

Metodický postup při ocenění podniku tržními násobiteli[#]

Štěpán Kohoutek* – Pavla Maříková**

Úvod

Ve finanční teorii je oceňování podniku¹ považováno za náročný a komplexní proces, který se skládá z několika na sebe navazujících kroků. Správné ocenění podniku je stavebním kamenem jak v podnikových financích (Vernimmen a kol., 2018), tak ve fúzích a akvizicích (Sherman, 2018).

Hlavním problémem v oceňovací literatuře je pochopení, jak nejlépe aplikovat tržní násobitele, aby poskytovaly konzistentní, efektivní a přesné výstupy pro rozhodování. Hlavním účelem tohoto článku je rešerše literatury z oblasti osvědčených praktických aplikací a vědeckých studií při ocenění podniku tržními násobiteli.

V oceňovací praxi se lze setkat s výnosovým, tržním a majetkovým přístupem ocenění podniku. Ocenění výnosovou metodou lze považovat za základní přístup u podniku, u něhož je možné sestavit zdůvodněný finanční plán. Za hlavní metodu výnosového ocenění je považována metoda DCF², která vychází z diskontování predikovaných peněžních toků. S majetkovým oceněním se lze v praxi nejčastěji setkat u podniků s nízkým výnosovým potenciálem. Majetkové ocenění lze rovněž aplikovat na společnosti, jejichž majetek je ze značné části tvořen pozemky a nemovitostmi. V případě majetkového ocenění se tak nesnažíme predikovat budoucí vývoj společnosti jako celku, ale díváme se na podnik jako na soubor jednotlivých majetků, jejichž hodnotu snižujeme o hodnotu závazků. Teoreticky nejsprávnější stanovení tržní hodnoty společnosti by měly poskytovat metody tržního porovnání, jelikož tyto metody přímo vychází z tržních dat. Pro správné ocenění podniku metodami tržního porovnání však musí oceňovatel disponovat relevantními tržními daty s nízkým rozptylem hodnot použitých násobitelů. V případě ocenění jednoho konkrétního podniku je doporučováno použití více oceňovacích metod (Mařík, 2018).

V investiční praxi je však většinou odhlíženo od standardních výnosových metod ve prospěch tržních násobitelů, pomocí kterých lze provést ocenění rychleji a jednodušeji. Jelikož použitím více oceňovacích metod často získáme jiné výsledky ocenění, oceňování pomocí tržních násobitelů může sloužit jako kontrolní metoda či jako náhrada složitějších oceňovacích metod.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví na VŠE v Praze „Nové výzvy Corporate Finance v České republice 2.0“ registrovaného u Interní grantové agentury VŠE v Praze pod registračním číslem F1/58/2021 a výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

* Ing. Štěpán Kohoutek, Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: kohs02@vse.cz

** doc. Ing. Pavla Maříková, Csc., Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: marikova@vse.cz

¹ Termín „podnik“ byl dle zákona č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, který nabyl účinnosti k 1. 1. 2014, nahrazen pojmem „obchodní závod“. V tomto článku je brán pojem podnik jako synonymum obchodního závodu.

² Discounted cash flow

S oceňováním tržními násobiteli se lze v praxi nejčastěji setkat u stanovení hodnoty akcií, což činí tržní násobitele jako jednu z nejpoužívanějších metod finančních analytiků a správců portfolií. V rámci české znalecké praxe bývá tato metoda často používána jako doplňková metoda k výnosovým metodám.

Asquith, Mikhail a Au (2005) ve svém článku zabývajícím se prací akciových analytiků na americkém akciovém trhu zjistili, že 99 % z analyzovaných akciových analytiků používalo při reportování výsledků násobitel P/E ³. Vydržel a Soukupová (2012) ve svém výzkumu zjistili, že v rámci transakcí s neobchodovanými společnostmi v České republice převažují ocenění tržními násobiteli nad výnosovými metodami, kdy nejvíce využívanými tržními násobiteli je $EBITDA$ ⁴, tržby a $EBIT$ ⁵. Dále autoři Pinto, Robinson a Stowe (2018) ve svém článku zjistili, že 92,8 % finančních profesionálů, ze vzorku 1 980 akciových analytiků, členů Chartered Financial Analysts (CFA) Institute, používá metodu tržních násobitelů. Ocenování tržními násobiteli lze považovat za jednu z nejoblíbenějších a nejpoužívanějších oceňovacích metod (Bancel a Mittoo, 2014).

Hlavní prvky ocenění

Nichols a Wahlen (2004) ve svém článku shrnuli předešlé teorie vazby účetních dat na cenu akcie podniku, a sice, že vykázaný zisk podniku poskytuje akcionářům informace, na jejichž základě lze očekávat budoucí vývoj zisku a výplaty dividend, které tvoří základ hodnoty akcie. Tato vazba od vykázaného zisku přes výhled budoucích zisků a dividend až po hodnotu akcie poskytuje rámec pro pochopení vztahu mezi zisky a hodnotou akcie.

Pro výpočet hodnoty akcie (P_0) na základě očekávaných dividend je používán Gordonův model.

$$P_0 = \frac{D_t}{i_k - g} \quad (1)$$

kde: D_t – odhadovaná výše dividendy,
 g – tempo růstu dividend,
 i_k – požadovaná míra výnosnosti investora.

Jak vyplývá z výše uvedeného vzorce, pro zjištění hodnoty akcie pomocí Gordonova modelu je nutné, aby investor prognózoval budoucí vývoj dividendy a stanovil požadovanou výnosnost neboli riziko, jaké je schopný podstoupit za investici do daného podniku. Na první pohled by se mohlo zdát, že například použitím oblíbeného a nejvíce používaného tržního násobitele P/E se tomuto problému vyhneme, avšak opak je pravdou, jelikož násobitel P/E je ve výsledku ovlivňován stejnými parametry jako u výnosového ocenění. (Mařík 2018)

Odhadovanou výši dividendy ze vzorce Gordonova modelu lze nahradit součinem výnosu na akcii (EPS ⁶) a výplatního poměru (v). (Mařík 2018)

³ P/E (Price-to-Earning Ratio) – tržní násobitel, který vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcii

⁴ $EBITDA$ – zisk před započtením úroků, daní a odpisů

⁵ $EBIT$ – zisk před započtením úroků a daní

⁶ Earnings per share

Následně platí:

$$P_o = \frac{EPS_0 \times v \times (1 + g)}{i_k - g} \quad (2)$$

Z toho:

$$\frac{P_o}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \frac{v \times (1 + g)}{i_k - g} \quad (3)$$

Z výše uvedeného rozkladu násobitele P/E vyplývá, že tento násobitel je pozitivně závislý na výplatním poměru a růstu dividendy a negativně závislý na riziku. S tím, že výplatní poměr je dán vztahem $(1 - \text{míra investic})$ a míra investic je dána poměrem tempa růstu a rentability.

Jak tedy vyplývá z výše uvedeného textu, násobitele tržního porovnání jsou ve výsledku určovány stejnými parametry (generátory hodnoty), s kterými se potýká oceňovatel při ocenění podniku výnosovými metodami. A právě tyto generátory hodnoty jsou v rámci tržního ocenění skryty ve vzorku srovnatelných podniků, z kterých je následně odvozen tržní násobitel.

Při provedení ocenění tržními násobiteli musí provést oceňovatel řadu kroků a rozhodnutí, které jsou nezbytné pro provedení správného postupu ocenění. V rámci tohoto článku bude zaměřena pozornost hlavně na těchto 8 oblastí ocenění tržními násobiteli:

1. výběr vzorku srovnatelných podniků,
2. volba akruálních nebo tokových hodnot (peněžní toky) vztahové veličiny,
3. volba vykazovaných nebo odhadovaných vztahových veličin,
4. statistické vyhodnocení násobitelů,
5. zohlednění rozdílných účetních principů,
6. normalizace zisku,
7. faktor velikosti podniku,
8. diskont za nelikviditu,
9. faktor kontrolní prémie.

Výběr vzorku srovnatelných podniků

Literatura o oceňování shodně zdůrazňuje, že identifikace srovnatelných podniků či transakcí je klíčovým krokem k úspěšnému ocenění, protože výběr rozdílných podniků může vést ke zkresleným odhadům ocenění. To potvrzuje rovněž Mařík (2018), který uvádí, že tento krok je obzvláště důležitý, neboť rozhoduje a výsledné hodnotě ocenění, a proto je potřeba při ocenění disponovat značnými zkušenostmi.

V praxi se lze setkat se 3 hlavními přístupy výběru srovnatelných podniků. První přístup je založen na odvětvové klasifikaci, tj. podniky, které působí v podobných odvětvích, by měly vykazovat podobné charakteristiky rizika a růstu zisků (Alford, 1992). Druhý přístup vychází z výběru podniků s podobnými ekonomickými výsledky, jako je ziskovost, růst a riziko (Bhojraj a Lee, 2002). Třetí přístup naopak vychází z toho, že výběr srovnatelných podniků by měl vycházet z vyhledávání na webových stránkách. Tento přístup spočívá v tom, že podniky, které jsou často společně vyhledávány na internetu uživateli, jsou fundamentálně nebo ekonomicky podobné (Lee, Ma a Wang, 2015).

Alford (1992) napsal jednu z prvních studií, která se zabývala problematikou výběru srovnatelných podniků na přesnost ocenění. Zjistil, že příslušnost k odvětví a kombinace rizika a růstu zisků jsou účinné metody výběru srovnatelných podniků, že rozdělení odvětví podle rizika nebo růstu nezlepšuje přesnost a že výběr srovnatelných podniků pouze na základě rizika nebo růstu není výhodný. Autoři Cheng a McNamara (2000) potvrdili, že použití odvětví je účinným způsobem identifikace srovnatelných podniků, ale že kombinace odvětví a ziskovosti poskytuje ještě přesnější data pro ocenění.

Bhojraj a Lee (2002) vypracovali systematickou metodu pro výběr srovnatelných podniků. Za srovnávací parametry považovali ziskovost, růst a riziko. Konkrétně použili regresní analýzu k odhadu přesného násobitele pro každý podnik. Zjistili, že výběr srovnatelných podniků na základě těchto veličin překonává jiné metody často používané v praxi pro výběr srovnatelných podniků, jako je například výběr podniků podle odvětví. Dittmann a Weiner (2005) provedli studii na vzorku evropských a amerických společností v 16 zemích s cílem určit nejpřesnější metodu výběru souboru srovnatelných podniků. Jejich výsledky potvrdily, že výběr souboru srovnatelných podniků na základě rentability aktiv nebo kombinace rentability aktiv a hodnoty celkových aktiv nabízí nejlepší výsledky a předčí výběr podle odvětví nebo hodnoty celkových aktiv. Holthausen a Zmijevski (2012) ve svém článku uvedli, že při výběru srovnatelných podniků je potřeba sladit s oceňovaným podnikem relevantní hodnototvorné faktory, kterými jsou zejména riziko a růst zisků. Janda (2019) ve svém článku sledoval směrodatnou odchylku hospodářských výsledků globálních společností za 5 let. Janda (2019) na základě svého zkoumání zjistil, že přidání stability zisků ke kritériu odvětví a geografické lokality, zvyšuje přesnost odhadu násobitelů P/E a P/B ⁷.

Přestože odvětvové a fundamentální přístupy mají empirickou podporu, Lee, Ma a Wang (2015) tvrdí, že by měly být vyvinuty nové techniky. Jako reakci na tuto výzvu Lee, Ma a Wang (2015) analyzovali vzorce vyhledávání na webových stránkách. Zjistili, že společnosti, které jsou často společně vyhledávány více uživateli, jsou zásadně propojené nebo ekonomicky podobné.

Z výše uvedeného textu vyplývá, že nejlepšího způsobu výběru srovnatelných podniků bude dosaženo za kombinace odvětví a fundamentálních charakteristik. Nové přístupy k výběru srovnatelných podniků nabízejí slibné výsledky. Spoléhají se však na údaje, které nejsou veřejně dostupné, což činí tento přístup nevhodným do praxe.

⁷ P/B (Price-to-Book Ratio) – tržní násobitel, který vyjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a účetní hodnotou vlastního kapitálu na akci

Volba akruálních nebo tokových hodnot vztahové veličiny

V odborné literatuře se objevily diskuse o tom, zda jsou pro provedení ocenění tržními násobiteli nejvhodnější akruální nebo tokové hodnoty (peněžní toky) vztahové veličiny (Liu, Nissim a Thomas 2002). Zastánci peněžních toků argumentují, že hodnotové faktory založené na akruálním principu, jako je zisk a účetní hodnota vlastního kapitálu, jsou méně spolehlivé kvůli rozdílným účetním metodám. Naproti tomu ukazatele hodnoty založené na peněžních tocích netrpí stejnými nedostatky, a proto jsou při zachycení tvorby hodnoty podniku lepší než ukazatele hodnoty založené na akruálním principu (Koller, Goedhart a Wessels, 2010). Zastánci akruálního přístupu tvrdí, že ukazatele hodnoty založené na peněžních tocích, jako je peněžní tok z provozní činnosti a volný peněžní tok do firmy, neodpovídají přílivu a odlivu peněžních prostředků ze stejné transakce, což zkresluje jejich schopnost měřit tvorbu hodnoty podniku. Hodnotové ukazatele založené na akruálním principu mnohem lépe odpovídají příjmům a výdajům ze stejné transakce, což zvyšuje schopnost ukazatelů založených na akruálním principu měřit tvorbu hodnoty podniku.

Bylo provedeno několik empirických studií porovnávající přesnost násobků založených na zisku a peněžních tocích. Liu, Nissim a Thomas (2002) jsou autoři první studie porovnávající přesnost obou způsobů. Zjistili, že násobky založené na výnosech překonávají násobky založené na peněžních tocích. Liu, Nissim a Thomas (2007) a Schreiner a Spremann (2007) rozšířili výsledky studie pro několik zemí a odvětví a rovněž dospěli k závěru, že násobky založené na výnosech převyšují násobky založené na peněžních tocích. Z výše uvedeného textu tedy vyplývá, že empirické důkazy hovoří jasně ve prospěch akruálních násobků na úkor násobků založených na peněžních tocích.

Volba vykazovaných nebo odhadovaných vztahových veličin

Vykázaný zisk podniků se vztahuje k minulému období a častokrát nemusí být nejlepší volbou pro odhad budoucích zisků. Dle Maříka (2018) je použití očekávané vztahové veličiny nejlepší volbou, avšak při praktické aplikaci většinou oceňovatel nezná budoucí výhledy srovnatelných podniků.

Kim a Ritter (1999) ve svém článku prokázali, že očekávané násobky P/E překonávají svou přesností všechny ostatní násobky. Ve skutečnosti dvouleté prognózy zisku na akcii (EPS) převažují nad jednoletými prognózami EPS , které zase převažují nad aktuálními EPS . Autoři Lie a Lie (2002) rovněž zjistili, že odhady P/E násobku zlepšují spíše prognózované než vykazované zisky. Liu, Nissim a Thomas (2002) zjistili, že nejlépe fungují násobky zaměřené na budoucnost a jejich výkonnost se zlepšuje, pokud se horizont předpovědi prodlouží. Liu, Nissim a Thomas (2007) zjistili, že ocenění založená na výhledových násobcích zisků jsou pozoruhodně blízká obchodovaným cenám akcií a podstatně přesnější než ocenění založená na historických násobcích vycházejících ze zisků nebo peněžních toků. Schreiner a Spremann (2007) rovněž zjistili, že výhledové násobky překonávají historické násobky a že obzvláště dobře si vede dvouletý výhledový P/E .

Zjištěné poznatky jsou ve prospěch používání prognózovaných zisků na úkor vykazovaných zisků. Používání dvouletých nebo tříletých prognóz zisku na akcii překonává jednoleté prognózy zisku na akcii. Autor Yoo (2006) však zjistil, že přesnost ocenění se může zlepšit, pokud se použije kombinace historických a výhledových násobků. Celkově lze říci, že empirické důkazy hovoří ve prospěch násobků zaměřených na budoucnost na úkor historických násobků. Kombinace obou však může zlepšit výstupy ocenění.

Statistické vyhodnocení násobitelů

Ocenění tržními násobiteli vyžaduje výpočet průměru násobků srovnatelných podniků. To vyvolává otázku, jaký postup průměrování by se měl brát v úvahu: prostý aritmetický průměr, medián, harmonický průměr, geometrický průměr nebo vážený průměr?

Je nutné připomenout, že hodnota násobitelů za srovnatelné společnosti je často volena na úrovni průměru při investování na kapitálových trzích. V rámci znalecké praxe při ocenění podniku je silně nedoporučováno použití prostého průměru při volbě hodnoty násobitele. Prostý průměr však může být jedním z vodítek při odhadu vhodné výše násobitele pro oceňovaný podnik.

Baker a Ruback (1999) provedli první studii, která se touto problematikou zabývala. Porovnávali přesnost čtyř běžných postupů průměrování: prostého průměru, harmonického průměru, váženého průměru a mediánu. Z jejich výzkumu vyšel jako nejvíce vhodný harmonický průměr. Autoři dále zjistili, že použití prostého průměru násobku odvětví nadhodnocuje hodnotu podniku. Liu, Nissim a Thomas (2002) rovněž zjistili, že přesnost se zlepšuje, pokud se násobky počítají pomocí harmonického průměru ve srovnání s prostým průměrem nebo mediánem. Existovali však i odpůrci harmonického průměru. Herrmann a Richter (2003) ve svém článku zjistili, že průměry založené na harmonickém průměru vedou k podhodnocení potenciální tržní ceny a že mediánové hodnoty překonávají průměry založené na harmonickém průměru. Zajímavostí však je, že když Herrmann a Richter (2003) eliminovali 1 % extrémních hodnot násobků, jak to mimochodem provedli i autoři Liu, Nissim a Thomas (2002), zaznamenali výrazné zlepšení přesnosti stanovení ceny harmonickým průměrem ve srovnání s mediánem.

Průměry násobků založené na prostém průměru jsou výrazně ovlivněny extrémními hodnotami. Harmonický průměr i medián tyto extrémní hodnoty eliminují a z výše uvedeného textu vyplývá, že použití harmonického průměru nebo mediánu výrazně zpřesňuje výsledné ocenění.

Zohlednění rozdílných účetních principů a standardů

Jak již bylo uvedeno v tomto článku v kapitolách výše, srovnatelné podniky by měly mít stejné základní ekonomické charakteristiky, jako je ziskovost, růst a riziko. Dalším faktorem ovlivňující srovnatelnost podniků je účetní politika. Učebnice a výzkumy analýzy finančních výkazů také zdůrazňují rozdíly v účetních politikách podniků jako faktor ovlivňující srovnatelnost (Penman, 2007). Dostupnost alternativních způsobů účetního vykazování spolu se závislostí akruálního účetnictví na odhadech znamená, že srovnatelnost podniků na základě ekonomických fundamentů je částečně ovlivněna účetními principy podniků. Rozdílné postupy účetního vykazování uplatňované na stejné transakce mohou vytvářet rozdíly mezi ekonomicky podobnými podniky a nevhodně aplikované účetní metody mohou způsobit, že se ekonomicky odlišné podniky budou jevit jako podobné z pohledu vykázaných výsledků (Young a Zeng, 2015). Young a Zeng (2015) zkoumali, jak změny účetní politiky ovlivňují přesnost oceňování na základě násobků obecně a zejména fázi výběru srovnatelných podniků. Ve svém článku potvrdili, že respektování srovnatelnosti účetní politiky zvyšuje přesnost násobků prostřednictvím lepšího výběru srovnatelných podniků. Například autoři Beaver a Morse (1978) a Zarowin (1990) přisuzují významné rozdíly v ocenění amerických společností na základě *P/E* právě rozdílným účetním principům. Dále autoři Land a Lang (2002) dokládají souvislost mezi rozdíly ocenění společností v různých zemích a mezinárodně odlišnými postupy vykazování. Foster (1986) uznává problém rozdílných účetních metod pro srovnatelné

podniky, a proto obhájí výběr srovnatelných podniků ze stejného odvětví, jelikož ve stejných odvětvích je tendence používat stejné způsoby vykazování.

Autoři Lie a Lie (2002) ve svém článku zjistili, že odpisové plány společností neodrážejí přesně snížení hodnoty aktiv, a zkreslují tím tak informační hodnotu zisku. Ve svém článku se zaměřili na to, zda násobek *EBITDA* poskytuje lepší odhad hodnoty společnosti než násobek *EBIT*. Výsledkem výzkumu byl závěr, že násobek *EBITDA* poskytuje přesnější odhady hodnoty než násobek *EBIT*. Tento výsledek výzkumu naznačuje, že zkreslené účetní informace, například zkreslené odpisové plány, ovlivňují přesnost násobků a že je třeba se takovým zkreslením účetních informací vyhnout nebo je blíže prověřit.

Podle Schreiner a Spreman (2007) je při oceňování pomocí akruálních násobků nutné věnovat pozornost rovněž tomu, které společnosti disponují větším množstvím nehmotného majetku nebo investují více do vytváření nového nehmotného majetku prostřednictvím výzkumu a vývoje než jejich konkurenti. Nehmotný majetek je totiž odepisován agresivněji než hmotný majetek. Autoři článku proto ve svém výzkumu upravili zisk založený na akruálním principu o účetní náklady na výzkum a vývoj tím, že k *EBIT* přičetli odpisy nehmotného majetku a výdaje na výzkum a vývoj. Autoři zjistili, že násobky, které jsou založeny na upravených ziscích, poskytují přesnější odhady než násobky založené na vykazovaných ziscích.

V nedávném článku se zabývali autoři Huňáček a Jiša (2021) vlivem implementace účetního standardu IFRS 16 na výši ukazatele *EV/EBITDA*. Autoři Huňáček a Jiša (2021) provedli analýzu na datech obchodovaných společností z odvětví „Air transport“ a „Retail (Grocery and Food)“ z databáze profesora Damodarana. Na základě tohoto výzkumu zjistili, že zavedení standardu IFRS 16 znamenalo výrazné zvýšení násobitele *EV/EBITDA*. Autoři Huňáček a Jiša (2021) dále ve svém článku upozorňují, že zavedení standardu IFRS 16 nemělo pouze dopad na násobitel *EV/EBITDA* jako takový, ale rovněž na všechny účetní položky, ze kterých se tento násobitel počítá, což znamená, že se zavedení tohoto standardu týká rovněž řady dalších násobitelů a poměrových ukazatelů.

Meulen a kol. (2007) ve svém článku porovnávali účetní vykazování prostřednictvím účetních standardů US GAAP a IFRS. K tomuto účelu použili data společností, které byly obchodovány na německé burze cenných papírů, jelikož na této burze musí společnosti vykazovat hospodářské výsledky prostřednictvím US GAAP nebo IFRS. Jako vzorek dat vybrali společnosti, jejichž akcie byly upsány na burzu v rozmezí let 1997 a 1999. Samotná kvalita finančních výkazů byla hodnocena z hlediska atributů zisku, konkrétně hodnotové relevance, včasnosti, předvídatelnosti a kvality časového rozlišení. Autoři ve svém článku zjistili, že atributy zisku podle US GAAP jsou velmi srovnatelné se zisky podle IFRS. Pouze u atributu předvídatelnosti byla zjištěna převaha US GAAP.

Dále Autoři Escaffre a Sefsaf (2012) ve svém článku provedli mezinárodní srovnání hodnotové relevance účetních údajů pomocí ukazatele P/E a vlastního kapitálu na akcii. Vzorek společností tvořili převážně společnosti z odvětví bankovnínictví a finančních služeb. Studie byla provedena na pěti finančních trzích, včetně čtyř evropských trhů (země Beneluxu, Francie, Španělska a Velká Británie), na které se vztahují standardy IFRS. Pátým trhem pak byly Spojené státy americké, na které se vztahují standardy US GAAP. Cílem studie bylo zjistit, podle jakého standardu (IFRS nebo US GAAP, a na jakém finančním trhu (evropský nebo americký) je vyšší korelace mezi účetními daty (ziskem a vlastním kapitálem na akcii) a výnosem akcie? Po provedení regresních testů výsledky ukázaly, že zisk a vlastní kapitál měly

větší význam na výnos akcie na evropských trzích s IFRS než na amerických trzích s US GAAP.

Výše uvedené články potvrzují, že rozdílné účetní politiky ovlivňují přesnost násobků a že ignorování těchto rozdílů povede ke zkreslení odhadů ocenění. Dále bylo zjištěno, že vykazování zisků podle IFRS a US GAAP je z hlediska většiny atributů zisku srovnatelné. Zároveň však bylo zjištěno, že větší korelace mezi ziskem a výnosností akcie bylo dosaženo u společností, které vykazovaly podle účetních standardů IFRS.

Normalizace zisku

Ocenění tržními násobiteli na základě vykázaných zisků může zahrnovat složky, které nejsou pro účely ocenění relevantní (tj. které nemají vliv na budoucí tok peněžních toků). Příkladem takových položek jsou mimořádné či neprovozní položky, jako jsou náklady na restrukturalizaci, mimořádné opravné položky, náklady na soudní spory apod. Neprovedení úprav vykazovaných zisků o tyto mimořádné a neopakující se položky může zkreslit výši zisku a vést tak k nesprávnému ocenění (Penman, 2007).

Řada studií porovnávajících přesnost násobitelů používá zisk před mimořádnými položkami (Alford 1992; Bhojraj a Lee (2002); a Young a Zeng (2015)). To naznačuje, že tito výzkumníci považují násobky založené na zisku očištěném o mimořádné položky za užitečnější než násobky zahrnující jak opakující se, tak neopakující se mimořádné položky.

Řada studií zkoumala vliv zisku před a po mimořádných položkách na výslednou hodnotu. Tyto studie zjistily, že zisky bez mimořádných položek mají větší vypovídací hodnotu než zisky včetně mimořádných položek (Dechow, Ge a Schrand, 2010).

Jak vyplývá z výše uvedeného textu, empirické studie podporují ocenění násobiteli založené na zisku, při kterém jsou ze zisku vyloučeny jednorázové a mimořádné položky. To rovněž potvrzuje Mařík (2018), podle kterého by měl oceňovatel v případě dostatku relevantních informací upravit vztahovou veličinu násobitele srovnatelných podniků alespoň o nejobvyklejší provozně nepotřebné majetky a výnos a náklady s ním spojené.

Faktor velikosti podniku

Menší podniky často disponují nižší informační základnou ve srovnání s většími podniky, což činí oceňování menších podniků náročnějším. Autoři Lie a Lie (2002) ve svém článku poznamenali, že menší podniky mají často nestálé zisky, které plynou z menšího množství nahodilých projektů. Naproti tomu na větší podniky lze pohlížet jako na velký soubor projektů, v němž hodnoty průběžně kolísají, avšak v souhrnu se výkyvy obvykle vzájemně vyrovnávají, takže celková hodnota je rozumně stabilní. V řadě studií s obchodovanými podniky rovněž bylo zjištěno, že malé podniky dosahují větší výnosy ve srovnání s podniky velkými (Banz, 1981; Ibbotson, 2014; Pratt, 2005). Jedním z vysvětlení je to, že investoři považují malé podniky za mnohem více rizikové, a proto požadují za podstoupení většího rizika při investici do daných podniků větší výnos z dané investice.

V České republice se zabývali efektem velikosti společnosti autoři Jeřábek a Čihák (2008) a Skálová a kol. (2018) na transakcích s neobchodovanými společnostmi z Evropy. Ve svých člancích tito autoři zjistili, že s růstem velikosti společnosti

roste výše transakčního násobku. Tyto studie tak rovněž potvrdily, že efekt velikosti podniku je přítomen rovněž u neobchodovaných společností.

Na téma přesnosti výše násobitele v souvislosti s velikostí společnosti byla vypracována řada studií. Alford (1992) ve svém článku zjistil, že přesnost výše násobitele se zvyšuje s velikostí společnosti. Alford (1992) také zjistil, že účinnost výběru srovnatelných společností na základě odvětví je větší u velkých společností než u malých společností. Kim a Ritter (1999) zjistili, že chyby v ocenění jsou znatelně menší u starších a větších společností než u mladších a menších společností, zejména pak při použití výnosů. Cheng a McNamara (2000) rovněž zjistili, že přesnost ocenění se zvyšuje s velikostí společnosti. V souladu s Kimem a Ritterem (1999) ukázali, že velikost má největší vliv na přesnost ocenění při použití násobitele P/E .

Empirické výsledky tedy jasně podporují myšlenku, že velikost společnosti ovlivňuje přesnost násobků, což znamená že větší společnosti poskytují přesnější odhady hodnoty než menší společnosti.

Diskont za nelikviditu

Společnosti obchodované na burzách cenných papírů jsou obvykle považovány za likvidnější než soukromé společnosti, a proto se obchodují za vyšší násobky. Aplikování těchto vyšších násobků na soukromě držené společnosti (méně likvidní) nutně vyžaduje, aby bylo ocenění upraveno o nižší obchodovatelnost.

Řada studií zkoumala velikost diskontu za nelikviditu pomocí různých metod. Silber (1991) a Bajaj (2001) vypočítali diskont za nelikviditu způsobem, který vycházel z rozdílu cen akcií s omezenými právy a veřejně obchodovaných akcií. Silber (1991) a Bajaj (2001) uvedli, že diskont za nelikviditu se pohybuje v rozmezí 22 % až 34 %. Autoři Emory, Dengel a Emory (2002) zjistili, že diskont za nelikviditu činí 46 %, když vypočetli rozdíl mezi cenou akcií před a po IPO⁸. Další autor Officer (2007) odhadl diskont za nelikviditu ve výši 15 % až 30 % na základě rozdílu v násobcích mezi obchodovanými a soukromými společnostmi. Z uvedených článků je zřejmé, že diskont za nelikviditu je při ocenění násobiteli relevantním tématem, avšak samotná velikost diskontu za nelikviditu se v jednotlivých studiích liší, tudíž je obtížné poskytnout přesný odhad diskontu za nelikviditu.

Faktor kontrolní prémie

Kontrolní podíl ve společnosti je považován za hodnotnější než menšinový podíl, jelikož umožňuje majitelům těchto podílů ovlivňovat změny v celkové struktuře podniku a ovlivňovat podnikovou politiku. Ceny akcií obchodovaných společností obvykle odrážejí hodnotu menšinového podílu. Použití násobků z obchodovaných společností na soukromé společnosti tedy nutně vyžaduje úpravu odhadované hodnoty násobitele, pokud se s kontrolním podílem obchoduje.

Otázkou však zůstává, jak velká by měla být kontrolní prémie. Protože kontrolní prémie je rozdílem mezi stávající hodnotou podniku a jeho optimální hodnotou, vyplývá z toho, že prémie by měla být větší u špatně řízených podniků a menší u dobře řízených podniků. Ve skutečnosti by kontrolní prémie měla být nulová pro podniky, v nichž management již činí správná rozhodnutí (Damodaran, 2005). Kontrolní prémie se tedy budou v jednotlivých

⁸ Initial Public Offering (IPO) je proces, při kterém společnost poprvé vstupuje na burzu cenných papírů a nabízí své akcie široké veřejnosti.

podnicích lišit, a proto nelze stanovit jednoduché pravidlo, které by platilo pro všechny podniky.

Betton, Eckbo a Thorburn (2009) zkoumali kontrolní prémie u 10 806 kontrolních soutěží pro veřejnost v USA v období let 1973 až 2002. Zjistili, že průměrná kontrolní prémie se pohybuje kolem 45 %, ale také, že existují předpokládané rozdíly v kontrolní prémii. Pratt, Reilly a Schweihs (2008) zjistili, že kontrolní prémie se pohybuje mezi 26 % a 45 %. V prostředí mimo USA autoři Petersen, Plenborg a Scholer (2006) zjistili, že kontrolní prémie se blíží 30 % a že tato prémie je vyšší u špatně řízených podniků než u dobře řízených. Souhrnně lze říci, že empirické studie poskytují důkazy o kontrolní prémii, která se v jednotlivých transakcích liší.

Závěr

Hlavním účelem tohoto článku byla rešerše literatury v oblasti osvědčených praktických aplikací a vědeckých studií při ocenění společností tržními násobiteli. Hlavní pozornost byla zaměřena na jednotlivé dílčí části postupu ocenění od výběru skupiny srovnatelných společností až po faktor kontrolní prémie.

Nejlepšího způsobu výběru skupiny srovnatelných společností bude dosaženo za kombinace odvětví a fundamentálních charakteristik. Z rešerše rovněž vyplynulo, že pro ocenění společností jsou více vhodné násobitele založené na zisku než násobitele založené na peněžních tocích. Dále empirické důkazy hovoří ve prospěch násobků zaměřených na budoucnost na úkor historických násobků. Kombinace obou přístupů však může zlepšit výstupy ocenění. Při statistickém vyhodnocení jsou průměry násobků založené na prostém průměru výrazně ovlivněny extrémními hodnotami. Harmonický průměr i medián tyto extrémní hodnoty eliminují. Při ocenění tržními násobiteli je rovněž nutné brát zřetel na rozdílné účetní politiky a standardy, jelikož ovlivňují přesnost násobitelů. Empirické studie rovněž podporují ocenění násobiteli založené na zisku, při kterém jsou ze zisku vyloučeny jednorázové a mimořádné položky. Dále bylo zjištěno, že větší podniky poskytují přesnější odhady hodnoty násobitele srovnatelných společností než menší podniky.

Při ocenění tržními násobiteli by měl oceňovat rovněž brát zřetel na diskont za nelikviditu a kontrolní prémii. V jednotlivých studiích se však výše diskontu za nelikviditu či prémie za kontrolu lišila. Je tedy na samotném oceňovateli, z jaké studie bude při svém ocenění vycházet.

Literatura:

- [1] Alford, A.W. (1992): *The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method*. Journal of Accounting Research 30, 94-108. <https://doi.org/10.2307/2491093>
- [2] Asquith, P., Mikhail, M.B., Au, A.S. (2005): *Information Content of Equity Analyst Reports*. Journal of Financial Economics 75, 245-282. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.01.002>
- [3] Bajaj, M., Denis, D.J., Ferris, S.P., Sarin, A. (2001): *Firm Value and Marketability Discounts*. Iowa Journal of Corporation Law 27, 89-115. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.262198>
- [4] Bancel, M., Mittoo, U. (2014): *The Gap Between the Theory and Practice of Corporate Valuation: Survey of European Experts*. Journal of Applied Corporate Finance 26, 106-117. <https://doi.org/10.1111/jacf.12095>
- [5] Banz, R. W. (1981): *The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks*. Journal of Financial Economics 9, 3-18. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
- [6] Baker, M., Ruback, R. (1999): *Estimating Industry Multiples*.
- [7] Beaver, W., Morse, D. (1978): *What determines price-earnings ratios?* Financial Analysts Journal 34, 65–76, <https://doi.org/10.2469/faj.v34.n4.65>
- [8] Betton, S., Eckbo, B.E., Thorburn, K.S. (2009): *Merger Negotiations and the Toehold Puzzle*. Journal of Financial Economics 91, 158-178. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.02.004>
- [9] Bhojraj, S., Lee, C.M.C. (2002): *Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms*. Journal of Accounting Research 40, 407-439. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00054>
- [10] Cheng, C.A., McNamara, R. (2000): *The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods*. Review of Quantitative Finance and Accounting 15, 349-370. <https://doi.org/10.1023/A:1012050524545>
- [11] Damodaran, A. (2005): *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841484>
- [12] Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010): *Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences*. Journal of Accounting and Economics 50, 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- [13] Dittmann, I., Weiner, C. (2005): *Selecting Comparables for the Valuation of European Firms*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.644101>
- [14] Emory, J.D., Dengel, F., Emory, J.D. (2002): *Discounts for Lack of Marketability, Emory Pre-IPO Discount Studies 1980- 2000, As Adjusted October 10, 2002*. Business Valuation Review 21, 190-191. <https://doi.org/10.5791/0882-2875-21.4.190>
- [15] Escaffre, L., Sefsaf, R (2012): *Comparing the value relevance of earnings and book value in IFRS and GAAP standards*. Bankers Markets & Investors: an academic & professional review, Groupe Banque, 4-18.
- [16] Foster, G. (1986): *Financial Statement Analysis. Second edition*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall International.

- [17] Herrmann, V., Richter, F. (2003): *Pricing with Performance-Controlled Multiples*. Schmalenbach Business Review 55, 194-219. <https://doi.org/10.1007/BF03396674>
- [18] Huňáček, P., Jiša O. (2021): *Vliv implementace účetního standardu IFRS 16 na výši ukazatele EV/EBITDA a ocenění podniku*. Oceňování, roč. 14 č. 1.
- [19] Ibbotson SBBI (2014): *Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*. Chicago: Morningstar. ISBN 978-0-9849500-4-1.
- [20] Janda, K. (2019): *Earnings stability and peer company selection for multiple based indirect valuation*. Finance a Úvěr – Czech Journal of Economics and Finance 69, 37-75.
- [21] Jeřábek, T., Čihák, P. (2008): *Kvantifikace prémie za velikost pro střední Evropu*. Odhadce a oceňování majetku 1, 44-49.
- [22] Kim, M., Ritter, J.R. (1999): *Valuing IPOs*. Journal of Financial Economics 53, 409-437. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00027-6)
- [23] Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New Jersey: John Wiley & Sons. ISBN: 9780470424650
- [24] Land, J., Lang, M. (2002): *Empirical evidence on the evolution of international earnings*, The Accounting Review 77, 115–133, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.233602>
- [25] Lee, C.M.C, Ma, P., Wang, C.C. (2015): *Search-Based Peer Firms: Aggregating Investor Perceptions through Internet Co-Searches*. Journal of Financial Economics 116, 410-431. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2171497>
- [26] Lie, E., Lie, H.J. (2002): *Multiples Used to Estimate Corporate Value*. Financial Analysts journal 58, 44-54. <https://doi.org/10.2469/faj.v58.n2.2522>
- [27] Liu, J., Nissim, D., Thomas, J. (2002): *Equity Valuation Using Multiples*. Journal of Accounting Research 40, 135-172. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>
- [28] Liu, J., Nissim, D., Thomas, J. (2007): *Is Cash Flow King in Valuations?* Financial Analysts Journal 63, 56-68. <https://doi.org/10.2469/faj.v63.n2.4522>
- [29] Mařík, M. (2008): *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [30] Meulen, S., Gaeremynck, A., Willekens, M. (2007): *Attribute differences between U.S. GAAP and IFRS earnings: An exploratory study*. The International Journal of Accounting 42, 123-142. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.874923>
- [31] Nichols D.C., Wahlen J.M. (2004): *How Do Earnings Numbers Relate to Stock Returns? A Review of Classic Accounting Research with Updated Evidence*, Accounting Horizons 18, 263-286, <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.263>
- [32] Pratt, S.P., Reilly, R.F., Schweihs, R.P. (2008): *Valuing a Business*, New York: McGraw-Hill. ISBN: 978-0071441803
- [33] Sherman, A (2018): *Mergers and Acquisitions from A to Z*. AMACOM. ISBN: 9780814439036
- [34] Schreiner, A., Spremann, K. (2007): *Multiples and their Valuation Accuracy in European Equity Markets*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.957352>
- [35] Silber, W.L. (1991): *Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices*. Financial Analysts journal 47, 60-64. <https://doi.org/10.2469/faj.v47.n4.60>

- [36] Skálová, J., Podškubka, T., Diviš, P. (2018): *Vliv velikosti podniku na transakční násobitele*. *Politická ekonomie* 66, 57–77. <https://doi.org/10.18267/j.polek.1181>
- [37] Vernimmen, P a Kol. (2018): *Corporate finance: Theory and Practise*, Valuing a Business, Wiley. ISBN: 978-1-119-42448-2
- [38] Vydržel, K., Soukupová, V. (2012): *Empirical Examination of Valuation Methods Used in Private Equity Practice in the Czech Republic*. *The journal of Private Equity* 16, 83-99. <https://doi.org/10.3905/jpe.2012.16.1.083>
- [39] Officer, M.S. (2007): *The Price of Corporate Liquidity: Acquisition Discounts for Unlisted Targets*. *Journal of Financial Economics* 83, 571-598. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.004>
- [40] Penman, S.H. (2007): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill. ISBN: 007-125432-3
- [41] Petersen, C., Plenborg, T., Scholer, F. (2006): *Issues in Valuation of Privately Held Firms*. *The journal of Private Equity* 10, 33-48. <https://doi.org/10.3905/jpe.2006.667557>
- [42] Pinto, J.E., Robinson, T.R., Stowe, J.D. (2018): *Equity Valuation: A Survey of Professional Practice*. *Review of Financial Economics* 37, 219-233. <https://doi.org/10.1002/rfe.1040>
- [43] Pratt, S. P. (2005): *The market approach to valuing businesses*. Hoboken: N.J.: Wiley. ISBN 978-0-471-69654-4.
- [44] Holthausen, R.W., Zmijewski, M.E. (2012): *Valuation with Market Multiples: How to Avoid Pitfalls When Identifying and Using Comparable Companies*. *Journal of Applied Corporate Finance* 24, 26-38. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2012.00387.x>
- [45] Yoo, K.Y. (2006): *The Valuation Accuracy of Equity Valuation Using a Combination of Multiples*. *Review of Accounting and Finance* 5, 108-123. <https://doi.org/10.1108/14757700610668958>
- [46] Young, S., Zeng, Y. (2015): *Accounting Comparability and the Accuracy of Peer-Based Valuation Models*. *Accounting Review* 90, 2571-2601. <https://doi.org/10.2308/accr-51053>
- [47] Zarowin, P. (1990): *What determines price-earnings ratios: Revisited*. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 5, 439–457

Metodický postup při ocenění podniku tržními násobiteli

Štěpán Kohoutek – Pavla Maříková

ABSTRAKT

Oceňování tržními násobiteli lze považovat za jednu z nejoblíbenějších a nejpoužívanějších oceňovacích metod podniku. Tento článek se zabývá návrhem metodického postupu při ocenění podniku tržními násobiteli. Hlavním zdrojem informací tohoto článku byla rešerše literatury z oblasti osvědčených praktických aplikací a vědeckých studií. Hlavní pozornost byla zaměřena na jednotlivé dílčí části postupu ocenění od výběru skupiny srovnatelných podniků až po kontrolní prémii. Výstupem tohoto článku je tak souhrn nejdůležitějších faktorů, které by měl oceňovatel při ocenění podniku tržními násobiteli zohlednit.

Klíčová slova: Tržní násobitele; Oceňování; Metodika.

Methodological approach to business valuation by market multiples

ABSTRACT

Valuation by market multiples can be considered one of the most popular and widely used valuation methods of a company. This paper deals with the proposal of a methodological approach to the valuation of a company by market multiples. The main source of information for this paper was a literature search of best practice applications and research studies. The main focus was on the different parts of the valuation procedure from the selection of a peer group to the control premium. Thus, the output of this article is a summary of the most important factors that a valuator should consider when valuing a company using market multiples.

Key words: Market multiples; Valuation; Methodology

JEL classification: G12, G34