba rezerv či opravných položek, které snižují odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál a také ukazatel kapitálové přiměřenosti, kterou musí příslušné finanční instituce, zejména komerční banky, dodržovat, přičemž případný přiděl ze zisku na pokrytí tohoto ukazatele opět snižuje odnímatelný čistý zisk neboli dividendový potenciál.

Při identifikaci vlivu SARS-CoV-2 na výnosové oceňování komerčních bank začneme od konce. Dá se předpokládat, že především české banky tuto krizi ustojí, a to zejména z toho důvodu, že byly před vznikem krize mimořádně zdravé a měly i vysoký ukazatel kapitálové přiměřenosti na úrovni přibližně 17 % a také neměly ve svých portfoliích žádná toxická aktiva a ani převahu příliš rizikových úvěrů.

Dopady na výnosové oceňování se projeví zejména v oblasti poklesu jak úrokových zisků, tak zisků z poplatků a provizí, a to obecně vlivem poklesu HDP a podnikatelské aktivity, přičemž pozitivní korelace těchto veličin již byla v minulosti opakovaně potvrzena. Mezi nejčastěji používanými regresory pro predikci bankovních výnosů na bázi regresní analýzy se objevují níže uvedené ekonomické veličiny (Hrdý-Skokanová, 2019):

- hrubý domácí produkt v běžných cenách,
- míra inflace vyjádřená pomocí indexu spotřebitelských cen,
- úrokové sazby (běžně referenční mezibankovní sazba 3M PRIBOR),
- průměrná mzda,
- míra nezaměstnanosti
- demografické faktory (počet obyvatel).

Z výše uvedených regresních faktorů byl krizí SARS-CoV-2 nejvíce ovlivněn hrubý domácí produkt, jehož pokles je velmi silný, zatímco ostatní faktory zásadním způsobem ovlivněny nebyly, i když k posílení inflace vlivem pumpování peněz do ekonomiky bezesporu dochází, stejně tak lze očekávat i určitý nárůst nezaměstnanosti, a to zejména s koncem podpůrných vládních opatření.

Klíčový dopad na výnosové oceňování komerčních bank by se měl projevit především v již zmiňovaném poklesu především úrokových výnosů, popřípadě výnosů z poplatků a provizí na základě snížené celkové ekonomické aktivity. Nejvíce by se však měla postupně projevit vyšší ztrátovost úvěrů, které z hlediska výnosového oceňování ovlivní zejména opravné položky, které snižují výši čistého odnímatelného zisku. Tyto položky jsou obvykle v rámci výnosového oceňování komerčních bank plánovány na základě předchozích zkušeností se ztrátovostí úvěrů v příslušných tržních segmentech. S mimořádnými ztrátami způsobenými např. mimo jiné i právě krizí SARS-CoV-2 se v tomto případě nepočítá. Další snížení odnímatelného čistého zisku oproti plánovaným hodnotám bude také v oblasti finančních výnosů týkajících se příjmů z obchodování s akciemi. Podle dostupných údajů¹ klesl zisk Komerční banky, a.s. za první pololetí roku 2020 o 38,5 %, přičemž pokles výnosů z poplatků a provizí byl o 11,3 % a celkových výnosů o 6,7 %. Svoji roli sehrálo i vytvoření tzv. restrukturalizační rezervy na náklady spojené se zrychlením transformace na základě zkušeností s krizí způsobenou SARS-CoV-2². Nicméně vedení banky předpokládá, že by mělo dojít k vylepšení těchto ukazatelů do konce roku 2020 a k výraznějšímu ohrožení finančního zdraví banky by nemělo dojít. Negativní dopady na výnosové oceňování komerčních bank může způsobit i tzv. úvěrové moratorium vyhlášené v souvislosti s krizí SARS-CoV-2, kdy banky poskytovaly odklady splátek a také vytvářely v širší míře již dříve zmíněné opravné položky kvůli snížené bonitě klientů, což logicky povede ke snížení výnosového ocenění banky na bázi odnímatelných čistých zisků.

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo posoudit, do jaké míry vznik mimořádné situace, kterou v roce 2020 a 2021 způsobil SARS-CoV-2, ovlivnilo význam, postavení a věrohodnost výnosového ocenění podnikatelských subjektů. Pro účely naplnění cíle tohoto příspěvku byla využita

¹<https://byznys.ihned.cz/c1-66798190-komercni-bance-klesl-zisk-o-38-5-procent-muze-za-to-zhorseni-ekonomicke-situace-kvuli-koronaviru>

²<https://byznys.ihned.cz/c1-66798190-komercni-bance-klesl-zisk-o-38-5-procent-muze-za-to-zhorseni-ekonomicke-situace-kvuli-koronaviru>

metodika analýzy teoretických i praktických poznatků a jejich syntéza do příslušných závěrů. Záležitost byla ověřována i v rámci vybraného odvětví, kterému se autor v rámci oceňování věnuje, a to sice oblasti oceňování komerčních bank.

Dopady na výnosové oceňování podnikatelských subjektů mohou být neutrální, negativní nebo pozitivní podle toho, jak bylo příslušné odvětví ovlivněno SARS-CoV-2. V případě negativního dopadu dochází k poklesu výnosů oproti plánovaným hodnotám v rámci výnosového oceňování, a tedy i ke snížení hodnoty výnosově oceňovaného podnikatelského subjektu. Intenzita tohoto negativního vlivu bude vycházet ze schopnosti daného subjektu vypořádat se s dopady krize, neboli z příslušného vnitřního potenciálu tohoto oceňovaného subjektu, a také na tom, zda krize SARS-CoV-2 postihla období v rámci první fáze oceňování nebo až v rámci pokračující hodnoty. Negativní dopad se projevuje především v rámci strategické analýzy i analýzy finanční. Dochází k odlišnému vývoji trhu jako celku, ale ke změnám dochází také vlivem měnících se konkurenčních pozic. V rámci finanční analýzy dochází k poklesu rentability a likvidity. Významnou pozitivní roli, která negativní důsledky značně eliminuje, je státní podpora postižených podnikatelských subjektů. V oblasti oceňování komerčních bank se krize SARS-CoV-2 projevuje především v poklesu úrokových výnosů a výnosů z poplatků a provizí a také ve zhoršeném splácení úvěrů, které se musí odrazit v rámci vytváření opravných položek, které snižují odnímatelný čistý zisk a tím i výnosové ocenění příslušné komerční banky.

Závěrem je možné konstatovat, že i přes krizi způsobené problémy má výnosové oceňování své místo a svojí vypovídací schopnost, přičemž poučení pro budoucnost spočívá mimo jiné v posílení analýzy vnitřního potenciálu oceňovaného podnikatelského subjektu z hlediska schopnosti čelit případné krizi. Do úvahy je třeba brát také existenci státní podpory, se kterou je patrně možné počítat i do budoucnosti a která negativní dopady značně eliminuje.

Literatura:

- [1] HRDÝ, Milan – SKOKANOVÁ, Anežka. Metoda predikce bankovních výnosů na bázi regresní analýzy pro účely oceňování. *Oceňování: čtvrtletník*. 2019. sv. 12, č. 2, s. 3-13. ISSN 1803-0785.
- [2] HRDÝ, Milan. Spolehlivost výnosového oceňování bank na bázi regresní analýzy. *Oceňování: čtvrtletník*. 2018. sv. 11, č. 1, s. 18-32. ISSN 1803-0785.
- [3] HRDÝ, Milan. (2017). *Oceňování bank, pojišťoven a dalších finančních institucí*. 1. vydání, Praha: Wolters Kluwer ČR, 2017, 292 s.
- [4] Komerční bance klesl zisk o 38,5 %. Může za to zhoršení ekonomické situace kvůli koronaviru. [cit. 20-11-20]. Dostupné z WWW: < <https://byznys.ihned.cz/c1-66798190-komerčni-bance-klesl-zisk-o-38-5-procent-muze-za-to-zhorseniekonomicke-situace-kvuli-koronaviru> >
- [5] MAŘÍK, Miloš aj. *Metody oceňování podniku – proces ocenění, základní metody a postupy*. 3.vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [6] MASSARI, Mario – GIANFRATE, Gianfranco – ZANETTI, Laura. *The Valuation of Financial Companies. Tools and Techniques to Value Banks, Insurance Companies, and Other Financial Institutions*. United Kingdom, 2014, John Wiley and Sons, 246 pp.
- [7] Valach, Josef aj. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přepracované a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011, 513 s., ISBN 978-80-86929-71-2.

Výnosové oceňování podnikatelských subjektů v souvislosti se SARS-CoV-2

Milan Hrdý

ABSTRAKT

Cílem tohoto příspěvku bylo posoudit, do jaké míry vznik mimořádné situace, kterou v roce 2020 a 2021 způsobil SARS-CoV-2, ovlivňuje výnosové oceňování. Dopady na výnosové oceňování podnikatelských subjektů mohou být neutrální, negativní nebo pozitivní podle toho, jak bylo příslušné odvětví ovlivněno SARS-CoV-2. V případě negativního dopadu dochází k poklesu výnosů oproti plánovaným hodnotám v rámci výnosového oceňování, a tedy i ke snížení hodnoty výnosově oceňovaného podnikatelského subjektu. Intenzita tohoto negativního vlivu bude vycházet ze schopnosti daného subjektu vypořádat se s dopady krize neboli z příslušného vnitřního potenciálu tohoto oceňovaného subjektu, a také na tom, zda krize SARS-CoV-2 postihla období v rámci první fáze oceňování nebo až v rámci pokračující hodnoty. Negativní dopad se projevuje především v rámci strategické analýzy i analýzy finanční. Dochází k odlišnému vývoji trhu jako celku, ale ke změnám dochází také vlivem měnících se konkurenčních pozic. I přes krizi způsobené problémy má výnosové oceňování své místo a svojí vypovídací schopnost, přičemž je třeba posílit analýzu vnitřního potenciálu oceňovaného podnikatelského subjektu z hlediska schopnosti čelit případné krizi.

Klíčová slova: Oceňování; Výnosový přístup; SARS-CoV-2; Problémy.

Income Valuation of the Business Entities in Connection with SARS-CoV-2

ABSTRACT

The aim of this paper was to assess the extent to which the formation of an emergency caused by SARS-CoV-2 in 2020 and in 2021 influences the income valuation. Impacts on income valuation may be neutral, negative or positive, depending on how the industry has been affected by SARS-CoV-2. In the event of a negative impact, there is a decrease in revenues compared to the planned values within the income valuation, and thus also a decrease in the value of the valued business entity. The intensity of this negative impact will be based on the entity's ability to cope with the effects of the crisis, or the relevant internal potential of the entity being valued, and whether the SARS-CoV-2 crisis has affected the first stage of valuation or ongoing value. The negative impact is manifested mainly in the strategic analysis and financial analysis. There are different developments in the market as a whole, but changes are also due to changing competitive positions. Despite the problems caused by the crisis, income valuation has its place and its information ability, while the analysis of the internal potential of the valued business entity in terms of its ability to face a possible crisis needs to be strengthened.

Key words: Valuation; Income Approach; SARS-CoV-2; Problems.

JEL classification: G20