

# Vliv implementace účetního standardu IFRS 16 na výši ukazatele EV/EBITDA a ocenění podniku<sup>#</sup>

*Pavel Huňáček\* – Ondřej Jiša\*\**

## Úvod

Tržní porovnání je především mezinárodně, ale i lokálně oblíbenou metodou ocenění podniku<sup>1</sup>. Vzhledem ke skutečnosti, že podniky jsou velmi specifickým zbožím, u nichž je úplná srovnatelnost prakticky vyloučena a podrobná data za porovnatelné společnosti jsou těžko dostupná, tak často nezbyvá než se uchýlit k použití dat z většího vzorku společností, tedy k užití metody odvětvových multiplikátorů.

Jak uvádí profesor Mařík (2011), průměrné odvětvové multiplikátory by měly být použity pro orientační ocenění, ale dle naší zkušenosti z praxe se užívají i pro běžné ocenění, které nehraje jen podpůrnou roli, ale i roli hlavní. Dozajisté nejznámějším zdrojem odvětvových multiplikátorů jsou internetové stránky profesora Aswatha Damodarana.<sup>2</sup> Tento článek je tedy zaměřen na kritickou analýzu poskytovaných dat profesorem Damodaranem, přičemž jako hlavní bude hodnocen dopad nově zavedeného účetního standardu IFRS<sup>3</sup> 16 Leasingy.

Dříve než s analýzou započneme, tak bychom chtěli uvést, že si nesmírně vážíme profesora Damodarana a jeho přínosu pro obor. Nicméně jak sám na svých stránkách uvádí, data, která poskytuje, pochází od více jak 40 tisíc společností a není v jeho silách, aby každou společnost zkontroloval. Účetní data stahuje z placené databáze Capital IQ, která je jinak poměrně drahou záležitostí a poskytované výsledné ukazatele si sám na jejich základě dopočítává.

Cílem tohoto článku není pouze ex post analýza dopadů zavedení IFRS 16, ale také kritická analýza poskytovaných dat a upozornění na velikost možného zkreslení ocenění společnosti s významným leasingovým financováním, pokud společnost vykazuje podle českých účetních standardů.

## IFRS 16 jako revoluce v účetním pojetí leasingů

Do nedávna platná účetní pravidla IFRS umožňovala, a v mnoha národních účetních systémech dodnes umožňují, skrýt v podrozvaze část nebo dokonce všechny leasingové smlouvy, ačkoli pro některá odvětví představují leasingy rozhodující část financování podnikatelské činnosti. Proto může nevykazování leasingů v rozvaze na první pohled značně zkreslit představu některých investorů o finanční pozici, výkonnosti a peněžních tocích

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu IG104020, který je realizován na Fakultě financí a účetnictví VŠE Praha

\* Ing. Pavel Huňáček – student doktorského studia, Katedra financí a oceňování podniku, VŠE Praha.

\*\* Ing. Ondřej Jiša, Specialista konsolidace, Energetický a průmyslový holding, a.s.

<sup>1</sup> Původně používaný pojem podnik byl k 1. 1. 2014 nahrazen pojmem obchodní závod, který je definován (§ 502 občanského zákoníku): „Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že obchodní závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“ V textu je brán podnik a obchodní závod jako synonyma.

<sup>2</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>3</sup> Mezinárodní standardy účetního výkaznictví, anglicky International Financial Reporting Standards

společnosti. Dříve, podle standardu IAS<sup>4</sup> 17, byly leasingy členěny na finanční nebo operativní zjednodušeně podle toho, zda se konkrétní leasingový kontrakt ekonomicky podobá pořízení pronajatého aktiva nákupem. Finanční leasing byl definován jako nájem, který v podstatné míře převádí všechna rizika a odměny spojené s vlastnictvím aktiva od pronajímatele na nájemce bez nutnosti právního převodu vlastnictví. Oproti tomu operativní leasing byl definován jako nájem, který tato rizika a odměny spojené s vlastnictvím aktiva nepřevádí. (Deloitte, 2016)

Dvojí pojetí leasingů spolu s nejednoznačným rozlišením obou kategorií společností často umožňovalo klasifikovat velkou část leasingů jako operativní, a tím uměle snižovat výši zadlužení, což pomáhalo zlepšovat jejich obraz v očích investorů a bank. Pokud byl leasing dle IAS 17 klasifikován jako operativní, docházelo podle Dvořákové (2016) k nejzávažnějšímu zkreslování výše závazků u nájemce v případě dlouhodobých leasingů uzavíraných na základě smluv s nevypověditelným charakterem, které však nemohly být z různých důvodů klasifikovány jako finanční leasingy. Rostoucí oblibu operativních leasingů mezi společnostmi potvrzují i četné studie, například podle Cornaggia, Franzena a Simina (2013) vrostl mezi lety 1980 a 2007 u amerických společností objem operativních leasingů o 745 %. Zatímco u operativních leasingů lze sledovat dlouhodobě rostoucí trend, u finančních leasingů tomu tak není (Baumann, Hegrestad 2020). V roce 2005 oznámila Komise pro kontrolu cenných papírů USA (SEC), že podrozvahové leasingové závazky amerických veřejně obchodovaných společností představují zhruba 1,25 bilionu USD (IASB 2016a). Standard IAS 17 platný od roku 1982 v téměř nezměněné podobě, tak společností umožňoval skrýt velké částky operativních leasingů uvedením pouze poznámek pod čarou značících přítomnost těchto závazků. Finanční výkazy tím pádem nemohly poskytovat transparentní, konzistentní a úplné informace ohledně leasingových smluv (Duke 2009).

Způsob, jakým se investoři vypořádávají s rozdílným účetním zachycením finančních a operativních leasingů, je dlouhodobě předmětem studií. Dřívější studie ukazují na to, že investoři nezahrnují operativní leasingy do svých rozhodnutí (Hartmann, Sami 1989). Podle novějších studií (Imhoff, Lipe, Wright 1993) se však investoři s postupem času naučili pomocí úprav zohledňovat operativní leasingy při porovnávání dvou společností s rozdílným účetním řešením leasingových smluv (Baumann, Hegrestad 2020).

Výrazný impuls k přepracování účetního zachycení leasingů přišel po událostech finanční krize z roku 2008, kdy podrozvahové financování nejvíce přispělo ke zkreslení finanční pozice mnohých firem, a učinilo tak vydání nového standardu pro leasingy nezbytným. V reakci na to připravili FASB<sup>5</sup> a IASB<sup>6</sup> nové účetní standardy zabývající se leasingy. Zatímco FASB v novém standardu ASC<sup>7</sup> 842 – Leasingy dále počítá s pozměněným duálním modelem pro leasingy, IASB v roce 2016 vydalo standard IFRS 16 – Leasingy, který sjednocuje účetní zachycení leasingů. Podle IFRS 16 již nájemce nebude rozlišovat mezi finančními a operativními leasingy, místo toho vykáže všechny materiální nájem jako finanční leasingy s výjimkou krátkodobých nájmů (do 12 měsíců) a nájmů s nízkou hodnotou (do 5 000 USD). Jednotná definice leasingu by měla přispět ke snížení informační asymetrie a zvýšení porovnatelnosti účetních dat. Vzhledem k povinné implementaci standardu k 1. 1. 2019 pro všechny společnosti vykazující v souladu s IFRS, je rok 2019 prvním účetním obdobím, za které je možné dopad standardu na skutečných auditovaných datech.

<sup>4</sup> Mezinárodní účetní standardy, anglicky International Accounting Standards

<sup>5</sup> Rada pro finanční účetní standardy, anglicky Financial Accounting Standards Board

<sup>6</sup> Rada pro mezinárodní účetní standardy, anglicky International Accounting Standards Board

<sup>7</sup> Kodifikace účetních standardů, anglicky Accounting Standards Codification

## Co se změní ve finančních výkazech

Standard IFRS 16 vnáší do finančních výkazů celou řadu novinek. Hlavní změny oproti dřívějšímu standardu IAS 17 jsou shrnuty v následujících tabulkách postupně pro rozvahu, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků. Nejprve je nutno podotknout, že z pohledu pronajímatelů nepřináší IFRS 16 významné změny s výjimkou podnájmů (IASB 2016b). K významným změnám došlo pouze z pohledu nájemce, z tohoto důvodu se tento článek dále nezabývá vykazováním leasingů na straně pronajímatele. Zároveň v tabulkách a následných výpočtech pro zjednodušení abstrahujeme od odložené daně.

**Tab. 1: Vliv standardu IFRS 16 na rozvahu**

Část rozvahy	Vliv IFRS 16
<b>Aktiva</b>	Nárůst dlouhodobých aktiv (práv k užívání) vlivem kapitalizace <sup>8</sup> leasingů
	Prvotní ocenění = přímé pořizovací náklady
	Práva k užívání jsou odepisována lineárně
<b>Vlastní kapitál</b>	Snížení nerozděleného zisku vlivem rozdílů mezi IAS 17 a IFRS 16
<b>Závazky</b>	Nárůst úročeného cizího kapitálu (leasingových závazků)
	Prvotní ocenění = současná hodnota budoucích leasingových plateb
	Úročení a uzavírání nových smluv zvyšuje hodnotu leasingových závazků
	Leasingové splátky naopak hodnotu závazků snižují

Zdroj: vlastní zpracování podle IASB 2016a

**Tab. 2: Vliv standardu IFRS 16 na výsledovku**

Část výsledovky	Vliv IFRS 16
<b>Provozní náklady vyjma odpisů</b>	Reklasifikace původních leasingových nákladů, které budou nyní rozděleny na odpisy a finanční úrokové náklady
	Snížení provozních nákladů vlivem kapitalizace nákladů na dřívější operativní leasingy
	Náklady související s výjimkami, včetně variabilních leasingových plateb, zůstanou klasifikovány jako provozní náklady
<b>Odpisy</b>	Nárůst odpisů vlivem vykazování práv k užívání aktiv
<b>EBITDA<sup>9</sup></b>	Značný nárůst u společností s významnými podrozvahovými leasingy
<b>Provozní zisk</b>	Provozní zisk se zvýší vlivem reklasifikace původních provozních nákladů
<b>Finanční náklady</b>	Finanční náklady vzrostou o úrokové náklady implicitně obsažené v nově vykázaných leasingových závazcích
<b>Zisk před zdaněním</b>	Úhrnný vliv na zisk před zdaněním bude spíše nevýznamný

Zdroj: vlastní zpracování podle IASB 2016a

<sup>8</sup> kapitalizace = zahrnutí určité kategorie nákladů do dlouhodobého majetku

<sup>9</sup> Zisk před úroky, zdaněním a odpisy, anglicky Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

**Tab. 3: Vliv standardu IFRS 16 na výkaz peněžních toků**

Část výkazu CF	Vliv IFRS 16
Provozní cash flow	Pokles provozních výdajů vlivem reklasifikace výdajů spojených s leasingy
Cash flow z financování	Nárůst finančních výdajů odpovídající poklesu provozních výdajů na splátky leasingových závazků.
Celkové cash flow	Bez vlivu na celkové cash flow

Zdroj: vlastní zpracování podle IASB 2016a

Souhrnně řečeno, společnosti s příchodem IFRS 16 vykáží ve svých rozvahách pronajatá aktiva a s nimi související leasingové závazky, zatímco ve výsledovce budou provozní leasingové náklady (dříve de facto přijaté služby), pokud nebudou zahrnuty do některé ze dvou výjimek, kdy v tomto případě by byly nahrazeny odpisy a úrokovými náklady. Nájemcům tak vzroste dlouhodobý majetek, současně ovšem i zadlužení.

Jednou z výhod tohoto nového účetního zobrazení, kromě odkrytí podrozvahových závazků, je větší srovnatelnost napříč společnostmi. Představme si dvě společnosti se stejným objemem dlouhodobých aktiv, z nichž první společnost si najímá většinu svých aktiv, zatímco druhá společnost většinu dlouhodobých aktiv vlastní. Díky IFRS 16 budou mít obě společnosti stejnou výši ukazatele EBITDA, ačkoli podle IAS 17 by EBITDA společnosti pronajímající si aktiva byla nižší o odpisy práv k užívání.

### Jaký se očekává dopad podle doposud provedených studií

Ačkoli standard IFRS 16 byl publikován až v roce 2016, lze se setkat s mnoha dřívějšími studiemi zabývajícími se vlivem kapitalizace operativních leasingů (Durocher 2008; Fülbier, Sliva, Pferdehirt 2008; Duke, Hsieh, Su 2009; Wong, Joshi 2015; Morales-Diaz, Zamora-Ramírez 2018). Tyto studie byly provedeny v různých ekonomikách za různá období a jsou založeny na informacích zveřejněných v přílohách k finančním výkazům. Studie lze obecně rozdělit do dvou skupin: starší studie používající k odhadu kapitalizace tzv. konstruktivně-kapitalizačního modelu (blíže viz Imhoff 1991) a novější studie již vycházející z pravidel stanovených standardem IFRS 16.

Fülbier, Silva a Pferdehirt (2008) provedli výzkum na 90 německých společnostech, který ukázal mediánový nárůst celkových závazků o 17,3 % a dlouhodobých aktiv o 8,5 %. Studie dále zkoumá vliv na ukazatele D/E<sup>10</sup> (nárůst o 8 %) a ROA<sup>11</sup> (pokles o 0,3 %). Přičemž za nejvíce dotčená odvětví je považován maloobchod a módní průmysl. Podle výzkumu provedeného společností Deloitte (2016) na vzorku 50ti holandských kotovaných společností vzrostlo zadlužení o 45 miliard EUR, což představovalo nárůst přibližně o 30 %. U 9 společností došlo dokonce k nárůstu o cca 50 %. Morales-Diaz a Zamora-Ramírez (2018) zkoumali vliv kapitalizace operativních leasingů na vzorku čítajícím více než 600 evropských společností podle finální verze IFRS 16 namísto dříve používaného a obecnějšího konstruktivně-kapitalizačního modelu. Výsledky ukazují medián zvýšení celkových závazků

<sup>10</sup> Poměr celkových závazků (cizího kapitálu) vůči vlastnímu kapitálu, anglicky Debt to Equity

<sup>11</sup> Rentabilita aktiv, anglicky Return on Assets

11,2 %, medián zvýšení celkových aktiv 5,2 %, medián zvýšení D/E 14,9 %, a medián zvýšení D/A<sup>12</sup> 4,9 %. Moralez-Diaz a Zamora-Ramírez dále usuzují, že s přijetím IFRS 16 již operativní leasingy nebudou přinášet dřívější účetní výhody. Lze tedy očekávat, že některé společnosti s vysokým zadlužením budou snižovat svou leasingovou intenzitu, aby docílily snížení ukazatelů zadluženosti.

Po syntéze výsledků jednotlivých studií lze konstatovat, že přijetí IFRS 16 povede k:

- Zvýšení dlouhodobých aktiv,
- zvýšení zadlužení,
- zvýšení investovaného kapitálu pro nájemce, což obecně zvýší ROIC<sup>13</sup>.
- Snížení likvidity, neboť zatímco krátkodobé leasingové závazky vzrostou, krátkodobá aktiva se nezmění.
- Snížení obratovosti, neboť přírůstek aktiv nevyvolá nárůst tržeb.
- Zvýšení EBITDA. EBIT se také zvýší, i když ne o tolik, jelikož většina dřívějších nákladů bude zohledněna v odpisech.

Velikost dopadu IFRS 16 závisí na odvětví, ve kterém podnik působí. Provedené studie se víceméně shodují na tom, pro která odvětví je dopad nejvýznamnější. Odvětvími s největším mediánem zvýšení dluhů vlivem IFRS 16 jsou podle globální studie kapitalizace leasingu (PwC 2016a) maloobchod (98 %) a letecké společnosti (47 %), dále následovány službami, zdravotnictvím, oděvnictvím, velkoobchodem a dopravou. U těchto odvětví se medián zvýšení pohybuje v rozmezí 24 % - 42 %. Podobné výsledky co do pořadí poskytuje tato studie i z pohledu mediánu zvýšení EBITDA (v maloobchodu došlo k nárůstu o 41 % a u leteckých společností o 33 %), neboť nárůst EBITDA vlivem IFRS 16 je přímo závislý na zvýšení leasingových závazků. Naopak odvětvími, která nebudou novým standardem příliš dotčena, jsou podle PwC (2016a) finanční služby, reality, těžební průmysl a komunální služby. Nízký dopad lze rovněž očekávat u společností s vysokým podílem finančních leasingů podle IAS 17.

## **Jaký je skutečný dopad (výpočty)**

Kritickou analýzu jsme se tedy rozhodli provést na odvětvích „Air transport“ a „Retail (Grocery and Food)“. Abychom měli co nejširší vzorek, tak jsme se neomezili pouze na společnosti, jimž hospodářský rok končil 31. 12. 2019, tak aby byl vzorek porovnatelný s tím, co poskytuje profesor Damodaran, ale použili jsme všechny společnosti, které měly své výkazy sestavené po 1. 1. 2019. Tudíž už tady vzniká diference, a proto jsme neporovnávali výsledky s těmi, co poskytuje profesor Damodaran.

Ač se jedná o obchodované společnosti, tak pouhé dohledání jejich výročních zpráv bylo poměrně časově náročné. K dispozici jsme měli placenou databázi Amadeus, která ovšem s běžným předplatným neumožňovala stahování výkazů společností. To ovšem nakonec nebyl takový problém, protože značnou část výkazů ani databáze nenabízela.

---

<sup>12</sup> Poměr celkových závazků vůči celkovým aktivům, anglicky Total Debt to Total Assets

<sup>13</sup> Výnosnost investovaného kapitálu, anglicky Return On Invested Capital

Profesor Damodaran má v regionu „Developed Europe“<sup>14</sup> v odvětví „Air transport“ 39 společností. Z důvodu chybějících výkazů v angličtině byly vyřazeny čtyři společnosti, další dvě jsme vyřadili, protože používají účetní standardy US GAAP. Nakonec byly z nejrůznějších důvodů vyřazeny ze zkoumaného vzorku další čtyři společnosti. Zajímavostí je, že mezi vyřazenými společnostmi je společnost provozující svoji činnost v Karibské oblasti (vyřazena kvůli US GAAP), společnost v insolenci od srpna 2017, která funguje jen kvůli nedorozuměním soudním sporům, či poradenská společnost, která bilančně neodpovídala zbytku společností.

V odvětví „Retail (Grocery and Food)“ v regionu „Developed Europe“ má profesor Damodaran 27 společností. Kvůli chybějícím výkazům v angličtině bylo vyřazeno pět společností a další dvě byly vyřazeny z jiných důvodů. V této skupině jsme např. našli prázdnou mateřskou společnost, která krom dcery, která je taktéž ve vzorku, nevykazovala další významná aktiva a ani podnikatelskou činnost.

Dalším podnětem na zamyšlení, který ovšem není předmětem tohoto článku, je geografické zařazení. Jak uvedli ve svém článku Staňková a Mařík (2020), země jako Slovensko a Slovinsko jsou zařazeny ve skupině „Emerging markets“<sup>15</sup>, kdežto Turecko je součástí zkoumané skupiny „Developed Europe“. Přičemž turecké společnosti byly významnými částmi uvedených odvětví. U „Air transport“ tvořily přes 10 % vzorku a u „Retail (Grocery and Food)“ téměř 20 %.

## Násobitel EV/EBITDA

Násobitel EV/EBITDA je jedním z nejužívanějších zástupců brutto násobitelů. Jeho hlavními přednostmi je, že odhlíží od kapitálové struktury a odpisové politiky. Níže tento násobitel rozložíme, aby si čtenáři mohli uvědomit skutečné dopady zavedení standardu IFRS 16 a v budoucnu tak zvážili možnosti jeho použití.

Pro přepočet položek výkazů analyzovaných společností na společnou měnu (EUR) byly užity měnové kurzy České národní banky (ČNB). Pro rozvahové položky jsme použili kurzy k datům závěrek, pro výsledkové položky pak kumulované průměry kurzů za účetní období.

## Enterprise value

Enterprise value (EV) představuje přibližné tržní ocenění investovaného kapitálu.

$$EV = \text{Tržní kapitalizace} + \text{úročený cizí kapitál} - \text{peněžní prostředky} \quad (1)$$

Tržní kapitalizaci jsme vypočítali jako součin počtu akcií a jejich tržní hodnoty k datu sestavení jednotlivých účetních závěrek. Zde pracujeme s teorií efektivity trhu, respektive, že zavedení dopředu ohlášeného účetního standardu by nemělo mít vliv na tržní hodnotu akcie.

Úročený cizí kapitál je ve výše uvedené rovnici jedinou proměnou, která by se vlivem zavedení účetního standardu IFRS 16 měla změnit, respektive zvýšit, viz následující tabulka.

<sup>14</sup> Rozvinutá Evropa

<sup>15</sup> Rozvojové trhy.

**Tab. 4: Změna úročeného cizího kapitálu v odvětví „Air transport“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	2 005 832	3 014 716	1 008 884	50,30%
<b>Směrodatná odchylka</b>	2 761 513	3 769 208	1 007 695	36,49%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	120 199	347 953	227 754	189,48%
<b>Medián</b>	548 072	1 307 158	759 086	138,50%
<b>Horní kvartil souboru</b>	2 992 859	4 211 200	1 218 341	40,71%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Air transport“

V odvětví „Air transport“ je vidět, že zavedením standardu IFRS 16 se rozvahově vykazovaný průměrný čistý dluh zvýšil o cca 50 %. Jeho směrodatná odchylka je v absolutních číslech poměrně vysoká, což ukazuje na různorodost datového souboru. O rozptylu ocenění při použití průměrných odvětvových multiplikátorů psali Budský a Dvořák (2017).

**Tab. 5: Změna úročeného cizího kapitálu v odvětví „Retail (Grocery and Food)“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	2 110 116	4 413 188	2 303 072	109,14%
<b>Směrodatná odchylka</b>	3 386 225	6 325 959	2 939 734	86,81%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	17 896	186 569	168 673	942,51%
<b>Medián</b>	601 120	1 126 259	525 139	87,36%
<b>Horní kvartil souboru</b>	1 935 185	3 360 683	1 425 497	73,66%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Retail (Grocery and Food)“

V odvětví „Retail (Grocery and Food)“ jsou změny ještě vyšší. Úročený cizí kapitál se průměrně více jak zdvojnásobil. Směrodatná odchylka je zde v absolutní hodnotě taktéž mnohem vyšší.

## EBITDA

Z ukazatele EBITDA jsme dokázali z výkazů identifikovat změny v důsledku zavedení IFRS 16 na ukazateli samotném, dále na odpisech, které se zavedením standardu zvyšují, a nákladových úrocích, které se taktéž zvyšují.

**Tab. 6: Změna odpisů v odvětví „Air transport“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	332 638	476 445	143 807	43,23%
<b>Směrodatná odchylka</b>	481 691	632 851	151 160	31,38%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	24 642	96 525	71 883	291,71%
<b>Medián</b>	137 223	225 838	88 615	64,58%
<b>Horní kvartil souboru</b>	428 500	655 761	227 261	53,04%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Air transport“

Odpisy se zvýšily vlivem růstu dlouhodobých aktiv v důsledku kapitalizace leasingů. Zvýšení odpisů zde vypovídá o tom, že pravděpodobně poměrná část leteckých společností pořizovala svá letadla či jiná významná aktiva na leasing, která neodepisovala.

**Tab. 7: Změna odpisů v odvětví „Retail (Grocery and Food)“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	350 696	614 285	263 590	75,16%
<b>Směrodatná odchylka</b>	518 731	800 902	282 171	54,40%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	32 431	76 333	43 902	135,37%
<b>Medián</b>	161 500	295 200	133 700	82,79%
<b>Horní kvartil souboru</b>	332 856	656 936	324 080	97,36%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Retail (Grocery and Food)“

Zvýšení odpisů v odvětví „Retail (Grocery and Food)“ k našemu překvapení je skutečně mnohem vyšší. U obou odvětví je relativní změna nejvyšší u dolních kvartilů, z toho lze tedy soudit, že menší společnosti více využívají leasingového financování.

**Tab. 8: Změna nákladových úroků v odvětví „Air transport“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	57 008	102 059	45 051	79,03%
<b>Směrodatná odchylka</b>	79 301	134 355	55 054	69,42%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	5 000	12 024	7 024	140,49%
<b>Medián</b>	15 788	66 627	50 840	322,02%
<b>Horní kvartil souboru</b>	71 825	140 077	68 252	95,02%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Air transport“

Bez znalosti podrobných účtů mohlo leasingové financování ovlivnit nejenom další násobitele, ale i např. ukazatele zadluženosti.

**Tab. 9: Změna nákladových úroků v odvětví „Retail (Grocery and Food)“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	60 702	178 232	117 530	193,62%
<b>Směrodatná odchylka</b>	114 064	259 010	144 946	127,07%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	689	6 302	5 613	814,44%
<b>Medián</b>	9 100	74 685	65 585	720,71%
<b>Horní kvartil souboru</b>	48 873	149 219	100 345	205,32%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Retail (Grocery and Food)“

Vzhledem k tomu, že další jednotlivé změny jsme nebyli schopni z výročních zpráv společností identifikovat, jsou v tabulkách níže uvedeny celkové změny ukazatele EBITDA pro obě odvětví.

**Tab. 10: Změna ukazatele EBITDA v odvětví „Air transport“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	912 030	1 100 888	188 858	20,71%
<b>Směrodatná odchylka</b>	1 259 578	1 501 786	242 208	19,23%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	66 645	85 272	18 627	27,95%
<b>Medián</b>	408 885	557 270	148 385	36,29%
<b>Horní kvartil souboru</b>	1 180 300	1 393 047	212 747	18,02%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Air transport“

**Tab. 11: Změna ukazatele EBITDA v odvětví „Retail (Grocery and Food)“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	1 126 679	1 491 222	364 542	32,36%
<b>Směrodatná odchylka</b>	1 584 541	2 019 750	435 209	27,47%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	170 090	222 352	52 262	30,73%
<b>Medián</b>	522 678	724 017	201 339	38,52%
<b>Horní kvartil souboru</b>	1 192 120	1 615 251	423 130	35,49%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Retail (Grocery and Food)“

Jak je vidět u obou odvětví, tak zavedení IFRS 16 znamenalo z pohledu bilančních položek pro ukazatel EBITDA dramatické zvýšení. Lze tedy usuzovat, že v minulých letech při užívání datových vzorků těchto odvětví bez další náležité péče ze strany uživatelů, byl tento ukazatel značně podhodnocen.

Odvětví „Air transport“ a „Retail (Grocery and Food)“ byla vybrána záměrně, abychom znaleckou obec upozornili na velikost dopadu podrozvahového financování na ocenění podniku. Jak již bylo zmíněno, jedná se o nejvíce zasažená odvětví zavedením

standardu IFRS 16, takže lze očekávat, že v dalších odvětvích nebudou dopady tak vysoké, přesto se domníváme, že stále budou v materiální rovině významné.

### Co z toho vyplývá pro ocenění (Shrnutí)

Níže v uvedených tabulkách je zobrazen celkový dopad zavedení standardu IFRS 16 Leasingy. Je nutné mít na paměti, že některé změny byly protichůdné, takže jejich dopady se navzájem snižovaly. Nicméně průměry, které profesor Damodaran nabízí na svých stránkách, byly ovlivněny razantně a znalecká obec by se měla mít na pozoru při jejich použití.

**Tab. 12: Změna násobitele EV/EBITDA v odvětví „Air transport“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	5,777	5,133	-0,644	-11,15%
<b>Směrodatná odchylka</b>	6,011	8,630	2,618	43,56%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	2,488	2,780	0,292	11,73%
<b>Medián</b>	5,062	4,664	-0,398	-7,86%
<b>Horní kvartil souboru</b>	10,047	9,828	-0,219	-2,18%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Air transport“

**Tab. 13: Změna násobitele EV/EBITDA v odvětví „Retail (Grocery and Food)“**

(v tis. EUR)	Před zavedením IFRS 16	Po zavedením IFRS 16	Změna	Změna v %
<b>Průměr</b>	16,924	8,930	-7,994	-47,23%
<b>Směrodatná odchylka</b>	45,137	11,834	-33,302	-73,78%
<b>Dolní kvartil souboru</b>	3,805	3,881	0,076	2,00%
<b>Medián</b>	5,061	5,330	0,269	5,31%
<b>Horní kvartil souboru</b>	8,469	7,822	-0,647	-7,64%

Zdroj: vlastní zpracování a účetní závěrky společností z odvětví „Retail (Grocery and Food)“

### Závěr

Tento článek by měl být připomenutím, proč by se měly průměrné odvětvové násobitele používat pouze na orientační ocenění společností účtujících dle českých účetních standardů. Odlišnosti mezi mezinárodními účetními standardy IFRS a těmi českými se zavedením standardu IFRS 16 Leasingy ještě zvětšily. Taktéž by si uživatelé průměrných odvětvových násobitelů měli dávat pozor i v rámci jejich časových řad. Jak jsme v článku ukázali, tak zavedení mělo dopad nejen na násobitel EV/EBITDA, ale samozřejmě na jednotlivé účetní položky, ze kterých se počítá, a tedy má dopad na mnohem více násobitelů, případně i poměrových ukazatelů.

Dále jsme měli v úmyslu upozornit na to, co uvádí profesor Damodaran, tedy, že není v jeho možnostech zkontrolovat přes 40 tisíc společností, ze kterých čerpá data, a dále z nich počítá nejružnější proměnné. Proto by dle našeho názoru bylo pro uživatele nejlepší si z poskytovaných vzorků udělat vlastní výběr co nejsrovnatelnějších společností, protože jak

jsme se sami dozvěděli, některé skupiny společností obsahují zástupce, kteří by tam dle našeho názoru rozhodně být neměli.

V návaznosti na to jsme nakonec chtěli doporučit, že v případě užití násobitelů či jiných ukazatelů ovlivněných zásadní účetní změnou, jako je námi uvedené zavedení IFRS 16 Leasingy, by měli jejich uživatelé zvážit užití průměru použitého násobitele za více časových období.

## Literatura

- [1] BAUMANN, Jørgen Kristoffer; HEGRESTAD, Thor Gunnar (2020): *The effect of IFRS 16 on key financial ratios and financing decisions*. Master's Thesis. Handelshøyskolen BI.
- [2] BUDSKÝ, Patrik; DVOŘÁK, Jan (2017): *Průměrné multiplikátory odvětví a jejich komparace s daty z burzy*. Oceňování, roč. 2017, č. 4.
- [3] CORNAGGIA, Kimberly J.; FRANZEN, Laurel A.; SIMIN, Timothy T. (2013): *Bringing leased assets onto the balance sheet*. Journal of Corporate Finance, č. 22, s. 345-360.
- [4] DELOITTE (2016): *New IFRS 16 Leases standard: The impact on business valuation*. [online] Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/mergers-acquisitions/deloitte-nl-ma-ifs16-impactonbusinessvaluation1.pdf>
- [5] DUKE, Joanne C.; HSIEH, Su-Jane; SU, Yuli (2009): *Operating and synthetic leases: Exploiting financial benefits in the post-Enron era*. Advances in Accounting, roč. 25, č. 1, s. 28-39. ISSN 08826110.
- [6] DUROCHER, Sylvain (2008): *Canadian evidence on the constructive capitalization of operating leases*. Accounting Perspectives, roč. 7, č. 3, s. 227-256. ISSN 1911382X.
- [7] DVOŘÁKOVÁ, Dana (2016): *IFRS 16 Leasingy*. Český finanční a účetní časopis, roč. 11, č. 4, s. 83-97. ISSN 18022200.
- [8] FÜLBIER, Rolf Uwe; SILVA, Jorge Lirio; PFERDEHIRT, Marc Henrik (2008): *Impact of lease capitalization on financial ratios of listed German companies*. Schmalenbach Business Review, roč. 60, č. 2, s. 122-144. ISSN 1439-2917.
- [9] HARTMAN, B. P. - SAMI, H. (1989): *The Impact of the Accounting Treatment of Leasing Contracts on User Decision Making: A Field Experiment*. Advances in Accounting, roč. 7, s. 23-35.
- [10] IASB [International Accounting Standards Board] (2016a): *IFRS 16 Leases, Effects Analysis*. IFRS Foundation. [online] Dostupné z: <https://www.ifrs.org/-/media/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf>
- [11] IASB [International Accounting Standards Board] (2016b): *IFRS 16 Leases*. IFRS Foundation. [online] Dostupné z: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>
- [12] IMHOFF JR, Eugene A.; LIPE, Robert C.; WRIGHT, David W. (1991): *Operating leases: Impact of constructive capitalization*. Accounting Horizons, roč. 5, č. 1, s. 51.
- [13] IMHOFF JR, Eugene A.; LIPE JR, Robert; WRIGHT JR, David W. (1993): *The effects of recognition versus disclosure on shareholder risk and executive compensation*. Journal of Accounting, Auditing & Finance, roč.8, č. 4, s. 335-368.

- [14] MAŘÍK, Miloš. (2011): *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 9788086929675.
- [15] MORALES-DÍAZ, José; ZAMORA-RAMÍREZ, Constancio (2018): *Effects of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach*. *Accounting in Europe*, roč. 15, č. 1, s. 105-133. ISSN 1744-9480
- [16] PWC [Price Waterhouse Coopers] (2016a): *IFRS 13: A study on the impact of lease capitalization IFRS 16: The new leases standard*. [online] Dostupné z: <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-a-study-on-the-impact-of-lease-capitalisation.pdf>
- [17] STAŇKOVÁ, Veronika; MAŘÍK, Miloš (2020): *K problému výběru porovnatelné skupiny podniků pro ocenění a nástin budoucího výzkumu s využitím strojového učení*. *Oceňování*, roč. 13, č. 3-4.
- [18] WONG, Karen; JOSHI, Mahesh (2015): *The impact of lease capitalisation on financial statements and key ratios: Evidence from Australia*. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, roč. 9, č. 3, s. 27-44. ISSN 18342000.

## **Vliv implementace účetního standardu IFRS 16 na výši ukazatele EV/EBITDA a ocenění podniku**

*Pavel Huňáček – Ondřej Jiša*

### **ABSTRAKT**

Článek se zabývá analýzou dopadu implementace účetního standardu IFRS 16 Leasingy na násobitel EV/EBITDA. Analýza je provedena na vzorku společností ze skupin „Air transport“ a „Retail (Grocery and Food)“, které profesor Damodaran používá pro výpočet jím poskytovaných dat. Nejprve byla provedena rešerše společností, které jsou v těchto skupinách obsaženy. Následně byl, na základě účetních závěrek vybraných společností, posouzen vliv zavedení účetního standardu IFRS 16 na jednotlivé části i Enterprise value samotnou. Podobně byly identifikovány některé dílčí dopady jako i celkový dopad na ukazatel EBITDA. Na závěr byl vyčíslen celkový dopad na násobitel EV/EBITDA, na jehož základě byla učiněna doporučení ohledně jeho použití.

**Klíčová slova:** Nájem; IFRS 16; EV/EBITDA.

## **The impact of IFRS 16 on EV/EBITDA and business valuation**

### **ABSTRACT**

This article deals with an analysis of an impact of accounting standard IFRS 16 leases on EV/EBITDA multiple. The analysis was done on a sample of companies from industry groups „Air transport“ and „Retail (Grocery and Food)“, which are used by professor Damodaran in calculation of data provided by him. Initially a research of companies included in these groups has been carried out. Then subsequently an impact of IFRS 16 application, based on financial data from financial statements of selected companies, on Enterprise value and its components was assessed. Impacts on EBITDA were also assessed. To conclude the analysis, a total impact on EV/EBITDA multiple was quantified, based on which, recommendations on the use of EV/EBITDA were made.

**Key words:** Leases; IFRS 16; EV/EBITDA.

**JEL classification:** G32